

Elemzés és előrejelzés a magyar gazdaság és a külgazdaság legfontosabb folyamatairól

2017. március

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentés György László, vezető közgazdász általános irányítása alatt készült. A jelentést Regős Gábor tudományos munkatárs szerkesztette.

A jelentés egyes részeit készítették: Horváth Diána, Isépy Tamás, Kutasi Gábor, Stamlerné Mándli Marinetta, Molnár Dániel, Pálvölgyi Zsigmond és Regős Gábor.

Az előrejelzéshez felhasznált adatbázist március 8-án zártuk le.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	1
Nemzetközi környezet	9
A globális konjunktúra alakulása	9
Munkaerőpiac	14
Monetáris kondíciók alakulása	17
Pénzügyi folyamatok	18
Az infláció alakulása	21
Fiskális politika.....	24
A magyar gazdaság jelenlegi helyzete.....	27
A hazai növekedés alakulása	27
Munkaerőpiaci folyamatok	31
Infláció	34
Monetáris és pénzügyi kondíciók	38
Hitelezési helyzet.....	45
Külső finanszírozási képesség.....	49
A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2017)	53
Feltevéseink alakulása	53
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés	55
A külső egyensúly várható alakulása	63
Az államháztartási helyzet – 2016.....	63
Bevételek	64
Kiadások	66
Kamattegyenleg és államadósság.....	67
Az államháztartási helyzet prognózisa - 2017	68
Bevételek	69
Kiadások	72
A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok alakulása	73
Kamattegyenleg	75

Egyenleg és államadósság	75
Táblázatok	77

Vezetői összefoglaló

Az Egyesült Államok gazdaságának növekedési üteme a negyedik negyedévben tovább nőtt, az 1,9 százalékra emelkedő ráta megegyezett az Európai Unió gazdaságának növekedési ütemével. Januárban nyolcéves mélypontra süllyedt az unió munkanélküliségi rátája, miközben az amerikai gazdaságban régen látott dinamikus mértékben bővül a foglalkoztatottak létszáma. Márciusban ismét emelte irányadó rátáját a Fed, míg a gyorsan emelkedő inflációs ráta ellenére az EKB továbbra is elkötelezett laza monetáris politikája mellett, ugyanakkor – a korábbi iránymutatásnak megfelelően – áprilistól csökkent a mennyiségi lazítási programjának felvásárlási keretét. A program hatására az elmúlt hónapokban az euró valamennyi főbb valutával szemben leértékelődött, ami növelheti az eurózóna exportszektorának versenyképességét. Donald Trump jelentős adócsökkentést felvázoló gazdaságpolitikája miatt tovább erősödtek a globális tőzsdék, az amerikai benchmarkként használt Dow Jones Industrial Average index értéke januárban átlépte a 20 ezer pontos „álomhatárt”. A Trump által felvázolt gazdaságélénkítési csomag bár jelentősen gyorsíthatja az amerikai gazdaság bővülését, a jelentős fenntarthatósági problémákat felvető nominális államadósságot tovább emelné. Mind az amerikai, mind az európai gazdaság inflációs rátája gyors növekedésnek indult az utóbbi hónapokban, a háztartási energiaár-csökkenés és a növekvő nyersanyagárak miatt az infláció gyorsulása a következő hónapokban is fennmaradhat. Az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzése szerint idén 85 százalék alá süllyedhet az unió átlagos adósságrátája, míg a stabil gazdasági növekedés, a bővülő foglalkoztatás és az alacsony kamatkörnyezet miatti csökkenő adósságteher hatására az unió átlagos költségvetési hiánya is tovább mérséklődhet.

A magyar gazdaság 2016 IV. negyedévében a várakozásoktól elmaradva, 1,6 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A bővüléshez termelési oldalról elsősorban a turisztikai és egyéb piaci szolgáltatások iránti jelentős keresletbővülés és a mezőgazdasági termelésnek kedvező körülmények járultak hozzá. A mezőgazdaság számára kedvező volt a tavalyi év, és a 2015-ös alacsony bázishoz képest 18 százalékkal emelkedett a kibocsátása, amelynek következtében a GDP növekedési üteméhez 0,6 százalékponttal járult hozzá. Az ipari termelés bázisidőszakhoz viszonyított 0,8 százalékos bővülése kismértékben lassította a növekedést, az építőipar 13 százalékos visszaesése pedig továbbra is fékezte azt. Ez utóbbi az európai uniós támogatások átmeneti kiesésével magyarázható: a vállalkozások kivárvák, amíg beruházásaikat olcsóbban tudják végrehajtani, ez pedig átmenetileg csökkenti a beruházásokat és így az építőipari keresletet. Ebben az új uniós költségvetési ciklushoz kapcsolódó források lehívása, valamint a családok otthonteremtési kedvezménye hozhat változást. A szolgáltató szektor továbbra is bővült, növekedése 3,1 százalékkal tette ki, így a GDP-növekedéshez való hozzájárulása 1,7 százalékpont volt a IV. negyedévben.

A háztartások fogyasztási kiadásainak lendületes növekedése az előző negyedévhez hasonló mértékben folytatódott. A fogyasztás bővülésének erejét mutatja, hogy a nyers adatok szerinti 5,1 százalékos növekedés mellett 2,4 százalékponttal járult hozzá a GDP-növekedés üteméhez. Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy a fogyasztás bővülését a válság előtti időszakokkal szemben nem a lakosság aránytalan eladósodása, hanem a növekvő rendelkezésre álló jövedelem finanszírozza. Ez egyaránt visszavezethető a dinamikusan növekvő bérszínvonalra, a rekordalacsony munkanélküliségre és a személyi jövedelemadó mértékének 2016 januárjától történt 1 százalékpontos csökkentésére. A külkereskedelmi többlet abszolút értékben továbbra is bővült, a GDP növekedési lendületéhez 0,6 százalékpontot tett hozzá. A közösségi fogyasztás továbbra is a lassító tényezők közé került az előző év azonos negyedévéhez mérten. A beruházások uniós források átmeneti elapadásával magyarázható visszaesése ismét fékezte a növekedést.

Tovább folytatódott a munkaerőpiac dinamikus bővülése a IV. negyedévben. A foglalkoztatás és az aktivitás is tovább emelkedett a rendszerváltás óta nem látott szintre. A munkanélküliségi ráta a szezonálisan kiigazított adatok alapján új mélypontra, 4,5 százalékra csökkent, míg az egész évet tekintve a munkanélküliségi ráta 5,1 százalék volt. Mind arányaiban, mind nagyságában csökkent a tartós munkanélküliek száma, amelyet a közfoglalkoztatottak számának mérséklődése mellett sikerült elérni. A munkaerőhiánynak és a közszféra bérrendezéseinek köszönhetően a bruttó bérek 6,4 százalékkal emelkedtek a negyedik negyedévben. Az szja-kulcs csökkentésének és az alacsony inflációnak is köszönhetően a nettó reálkeresetek kiemelkedő mértékben, 6,7 százalékkal nőttek az előző év azonos időszakához viszonyítva.

2016 egészében véve 0,4 százalékos inflációt mértek a gazdaságban. Októberben az árnövekedés mértéke 1,0 százalék volt, míg novemberben már 1,1, decemberben pedig 1,8 százalék. Januárban az infláció 2,3 százalékot tett ki, míg februárban 2,9 százalékkal nőttek a fogyasztói árak. Az infláció gyors felfutásához jelentősen hozzájárult a Kőolaj-exportáló Országok Szervezetének (OPEC) tagországai és a többi olajtermelő ország által kötött szerződés betartása, ennek eredményeként az üzemanyagok árának emelkedése, valamint a dohánytermékek jövedéki adójának emelése. Az év elején bevezetett áfacskökkentés a baromfihús és a tojás esetében sikeresnek bizonyult, azonban a friss tej esetében csak lassan indult be a csökkenés, mértékét tekintve pedig jelentősen elmarad a várakozásoktól, aminek magyarázata lehet, hogy egyelőre csak a tejek szűk körét érinti. Az éttermi étkezés esetében az áfacskökkentés ellenére továbbra is az árak növekedése figyelhető meg, míg az internet áfakulcsának mérséklése csekély mértékben ugyan, de csökkentette az árakat. A negyedév során a maginfláció is növekedésnek indult: az október-novemberi 1,4 százalékpontos szintről decemberre 1,6, míg februárra 1,8 százalékponttra emelkedett. A jegybank kommunikációja alapján az infláció 2018 első felében éri el a kitűzött

3 százalékos célt, amelyet továbbra is nem konvencionális eszközök alkalmazásával kívánnak elérni. Ennek fényében 2017 végéig nem számítunk az alapkamat változására.

Az államadósság devizaaránya tovább csökkent, az október végi 25,8 százalék után 2017 januárjának végén 25 százaléknak felelt meg, és eleget tesz a 2017. évi finanszírozási tervben meghatározott 15–25 százalékos sávelőírásnak.

A jegybanki devizatartalék 2017 januárjában 24,71 milliárd eurót tett ki, ami 0,29 milliárd eurós csökkenést jelent 2016 októberéhez képest. Így Magyarország továbbra is megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a rövid lejáratú devizatartozás szintjénél jelentősen magasabb a jegybanki devizatartalékok szintje.

A nagy nemzetközi hitelminősítő intézetek (Fitch, Moody's, S&P) továbbra is a befektetési kategória legalsó szintjére sorolják be a magyar államadósságot. A 10 éves magyar állampapírok hozama e besorolásoknak megfelelően alakul, hiszen a komparatív országelemzés szerint nem tér el a regressziós görbétől. Ez egyébként azt is jelenti, hogy a piac nem számol további felminősítéssel a közeli jövőben.

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa a tél folyamán mindhárom kamatdöntő ülésén egyaránt változatlanul (0,9 százalékon) hagyta az irányadó kamatát. Továbbá döntött a 3 hónapos jegybanki betét maximális szintjének 900 milliárd forintról 750 milliárd forintra történő csökkentéséről.

A bankadó felső kulcsa 2017. január 1-től 24-ről 21 bázispontra csökkent. A vetítés alapja 2017-től kezdődően a kettővel korábbi évre változott, azaz 2017-ben a 2015. évre vonatkozik a 2009. év helyett. Tekintettel arra, hogy a mérlegfőösszeg 1126 milliárd forinttal csökkent 2009 és 2015 között, így a bankadó a vetítési alap megváltozása miatt is mérséklődik. A 2015. évi 144 milliárd forintról, 2016-ban 79,2 milliárd forintra, míg a 2018-ban fizetendő 2017. évre 66,5 milliárd lesz.

A hazai bankrendszer az előzetes adatok alapján jelentős, 465 milliárdos adózás utáni (a társasági nyereségadót és a banki különadót is figyelembe vevő) nyereséggel zárt, amilyen mértékűre a válság óta nem volt példa. Ennek okai a kamateredmény növekedése, a bankadó csökkenése, a Visa részesedés nyereséges eladása, a 2015-ben lezárult elszámolási törvény miatti fizetési kötelezettségek, amelyek 2016-ban már nem érintették a banki mérlegeket, továbbá a talán túlzott céltartalékolás és a javuló, azaz kisebb nem teljesítő hitelek ráta (NPL).

Az NHP III. keretében 2017 márciusának elejére leszerződött összeg nagysága elérte az 565 milliárd forintot. Az összeg nagyobbik részét a program forint lábában (384 milliárd forintot), míg a kisebbiket (181 milliárd forintot) a deviza lábában kötötték le a mikro-, kis- és középvállalatok.

Magyarország befektetői megítélése alapvetően javult a 2016. december elejétől 2017. március elejéig tartó időszakban: csökkent a CDS-felár, és a forint erősödött a svájci frankkal, az euróval és a dollárral szemben is.

Az elmúlt időszakban a Standard and Poor's (február 24-én) és a Moody's (március 3-án) nem változtatott a magyar államkötvények hitelminősítési besorolásán. A piac nem várt felminősítést, illetve a jelenlegi befektetési kategória legalsó szintjéről történő elmozdítást jelentő új besorolást, így a döntések miatt nem alakult ki érzékelhető hozamváltozás a másodlagos piacon.

