

Javuló magyar gazdasági tendenciák bizonytalan világgazdasági környezetben

Nagy Katalin,

a Kopint-Tárki
Konjunktúrakutatási Alapítvány
ügyvezető igazgatója

Email: katalin.nagy@kopint-tarki.hu

Palócz Éva,

a Kopint-Tárki
Konjunktúrakutató Intézet Zrt.
vezérigazgatója

Email: eva.palocz@kopint-tarki.hu

Vakhal Péter,

a Kopint-Tárki
Konjunktúrakutató Intézet Zrt.
tudományos munkatársa

Email: peter.vakhal@kopint-tarki.hu

A világgazdasági konjunktúrát 2014-ben enyhén javuló tendenciák és új kockázatok (csökkenő olajár, a defláció veszélyének) megjelenése jellemezte. A globális növekedést elsősorban a fejlett országok teljesítménye húzta. A régiók között továbbra is jelentősek a különbségek. A nyomott infláció mellett a monetáris politika a fejlett országokban expanzív maradt, azonban a különböző vezető jegybankok eltérő utat követnek a jövőben.

Kelet-Közép-Európában mindeközben rendkívül dinamikus növekedés ment végbe, amit támogatott az alacsony inflációval párhuzamosan jelen levő, euróval szembeni leértékelődés. Ugyanakkor a fiskális konszolidációs intézkedések továbbra is napirenden maradtak a legtöbb országban.

A magyar gazdaság 2014. évi növekedése a legmagasabb ütemű volt az Európai Unióban. A 3,6 százalékos növekedés ellenére még mindig nem sikerült elérni a bruttó hazai termék 2007. évi szintjét. Fordulat következett be a lakossági fogyasztásban is: mintegy kilenc év folyamatos csökkenése után, megindult a magánfogyasztás növekedése. A pénzügyi egyensúly is javult, a gazdaság sérülékenysége csökkent.

TÁRGYSZÓ:

Gazdasági helyzet.

Világgazdaság.

Gazdasági növekedés.

A javuló magyar gazdasági teljesítmény 2014-ben mérsékelten élénkülő, de ugyanakkor kockázatoktól terhes világgazdasági környezetben valósult meg. Jelen cikk egyrészt áttekinti azokat a főbb tendenciákat, amelyek a vizsgált időszakban Magyarország külpiazi környezetét jellemezték, külön kiemelve a hazai konjunktúra szempontjából fontos euróövezetben, illetve a kelet-közép-európai régióban lezajló folyamatokat. A tanulmány részletesen elemzi a magyar gazdaságban végbement főbb gazdasági és pénzügyi folyamatokat.

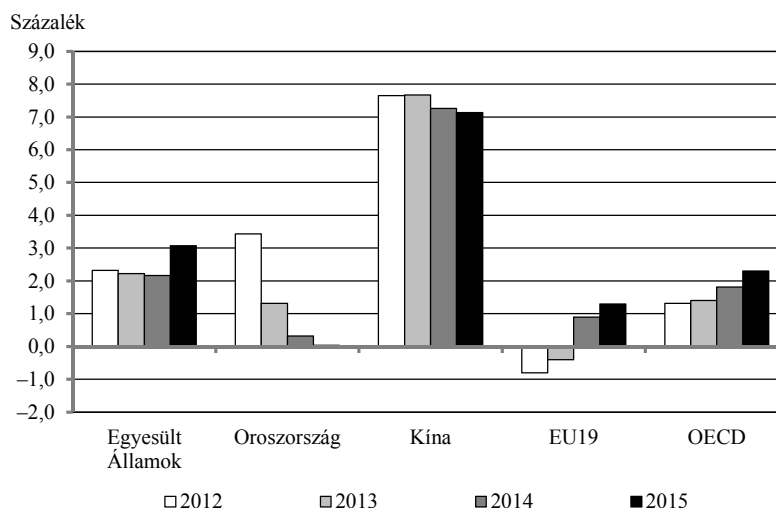
1. Mérsékelten élénkülő világgazdasági konjunktúra – regionális különbségekkel

A világgazdasági konjunktúrát tavaly enyhén javuló tendenciák és új kockázatok megjelenése jellemezte. 2014-ben a globális növekedés 3,4 százalék körül alakult (*OECD* [2015]), nagyjából 0,1 százalékponttal haladta meg az előző évi dinamikát. A regionális különbségek továbbra is megmaradtak, noha valamelyest csökkentek. (Lásd az 1. ábrát.) A globális növekedést tavaly is elsősorban a fejlett gazdaságok húzták, ahol összességében a GDP-bővülés¹ némileg erősödött, de még mindig visszafogott maradt. Az *OECD*² legfrissebb adatai szerint (*OECD* [2015]) 2014-ben az *OECD*-országok GDP-je 1,8 százalékkal nőtt szemben a 2013. évi 1,4 százalékkal. Míg az Egyesült Államokban a vártnál erősebben, 2,4 százalékkal bővült a GDP, addig az euróövezet éppen, hogy kilábalta a válságból, Japánban pedig a korábbi előrejelzésekhez képest kedvezőtlenebb helyzet, stagnálás közeli állapot volt jellemző. A feltörekvő országokat – ahogy 2013-ban is – a korábbiakhoz képest mérsékeltebb dinamika jellemezte. Ebből a szempontból különösen fontos a Kínát jellemző lendületvesztés: noha a növekedés 2014-ben is 7 százalék fölött maradt, a nyári hónapoktól kezdve érezhető lassulás volt jellemző, s a legtöbb előrejelzés azzal számol, hogy ez a trend meg is marad (*Gern et al.* [2015]). Oroszország esetében a már korábban várt növekedéslassulás az ukrán konfliktus eszkalálódása, a szankciók bevezetése, az olajárbevételek csökkenése és a pénzügyi helyzet kiéleződése következtében drámaivá fajult.

¹ GDP (gross domestic product): bruttó hazai termék.

² *OECD* (Organisation for Economic Co-operation and Development): Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet.

1. ábra. Különböző konjunkturális pályák a világban, 2012–2015
(százalékos változás az előző évhez képest)



Megjegyzés. A 2012., 2013. és 2014. évi adatok is az EU19-re számítva.

Forrás: OECD-adatbázis, Eurostat-adatbázis, Európai Bizottság Téli gazdasági előrejelzés.

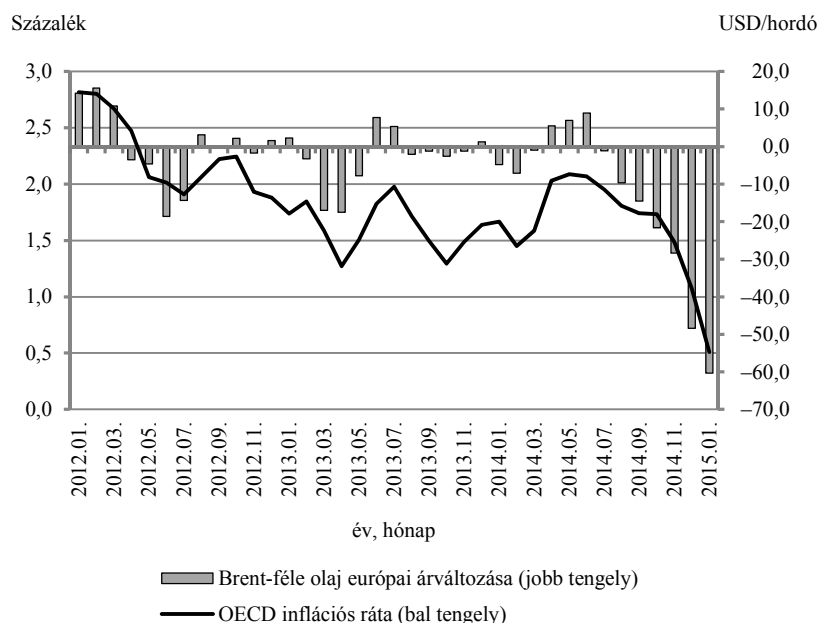
A nyári hónapok folyamán a világ ipari termelése jelentős mértékben veszített dinamikájából, elsősorban a fejlett országokban (különösen az euróövezetben, illetve Japánban) tapasztalható lassulás következtében. A mérsékelt konjunkturális élénkülés közepette a világkereskedelem is összességében lassabban bővült (3,1%), mint korábban, ugyanakkor a feltörekvő országokban a kereskedelmi folyamatok normalizálódtak, s így az export és az import dinamizmusát – a korábban megszokottnál alacsonyabb ütem ellenére – a feltörekvő országok, közülük meghatározó mértékben az ázsiaiak biztosították.