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások egyenlege 2016 III. negyedévében az előző negyedévhez képest jelentősen csökkent. A jövedelemkiáramlás mértéke jóformán nem változott, továbbá az EU-transzferek beáramlása markánsan nőtt negyedéves bázison. Az ország nettó finanszírozási képessége összességében az előző negyedév szintje fölé emelkedett, 8,6 százalék volt a GDP-arányos mutató. Jövőre a felfutó fogyasztás, az ideinél erősebb beruházások, a növekvő kormányzati kiadások indukálta erősebb importkereslet és a világgazdaság kisebb növekedése miatti lanyhább exportkereslet eredményeként, valamint a tőkemérleg miatt a nettó finanszírozási képesség növekedését várjuk. Ezt elsősorban az újra beinduló EU-s források okozzák. 2017-re 7,9 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk.

Új előrejelzésünk szerint a GDP várható növekedési üteme idén – az előző negyedéves előrejelzésünkkel megegyezően – 3,6 százalékos lehet. A tavalyinál magasabb 2017-es növekedéshez várakozásaink szerint az új európai uniós költségvetési ciklus forrásainak növekvő felhasználása, a munkát terhelő járulékok mértékének csökkentése, valamint a minimálbér és a garantált bérminimum 15, illetve 25 százalékkal történő emelése járulhatnak elsősorban hozzá. Ezek eredményeként idén a bérek jelentősen emelkedhetnek, aminek nyomán bővül a háztartások rendelkezésre álló jövedelme és így a fogyasztás is. Becslésünk szerint a fogyasztás az idén 5,1 százalékkal nőhet. Szemben a válság előtti időszakokkal, amikor a fogyasztás bővülése aránytalan eladósodással járt együtt. Idén a beruházások alakulása is érdemben gyorsítani tudja a gazdasági növekedést. Várakozásaink szerint a beruházások bővülésének mértéke idén 6,2 százalékos lehet nagyrészt az európai uniós támogatások felhasználásának köszönhetően. Ennek eredményeként a beruházási ráta a 2016-os 17,8 százalékos mélypontról 18 százalék fölé növekedhet, továbbra is elmaradva a visegrádi országokétól. Az európai uniós támogatások hatékony felhasználása ugyanakkor hosszú távon is meghatározhatja a növekedést, így fontos, hogy ezeket olyan beruházásokra fordítsák, amelyek hosszú távon is a magasabb hozzáadott értékű munkahelyek számának növekedéséhez vezetnek, így növelve tovább a bérszínvonalat.

Legfrissebb előrejelzésünkben az előző negyedév óta beérkezett adatok miatt némileg mérsékeljük az export várt növekedésének ütemét, így 2017-re 5,1 százalékos bővülést várunk, míg az import bővülése ezt meghaladó, 5,7 százalékos lehet. Így a külkereskedelem

várhatóan idén nem tud majd hozzájárulni a gazdasági növekedéshez. Ennek magyarázata a belső kereslet növekedése, amely növekvő importtal párosul.

Modellünk szerint a kibocsátási rés a IV. negyedévben a korábban várttal szemben továbbra is negatív volt, ám 2017-től már a pozitív tartományba kerülhet.

Előrejelzésünket természetesen egyaránt övezik pozitív és negatív kockázatok. A GDP korábban vártnál magasabb növekedéséhez hozzájárulhatnak a következő tényezők:

- *Kedvezőbb külső kereslet: a német és a francia választásokhoz kötődően nőhet ezen országokban a kormányzati kiadások mértéke.*
- *A kormányzati beruházások alakulása: amennyiben a jelentős és a gazdaság működése szempontjából is fontos kormányzati fejlesztések (például útépitések, a 3-as metró felújítása) a vártnál gyorsabban haladnak, az szintén növelheti a gazdaság teljesítményét.*
- *A magyar termékek és szolgáltatások iránti kereslet növekedése: ha a magyar háztartások megnövekvő jövedelmük nagyobb részét költik hazai előállítású termékekre és szolgáltatásokra, az szintén növeli a GDP-t.*
- *Az állami alkalmazottak fizetésének vártnál nagyobb növelése: magasabb fogyasztást eredményezhet.*

A negatív kockázatok közül a következőket tartjuk a legfontosabbnak:

- *A mezőgazdaság teljesítményének kedvezőtlenebb alakulása: mivel a mezőgazdaság teljesítménye jelentősen függ az időjárástól, így az ágazat teljesítményét meglehetősen nehéz előre jelezni. Az ágazat teljesítménye pedig nagymértékben képes befolyásolni a GDP alakulását.*
- *A külső kereslet kedvezőtlenebb alakulása: ilyen kockázatot jelenthet például a Brexit, az olasz bankok válsága, illetve az új amerikai elnök gazdaságpolitikája vagy éppen az Egyesült Államok és Kína, illetve az Egyesült Államok és Németország között kiéleződő kereskedelmi konfliktus.*
- *Az olajár alakulása: az olajárak magasabb szintje csökkentheti a gazdaság teljesítményét.*

A pozitív kockázati forgatókönyvek teljesülése esetén a gazdaság növekedése idén a 4 százalékot is meghaladhatja, míg kedvezőtlenebb esetben 3 százalék körül alakulhat.

Előrejelzésünk alapján a munkaerőpiac növekedése idén és jövőre is tovább folytatódik. A foglalkoztatottak száma 2017-ben várhatóan 4,41 millió főre emelkedik. Ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta a 2016-os 5,1 százalékról idén 4,4 százalékra csökken. A bérekre ható számos kedvező tényező hatására a nettó átlagkereset idén 11,4 százalékkal emelkedhet, ami reálértéken 8,9 százalékos növekedést jelent.

Bár a pénzromlás mértéke továbbra is mérsékelt, de növekszik. Míg 2016-ban az infláció átlagos mértéke mindössze 0,4 százalék volt, addig 2017 elejére már 2 százalék fölé emelkedett, amelyhez elsősorban az üzemanyagok árának növekedése járult hozzá, de elősegítette azt a maginfláció növekedése is. A vártnál nagyobb inflációs adatok nyomán felfelé módosítottuk prognózisunkat is: a korábban várt 2 százalékos pénzromlás helyett idén 2,5 százalékos inflációra számítunk, miközben a maginfláció 2,1 százalékra nőhet.

2017-ben tehát az inflációs szint a korábban vártnál magasabb lesz, de a jegybank 3 százalékos inflációs célját még csak alulról súrolja, a korábbi várakozásainkkal ellentétben azonban már a jegybank inflációs célsávján belül lesz. Ez egyben a reálkamatok tartósan negatív szintjét jelenti. Idén a jegybank jelzéseinek értelmében nem számítunk arra, hogy a Monetáris Tanács változtat az alapkamat szintjén. Ezzel szemben 2018-tól a növekvő infláció és a külföldi jegybankok kamatemelései miatt már esetleg szigorításra kényszerülhet a hazai jegybank is. Várakozásaink szerint azonban az esetleges kamatemelések ellenére az alapkamat szintje továbbra is alacsony maradhat. Ennek kapcsán meghatározó lehet az EKB monetáris politikája is: míg az elmúlt időszakban a Fed már több lépésben emelte az alapkamatot, addig az EKB még nem hajtott végre ilyen lépést, kérdés azonban, hogy Frankfurtban meddig tartják a 0 százalékos alapkamatot. Az eurózónában kamatemelésre szintén inkább csak 2018-tól kerülhet sor.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

	2016	2017
Bruttó hazai termék (volumenindex)	2,0	3,6
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	4,9	5,1
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	-14,7	6,2
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	5,8	5,1
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	5,8	5,7
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	9,9	9,9
Fogyasztóiár-index (%)	0,4	2,5
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	0,9	0,9
Munkanélküliségi ráta (%)	5,1	4,4
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	6,2	11,4
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,9	4,8
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	5,4	7,9
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	1,7	2,3
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)	1,9	1,8

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

Az előzetes pénzforgalmi adatok szerint az államháztartás központi alrendszere 2016-ban 848,3 milliárd forintos hiánnyal zárt. A központi költségvetés 771,6 milliárd forintos hiányt, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 75,2 milliárd forintos, az elkülönített állami

pénzalapok 1,5 milliárd forintos deficitet halmoztak fel. 2016-ban a központi költségvetés bevételeit a kedvező makrogazdasági tendenciák határozták meg. A gazdasági növekedés a költségvetésben tervezettnél magasabb adóbevételeket generált, amit tovább fokozott a kormányzati intézkedések gazdaságfeghőítő hatása. Ezt alátámasztja, hogy a központi költségvetés halmozott adóbevétele 145,1 milliárd forinttal haladta meg a 2015. évit. 2015-ről 2016-ra a gazdálkodószervek befizetései 5,8, a fogyasztáshoz kapcsolt adók 0,3, míg a lakosságtól származó befizetések 2,4 százalékkal nőttek. Az év egészét a várakozásokon felül teljesülő bevételek és az alulteljesülő kiadások jellemezték, ami miatt a kormányzat az év utolsó két hónapjában közel 600 milliárd forintnyi előirányzat-átcsoportosításról hozott döntést. Továbbá a 2014–2020-as uniós költségvetési időszak forrásainak kifizetése is felgyorsult, ami ideiglenesen megemelte a kiadási oldalt. Az év végére tervezett (módosított) hiánycélnál így végül 76,7 milliárd forinttal (11 százalékkal) magasabban alakult a pénzforgalmi hiány, ami a GDP 2,4 százalékát teszi ki. Az ESA-módszer szerinti, eredményszemléletű hiány a GDP 1,7 százalékát tette ki. 2016. december 31-én a GDP-arányos maastrichti adósságráta 74,1 százalékon állt az egy évvel korábbi 74,7 százalékos érték után. A központi alrendszer devizaadósságának részaránya – az adósságfinanszírozás kockázatainak mérséklése érdekében – 2015. év végi 31,3 százalékos szintről 24,6 százalékra csökkent a teljes adósságon belül.

2017 első két hónapjában az államháztartás központi alrendszere 180,4 milliárd forint többlettel zárt. Az idei költségvetést egyrészt a kedvező gazdasági trendek jellemzik majd, folyamatosan csökkenő munkanélküliség és az emelkedő reálbérek támogatják a hazai gazdasági szereplők fogyasztását és beruházásait, ami jelentős adóbevétel-generáló hatással jár. Másrészt a 2016 második felében meghozott döntéseknek köszönhetően az idei év egyben az adóterhek csökkenéséről is szól. Január 1-jétől folytatódik az általános forgalmi adó több termékfőrt érintő csökkentése, a korábbi kétkulcsost felváltotta az egykulcsos, és egyben egy számjegyű társasági adózás, továbbá a szociális hozzájárulási adó 5 százalékponttal csökkent. A két hatás eredményeként – az előirányzathoz viszonyítva – a fogyasztási adók során 29 milliárd forinttal, a lakossági befizetések esetében pedig 167 milliárd forinttal több, a gazdálkodószervek befizetéseinél 24 milliárd forinttal, a szociális hozzájárulási adó kapcsán 358 milliárd forinttal kevesebb bevételt várunk. Összegezve prognózisunkat 86 milliárd forinttal kisebbre becsüljük a bevételi oldalt, mint ahogy az a hatályos előirányzatban szerepel. A kiadási oldalon ezzel szemben 140 milliárd forintnyi megtakarításra számítunk, ami főképp a növekvő foglalkoztatásból adódó alacsonyabb kiadásokból áll. A minimálbér 15, a garantált bérminimum 25 százalékos emelkedésének egyik hatásaként, valamint a képzési programok testreszabásának és a közfoglalkoztatás átalakításának eredményeként azt várjuk, hogy a közfoglalkoztatottak a korábbinál nagyobb mértékben lépnek majd át a versenyszférába, ami csökkenti a Start Munkaprogram kiadásait. Továbbá a nettó kamatkidadások kapcsán 28 milliárdnyi többletkiadást prognosztizáltunk.

Össességében a kormányzati tervekben szerepelő, a GDP 2,4 százalékát kitevő deficit alatti, 2,3 százalékos hiánnyal számol intézetünk. Ez jelenti azt is, az idei év lehet zsinórban a hatodik, amikor országunk teljesíteni tudja a 3 százalék alatt költségvetési deficit célt. A 3 százalékos hiánycél elérésére ezt megelőzően utoljára 2000-ben volt példa. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 2017 végére 72,6 százalékos szintet várunk.

Nemzetközi környezet

A globális konjunktúra alakulása

A tavalyi harmadik negyedévhez hasonlóan az utolsóban is gyorsult az **Egyesült Államok** éves alapon mért növekedési rátája, sőt, négy negyedévet követően az amerikai gazdaság bővülési üteme ismét elérte az Európai Unióét. 2015 és 2016 utolsó negyedéve között az Egyesült Államok kibocsátása 1,9 százalékkal bővült, miközben az USA-ban a gazdaságpolitikai döntéshozatal során gyakrabban használt negyedévek közötti évesített növekedési ráta¹ szintén 1,9 százalékot tett ki. Az évesített növekedési ráták alapján a tavalyi harmadikról a negyedik negyedévre folytatódott a tartós fogyasztási javak dinamikus bővülése, miközben jelentősen emelkedett az amerikai privát beruházás és készletek volumene is. A várakozásoknak megfelelően ugyanakkor 2016 utolsó két negyedéve között nagymértékben csökkent az USA áruexportja, amit főként a kiemelkedően kedvező harmadik negyedéves mezőgazdasági teljesítmény miatti magas bázis indokol.

Éves alapon mérve három negyedévet követően ismét emelkedett az Egyesült Államok beruházási volumene, bár a növekedés mértéke igen visszafogott, mindössze 0,1 százalékos volt. A kiemelkedően kedvezőtlen harmadik negyedéves adatokkal szemben az üzleti célú épületek kivételével a negyedik negyedévben a privát beruházási volumen valamennyi alkategóriában emelkedett. Bár az üzleti célú beruházások növekedési üteme elmozdult a negatív tartományból, a korábbi évekhez képest továbbra is visszafogott beruházási aktivitást jelentős részben a lakhatási célú épületek építésének stagnáló volumene magyarázza. A korábbi várakozásokkal ellentétben tovább gyorsult a lakossági fogyasztás növekedési üteme is, főként a tartós fogyasztási javak iránti élenkülő kereslet hatására 2015 és 2016 utolsó negyedéve között összességében 3 százalékkal emelkedett a teljes fogyasztási volumen. A tartós fogyasztási eszközök fogyasztásának növekedési üteme 7,9 százalékra, közel kétéves csúcsra emelkedett, ami az amerikai lakosság tovább oldódó óvatossági motívumára utal.

Az előző negyedévekhez hasonlóan ismét lassult a kormányzati költségek volumene, sőt, főként a katonai jellegű kiadások visszaesése miatt a szövetségi szintű állami kiadások éves alapon enyhén csökkentek is. Bár évesített alapon jelentősen visszaesett az Egyesült Államok exportteljesítménye a tavalyi év utolsó két negyedéve között, éves alapon ismét bővült az

¹ Az évesített növekedés a negyedéves növekedési ráta felszorzásából adódik, miközben a Magyarországon gyakrabban használt éves növekedési ráta az egymást követő években lévő két negyedév gazdasági teljesítményét viszonyítja egymáshoz. Az amerikai gazdaság reálkibocsátása 2015 és 2016 negyedik negyedéve között 1,9 százalékkal bővült, miközben az 1,9 százalékos évesített rátát az idei harmadik és negyedik negyedév reálkibocsátása közötti 0,5 százalék körüli negyedéves növekedési ráta indukálta. Általában az éves és évesített ráták jelentősen különböznek egymástól, így mindössze véletlen egybeesés, hogy 2016 negyedik negyedévében a két gazdasági növekedést megfogó mutató megegyezett egymással.

amerikai kivitel. Az export növekedése továbbra is főként az áruexport bővülésének eredménye, amit részben a kedvező harmadik negyedéves termés elhúzódozó kivitele, részben a növekvő kőolajár miatt növekvő kitermelés és olajexport magyaráz. Megítélésünk szerint a következő negyedévekben tovább gyorsulhat az amerikai gazdasági növekedés, melyben jelentős szerepet játszhat a Trump által bejelentett személyi jövedelemadó csökkenés is. Az amerikai háztartások hirtelen bővülő elkölthető jövedelme tovább gyorsíthatja a fogyasztás növekedési ütemét, míg a beruházási ütem emelkedését a tavalyi év gyenge bázisán túl az USA-ba visszatelepülő termelőkapacitás is támogathatja. Megítélésünk szerint ugyanakkor a vártnál kedvező külső konjunktúra és további fiskális élénkítés esetén sem valószínű, hogy az amerikai növekedési ütem idén jelentősen meghaladná az Európai Bizottság 2,3 százalékos előrejelzését; várakozásunk szerint a következő években is 3 százalék alatti mértékben bővíthet az USA gazdasága.

A tavalyi utolsó negyedévben is folytatódott a **japán** gazdasági növekedés gyorsulása, a III. negyedévben mért 1,1 százalékos éves növekedés után a IV. negyedévben 1,6 százalékkal bővült a világ harmadik legnagyobb gazdasága. A harmadik negyedéve folyamatosan gyorsuló japán növekedés ugyanakkor továbbra sem a belső kereslet, hanem inkább a nettó export jelentős bővülésének eredménye. Az 1,6 százalékos növekedési rátából 0,7 százalékpontot magyaráz a privát fogyasztás éves alapon mért 1 százalékos bővülése, ráadásul a lakossági fogyasztás, a lakásberuházás és az üzleti beruházás is pozitívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez. Az előző negyedévekhez hasonlóan a készletberuházás viszont továbbra is visszahúzza a gazdasági bővülést. Az erős 2015-ös bázis miatt a negyedik negyedévben a visszaeső készletberuházás egészen 0,5 százalékponttal csökkent a GDP növekedési rátáját. Az amerikaival ellentétben a japán gazdaságban jelentősen, éves alapon 3,4 százalékkal emelkedett az üzleti beruházások volumene, aminek egymagában 0,5 százalékpontos a növekedési hozzájárulása. A tavalyi erős bázis és a kormányzati beruházások 4,1 százalékos visszaesése miatt a kormányzati költségek volumenváltozása negatív tartományba süllyedt, amivel párhuzamosan az állami költségek növekedést támogató szerepe is -0,1 százalékra csökkent.

A belső tételek így összességében 0,6 százalékos gazdasági növekedést indukálnának, miközben a nettó export egymaga 1 százalékpontot magyaráz a teljes növekedési ütemből. A nettó export növekedési hozzájárulása folyamatosan gyorsult az elmúlt hónapokban: az utolsó negyedévben az export egészen 4,8 százalékkal emelkedett, miközben az importvolumen 1 százalékkal csökkent. Az export és import 3 negyedéve tartó ellentétes mozgása főként a korábban felhalmozott készletek értékesítésének eredménye, ami magyarázatot ad a 2015-ös készletfelhalmozás magas növekedési hozzájárulására is. A japán gazdaság számára kedvező trend ugyanakkor várakozásunk szerint nem sokáig maradhat fenn: a jen dollárhoz viszonyított jelentős felértékelődése rontja a japán exportszektor versenyképességét, így az erős jen miatt a következő negyedévekben megfordulhat az

export- és importvolumen növekedésének előjele. A japán jegybank mennyiségi lazítási programjának végével a jen várhatóan tovább erősödik, így a közeljövőben a nettó export növekedési hozzájárulása fokozatosan csökkenhet. A stabil, 2 százalék körüli japán gazdasági növekedéshez így elengedhetetlen lenne a belső fogyasztás jelentős emelkedése, amiért viszont a japán gazdaságpolitika már évtizedek óta küzd, többnyire sikertelenül.

Az előző két gazdasággal ellentétben **az eurózóna és a teljes unió** gazdasági növekedése is viszonylagos stabilitást mutatott az elmúlt egy évben. Az unió gazdasága a III. negyedévhez hasonlóan ismét 1,9 százalékkal bővült éves alapon, míg az eurózóna gazdasági növekedése 0,1 százalékpontos mérséklődést követően 1,7 százalékot tett ki. Mindkét országcsoport negyedéves növekedési rátái jelentős stabilitást mutatnak az utóbbi negyedévekben. 2016-ban az eurózóna negyedévek közötti növekedése végig 0,4 százalék volt, miközben a teljes unió első három negyedéves rátája 0,4, míg a tavalyi utolsó 0,5 százalékot tett ki.

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

Ország	2016. I.	2016. II.	2016. III.	2016. IV.
Euróövezet	1,7	1,6	1,8	1,7
Európai Unió	1,8	1,8	1,9	1,9
Ausztria	1,4	1,2	1,6	1,8
Csehország	3,0	2,6	1,8	1,9
Egyesült Királyság	1,6	1,7	2,0	2,0
Franciaország	1,2	1,1	1,0	1,2
Hollandia	1,5	1,8	2,4	2,5
Lengyelország	2,8	3,2	2,3	3,1
Magyarország	1,3	2,3	2,0	1,5
Németország	1,8	1,8	1,7	1,8
Olaszország	1,1	0,8	1,0	1,0
Románia	4,1	5,8	4,4	4,8
Spanyolország	3,4	3,4	3,2	3,0
Szlovákia	3,6	3,5	3,1	2,9
Egyesült Államok	1,6	1,3	1,7	1,9
Japán	0,4	0,9	1,1	1,6

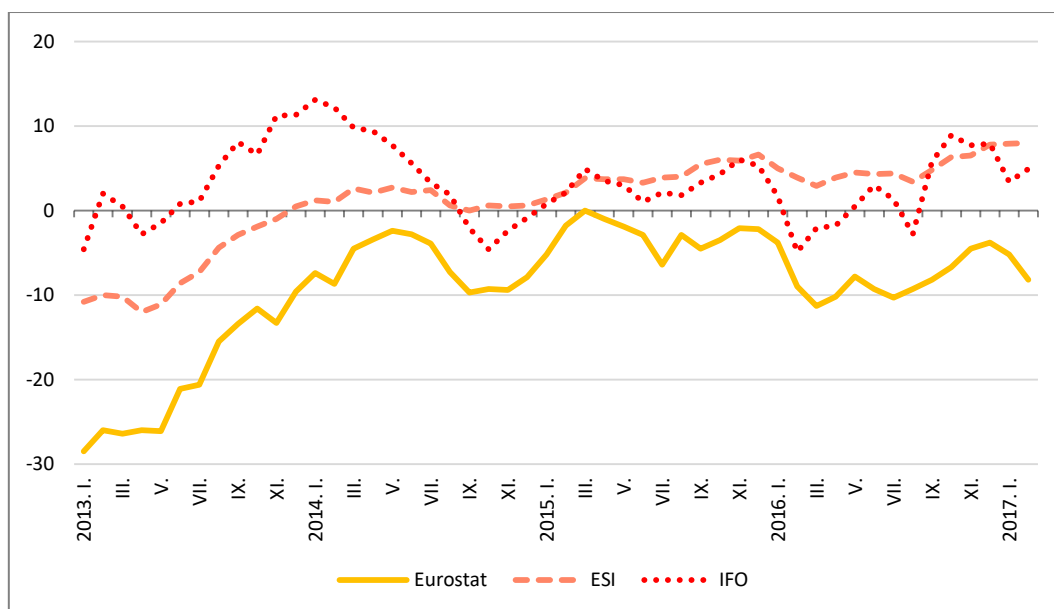
Forrás: Eurostat; Economic and Social Research Institute Cabinet Office, Government of Japan

Az eurózóna negyedik negyedévben mért 1,69 százalékos növekedési rátájának több mint felét, 1,01 százalékpontot magyaráz a fogyasztás bővülése, így negyedévek óta először nőtt a lakossági fogyasztás növekedési hozzájárulása. Az állami fogyasztás és beruházások növekedéstámogató szerepe 0,34 százalékpontot magyaráz a teljes GDP-növekedésből, így az eurózóna növekedésében továbbra is fontos szerepet töltenek be a kormányzati költségek. Az előző negyedévekhez hasonlóan ismét csökkent az állóeszköz-felhalmozás növekedési hozzájárulása: a III. negyedéves 0,41 százalékponthoz képest a teljes állóeszköz-felhalmozás a IV. negyedévben mindössze 0,16 százalékpontot magyarázott a teljes növekedésből, ráadásul a készletváltozások nélkül számított beruházási aktivitás növekedési hozzájárulása

is 0,45-ről 0,29 százalékpontra csökkent. A gazdasági növekedés belső tételei így 1,5 százalékos növekedést indukálnának a tavalyi utolsó negyedévben, ám a korábbi negyedévekkel ellentétben a nettó export ismét támogatóan hatott a gazdaság bővülésére, így összességében 0,19 százalékponttal növelte a GDP növekedési rátáját.