A 2014. év fejlődési trendjeit meghatározó egyik tényező az olajárak alakulása volt. (Lásd a 2. ábrát.) Míg az év első felében a Brent olaj hordónkénti ára 108,9 USD/hordó volt, addig a szeptembertől megindult erőteljes csökkenés következtében az év végére 55 dollárra süllyedt. A december végi ár mintegy 60 dollárral (52 százalékkal) volt alacsonyabb, mint a június közepi csúcs (115,19 USD/hordó). Az olajárak esését részben a fontosabb felhasználó országok részéről megnyilvánuló gyenge kereslet, illetve a dollár jelentős felértékelődése, nagyobb részben azonban a kínálati oldalon megjelenő túlkínálat magyarázza. Erre utal az is, hogy a többi nyersanyag (például az ipari fémek) árai nem estek olyan mértékben, mint a nyersolajé. A kínálati oldalon bekövetkezett egyensúlyhiány egyik oka, hogy az OPEC³ nem változtatott

³ OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries): a Kőolaj-exportáló Országok Szervezete.

a termelési kvótáin, annak ellenére, hogy a nem OPEC-országok, de különösen az Egyesült Államok esetében a kitermelés jelentősen bővült. 2013 óta a kínálat folyamatosan és egyre növekvő mértékben a kereslet felett mozgott. Az olajárak drámai csökkenéséhez jelentősen hozzájárult, hogy az OPEC – elsősorban szaúdi nyomásra – sem a júniusi (*OPEC* [2014a], *OPEC* [2014b]) sem pedig a novemberi ülésén nem járult hozzá az olajkitermelés csökkentéséhez. Az alacsony árak fenntartását célzó szaúdi stratégia mögött az állhat, hogy visszafogja az amerikai palaolaj-kitermelést, amely az utóbbi időben robbanásszerűen fejlődött, és egyre nagyobb versenyt teremt a piacon. Mivel a palaolaj kitermelésének költségei kétszer-háromszor magasabbak, mint a közel-keleti olajé, ezért az olaj árának csökkenése miatt ez egyre kevésbé nyereséges vállalkozássá válhat (*MTI* [2015]). A jelenlegi olajárszint mellett – még akkor is, ha 2015 elején enyhe emelkedés indult meg – az olajfeldolgozásba, illetve a kitermelés bővítésére irányuló beruházások nem rentábilisak, így várhatóan a nem OPEC-országok kitermelése a következő időszakban valamelyest csökkenhet, ami újra felfelé nyomhatja az olajárát. A kereslet konjunkturális okokból történő bővülése is ebbe az irányba hathat. Ezzel együtt a legfrissebb előrejelzések enyhén növekvő, de továbbra is nyomott olajár-előrejelzésekkel számolnak (*IMF* [2015]).

2. ábra. Az olajár és az infláció változása az előző év azonos hónapjához képest, 2012–2015. január



Forrás: OECD-adatbázis <http://data.oecd.org/price/inflation-cpi.htm>; Amerikai Energiaügyi Hivatal <http://www.eia.gov/dnav/pet/hist/LeafHandler.ashx?n=PET&s=RBRT&f=M>

Az alacsony olajárak konjunktúraélénkítő hatása összességében mérsékelt maradt: a kínálati többletből – elvileg – adódó konjunktúraélénkítő hatást csökkentette az általánosan lanya kereslet és az alacsony növekedés. Ezen túlmenően a termelés olajintenzitása a legtöbb importőr ország esetében az elmúlt évtizedekben – a magas olajárakhoz történő alkalmazkodás hatására – jelentős mértékben lecsökkent, így a növekedésre gyakorolt pozitív hatás is mérsékeltebb lehet. Ugyanakkor az olaj és egyéb energiahordozók árának csökkentése általában hozzájárult a fogyasztói árak mérséklődéséhez, aminek fogyasztásélénkítő hatása már tavaly is érződött. Az olaj-exportáló országok esetében – a bevételek visszaesése következtében – az olajárak csökkenése egyértelműen negatív, növekedést visszafogó hatással volt, illetve van.

Az olaj és egyéb energiahordozók árának csökkenése az infláció általános alakulásában tavaly mindenütt éreztette hatását: a fejlett országokban alacsony maradt, illetve az előző évekhez képest esett az árindex, sőt egyes régiókban (euróövezet) különösen az év utolsó negyedében a defláció veszélye is egyre fenyegetőbbé vált. A fogyasztói árak alakulásában az élelmiszerárak mérséklődése is jelentős szerepet játszott. Az árcsökkenések mértéke országonként különböző volt, s ennek következtében a jegybanki reakciók is változatos képet mutattak, illetve mutatnak. Azokban az országokban, ahol a növekedési kilátások kedvezőbbek (így az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság vagy Svédország), a defláció kialakulásától is kevésbé tartanak, mint ott, ahol a konjunktúrával még mindig baj van (eurózóna). Másutt, például Japánban, az egyedi intézkedések (az áfa tavalyi emelése) elfedték a nyers- és élelmiszerárak csökkenésének hatásait. A fejlődő és a feltörekvő országok esetében az infláció alakulása differenciált képet mutatott: itt a csökkenő ártrendek nem mindig kerültek érvényesítésre a fogyasztói árakban: részben azért, mert a különböző kormányok az energiaár-szubszenciák visszavezetésére használták ki az alacsony árak adta lehetőségeket, másutt viszont a nemzeti valuta dollárral szembeni árfolyamának gyengülése semlegesítette az alacsony nemzetközi árakból eredő árcsökkentő hatást. Oroszország esetében – amelyet az energiaárak mérséklése az exportbevételek kiesése miatt az átlagosnál is érzékenyebben érintett, és ahol az embargó következtében az élelmiszerárak esése sem következett be – a rubel drámai leértékelődése és a külső hatások következtében az infláció nem, hogy nem csökkent, hanem erőteljesen megugrott.

A lassú, esetenként bizonytalan lábakon álló növekedés – az alacsony infláció következtében a monetáris politika – a fejlett országokban mindenütt expanzív maradt, azonban az év folyamán egyre világosabban látszott, hogy a különböző vezető jegybankok eltérő utat követnek a jövőben. Az amerikai jegybank, a FED⁴, az irányadó kamatot továbbra is alacsonyan tartja, s kamatkorrekciónak legfeljebb 2015 (*FED* [2015]) folyamán várható, az eszközvásárlási program fokozatos kivezetésével és 2014 őszén a mennyiségi könnyítés harmadik körének (Quantitative Easing 3) befejezésével (*FED*

⁴ FED (Federal Reserve System): Szövetségi Tartalék Rendszere.

[2014]) a monetáris politika normalizálódásához való visszatérés egyértelmű jelét adta. Az ECB⁵ és a japán jegybank ugyanakkor további monetáris expanzió mellett döntött. Az ECB 2014-ben két lépésben, összesen 15 bázisponttal, 0,05 százalékra csökkentette az irányadó kamatot, s ezen túlmenően a betéti rendelkezésre állás kamatlábát 2014. június 5. óta negatív szinten tartja, ezzel is ösztönözve a bankokat arra, hogy ne tartsák eszközeiket az euro-rendszerben elhelyezett betétek formájában. A deflációs veszélyre hivatkozva az ECB 2015 januárjától a mennyiségi könnyítés újabb eszközeit veti be, s bővíti eszközvásárlási programját⁶ (EKB [2015]). Az Egyesült Királyság jegybankja, a Bank of England 2009 márciusa óta 0,5 százalékon tartja az irányadó kamatlábát, és noha egyelőre semmilyen felfelé irányuló korrekciót nem kommunikál, annak ellenére, hogy a brit gazdaság egyértelmű jeleit mutatja a fellendülésnek, a piac 2015-re mégis első kamatemelésre vár. A feltörekvő országokban a monetáris politika országonként változó, vegyes képet mutat. Itt a monetáris expanzió vagy szigorítás, illetve a kamatküszöbök irányát nem annyira a konjunkturális helyzetből adódó megfontolások, hanem sokkal inkább a tőkemozgások és árfolyam-ingadozások határozzák meg. Így Brazíliában vagy Ukrajnában az árfolyamgyengülés késztette a jegybankot kamatemelésre, Oroszországban pedig az árfolyamgyengülés mellett a tőke kimenekülése indokolta az alapkamat drámai (9,5 százalékról 17 százalékra történő) emelését.

A 2014. év másik fontos jellemzője az *euró-dollár árfolyam* alakulása. Az euró 2014 közepén megindult leértékelődése 2015-ben is folytatódott. A 2014. május eleji csúcshoz képest december végére az euró mintegy 13 százalékkal értékelődött le a dollárral szemben. Eközben az angol font, illetve a svájci frank erős felértékelődési nyomás alá került, míg a japán jen mind a dollárral, mind pedig az euróval szemben erőteljesen leértékelődött.