Tagállami szintre lebontva a közép-európai államok többsége továbbra is az uniós átlagot meghaladó mértékben bővült. Szezonálisan kiigazított adatok alapján a visegrádi államok közül jelentősen csak Lengyelország bővülési üteme emelkedett, Csehország növekedési rátája szinte változatlan maradt, miközben a szlovák növekedési ráta folyamatosan csökkenő trendje továbbra sem tört meg. Utóbbi két állam, valamint főként hazánk esetén ezt részben a tavalyi utolsó negyedév erős bázisa indokolja, amit a kifutó uniós források gyorsított lehívása magyarázhat. Továbbra is a jelentős áfacsökkenést megvalósító Románia gazdasága nő a leggyorsabb, 5 százalék körüli mértékben, miközben a román mellett 3 százalékos elérést a spanyol és a bolgár gazdaság is. Az unió nagyobb tagállamai közül a német és brit gazdaság is 2 százalék körüli mértékben nőtt, ám uniós szinten továbbra is kedvezőtlen hatású az, hogy a francia és az olasz gazdaság továbbra is csak mérsékelt ütemben bővül. Az erős turisztikai szezon miatt 2 százalékos éves növekedést felmutató görög gazdaság növekedési rátája a negyedik negyedévben ismét negatív tartományba süllyedt, miközben újra kiújult a görög államadósság fenntarthatósága körüli vita az Európai Bizottság és az IMF között.

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



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

Vegyes képet tükröznek az európai gazdaság üzleti hangulatát kifejező indikátorok. Az euróövezet gazdaságihangulat-indexe (ESI) töretlenül növekedett az utóbbi hónapokban,

februárban egyenesen hatéves csúcsra emelkedett az indikátor. Ezzel szemben december és február között mind a német gazdaság üzletihangulat-változását kifejező Ifo-indikátor, mind az Eurostat euróövezeti bizalmi indexe jelentősen visszaesett. Utóbbi index kivételével az indikátorok az utóbbi évekhez képest pozitív gazdasági hangulatot indukálnak, melyben jelentős szerepet kaphat a bár visszafogott, ám stabil uniós gazdasági növekedés mellett az uniós exportkivitel várható gyorsulása is. Megítélésünk szerint az Eurostat és az Ifo index visszaesését jelentős mértékben magyarázzák Trump januári beiktatását követő nyilatkozatai, amelyekben – a választási ígéreteihez híven – protekcionista kereskedelempolitikai lépéseket helyezett kilátásba. Utóbbiak főként a német exportszektor számára jelentős veszteségekkel járnának.

Az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzése szerint a visszafogott mértékű, ám stabil növekedés mind az unió, mind az euróövezet gazdaságában folytatódhat. Az uniós GDP növekedési üteme várhatóan a következő években is enyhén 2 százalék alatt maradhat, és miközben 2016-ról 2017-re 1,9-ről mindössze 1,8 százalékra mérséklődik a mutató, a növekedés összetétele enyhén változhat a következő években. Továbbra is a lakossági fogyasztás maradhat az európai gazdaság növekedési motorja. Ám a fogyasztás növekedési rátájának csökkenésével párhuzamosan annak hozzájárulása is mérséklődik. A tavalyi 1,3-del szemben a lakossági fogyasztás várhatóan 1 százalékponttal növeli idén a GDP növekedési ütemét, míg a kormányzati fogyasztás és beruházás növekedést támogató szerepe 0,4-ről 0,3 százalékpontra csökken. A fogyasztás enyhén csökkenő növekedési hozzájárulását a beruházási aktivitás élénkülése ellensúlyozhatja, melyet a Juncker-tervnek nevezett uniós beruházásösztönző program, valamint a 2014–2020 között rendelkezésre álló, az európai strukturális és beruházási alapokból finanszírozott uniós forrásokból megvalósuló beruházások felfutása támogathat. A bizottság előrejelzése szerint 2016-ról 2017-re a beruházások növekedési üteme 2,3-ről 2,9 százalékra gyorsulhat, így idén a beruházási aktivitás a tavalyi 0,4-del szemben idén 0,6 százalékponttal emelheti az unió gazdaságának növekedési ütemét. Mind a lakossági fogyasztást, mind a beruházást jelentősen befolyásolja a Brexit körüli bizonytalanság, mivel továbbra sincs egyértelmű forgatókönyv az Egyesült Királyság uniós kilépésének, ami jelentősen növeli a brit lakosság óvatossági megtakarításait, miközben későbbre halasztja a szigetországban működő vállalatok beruházásait is. Összességében a gazdasági növekedés belső tételei 2016-ról és 2017-re 0,3 százalékponttal mérséklődnek, a GDP növekedési ütemének ettől elmaradó visszaesését a nettó export javuló növekedési hozzájárulása magyarázza. Míg tavaly a nettó export egymaga 0,2 százalékponttal csökkentette az unió gazdaságának növekedési ütemét, addig idén – a dollárral és a japán jennel szemben enyhén leértékelődő eurónak is köszönhetően – a nettó export növekedési hozzájárulása semleges maradhat.

Munkaerőpiac

2017 januárban és februárban is több mint havi 230 ezer fővel bővült az **Egyesült Államokban** a foglalkoztatottak száma az előző hónaphoz képest. Egymás utáni két hónapban ennél kedvezőbbet legutóbb csak 2016. június–júliusban mértek, ám akkor a munkavállalói létszám dinamikus emelkedését főként az eredményezte, hogy májusban rekordalacsony szinten bővült a foglalkoztatottság több évre visszamenőleg. Az új munkahelyek többsége továbbra is a szolgáltató szektorban keletkezik, ám az idei első két hónapban az építőiparban és a feldolgozóiparban foglalkoztatottak létszáma is jelentősen emelkedett. Februárban 4,7 százalékos munkanélküliségi rátát mértek az amerikai gazdaságban, ami csak enyhén kedvezőtlenebb a tavaly novemberben mért 4,6 százalékos rátától. Ennél alacsonyabbat 2007 óta nem regisztráltak az Egyesült Államokban. A munkanélküliségi ráta enyhe emelkedését az aktív korú lakosság munkaerőpiaci részvételének 62,7-ről 63 százalékra emelkedése okozta. Január 1-jétől 19 tagállamban emelkedett a minimálbér, aminek hatására a korábban a munkaerőpiacról kilépők újra álláskeresőbe kezdtek, ami egyszerre emeli a részvételi arányt és a munkanélküliségi rátát is. A munkanélküliségi rátánál tágabb, alulfoglalkoztatottsági rákaként definiált mutató is csökkent az utóbbi hónapokban, ám a mutató értéke továbbra is meghaladja a 9 százalékot.² Az amerikai munkanélküliségi ráta ugyanakkor április óta 5 százaléknál alacsonyabb, és a Fed által teljes foglalkoztatásként aposztrofált 4,5–5 százalékos sáv közé esik. Az Egyesült Államok munkaerőpiacának helyzete így hónapok óta teret enged a kamatkondíciók további szigorításának, bár a bővülő foglalkoztatás ellenére a bérnövekedés mértéke továbbra is visszafogott.

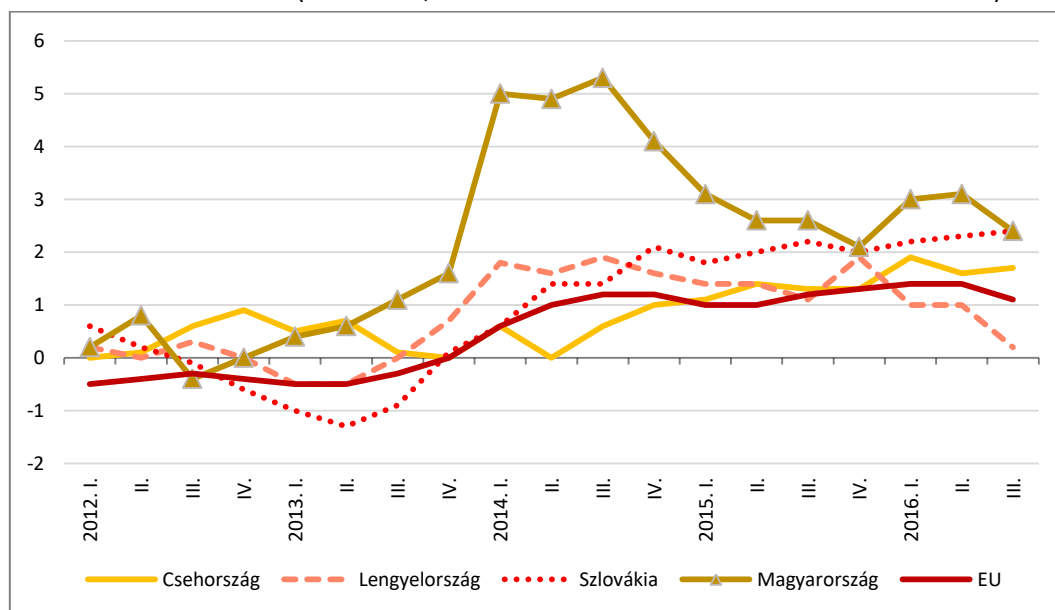
A legfrissebb adatok alapján továbbra is folyamatosan növekszik az unió foglalkoztatása, ám annak éves növekedési üteme enyhén csökkent: míg 2016 első két negyedévében 1,4, addig 2016 III. negyedévében 1,1 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak állománya. Tagállami szinten továbbra is igaz, hogy az ír, spanyol és máltai munkaerőpiac bővül a leggyorsabb mértékben. Utóbbi gazdaságban ráadásul ismét 4 százalék körüli növekedési ütemet regisztráltak. Míg a II. negyedévben éves alapon mindössze Horvátországban csökkent a foglalkoztatás, addig a III. negyedévben már négy tagállamban esett vissza a munkavállalók létszáma. Míg Románia esetében a csökkenést főként az egyéni vállalkozók számának visszaesése indukálta, addig Bulgária, Lettország és Litvánia esetében a munkaerő-állomány csökkenését a munkaerő elvándorlása és az idősebb generációk munkaerőpiacról való kilépése okozta. Az unió növekvő foglalkoztatása továbbra is főként a szolgáltató szektor bővülő munkakeresletének köszönhető. A nagyobb nemzetgazdasági ágak közül egyedül a mezőgazdaság foglalkoztatotti létszáma csökkent. Leggyorsabban, 2,3 százalékos mértékben továbbra is az

² Az alulfoglalkoztatottsági ráta a munkanélküliségi rátán túl az önhibájukon kívül félállásban foglalkoztatottak, illetve a munkaerőpiacon csak marginálisan, heti pár óra erejéig foglalkoztatottak részarányát tartalmazza.

üzleti szolgáltatások ág foglalkoztatotti létszáma emelkedik, amelyet sorban a logisztikai és turisztika, valamint az információtechnológiai ág követett.

Az utóbbi hónapokban is folytatódott a munkanélküliek számának visszafogott mértékű csökkenése az unióban: október és január között 8,3-ról 8,1 százalékra, nyolcéves mélypontra süllyedt a munkanélküliségi ráta. 2016 és 2017 januárja között a legtöbb tagállamban csökkent a munkanélküliségi ráta. Egyértelműen romló trend egyedül a ciprusi gazdaságot jellemezte, ahol egy év alatt 13,1-ről 14,1 százalékra nőtt a munkanélküliek részaránya. Tovább csökkent az így is 4 százalék alatti cseh és német munkanélküliségi ráta is, ám 5 százalék alatti rátát regisztráltak a brit, máltai és magyar munkaerőpiacon is. Az unió nagyobb gazdaságai közül a francia munkanélküliségi ráta továbbra is 10 százalék körül ingadozik, míg az olasz munkanélküliek állománya nőtt az elmúlt hónapokban. Tovább folytatódott a spanyol és a portugál munkanélküliségi ráta gyors, éves alapon 2 százalékpontot meghaladó csökkenése is, utóbbi gazdaságban akár már a következő hónapokban 10 százalék alá süllyedhet a mutató értéke.

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



Forrás: Eurostat

2016 első két negyedévéhez hasonlóan Lengyelország kivételével valamennyi visegrádi állam III. negyedéves foglalkoztatásbővülése meghaladta az uniós átlagot (2. ábra). A lengyel foglalkoztatotti létszám visszafogott növekedésében szerepet játszhatott a tavaly bevezetett új családtámogatási program, amely főként az alacsonyabb képzettségűek munkaerőpiaci részvételét csökkentheti. A kormányzat Family 500+ programjának keretében – anyagi helyzetétől függetlenül – a gyermeket nevelő háztartások minden egyes kiskorú után 500 zloty (közel 35 ezer forint) támogatásban részesülnek, ami főként a többgyermekes, egyébként is alacsony keresetű munkavállalók számára kínálhat ösztönzést a

munkaerőpiacról való kilépésre. Október és január között 5,9-ről 5,4 százalékra csökkent a lengyel munkanélküliségi ráta, ám a havi szintű teljes foglalkoztatási adatok hiányában nem egyértelmű, hogy a mutató a munkanélküliek foglalkoztatottá válása vagy pedig a munkaerőpiacról való végleges kilépésük miatt történt. Némileg meglepő módon enyhén tovább gyorsult a cseh gazdaság foglalkoztatásbővülési üteme, miközben Csehországban január folyamán már kiemelkedően alacsony, 3,4 százalékos munkanélküliségi rátát regisztráltak. Tovább gyorsult a szlovák munkaerőpiac bővülése is: a III. negyedévben 2,4 százalékra növekvő mutató megegyezik a magyar foglalkoztatásbővülés mértékével, amire ebben az évtizedben még nem volt példa.

Az Európai Bizottság legfrissebb, februári előrejelzése alapján Szlovákia kivételével valamennyi visegrádi állam foglalkoztatásbővülése 1 százalék alá csökkenhet 2017 során. A cseh foglalkoztatottak létszáma idén mindössze 0,1 százalékkal bővíülhet, miközben az ország munkanélküliségi rátája továbbra is 4 százalék alatt maradhat. A rendkívül feszes munkaerőpiac miatt a bérek átlagosan 4–5 százalékkal emelkedhetnek idén, ám a bizottság meglátása szerint még a dinamikusan bővülő bérek ellenére is komoly munkaerőhiány léphet fel a cseh gazdaságban, amelynek fennmaradása hosszú távon versenyképességi hátrányt okozhat az ország számára. A bizottság szerint Csehországhoz hasonló folyamatok játszódhatnak le a magyar gazdaságban is: a foglalkoztatásbővülés a tavalyi közel 2 százalékról idén 0,5 százalékra csökkenhet, miközben a munkanélküliségi ráta stabilan 5 százalék alatt maradhat. A bizottság külön kiemeli, hogy ha a dinamikus, számításaik szerint 2017-ben több mint 6 százalékkal emelkedő bérek ellenére a jelenlegi foglalkoztatási folyamatok fennmaradnak, akkor tovább nőhet a munkaerőhiány a feldolgozó- és az építőipar, valamint több szolgáltatási ág területén is, amely már napjainkban komoly akadályát jelenti a kibocsátás további bővülésének.

Lengyelországban a Family 500+ program mellett az idén októbertől életbe lépő öregségi nyugdíjkorhatár-csökkentés vetheti vissza a foglalkoztatottak létszámát, ami miatt 2017-ben 0,3 százalékra lassulhat az éves átlagos foglalkoztatásbővülés üteme. Ugyanakkor a feszesedő munkaerőpiac miatt 5 százalék körül bővülő bérek, valamint a visszafogott foglalkoztatásbővülés miatt tovább csökkenhet a munkanélküliségi ráta, ami átlagosan idén 5,6 százalékot tehet ki. A visegrádi államok közül egyedüliként Szlovákiában a következő két évben is 1,5 százalék körüli mértékben bővíülhet a foglalkoztatottak állománya, ám a munkanélküliségi ráta továbbra is relatív magasan, 9 százalék körül alakulhat idén. A szlovák munkanélküliség strukturális okaira utal, hogy a jelentős munkanélküliség ellenére az ország középső és nyugati harmada növekvő munkaerőhiánnyal szembesül, így a feszes munkaerőpiac hatására a következő években gyorsuló ütemben nőhet a szlovák átlagkereset is.

Uniós szinten vizsgálva, az Európai Bizottság előrejelzése szerint – a korábbi évekkal ellentétben – a teljes unió foglalkoztatotti létszáma gyorsabb ütemben bővíülhet idén, mint a

visegrádi országok többségében. A következő két évben átlagosan 0,8 százalékkal bővíthet az unióban a foglalkoztatottak részaránya, ám az unió munkanélküliségi rátája csak visszafogott mértékben, 8,5-ről 7,8 százalékra csökkenhet két év alatt. A munkanélküliségi rátákban meglévő jelentős tagállami különbség a következő években is megmaradhat: várhatóan a cseh ráta idén is 4 százalék alatt maradhat, míg a görög mutató átlagosan 22 százalékot tehet ki 2017 egészében, ám 2018-ban akár újra 20 százalék alá is csökkenhet. Magas, 10 százalékot meghaladó munkanélküliségi ráta jellemezheti az előrejelzési horizont egészében a görög mellett a spanyol, olasz és ciprusi gazdaságot, ám 2018-ra várhatóan 10 százalék alá csökken a portugál és a horvát ráta is.

Monetáris kondíciók alakulása

Az **Európai Központi Bank** Kormányzótanácsa márciusi ülésén sem változtatott kamatkondícióin, így az irányadó eszköz kamatlába már egy éve 0, míg a bank refinanszírozási és betéti kamatlába rendre 0,25 és –0,4 százalékon áll. Főként a gyorsan emelkedő inflációs adatokra reflektálva a Kormányzótanács leszögezte, hogy várakozásuk szerint a refinanszírozási kamatláb hosszabb időn keresztül nem emelkedik jelenlegi szintje fölé, miközben az EKB mennyiségi lazítási programjának főbb részletei sem változhatnak a közeljövőben. A korábbi ütemtervnek megfelelően így márciusban még 80, áprilistól kezdve viszont már 60 milliárd euró értékben vásárol az EKB értékpapírokat a program keretében, miközben a tanács továbbra is nyitott az inflációs folyamatok nem megfelelő alakulása esetén a program további meghosszabbítására. A tanács útmutatása alapján így a közeljövőben is laza monetáris környezet jellemezheti az eurózóna gazdaságát, a várható amerikai kamatemelések miatt tovább nőhet a két központi bank irányadó rátája közötti kamatkülönbség.

A piaci várakozásoknak megfelelően márciusi ülésén is irányadó rátája emelése mellett döntött a **Fed** Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC). A 0,75–1,00 százalék közötti sávba emelkedő amerikai irányadó rátát legutóbb decemberben emelte a FOMC, melynek akkori iránymutatása alapján idén további három alkalommal emelkedhet a ráta. A szigorítást a bizottság korábban közölt hármas kritériumának mindegyike támogatta. Az amerikai munkaerőpiac folyamatos bővülése az idei első két hónapban is folytatódott, a bővülő foglalkoztatással párhuzamosan a munkanélküli ráta továbbra is a Fed 5 százalékos egyensúlyi szintje körül maradt. Az amerikai gazdaság bár visszafogott mértékben, ám továbbra is folyamatosan bővül, ráadásul a dollár több ázsiai valutával szemben is enyhén leértékelődött az utóbbi hónapokban, így a kamatemelés miatt esetlegesen erősödő dollár nem rontja a korábbi negyedévekhez képest az amerikai exportszektor versenyképességét. Az amerikai kamatemelési ciklus felgyorsulása így a gyorsan bővülő infláció eredménye lehet, mivel a munkaerőpiaci helyzetben és a reálgazdaság teljesítményében sem történt gyökeres változás az elmúlt évhez képest. Bár a gyorsan emelkedő inflációt rövid távon várhatóan nem

tudja csökkenteni az ismételt kamatemelés, az amerikai kamatkondíciók szigorítása csillapíthatja Trump várható adócsökkentésének gazdasági túlfűtöttséget okozó hatását, ami középtávon az infláció további bővülése irányába mutatna.

A Cseh Nemzeti Bank legutóbbi, februári ülésén sem változtatott 0,05 százalékos irányadó rátáján, valamint várhatóan 2017 második negyedéve végéig fenntartja nem konvencionális árfolyam-szabályozását, aminek értelmében a jegybank korlátok nélkül interveniálhat az euró 27 cseh korona alá történő gyengülése esetén. A lengyel jegybank Monetáris Tanácsa sem változtatott márciusi ülésén irányadó eszközének kamatlábán, ami így közel két éve 1,5 százalékon áll. A tanács megítélése szerint a következő negyedévekben gyorsulhat a pénzromlás üteme, főként a háztartási energiaárak bázisba épülésének és a világpiaci nyersanyagárak bővülésének következtében. A Lengyelországban is gyorsuló infláció hatására hamarosan a 2 százalékos jegybanki cél fölé emelkedhet a lengyel pénzromlási ütem, a tanács megítélése szerint – a továbbra is mérsékelt maginflációs folyamatok miatt – viszont a célnál tartósan magasabb infláció fennmaradásának csekély az esélye.