A *fiskális politika* a fejlett országokban 2014-ben sokkal kevésbé volt restriktív, mint a megelőző években. Noha a legtöbb országban továbbra is magas, esetenként emelkedő a GDP-arányos adósságszint, az államháztartási hiány csökkenő tendenciát mutat, s a kedvező kamatkörnyezet könnyebbséget jelent az államháztartás kiadási oldalán.

2. Lassú kilábalás a válságból az euróövezetben

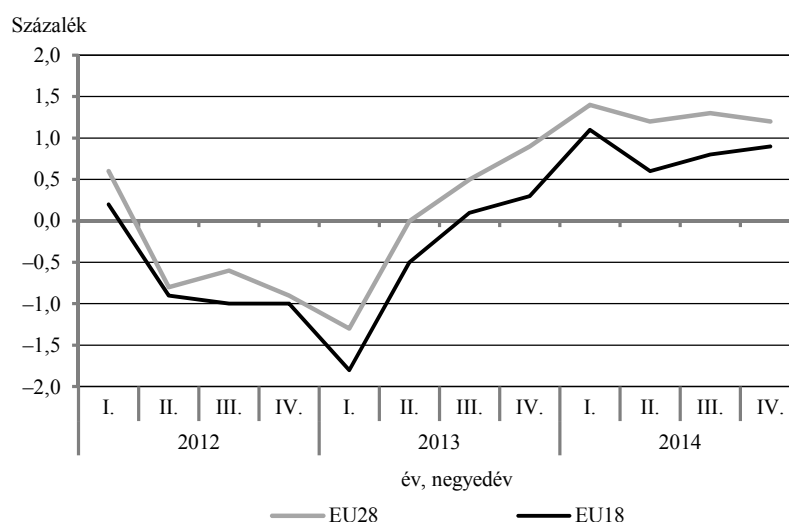
Az *euróövezetben* 2014 negyedik negyedében 0,3 százalékkal bővült a növekedés az előző negyedhez képest, ami kismértékű gyorsulásnak számít, és az év egészében a 0,9 százalékos GDP-bővülés is arra enged következtetni, hogy a válságból

⁵ ECB (European Central Bank): Európai Központi Bank.

⁶ Az Európai Központi Bank eszközvásárlási programját a 2015. január 22-i bejelentés szerint kiterjesztették az euróövezeti központi kormányzatok, hivatalok és európai intézmények által kibocsátott kötvényekre is.

való kilábalás kezdetét vette. (Lásd a 3. ábrát.) A hangulatindikátorok (*EC* [2015], *IFO* [2015]) alakulása is azt sejteti, hogy ez a tendencia 2015 első felében folytatódik. Az év második felében a növekedés elsősorban a belső keresletre támaszkodott, a magánfogyasztás és a közösségi fogyasztás erőteljes bővülése mellett azonban a beruházási tevékenység továbbra is nyomott maradt. Az export az év vége felé erőteljesen lelassult, s a nettó export a GDP bővülését éves szinten csupán 0,1 százalékponttal támogatta.

3. ábra. A negyedéves GDP-adatok változása az előző megfelelő időszakához képest, 2012–2014

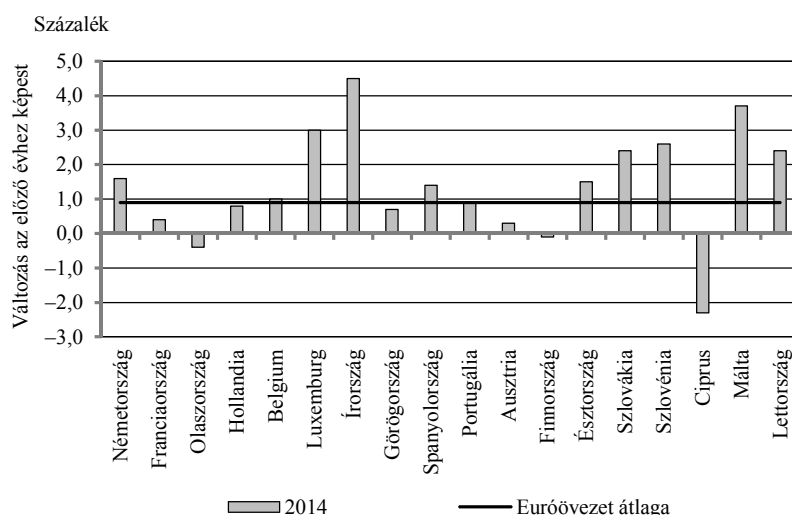


Forrás: Eurostat-adatbázis. http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=namq_10_gdp&lang=en, nem szezonálisan kiigazított adatok, százalékos változás az előző év megfelelő időszakához képest.

Az euróövezet egyes tagországai közötti különbségek továbbra is jelentősek. (Lásd a 4. ábrát.) Néhány országban (Németország, Spanyolország, Írország) erőteljesebb növekedésgyorsulás volt tapasztalható 2014-ben. Németország továbbra is az euróövezet motorjának számít: nélküle az euróövezet GDP-je tavaly 0,3 százalékponttal lett volna alacsonyabb. Ugyanakkor Franciaország, Olaszország vagy Finnország esetében stagnálás közeli állapot vagy negatív növekedési ráta volt jellemző. A krízisországok közül Portugáliában és Görögországban is enyhe élénkülés volt tapasztalható, de ez utóbbiban a politikai és finanszírozási feszültségek, az államcsőd veszélye nagyon bizonytalanná teszik a jövőbeli kilátásokat. Az immár tartósan tekinthető növekedéskülönbségek egyik magyarázata, hogy az euróövezeten belül az egyes országok kiinduló szerkezeti sajátosságaiból kifolyólag különböző válaszokat adtak az adósságválság jelentette kihívásokra, ami eltérő kiigazítási folyamatokat

indított meg. Az alacsony olajár és a nyomott infláció elsősorban a magánháztartások pénzügyi helyzetét javította, a gyenge euró pedig a vállalkozások árversenyképességét erősítette. A munkaerő-piaci helyzet szempontjából szintén jelentősek a különbségek: az eurózóna átlagában a kétszámjegyű (11 százalék körüli) munkanélküliség továbbra is jellemző marad, de egy enyhe javulás megindult. Az államháztartás helyzete országonként erős eltéréseket mutat, de a tízéves állampapírok hozamainak csökkenő trendje, a javuló államháztartási egyenlegek jelzik a helyzet stabilizálódását.

4. ábra. Divergáló gazdasági növekedési ütemek az euróövezetben, 2014



Forrás: Eurostat-adatbázis. <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/submitViewTableAction.do>, nem szezonálisan kiigazított adatok, százalékos változás az előző év megfelelő időszakához képest.

A 2015–2016 évi konjunkturális trendek szempontjából elsősorban a görög válság kimenete, valamint az ukrán-orosz konfliktus következményei jelentenek kockázatot.

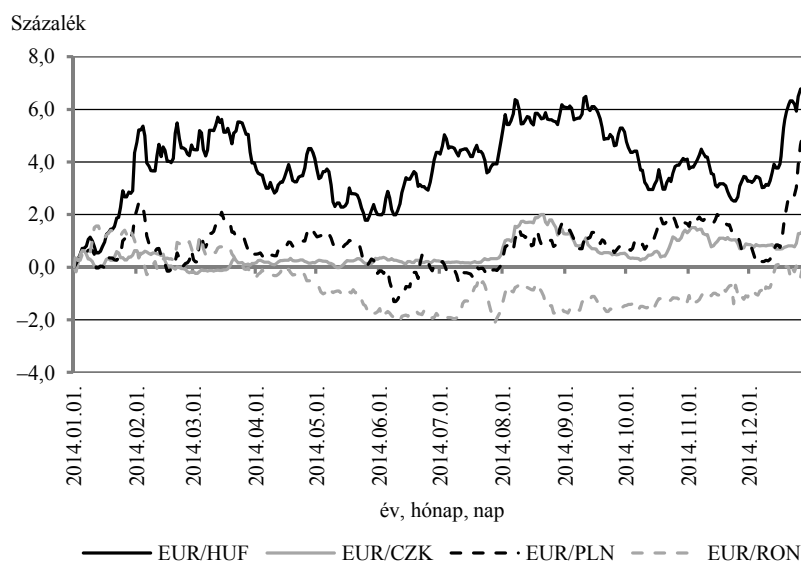
3. Gyorsuló növekedés a kelet-közép-európai régióban

2014 elején a *kelet-közép-európai régió* vonatkozásában két, illetve három növekedéskockázati tényező volt beazonosítható: az orosz-ukrán válság eszkalálódása és az ehhez kapcsolódó nemzetközi szankciók következményei, valamint a fiskális konszoli-

dációs folyamatok elakadása. E két rizikófaktorból végül egyik sem okozott komolyabb nehézséget a térség országaiban, így a tavalyi évre vonatkozó növekedési prognózisok nagyjából megvalósultak, és az új EU-tagállamok 2014-ben – az előzetesen publikált adatok alapján – 2,8 százalékkal növekedtek. A jövőre vonatkozóan rendkívül biztató, hogy ez a bővülés a GDP minden komponensére jellemző volt, így hosszú idő után a magánfogyasztás és a beruházások egyaránt növekedtek, s egy jóval egészségesebb növekedési szerkezet alakult ki a régióban az elmúlt évekhez képest.