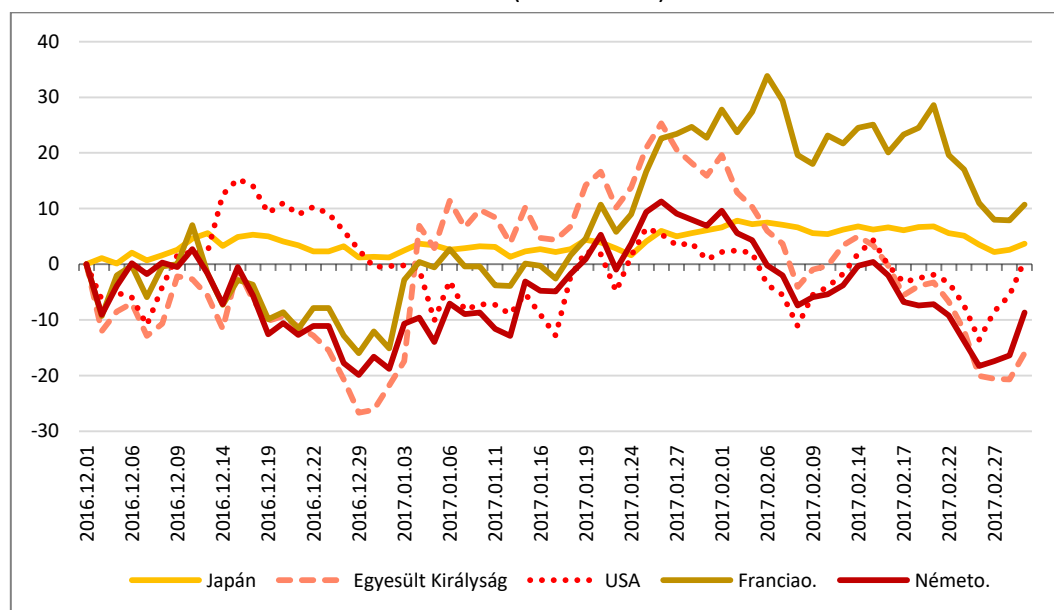
Pénzügyi folyamatok

Az EKB legfrissebb, januári hitelezési körképe alapján az eurózónában 2016 utolsó negyedévében tovább enyhültek a lakás- és egyéb felhasználási célú lakossági hitelek nem kamatjellegű hitelezési feltételei, ám a vállalatok hitelezési feltételei 2013 negyedik negyedéve óta először enyhén szigorodtak. A bankok önbevallása alapján készülő felmérés szerint az eurózóna szintű vállalati hitelezés feltételeinek szigorodása főként a holland bankrendszer alacsonyabb kockázattűrő képességének eredménye, ahol a bankok közel harmada a korábbinál szigorúbb nem kamatjellegű feltételekhez (önrész mértéke, garanciák) kötötte a vállalati hitelezést. Az eurózóna többi nagyobb bankrendszerében változatlanok maradtak a vállalati hitelezési feltételek, ami a bankok előrejelzése alapján 2017 első negyedévében ismét enyhülhet, így az eurózóna gazdaságát nem fenyegeti hitelszűke. Az eurózóna bankrendszere az utolsó negyedévben is a hitelkereslet további élénküléséről számolt be valamennyi hitelezési kategóriában, az ügyfelekért folytatott verseny miatt a lakossági hitelezési kategóriákban a hitelezési feltételek enyhülése mellett a bankok által megkövetelt kamatmarzs is csökkent. Az európai pénzpiacokon lévő jelentős likviditás, valamint az EKB –0,4 százalékos betéti kamatlába következtében az eurózóna bankjai közötti egynapos kölcsönügyletek kamatlábát kifejező EONIA, valamint a három hónapos euró LIBOR kamatlába is negatív, –0,30 és –0,40 százalék közötti tartományban tartózkodott december és március között.

Bár az utóbbi hónapokban jelentős volatilitás mutatkozott a globális kötvénypiacokon, december és március elseje között a főbb 10 éves kötvényhozamok mindössze 10–15 bázisponttal változtak (3. ábra). Az Egyesült Államokban 2,3–2,6 százalék között ingadozott a 10 éves állampapírhozam a vizsgált időszakban: a jelentősebb kibocsátások során – a

növekvő kereslet hatására – csökkent, míg a 3.-ról a 4. negyedévre 3,5-ről 1,9 százalékra visszaeső évesített növekedési ütem hatására enyhén nőtt a referenciahozam. Általános vélekedés ugyanakkor, hogy a következő hónapokban várhatóan tovább növekszik a 10 éves amerikai kötvények hozama: Donald Trump expanzív fiskális politikája miatt várhatóan a gazdasági növekedés mellett az infláció is tovább gyorsulhat, mely a háztartási energiaárak bázisba épülése miatt egyébként is növekvő pályán van. Az infláció emelkedésével párhuzamosan viszont csökken a kötvények reálhozama, ami egyrészt eladási hullámot generálhat a meglévő állományban, másrészt a kincstárt az újonnan kibocsátott értékpapírok magasabb kamatláb melletti értékesítésére kényszeríti: mindkét hatás a referencia-kamatláb emelkedése irányába hat. Hasonlóan, a gyorsan bővülő infláció hatására januárban az európai kötvényhozamok is emelkedtek, ám a brit és német kötvényhozamok Trump beiktatását követően folyamatosan csökkentek, melyet az új amerikai elnök protekcionista gazdaságpolitikája indokol. Az előbbiekkal ellentétben a francia referenciahozam mindössze február végén csökkent december eleji értéke közelébe, amit a közelgő francia elnökválasztás, főként az eurózónából való kilépéssel kampányoló Marine Le Pen jelentős győzelmi esélyei indokolnak.

3. ÁBRA: A TÍZÉVES ÁLLAMPAPÍRPIACI HOZAMOK ALAKULÁSA 2016. DEC. 1-JÉHEZ KÉPEST
(BÁZISPONT)

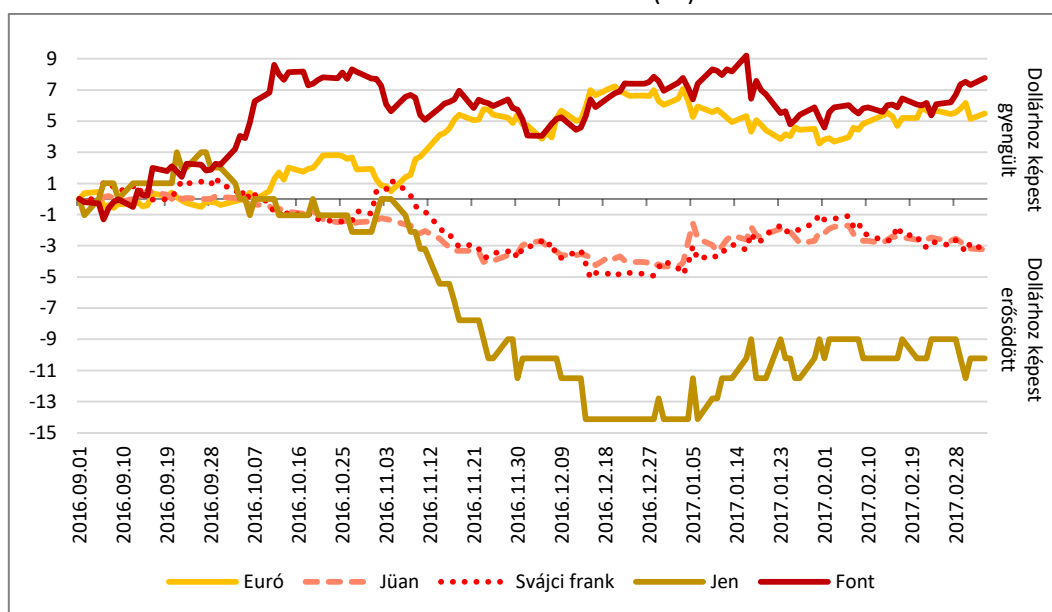


Forrás: Thomson Reuters, Századvég-szerkesztés

December és március között nagyobb változás nem történt a jelentősebb devizák dollárhoz viszonyított értékében, így a szeptember és december közötti árfolyamváltozások az utóbbi hónapokban sem korrigálódtak: az utóbbi fél évben így a font és az euró jelentősen le-, míg a japán jen jelentősen felértékelődött a dollárhoz viszonyítva (4. ábra). Ugyanakkor a jen június óta tartó, szinte folyamatos erősödése megállt, ami főként a japán exportszektor számára kedvező. Megítélésünk szerint viszont a következő negyedévekben tovább

folytatódhat a jen erősödése a dollárhoz viszonyítva, amely mögött főként a japán központi bank Mennyiségi és Minőségi Lazítási Programjának sikertelensége áll. A program keretében a jegybank nagy mennyiségű készpénzt bocsátott ki, mivel a jen gyengítésén keresztül kívánta a növekedést és az évtizedek óta alacsony japán inflációt gyorsítani. A tavaly mindössze 1 százalékkal emelkedő a japán kibocsátás, valamint az éves átlagban ismét negatív infláció alapján a program nem érte el célját, így további folytatása nem indokolt – ez esetben viszont a jen a március eleji 113-as árfolyamáról várhatóan visszatér a korábbi, 100 jen alatti értékéhez. Az EKB mennyiségi lazítási programjának következtében nemcsak a dollárral, hanem valamennyi fontosabb valutával szemben is leértékelődött az euró az elmúlt negyedévekben: az uniós növekedésnek kedvező gyenge euró fennmaradása továbbra is a program folytatásától függ.

4. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA 2016. SZEPT. 1-
JÉHEZ KÉPEST (%)

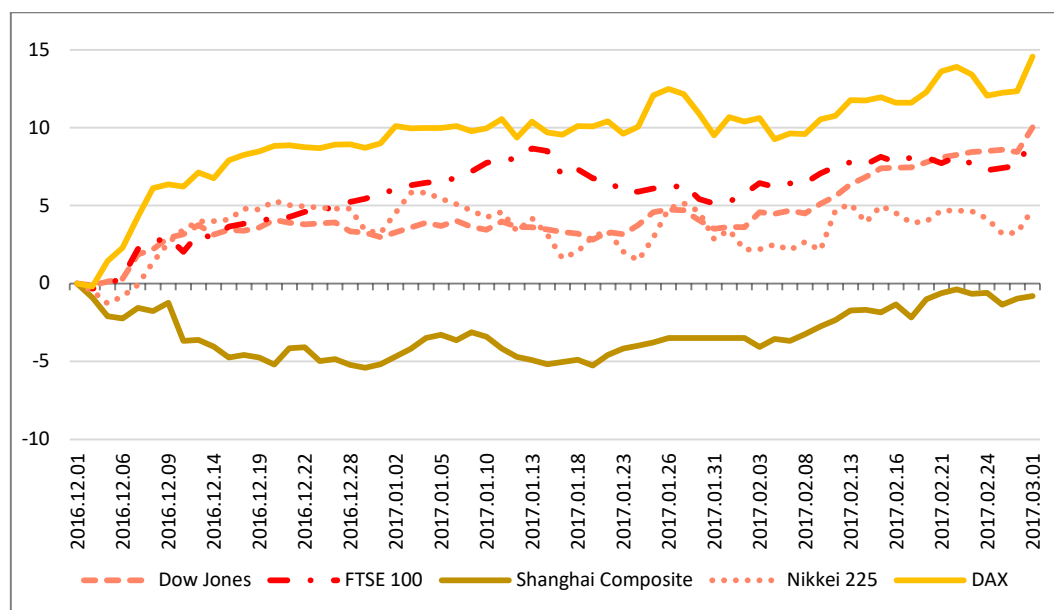


Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

December és március között a kínai Shanghai Composite index kivételével valamennyi főbb tőzsdeindex nőtt, három hónap alatt a német DAX értéke közel 15 százalékkal emelkedett. Az európai tőzsdék folyamatos bővülését továbbra is főként az EKB monetáris politikája támogatja, mivel a folyamatosan bővülő likviditás egy része a tőzsdére áramolva tovább emeli a részvényárakat. A Brexit népszavazás eredményének hatására a brit tőzsde továbbra is emelkedik, ugyanis a jelentősen gyengülő font emeli a londoni tőzsdén jegyzett, főként exportra termelő vállalatok profitabilitását. Az elmúlt három hónap legjelentősebb tőzsdei híre az amerikai piachoz köthető, ahol a folyamatosan emelkedő Dow Jones Industrial Average index január 25-én átlépte a 20 ezer pontos „álomhatárt”, majd márciusig egészen 21 ezer pontig emelkedett. A korábbi várakozásokkal ellentétben az amerikai tőzsdék szárnyalása Trump megválasztása után kezdődött, mivel az új amerikai elnök gazdasági

programjában jelentős fiskális lazítást vázolt fel, ami egyszerre növelheti a gazdasági növekedést és a tőzsdére áramló pénzmennyiséget is. Trump programja a vállalati adókulcsok csökkentésén keresztül kívánja élénkíteni a gazdaságot, ami a tőzsdén jegyzett vállalatok adózás utáni nyereségességét és így osztalékfizetési képességét is növeli, ami a részvényárak emelkedését vonja maga után. Eközben a személyi jövedelemadó csökkentése valamennyi jövedelmi kategóriában emeli az elkölthető jövedelmet és azon keresztül a megtakarításokat is, melyek jelentős része szintén a tőzsdére áramolhat.

5. ÁBRA: A FONTOSABB TŐZSDEINDEXEK ALAKULÁSA 2016. DEC. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



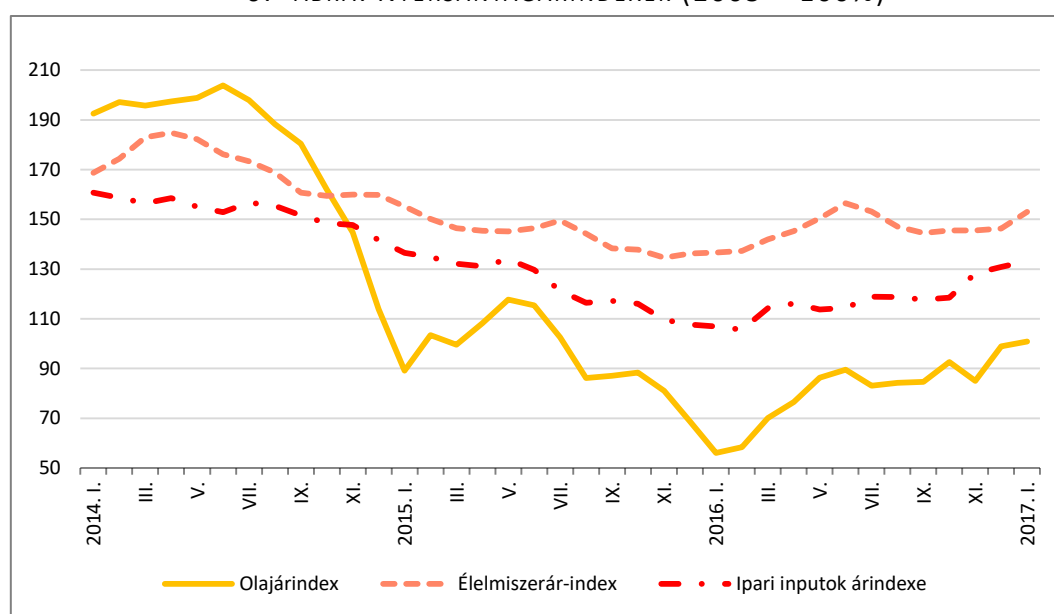
Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

Az infláció alakulása

A tavalyi év utolsó hónapjaihoz hasonlóan az inflációs alapfolyamatokat alapvetően meghatározó világpiaci olajár nagy stabilitást mutatott január és március között. A benchmarkként használt Crude kőolaj hordónkénti világpiaci ára a vizsgált időszakban szinte végig 50–55 dollár között ingadozott, ami jelentősen meghaladja a tavaly februárban évtizedes mélységbe, 30 dollár alá csökkenő olajárát. Az alacsony bázis miatt így éves alapon közel másfélszeresére nőtt a világpiaci olajár, aminek hatására az utóbbi hónapokban mind az Egyesült Államok, mind az Európai Unió fogyasztóiár-indexe dinamikus növekedésnek indult. Az olajárak stabilitása részben a Kőolaj-exportáló Országok Szervezete (OPEC) által november 30-án létrehozott megállapodás sikerét mutatja, mivel a megállapodásnak megfelelően az OPEC-országok több mint 1 millió hordóval csökkentették korábbi napi 33,6 millió hordós kibocsátásukat. A növekvő olajár és a szűkülő kínálat hatására nőtt az USA kőolaj-kitermelése és -kivitele is: összességében a kartell fennmaradásának egyik legnagyobb haszonélvezője az Egyesült Államok lenne, mivel mind az export, mind a korábbi, élesen visszaeső olajipari beruházások emelnék az amerikai növekedési rátát.

Az IMF bővebb termékcsoporthár-változását érzékeltető olajárindex másfél éves csúcsra emelkedett, ami alapján – részben az OPEC-megállapodás hatására – átlagosan emelkedtek az olajtermékek árai. Az utóbbi három hónapban jelentősen, több mint 12 százalékkal emelkedett az ipari inputok árindexe is: tovább drágult a cink és vasérc, miközben 50 százalékkal drágult a kaucsukgumi ára is, ami így hároméves csúcsra emelkedett. Az éves alapon közel 25 százalékkal dráguló ipari nyersanyagárak várhatóan 2-3 negyedévet követően épülhetnek be a fogyasztói árakba, így az idei év végén már inflációs hatást fejthetnek ki az Egyesült Államok és az Európai Unió gazdaságában. Januárban az IMF élelmiszerár-indexe ismét nőtt, főként a húsfélék, a búza és a szója áremelkedésének következtében (6. ábra).

6. ÁBRA: NYERSANYAGÁRINDEXEK (2005 = 100%)



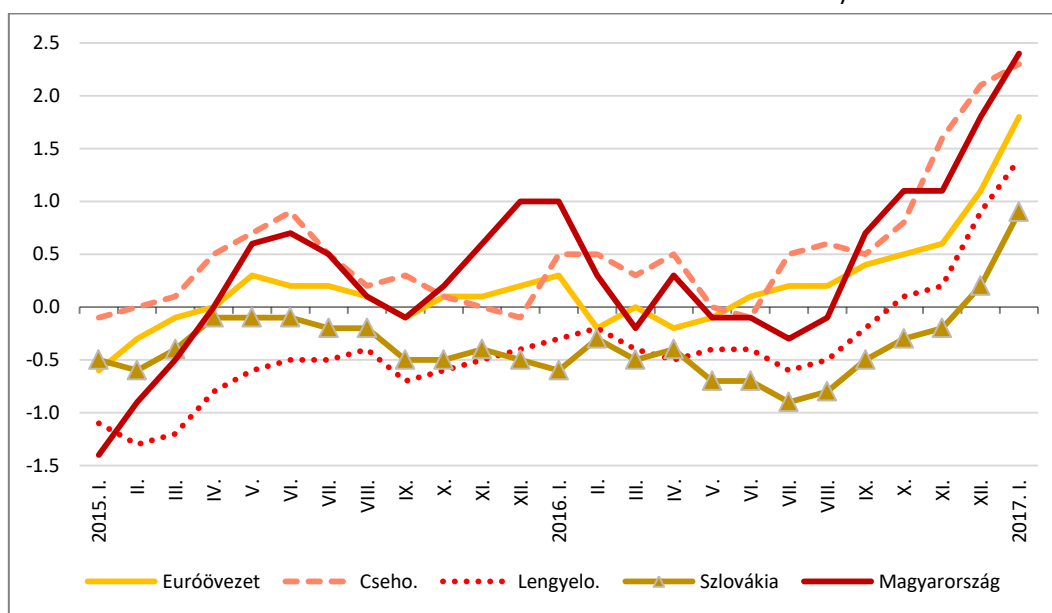
Forrás: IMF Primary Commodity Prices

Az energiaárak bázisba épülésének hatására továbbra is meredeken emelkedik a fogyasztói árindex az Egyesült Államok gazdaságában. Július és január között 0,8-ról 2,5 százalékra emelkedett az amerikai inflációs ráta, ráadásul a mutató az elmúlt hónapokban kifejezetten magas, 0,4 százalékpontos mértékben emelkedett. Januárban már 2,5 százalékos rátát regisztráltak az amerikai gazdaságban, ami így már jelentősen meghaladja a Fed által kívánatosnak tartott 2 százalékos célértéket. Az inflációs ráta dinamikus emelkedése egyértelműen az energiaárak bővülésének eredménye: a háztartási energiaár indexe januárban már közel 11 százalékkal volt magasabb, mint egy éve, miközben a benzin ára éves alapon 25 százalékkal emelkedett. Az energiaárak inflációt gerjesztő hatását ugyancsak jól szemlélteti, hogy januárban – évek óta először – az inflációs ráta meghaladta a feldolgozatlan élelmiszer- és energiaáraktól szűrt maginflációs indexet, miközben az utóbbi mutató közel másfél éve stabilan 2–2,5 százalék körül ingadozik. Az inflációs ráta gyors növekedése

össességében jelentősen közrejátszhatott abban, hogy decembert követően a Fed márciusban ismét emelte irányadó rátáját.

Az Egyesült Államokhoz hasonlóan az Európai Unió és az eurózóna inflációs rátája is jelentősen emelkedett az elmúlt hónapokban. Miközben az euróövezet és az unió pénzügyi üteme augusztusban és szeptemberben átlagosan 0,1 százalékponttal emelkedett, addig decemberben és januárban 0,5–0,6 százalékponttal növekedett az infláció, tehát jelentősen gyorsult a ráta bővülése. Januárban az eurózónában már 1,8, míg az unióban 1,7 százalékos inflációs rátát regisztráltak, bár az EKB 2 százalékos inflációs célértékénél magasabbat mindössze 9 tagállamban mértek. Az amerikai gazdasághoz hasonlóan az európai inflációs ráta is az energiaárak bázisba épülése következtében emelkedik, januárban éves alapon már 8,1 százalékkal nőtt a háztartási energiaár-index az eurózónában. A teljes inflációs rátával szemben a maginflációs mutató alig változott az európai gazdaságban: november és január között a ráta 0,3 százalékponttal emelkedett, míg 2016 januárjában is csak 0,1 százalékponttal volt alacsonyabb a maginflációs mutató az idén januárban regisztrálnál.

7. ÁBRA: AZ EURÓÖVEZET ÉS A V4 HARMONIZÁLT FOGYASZTÓIÁR-INDEXE (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: Eurostat

A háztartási energiaárak inflációra gyakorolt hatását jól szemlélteti a visegrádi országok példája is (7. ábra). Az euróövezethez hasonlóan a visegrádi országok inflációs rátái is 1 százalékpont közeli mértékben emelkedtek november és január között, miközben korábban Szlovákiában két éven keresztül folyamatosan negatív pénzügyi ütemet regisztráltak. Szlovákiához hasonlóan Lengyelországban is több mint két évet követően mértek ismét pozitív rátát, ennek ellenére januárra egészen 1,5 százalékgig emelkedett az inflációs mutató. A bővülő háztartási energiaárak hatására Csehország kivételével

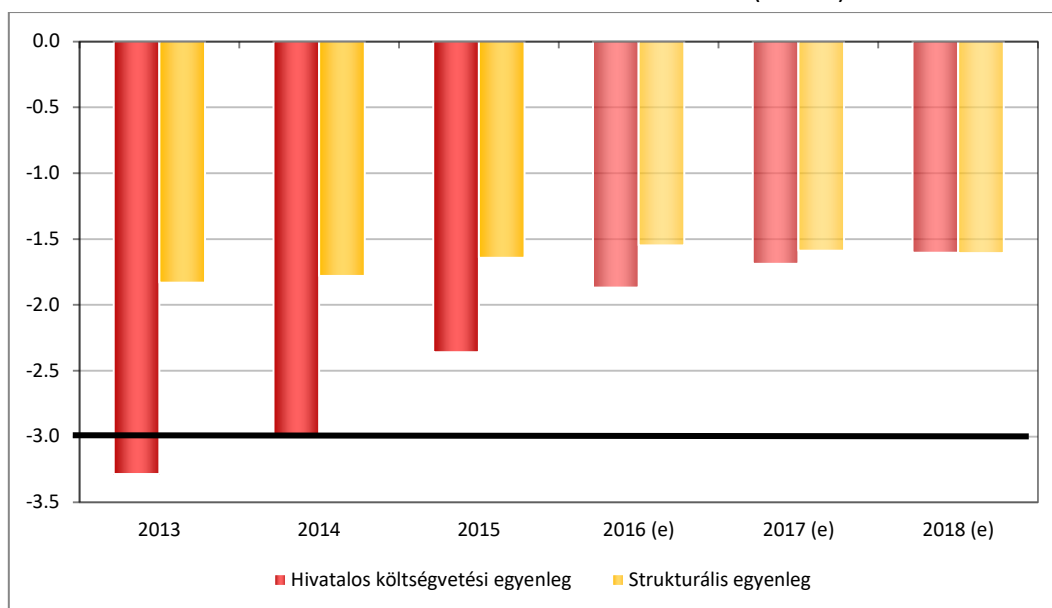
valamennyi visegrádi állam maginflációs mutatója elmaradt inflációs rátájától, a maginflációban nagyobb ugrás egyedül Szlovákiában történt. Csehországban viszont június és december között 0,6-ról egészen 2,3 százalékgig emelkedett a maginfláció, amit a záródó kibocsátási rés és a feszes munkaerőpiac magyarázhat.