A fogyasztásbővülést az alacsony infláció is támogatta, amely 2014-ben, 2013-hoz viszonyítva, 0,3 százalékos volt. Defláció Bulgáriában, Cipruson és Szlovákiában volt jellemző, ám – Romániát kivéve – az összes tagállamban felerősödtek a negatív inflációval kapcsolatos félelmek. Ennek ellenére jelentősebb kamatcsökkentés már csak Magyarországon és Romániában történt, míg Lengyelországban mindössze egy 50 bázispontos csökkentést hajtottak végre. A kamatpálya meredek esése és a deflációs veszélyek következtében az árfolyamok is jelentősen gyengültek a 2014 január eleji értékhez képest. Ez azonban számottevő mértékben tudta javítani a tagállamok export-versenyképességét. Az év végét a magyar forint 6,1, a cseh korona 1,2, a lengyel zlotyi 3,6, a román lej pedig 0,1 százalékkal gyengébben zárta az euróval szemben az év eleji értékükhöz képest.

5. ábra. Az euróval szembeni árfolyamok mozgása néhány kelet-közép-európai tagállamban, 2014*
(2014. 01. 01. = 100,0%)



* Magyarország, Csehország, Lengyelország és Románia.

Forrás: Eurostat-adatbázis.

A javuló növekedési kilátások, valamint a dezinflációs folyamatok és az ezt követő kamatpálya az állampapírpiacra is jelentős változásokat indított el a 2014-es év folyamán. A tízéves lejáratú államkötvények után fizetendő kamatszint minden tagállamban tekintélyes mértékben csökkent, mind relatív, mind abszolút értelemben. Külön figyelmet érdemelnek a szlovén papírok, amelyek kuponrátája – a gazdaság növekedési pályára állásával – visszaállt a válság előtti szintre. Nem csupán a tízéves lejáratú, hanem a három hónapos kötvények hozamai is rekordszintre csökkentek, ami jelentősen kibővítette a fiskális mozgásteret, aminek következtében a konszolidációs törekvések is gyengébbek lettek.

A GDP-arányos államadósság (2014. év harmadik negyedéves adatok szerint) a régió tagállamainak többségében nőtt, vagy stagnált, és csupán Csehországban történt kismértékű, Lengyelországban pedig nagymértékű javulás az adósságszintekben. Szlovénia nem tudta megakadályozni az államadósság növekedését, mert jelentős forrásbevonásra volt szüksége a gazdaság élénkítése érdekében, és a javarészt állami tulajdonban lévő bankszektorra is fel kellett tőkésíteni. Ez azonban csak tovább erősítette az adósságspirált, és Magyarország után már Szlovéniában van a második legmagasabb GDP-arányos államadósság (78,1%) a térségben, így az IMF⁷ 2015-ben figyelmeztette a ljubljana-i kormányzatot, hogy gyorsítsa fel a privatizációs intézkedéseket. Ez azonban a korrupciós, illetve egyéb adósságrendezéssel kapcsolatos ügyek miatt csak lassan indult meg, ami miatt az ország versenyképessége a 2014. szeptemberi versenyképességi rangsorokban tovább romlott, így délnyugati szomszédunk, Görögország mellett, a világ egyik legkevésbé versenyképes fejlett állama lett (ide tartozik még Szlovákia is, többek között szintén a gazdaságot alapjaiban veszélyeztető korrupció miatt).

Elsősorban a szlovén privatizációs folyamatok okolhatók azért, amiért Szlovéniában a növekedés ellenére sem csökken érdemben a munkanélküliség (9,7%), míg a legtöbb tagállamban a ráta 1-2 százalékpontos apadása volt megfigyelhető. E tekintetben továbbra is Csehország a régió éllovasa, ahol a munkanélküliségi arány az utolsó negyedévben már 5,8 százalék volt. 10 százalék feletti rátát már csak Horvátországban, Cipruson (mindkét esetben 16,5 százalék), Lettországon (10,6%), Litvániában (10,1%) és Szlovákiában (12,6%) tapasztalható. Ezekben az országokban erős a strukturális hatás, a fiatalok (25 év alattiak) munkanélkülisége nem egy esetben jóval 20 százalék fölötti.

Mindezek ellenére 2014 jó év volt a régió számára, 2015-re pedig némiképp talán visszafogottabb, de hasonló ütemű bővülést várunk. Az orosz-ukrán válság kockázata ugyan nem múlt el, de lényegesen alacsonyabb, mint egy évvel korábban. Jelenleg inkább az elhúzódó defláció jelent rövid távon kihívást a tagállamok számára, ami lassíthatja a növekedést. Ezt ellensúlyozandó a beruházások valószínűleg tovább

⁷ IMF (International Monetary Fund): Nemzetközi Valutaalap.

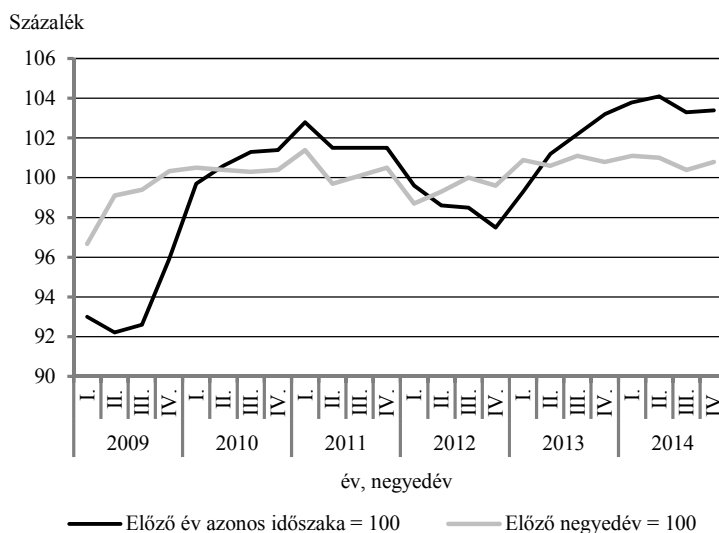
fognak bővülni és a magánfogyasztás is növekedni tud majd. Az árfolyamok feltehetően stabilak maradnak, sőt akár erősödhetnek is.

4. A magyar gazdaság helyzete

A magyar gazdaság 2014-ben igen jó évet zárt: kilenc éve nem volt ilyen magas a növekedés Magyarországon. Utoljára 2006-ban ért el a gazdaság négy százalékos növekedést, azóta ennél lényegesen kisebb ütemű bővülés, sőt néhány évben csökkenés volt jellemző. (Lásd a 6. ábrát.)

A 3,6 százalékos magyar gazdasági növekedés 2014-ben nemcsak meghaladta az Európai Unió összes országának 1,3 százalékos átlagát, hanem, az előzetes adatok szerint, a legmagasabb is volt az Unióban. A visegrádi országok közül Magyarország után Lengyelország érte el a második legmagasabb növekedést (3,3%), Szlovákia (2,4%) és Csehország (2,0%) növekedése még szintén magasabb az EU-átlagnál, de a magyarnál lényegesen alacsonyabb volt.

6. ábra. A magyar GDP negyedéves növekedési indexei, 2009–2014

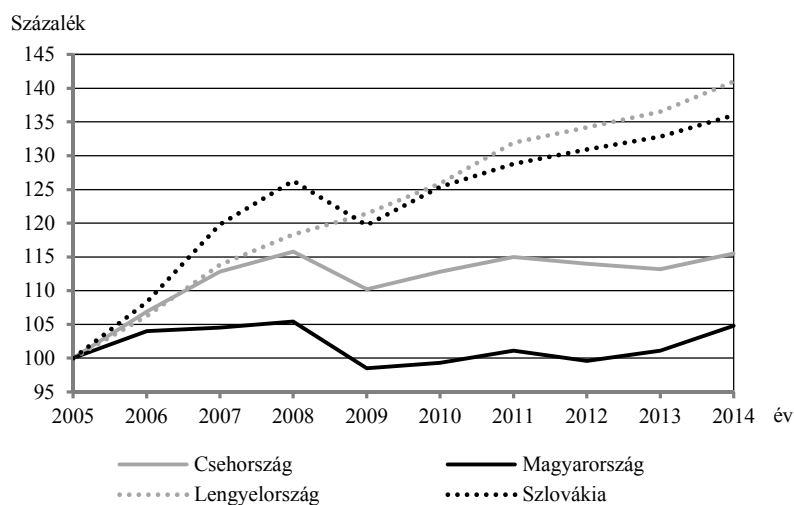


Forrás: KSH [2015].

Ugyanakkor, a 2013 második felében megkezdődött határozott élénkülés távolról sem volt elegendő arra, hogy kompenzálni tudja a magyar gazdaság 2007 és 2012 kö-

zötti jelentős lemaradását mind az EU-hoz, mind a visegrádi régióhoz képest. (Lásd a 7. ábrát.) 2014-ben a magyar gazdaság teljesítménye még mindig elmaradt a 2008. évi szinttől, és mindössze 5 százalékkal volt magasabb a 2005. évinél, miközben a többi visegrádi országhé 15-40 százalékkal meghaladta a tíz évvel korábbi szintet.

7. ábra. A GDP volumene a visegrádi országokban, 2005–2014
(2005. év = 100%)



Forrás: Eurostat [2015].

Amennyiben a növekedés üteme 2015-ben eléri a 2–3 százalékos ütemet, a magyar gazdaság teljesítményének volumene ismét eléri a 2008. évi szintet. Ahhoz azonban sok év kimagaslóan gyors növekedésének kellene bekövetkeznie, hogy a korábbi növekedési deficit, azaz a kilenc év elvesztett növekedése, és a magyar gazdaságnak a régiótól 2006-tól tartó folyamatos leszakadása ellensúlyozható legyen.

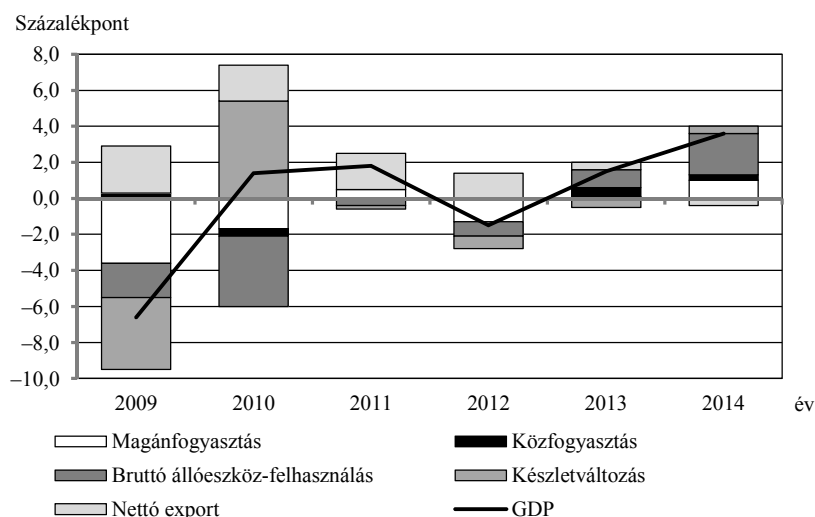
4.1. A növekedés szerkezete

2007 és 2012 között, ha volt is valamelyes növekedés a magyar gazdaságban, azt kizárólag a nettó export teremtette meg. A GDP belföldi felhasználási komponense, illetve annak mindkét fő eleme, a magánfogyasztás és a beruházás is csökkent, stagnált, legjobb esetben is pár tized százalékkal emelkedett. Eközben a nettó kivitel hozzájárulása a növekedéshez egyre tetemesebb lett, amit többek között a lanya belső kereslet is növelt. Mind a fogyasztói, mind a beruházási kereslet igen nyomott maradt, az exportkapacitások viszont bővültek. A nettó export azokban az években is

pozitívan tudott hozzájárulni a gazdasági növekedéshez, amely években a növekedés valójában negatív volt (2009-ben és 2012-ben).

Ez a helyzet 2014-ben, sőt valójában már 2013 második felétől megváltozott. (Lásd a 8. ábrát.) A nettó export hozzájárulása a növekedéshez már 2013-ban is jelentősen csökkent (mindössze 0,4 százalékpont volt a megelőző évek 2,0-2,2 százalékpontos hozzájárulásához képest), 2014-re azonban már ugyanekkora negatívumot mutatott. A 0,4 százalékpontos negatív hozzájárulás a GDP-hez tulajdonképpen még mérsékeltnek is mondható a fogyasztás és a beruházás jelentős élénkülése mellett. 2013-ban az export és az import volumenének a növekedése azonos volt, 2014-re pedig az exporté (8,7%) már elmaradt az importétól (10%). Ennek ellenére a külkereskedelmi mérleg jelentős aktívuma (6,5 milliárd euró) 2014-ben jórészt a nemzetközi olajárak csökkenése miatti kedvező cserearány-változásnak köszönhetően változatlanul fennmaradt.

8. ábra. A felhasználási komponensek hozzájárulása a GDP változásához, 2009–2014



Forrás: KSH [2014].

A belföldi felhasználás növekedéséhez, nemzetgazdasági súlyát tekintve a magánfogyasztás, ütemét tekintve pedig a bruttó állóeszköz-felhalmozás járult hozzá a legnagyobb mértékben. A magánfogyasztás képviseli a GDP legnagyobb súlyú komponensét, aránya még 2014-ben is 60,5 százalék volt, több évi számottevő csökkenés ellenére is. Tíz évvel korábban, 2004-ben ugyanis még 66,8 százalékot tett ki a magánfogyasztás a GDP-ben. Mindenképpen a legnagyobb részesedésű összetevőről van szó, amely döntően befolyásolja a gazdasági növekedés mindenkor ütemét.

2014-ben a háztartások tényleges fogyasztásának 1,6 százalékos növekedése fordulatot jelez az elmúlt kilenc év gazdasági folyamataiban. Mivel azonban a magánfogyasztás lemaradása a régióhoz képest még erőteljesebb volt, mint a GDP egészéé, a háztartások fogyasztásának a reálértéke 2014-ben, a növekedés ellenére még mindig 7 százalékkal alatta maradt a 2005. évi szintnek. A magánfogyasztás akkor is leghamarabb 2017-ben érné el a 2005. évi szintet, ha a következő években évente 2,5 százalékkal emelkedne – ami optimista, de nem irreális feltételezés.

A magánfogyasztás élénkülését egyrészt a nettó reáljövedelmek vártnál gyorsabb emelkedése, másrészt a háztartások vásárlási hajlandóságának erősödése támogatta. A reálkeresetek jelentős emelkedését elsősorban a nem várt negatív fogyasztói árindex váltotta ki: 2013 végén, 2014 elején még 2 százalék körüli inflációt várt a piaci konszenzus, a munkáltatók pedig vélhetőleg ehhez a várakozáshoz igazították a béremelések mértékét. Az éves fogyasztói árindex azonban mínusz 0,2 százalék lett. Ennek következtében a nettó reálkeresetek mintegy 3,5 százalékkal, a nettó reáljövedelmek pedig még ennél is nagyobb mértékben emelkedtek (többek között a 2014. évi 5,8 százalékos nyugdíjmelés következtében). Ehhez képest a vásárolt fogyasztás 1,7 százalékos növekedése még szerénynek is mondható, és arra utal, hogy a tavalyi évet még a devizahitelek magas törlesztési terhei, valamint az ezen terhektől való megszabadulás szándéka (előtörlesztés), illetve a devizahitelek körüli bizonytalanság óvatossági megtakarításokat növelő hatása uralta. Ugyanakkor, a vásárlási hajlandóság erősödésének is mutatkoztak némi jelei az év folyamán, különösen a második félévben.

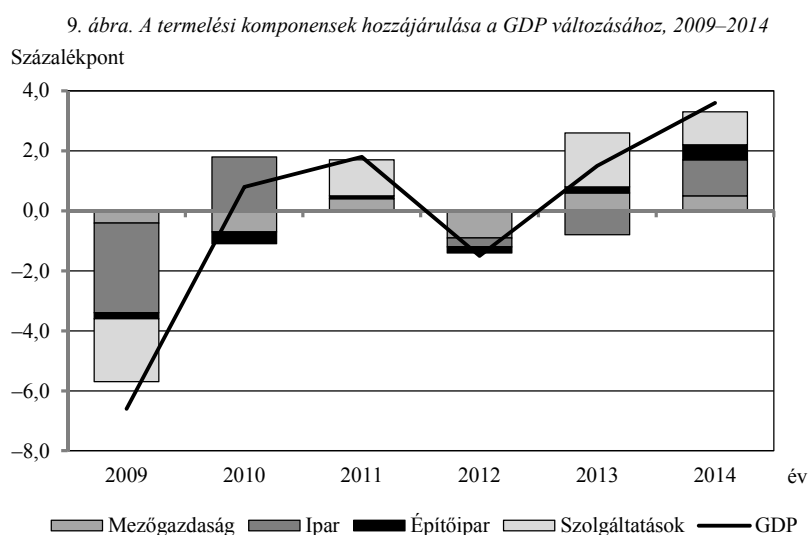
Ami pedig a beruházásokat illeti, a 2014. év ezen a téren kiugró eredményeket hozott. A beruházásstatisztika 14 százalékos növekedést regisztrált, a GDP-statisztika szerinti bruttó állóeszköz-felhalmozás pedig 11,7 százalékkal volt magasabb az előző évinél. A 2014. évi beruházási boommal kapcsolatban gyakran felvetik, hogy az kizárólag az európai uniós támogatású projektek kivitelezésével, azaz az előző tervezési ciklus utolsó éve miatt felgyorsított projektkivitelezésekkel és -lezárásokkal magyarázható. Kétségtelen, hogy az EU-támogatású projektek képezték a beruházási tevékenység fő hajtóerejét, ugyanakkor figyelemre méltó, hogy a versenyszektor beruházásai 14,8, a költségvetésé pedig csak 6,5 százalékkal emelkedtek. Kimagasló volt a feldolgozóipar beruházási dinamikája: az ágazat beruházásai 12,7 százalékkal nőttek, annak ellenére, hogy az utolsó negyedév már visszaesést hozott. 2014-ben a feldolgozóiparban elsősorban a gépkocsiiipari nagyberuházások húzták felfelé a beruházási dinamikát, idén várhatóan a vegyipari beruházások vehetik át ezt a szerepet. Egyébként a teljes nemzetgazdasági beruházási aktivitásról is el lehet mondani, hogy a tavalyi év utolsó negyedében a dinamika erősen visszaesett. Ma még nehéz eldönteni, hogy átmeneti, vagy tendenciaszerű visszaesésről van-e szó.

A beruházásokra is jellemző az előző évek erőteljes csökkenésének negatív öröksége. A gyors növekedés ellenére a beruházások volumene 2014-ben 10 százalékkal alacsonyabb volt, mint 2005-ben. A lakásberuházások volumene 2013-ben láthatólag

elérte a mélypontját (mindössze 7300 új lakást vettek használatba), tavaly ez a szám már körülbelül egyezzerrel meghaladta az előző évit. Azonban ez is csupán nagyjából az egyötöde a 2004. évi csúcshoz (41 ezer feletti új lakással), igaz, az utóbbi egy túlfűtött ingatlanpiac része volt, annak minden máig ható negatív pénzügyi következményével. A nyolcezer új lakás azonban ezt figyelembe véve is rendkívül alacsony, még a lakásállomány szinten tartását is alig haladja meg. Mindenesetre, a használt lakások piacának élénkülési jelei a múlt év közepétől a lakásépítések némi bővülésének jeleit vetíti előre.

Összefoglalásként megállapítható, hogy a GDP felhasználási oldalának a szerkezete 2014-ben kiegyensúlyozottá vált: az egyes felhasználási komponensek közül a fogyasztás mérsékelten, a beruházás jelentős mértékben nőtt: a magánfogyasztás 1,0, a beruházások pedig 2,3 százalékponttal járultak hozzá a 3,6 százalékos gazdasági növekedéshez, miközben a nettó export hozzájárulása a GDP-hez csak kismértékben vált negatívvá.

Hasonlóan egészségesebb szerkezet figyelhető meg a GDP termelési oldalán. (Lásd a 9. ábrát.) A kis súlyú, a GDP-ben 5-5 százalékot képviselő mezőgazdaság és építőipar hozzáadott-értéke 12,6, illetve 13,6 százalékkal növekedett 2014-ben, miközben az ipar is magára talált. Az előző évi visszaesés után 2014-ben 5,3-kal emelkedett az ipar hozzáadott-értéke, ezen belül a feldolgozó iparé 6,9 százalékkal. Az ipar ismételt növekedése összhangban volt a kivitel erőteljes emelkedésével, mivel az ipart 2014-ben is az export húzta. Noha évközben voltak ugyan halvány jelei az ipari termékek iránti belföldi kereslet élénkülésének is, ezek – a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok kivételével – rendre átmenetinek bizonyultak, és az év egészében a belföldi ipari kereslet továbbra is gyenge maradt.



Az építőiparban 2013 közepén kezdődött a fordulat: az ágazat mintegy hét éven át tartó zsugorodását eleinte viszonylag szerény, 2014-ben azonban már kétszámjegyű növekedés váltotta fel. Itt is van még behoznivaló, hiszen az ágazat teljesítménye messze elmarad a 2000-es évek közepi teljesítménytől, az adatok azonban a mélypont meghaladásáról tanúskodnak.

A szolgáltató ágazatok összességükben 2 százalékkal bővültek 2014-ben, ezen belül az egyes alágazatok teljesítménye erősen különbözött. Míg a kereskedelem, a szálloda-vendéglátás, a közlekedés-hírközlés, informatikai és a szakmai szolgáltatások 3-5 százalékkal növekedtek, a pénzügyi, ingatlanpiaci és közigazgatási, oktatási és egészségügyi szolgáltatások teljesítménye csökkent. A pénzügyi ágazatok teljesítménye a bankok drasztikus megadóztatására és ennek következtében a visszafogott hitelezési aktivitásra, az ingatlanpiaci szolgáltatásoké pedig az ingatlanpiac pangására vezethető vissza.

Összességében elmondható, hogy 2014-ben a mezőgazdaság és az építőipar 0,5-0,5 százalékponttal, az ipar és a szolgáltató ágazatok pedig 1,2-1,1 százalékponttal járultak hozzá a GDP növekedéséhez, ami kifejezetten kedvező összetételű növekedésre vall.

4.2. Foglalkoztatás-munkanélküliség

2013 végén lépte át a foglalkoztatottak száma a négy milliós főt, ami 2014 végére 4,142 millióra emelkedett. A 130 ezres növekményből, a KSH munkaerő-felmérésének adatai szerint 15 ezer fő volt a közfoglalkoztatottak létszám-növekedése, 8,8 ezer fővel pedig a külföldre távozók gyarapították a foglalkoztatottak számát. A maradék mintegy 100 ezer fő belföldön talált munkát 2014-ben, ezen, önbevalláson alapuló statisztika szerint.

Ugyanakkor, az intézményi adatszolgáltatáson alapuló, alkalmazotti statisztika alacsonyabb növekedéseket mutat. Eszerint az 4 fő feletti cégeknél alkalmazottak száma 2013 és 2014 vége között alig több mint 50 ezer fővel emelkedett. A két statisztika közötti különbség részben az 5 fő alatti cégeknél foglalkoztatottak, részben az alkalmi, esetleg a nem regisztrált, feketezőnában foglalkoztatottak számának növekedésével lehet magyarázható, hiszen a munkaerő-felmérés azt regisztrálja, hogy a megkérdezett az előző héten töltött-e legalább 1 órát (bármilyen) kereső tevékenységgel.

Akármivel is magyarázható a foglalkoztatottaknak az alkalmazottaknál jóval gyorsabb növekedése, az mindenképpen kedvező, hogy a regisztrált munkanélküliségi ráta a 15–64 éves korosztályban 2014 végére valamivel több, mint 7 százalékra csökkent, az előző év végi 9 százalékról. A foglalkoztatási ráta pedig ebben a korosztályban, éves átlagban 58,4-ről 61,1 százalékra emelkedett. Ez ugyan még mindig

elmarad az Európai Unió átlagától (2013-ban 64,1 százalék), azonban mindenképpen közeledést mutat ahhoz.

2014 végén a közfoglalkoztatottak száma 188 ezer fő volt, havi bruttó keresetük valamivel meghaladta a 78 ezer forintot, azaz 1,7 százalékkal emelkedett az előző év végéhez viszonyítva. Kérdés, hogy mennyi tartalék van ebben a szakértők által erősen vitatott foglalkoztatási formában.

Az alkalmazásban állók létszáma szinte minden ágazatban nőtt 2014-ben, kivéve azokat a lefelé tartó ágazatokat, amelyekben a beruházások is csökkentek, ezek a pénzügyi és az ingatlanszolgáltatások. A feldolgozóiparban alkalmazottak száma 2,5 százalékkal nőtt, ezen belül kiemelkedő volt a gépjárműgyártás létszámnövekedése (9,9%), a vegyiparé (5,8%), a fafeldolgozó-iparé (5,7%), valamint a gumi- és a fémfeldolgozó-alágazaté (5,6%), tehát azon ágazatoké, amelyekben viszonylag jelentős beruházások valósultak meg. A versenyszektorban összességében 47,3 fővel emelkedett az alkalmazottak száma.

4.3. Pénzügyi mutatók

A pénzügyi indikátorok közül elsősorban a fogyasztói árindex több évtizede nem tapasztalható alakulása érdemel figyelmet. A fogyasztói árak 0,2 százalékos csökkenése részben a rezsicsökkentéssel, részben a nyomott világgpiaci árak, a nemzetközi olajárcsökkenés hatásával magyarázható. Nemcsak az Európai Unióban, hanem az Egyesült Államokban, Japánban, és a világ legtöbb más országában is a deflációs folyamatok jelentik az egyik legnagyobb veszélyt.

2014-ben az élvezeti cikkek és a szolgáltatások csoportjának a kivételével valamennyi termékcsoport árindexe csökkent. Legnagyobb mértékben a rezsicsökkentés által érintett háztartási energiáé (majdnem 12 százalékkal), a többi árucsoporté 0,5-1 százalékkal mérséklődött. A szolgáltatások ára 1,8 százalékkal emelkedett, ezen belül a piaci szolgáltatásoké 3,4 százalékkal.

Figyelemre méltó, hogy a szezonális és szabályozott árú termékek nélkül számított maginfláció is folyamatosan mérséklődött az év folyamán: januárban még 3,4 százalék volt, decemberre viszont már 0,2 százalékra esett vissza, ami tartósan nyomott ártendenciára utal.

A világgpiaci olajárak csökkenése rövid távon kedvező növekedési hatásokkal járhat az olajfelhasználó országokban, a képet azonban számos tényező árnyalja. A pozitív hatások legfontosabb eleme a magánfogyasztást növelő hatás: a háztartások az alacsonyabb energia- és üzemanyagárakon nyert megtakarításokat további termékek/szolgáltatások vásárlására fordíthatják. Meg is takaríthatják, bár a rendkívül alacsony betéti kamatok és értékpapír-hozamok nem igazán kedveznek a megtakarítások növekedésének.

Az energiaárak csökkenése a termelő cégek számára költségcsökkenést jelent. Mivel azonban egyidejűleg a világpiaci termelői árak is mérséklődtek, vagy alig emelkedtek, az energia csökkenő beszerzési árában realizált költségmegtakarítás nem feltétlenül jelenik meg a cégek nyereségében. A valódi verseny piacon működő cégek pótlólagos nyeresége igen szerény, míg a monopol vagy oligopol piacra termelő, valamely vállalatspecifikus versenyelőnnyel rendelkező cégek esetében akár jelentős is lehet.

A dezinfláció árnyoldala, hogy 2014-ben az ipar és a mezőgazdaság termelői értékesítési árai is csökkentek. A mezőgazdasági árak 6,1 százalékkal mérséklődtek, ezen belül az élőállatoké 1,1, a növényi termékeké viszont 9,2 százalékkal. Eközben a mezőgazdasági ráfordítási árak csupán 3,1 százalékkal estek vissza, ami az agrároló kinyílását eredményezte. Az iparban valamivel jobb volt a helyzet, a termelői árak „csak” 0,4 százalékkal csökkentek, bár a mérték az egyes ágazatokban erősen eltérő volt: a számítógépek, és más elektronikai és optikai termékek esetében például 4,5 százalék. Az ipari termékek árának a csökkenése elsősorban a belföldi értékesítésre volt jellemző (éves átlagban 2,1 százalék), az ipari export árindexe, jórészt a forint gyengülése következtében pozitív maradt, 0,7 százalékkal emelkedett.

A makroszintű pénzügyi egyensúly dimenziójában az alacsonyabb olajár az importőr országokban a cserearányok és a kereskedelmi és fizetési mérleg javulásában csapódik le. A magyar külkereskedelem cserearányai 2014-ben 0,7 százalékkal javultak, ami lehetővé tette a külkereskedelmi és a fizetési mérleg jelentős aktívumának a fennmaradását.

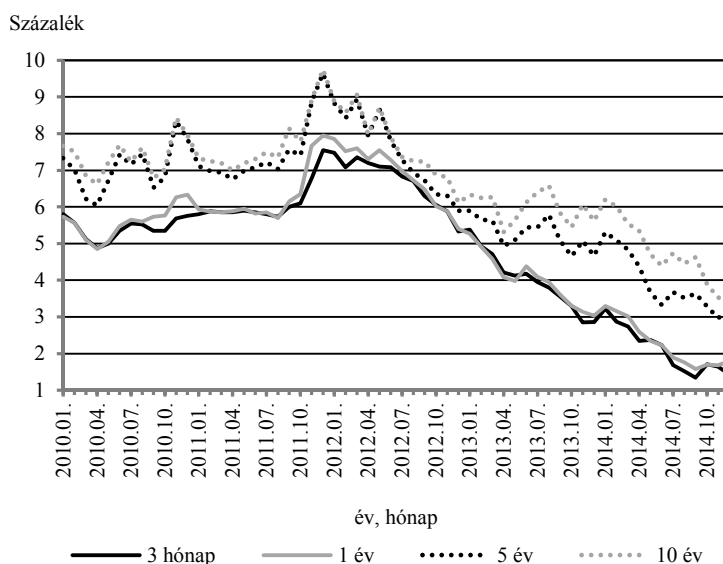
A forint árfolyama az év folyamán részben a nemzetközi pénzügyi folyamatok, részben a belföldi gazdaságpolitikai lépések és kijelentések függvényében ingadozott. Az évet a magyar fizetőeszköz igen rosszul (311 forintos euró-árfolyamon) kezdte, és még rosszabbul (315 forint/euró árfolyamon) végezte, közben azonban, az év folyamán, 302 forinton is járt.

Az árfolyam-ingadozás nem tekinthető jelentősnek, 2014-ben mindössze 4-5 százalékot tett ki, ami az exportálók számára nem jelent számottevő turbulenciát, a költségvetésnek az európai uniós államadóssági szabályoknak való megfelelés szempontjából azonban igenis fontos lehet az év végi árfolyam. Az államadósság GDP-arányos szintjét ugyanis az év végi árfolyamon átszámított adósságráta alapján állapítják meg, a magyar államadósság körülbelül egyharmada pedig külföldi devizában áll fenn. Nos, ebből a szempontból az év végi árfolyam a költségvetés számára nem volt kedvező, ezért az első számítások a GDP-arányos államadósság növekedéséről számoltak be (77,3-ról 77,7 százalékra a GDP százalékában). Mivel azonban a GDP nominális szintje (31 890 milliárd forint) a KSH 2015. márciusi jelentése szerint meghaladta a várakozásokat, a GDP-arányos államadósság csökkenő mértékét regisztrálta a statisztika (76,9%). A vártnál magasabb nominális GDP az államháztartási folyó deficit szempontjából is kedvező. Nem zárható ki,

hogy a GDP-arányos költségvetési deficit akár a 2,4 százalékos, előzetesen várt szint alatt maradt 2014-ben.

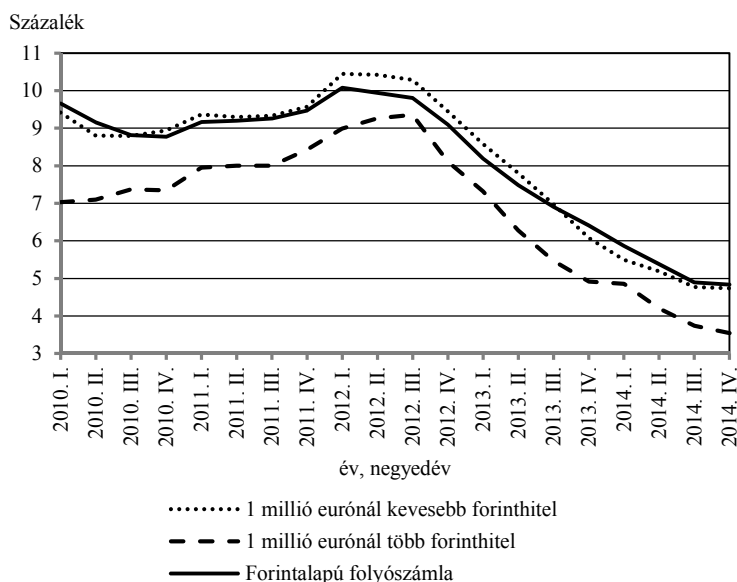
A Magyar Nemzeti Bank 2014 júliusában, 2,1 százalékon, befejezettnek nyilvánította a 2011 decemberében megkezdett alapkamat-csökkentési ciklust. A jegybanki alapkamat csökkenését szinte párhuzamosan követte az állampapír-piaci hozamok süllyedése. 2014 végére a tízéves állampapírok hozama 3,6 százalékra, a három hónapos papíroké 1,4 százalékra süllyedt. (Lásd a 10. ábrát.). Ilyen alacsony hozamokra az elmúlt évtizedekben nem volt még példa. Az alacsony hozamok, amennyiben tartósak maradnak, jelentősen csökkenthetik a költségvetés eddigi – az adósságállományhoz viszonyítva – kiugróan magas kamatterheit.

10. ábra. Magyar állampapír-piaci referenciahozamok különböző lejáratokon, 2010–2014



A csökkenő hozamszintek a vállalati kamatszint mérséklődésében is megmutkoztak. A folyószámla- és az 1 millió euró alatti forinthitelek kamata 5 százalék alá, az 1 millió euró felettieké pedig 3 százalékra süllyedt (Lásd a 11. ábrát.). Ilyen alacsony kamat már nem lehetne akadálya a hitelfelvételnek, amennyiben a vállalatok terveznének beruházásokat. Ennek ellenére a vállalatok hitelkereslete továbbra is gyenge maradt, az MNB által meghirdetett Nemzeti Hitel Program eredményei is elmaradtak a várakozásoktól. A vállalati hitelfelvételi hajlandóságot a gazdasági környezet bizonytalanságai, a gazdaságpolitikai lépések kiszámíthatatlansága, esetenként egész ágazatok versenyhelyzetét átalakító állam intézkedések is korlátozták.

11. ábra. Vállalati forinthitelek kamata, 2010–2014



Forrás: MNB [2015].

5. Kockázatok és esélyek

Ha az utóbbi egy, másfél év gyors növekedését az elmúlt, majdnem egy évtizedes lemaradást követő „helyreállítási” periódusként értelmezzük, akkor megállapíthatjuk, hogy tág tere van még a növekedésnek, hiszen sok év növekedésére lenne szükség a múlt évtized közepére jellemző szint eléréséhez. És akkor még nem is beszéltünk a növekedési elmaradás behozásáról. Mint az 1. fejezetben láttuk, a nemzetközi gazdasági körülmények, ha nem is kifejezetten kedvezők a magyar gazdaság növekedése számára, semmiképpen sem akadályozzák azt.

Ugyanakkor, a tavalyi gazdasági növekedésnek egyaránt vannak fenntartható és átmeneti elemei. Az európai uniós támogatások gyorsított lehívásának erőteljes beruházásösztönző hatása a következő években nem ismételhető meg azonos mértékben. Az sem törvényszerű, hogy a támogatások igénybevételének ennyire erős ciklikusságot kelljen mutatnia, annak ellenére, hogy az új tervezési ciklus elején minden támogatott országban tapasztalhatók átmeneti megtorpanások. 2015-ben még van lehetőség az előző tervezési ciklusból áthúzódó támogatások igénybevételére, ennek mértéke azonban mindenképpen alacsonyabb lesz, mint 2014-ben.

A növekedés egyik húzóerejét 2014 után is a magánfogyasztás képviselheti, a háztartások fogyasztásának bővülése akár gyorsulhat is a következő években. Ezt a devizahitelek forintosítása is elősegítheti, amennyiben növeli a háztartások anyagi biztonságát, a törlesztések kiszámíthatóságát. A magánfogyasztásnak a növekedési kilátások szempontjából kitüntetett jelentősége különösen ráirányítja a figyelmet a vasárnapi boltbezárást elrendelő intézkedés súlyos növekedési kockázatára.

A gazdasági kilátások emellett nem függetlenek a gazdaságpolitikai lépések kiszámíthatóságától. A Kopint-Tárki feldolgozóipari konjunktúratesztjeiben az elmúlt években a termelést akadályozó tényezők között első helyen állt a „nem világos gazdasági rendeletek”, illetve a „gazdasági környezet bizonytalansága” említésének az aránya. A tavalyi gyors gazdasági növekedés megismételhetősége, sőt akár csak megközelíthetősége ezért nagyban függ a gazdasági környezet kiszámíthatóságától és a gazdaságpolitikai intézkedések átláthatóságától.

Irodalom

- EC (EUROPEAN COMMISSION) [2015]: *Euro-indicators, PEEIs, Economic Sentiment Indicator*. <http://ec.europa.eu/eurostat/web/euro-indicators/PEEIs>
- EKB (EURÓPAI KÖZPONTI BANK) [2015]: Az EKB kiterjesztett eszközvásárlási programot jelentett be. *Sajtóközlemény*. 2015. január 22. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.hu.html
- EUROSTAT [2015]: *Economy and Finance Database*. <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>
- FED (FEDERAL RESERVE SYSTEM) [2014]: *Minutes of the Federal Open Market Committee*. 28–29 October. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20141029.pdf>
- FED [2015]: *Minutes of the Federal Open Market Committee*. 27–28 January. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20150128.pdf>
- GERN, K.-J. – JANNSEN, N. – KOOTHS, S. – PLÖDT, M. [2015]: *Weltkonjunktur im Frühjahr 2015*. Kieler Konjunkturberichte. 2015. Q1. Kiel. https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/konjunkturprognosen/konjunkt/2015/konjunkturprognosen_welt_fruhjahr-2015.pdf
- IFO INSTITUTE [2015]: *Ifo Economic Climate for the Euro Area*. <http://www.cesifo-group.de/ifoHome/facts/Survey-Results/World-Economic-Survey/Economic-Climate-for-the-Euro-Area/Archive/2015/Economic-Climate-Euro-Area-20150205.html>
- IMF (INTERNATIONAL MONETARY FUND) [2015]: *World Economic Outlook Update*. 19 January. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/update/01/>
- KSH (KÖZPONTI STATISZTIKAI HIVATAL) [2015]: *Bruttó hazai termék (GDP) 2014. IV. negyedév*. Gyorstájékoztató. Március 6. Budapest. <http://www.ksh.hu/gyorstajekoztatok/#/hu/list/gde>
- MNB (MAGYAR NEMZETI BANK) [2015]: *Statisztikai adatok, idősorok, XI. Deviza-, pénz és tőkepiac*. <http://www.mnb.hu/Statisztika/statisztikai-adatok-informaciok/adatok-idosorok>
- MTI (MAGYAR TÁVIRATI IRODA) [2015]: *Szaúd-Arábia: túl alacsony az olaj ára*. <http://www.autopro.hu/szolgaltatok/Szaud-Arabia-tul-alacsony-az-olaj-ara/13372/#sthash.ped3Uclw.dpuf>

- OECD (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT) [2015]: *Real GDP Forecast (Indicator)*. <http://www.oecd-ilibrary.org/content/indicator/1f84150b-en>
- OPEC (ORGANIZATION OF THE PETROLEUM EXPORTING COUNTRIES) [2014a]: *OPEC 165th Meeting Concludes*. http://www.opec.org/opec_web/en/press_room/2845.htm
- OPEC [2014b]: *OPEC 166th Meeting Concludes*. http://www.opec.org/opec_web/en/press_room/2938.htm

Summary

In 2014 modest growth and new risks (declining oil prices, the threat of deflation) were the characteristics of global economic development; world economic growth was fuelled by the performance of advanced countries. However, the differences between regions are still significant. Reflecting the subdued inflation, monetary policy has remained expansive, but the leading central banks are to follow different ways in the future.

Meanwhile, extremely dynamic growth has taken place in the Central and Eastern European region, which was supported by low inflation and devaluated exchange rates against the euro. Nevertheless, fiscal consolidation measures are still on the agenda in most states.

In 2014 the growth rate of the Hungarian economy was the highest in the European Union. Despite a 3.6 percent increase, the volume of GDP has not reached the 2007 level. There was a turnaround in private consumption: after about nine years of decline, the consumption of households has started to increase. The fiscal and financial balance has improved, the vulnerability of the economy has declined.