Az Európai Bizottság előrejelzése szerint az inflációs ráta emelkedése a következő hónapokban is folytatódhat, az éves átlagos infláció 2017 egészében 1,8 százalék körül alakulhat. A bővülő inflációs ráta elsősorban a háztartási energiaárak alacsony bázisának eredménye, ám a korábbinál magasabb olajár mellett az euró leértékelődése is az infláció bővülése irányába mutat. A bizottság várakozásai szerint az éves átlagos cseh infláció 2 százalékot tehet ki idén: bár a maginflációs ráta is ennél magasabb inflációt indukálna, az infláció fokozódásának hatására várhatóan a cseh jegybank még idén feladja árfolyamcélját, a jelentősen erősödő cseh korona pedig az importált infláció visszaesésén keresztül csökkentheti az inflációt. Az alacsony bázis hatására Lengyelországban is 2 százalékra emelkedhet az éves átlagos infláció idén, míg a szlovák éves pénzromlási ütem a tervezett hatósági villamosenergia- és gázárscsökkentés hatására 1 százalék körül alakulhat.

Fiskális politika

Az Európai Bizottság legfrissebb, tavaszi előrejelzése alapján – az előző évekhez hasonlóan – idén folytatódhat az uniós tagállamok költségvetési konszolidációja, ám 2018-ban tovább lassulhat a költségvetési egyenleg csökkenésének üteme. A költségvetési hiány mérséklődése 2017-ben is főként az unió javuló gazdasági teljesítményének eredménye lehet, aminek hatására a költségvetés kiadási és bevételi oldala is egyaránt csökkenhet. Előbbit főként a folyamatosan bővülő foglalkoztatás miatt visszaeső szociális juttatások magyarázzák, míg a GDP-arányos költségvetési bevételek csökkenésében jelentős szerepet játszik, hogy több tagállam is csökkenti idén a munkát terhelő adó- és járuléktérheket. A bizottság várakozása szerint összességében 2016-ról 2017-re 1,9-ről 1,7 százalékra csökkenhet az uniós államok átlagos költségvetési hiánya, miközben a gazdaság ciklikus és az egyszeri tételek költségvetési hiányt befolyásoló hatásait kiszűrő strukturális hiány enyhén romolhat az unióban. A csökkenő strukturális egyenleg is arra utal, hogy az uniós tagállamok a gazdasági fellendülés által lehetővé válnál kevésbé csökkentik költségvetési hiányukat, ami miatt a korábbinál lassabb lehet az unió költségvetési helyzetének további javulása (8. ábra).

8. ÁBRA: A HIVATALOS KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEG ÉS A STRUKTURÁLIS EGYENLEG A POTENCIÁLIS GDP SZÁZALÉKÁBAN (EU28)



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Spring 2017

Az eurózóna költségvetési hiánya a tavalyi 1,8-ről várhatóan 1,5 százalékra csökken 2017-ben, miközben az euróövezet strukturális hiánya enyhén növekedhet is. Az eurózóna költségvetési hiányváltozásának megbontása is jól szemlélteti, hogy a javuló uniós hiányszámok elsősorban a kedvező gazdasági környezet, és nem a tagállamok fiskális szigorának eredménye. Az eurózóna költségvetési hiánya 2016-ról 2017-re várhatóan 0,3 százalékponttal csökkenhet, melyből a gazdasági konjunktúra folytán bővülő adóbevételek ciklikus hatása egymaga több mint 0,25 százalékpontot magyaráz. A historikusan alacsony monetáris környezet miatt csökkenő kamatkiadás és egyéb egyszeri állami bevételek (mint például az állami vagyonelemek vagy frekvenciasávok értékesítése) is közel 0,1-0,1 százalékponttal javítják, míg a strukturális hiány növekedése egymaga közel 0,2 százalékponttal rontja idén az eurózóna költségvetési hiányát. A strukturális hiány romlása azonban nem egyértelműen negatív gazdasági folyamat, sőt, a historikusan is alacsony kamatkörnyezet kedvező feltételeket teremt a kormányzati beruházások ösztönzése számára. A bizottság előrejelzése szerint viszont az eurózóna GDP-arányos állami beruházásai – az új uniós fejlesztési támogatások és a Juncker-tervként elhíresült európai Stratégiai Beruházási Alap ellenére – a következő években 2,7 százalék körül ingadozhatnak, ami továbbra is elmarad a válság előtt megfigyelt kormányzati beruházási aktivitástól.

Az Európai Bizottság tavaszi előrejelzése szerint várhatóan idén enyhén 85 százalék alá csökken az unió átlagos GDP-arányos adósságállománya, melynek további mérséklődése a következő években is folytatódhat. A bizottság 86 százalékos őszi előrejelzéséhez képest jelentősen alacsonyabb lehet az unió 2016-os adósságrátája, ám 2016-ról 2017-re visszafogott maradhat a ráta csökkenése. Az adósságállomány csökkentésének motorja

továbbra is Németország maradhat, mivel a következő években is pozitív költségvetési egyenleggel zárhatja az évet. A német adósságráta várhatóan évi 2,5–3 százalékkal csökken a következő években, így az – az unió nagyobb gazdaságai közül elsőként – a 60 százalékos maastrichti célérték alá süllyedhet 2020-ig. Összességében 19 tagállam csökkentheti idén GDP-arányos adósságállományát, így az uniós szintű ráta csökkenése a tagállami adósságállomány széles körű mérséklődésének eredménye.

A Trump által felvázolt gazdaságélénkítési csomag bár jelentősen gyorsíthatja az amerikai gazdaság bővülését, a jelentős fenntarthatósági problémákat felvető nominális államadósságot tovább emelné. Az amerikai Kongresszus Költségvetési Hivatalának (CBO) számításai szerint a 2016-ban az amerikai költségvetés pénzforgalmi hiánya közel 600 milliárd dollár (a GDP közel 3 százaléka) volt, mivel a 3,3 ezer milliárd dolláros bevételi oldallal szemben a szövetségi kiadások 3,9 milliárd dollárt tettek ki. A CBO előrejelzése alapján a következő 10 évben 19,9-ről 29,5 ezer milliárd dollárra nőhet az USA államadóssága a tavalyi évet jellemző költségvetési politika fennmaradása esetén. Számításaink szerint – a CBO 10 év alatti 19,2 százalékos reál GDP növekedésével kalkulálva – az USA a 2009-es árakon számolt reál GDP arányos államadóssága a tavalyi 118-ról 2025-re egészen 147 százalékig emelkedhet az alappálya mentén.

A független Tax Foundation számításai szerint Trump adócsökkentési csomagja a következő tíz évben közel 2 millió, a jelenlegi foglalkoztatottak 1,3 százalékának megfelelő új munkahelyet teremtené, miközben tízéves időtávon a CBO 19,2 százalékos reál GDP emelkedését a program egészen 26–27 százalékpontig emelhetné.³ Az új munkahelyek és a kibocsátás jelentős növelésével szemben viszont 10 év alatt összesen 2,6–3,9 ezer milliárd dollárral csökkenne a szövetségi költségvetés bevételi oldala, mely a szövetségi kiadások csökkentése nélkül tovább emelné a nominális államadósságot. A Tax Foundation számításai alapján az új adócsomag bár valamennyi jövedelmi kategória adózás utáni jövedelmét emelné, ám míg a háztartások szegényebb 80 százalékának elkölthető jövedelme átlag 2, addig a legjobban kereső 1 százalék jövedelme 10–16 százalékkal növekedne.

Tíz év alatt 27 százalékos reál GDP növekedéssel és 3,3 ezer milliárd dolláros adósságnövekedéssel kalkulálva a 2009-es árakon számolt reál GDP alapú adósságráta 2025-ig 153 százalékig emelkedhet, tehát – az adósságráta felől vizsgálva – az adócsökkentés gazdaságélénkítő hatása nem képes ellensúlyozni annak költségvetési egyenleget rontó hatását. Várakozásunk szerint az adósságállomány fenntarthatósága érdekében az adócsökkentés bevezetésével párhuzamosan a költségvetés kiadási oldalát is érdemben mérsékelheti az új kormányzat. Ez egyrészt az Obama kormányzat által kiterjesztett Medicaid egészségbiztosítási program támogatási keretének tervezett csökkentését, másrészt a szociális, környezetvédelmi és segélyezési kiadások visszavágását vonhatja maga után.

³ Alan Cole (2016): *Details and Analysis of Donald Trump's Tax Plan, September 2016*. Tax Foundation Fiscal Fact No. 528.

A magyar gazdaság jelenlegi helyzete

A hazai növekedés alakulása

A magyar gazdaság éves növekedési üteme 2016 IV. negyedévében 1,6 százalékot tett ki, tehát elmaradt korábbi várakozásainktól. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott érték bővülése 1,5 százalék volt. Összességében 2016-ban 2 százalékkal bővült a gazdaság, illetve szezonálisan és naptári hatással kiigazítva 1,8 százalékkal. A magyar gazdaság IV. negyedévben mutatott teljesítménye a szezonálisan kiigazított adatok szerint alulmúlja az EU-, illetve az eurózóna-tagországok átlagát, valamint a régiós versenytársak és Németország növekedési ütemét is. Ezzel szemben a nyers adatok szerint mért növekedés Magyarországon a IV. negyedévben meghaladta mind az eurózóna, mind Németország növekedési ütemét, megegyezett az EU átlagával, de elmaradt a cseh, a lengyel, a szlovák és a román mutatótól. A két indikátor közötti jelentős eltérés vélhetően a szezonális kiigazítás végponti problémájára vezethető vissza.

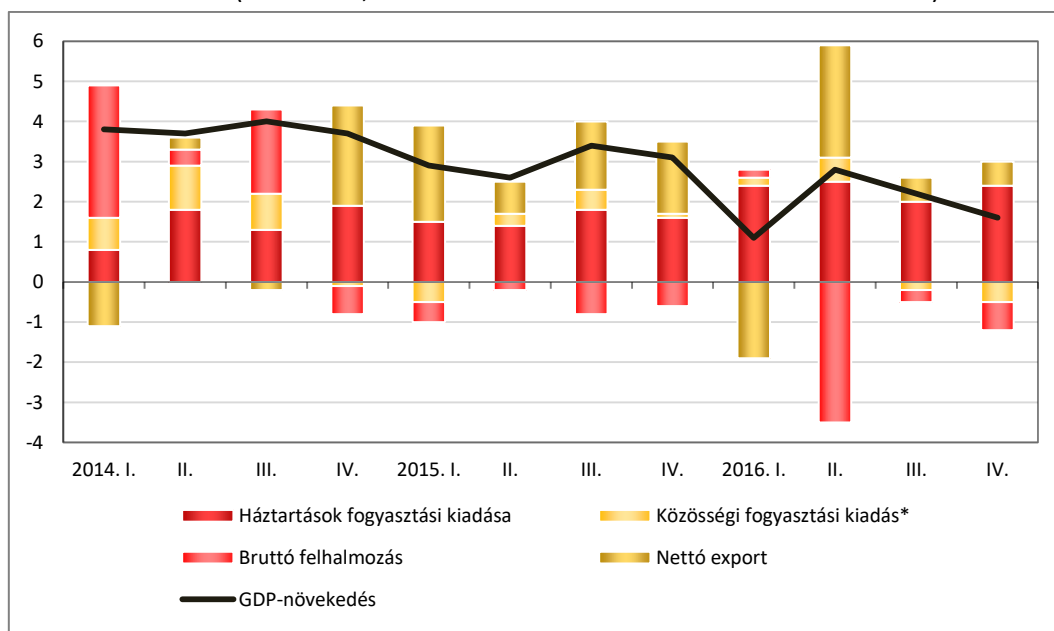
A GDP felhasználási oldalán a bruttó állóeszköz-felhalmozás 19,6 százalékot csökkent, döntően még mindig az EU-költségvetés ciklikus hatásának köszönhetően. Összességében a bruttó felhalmozás 3,2 százalékkal volt kevesebb, mint az előző év utolsó negyedévében, ami 0,7 százalékponttal fékezte a gazdaság növekedését. A két mutató közötti eltérést a készletváltozás okozta, amely nagyrészt ellensúlyozni tudta a bruttó állóeszköz-felhalmozás visszaesését. A beruházások bővülésének összetételét elemezve megállapítottuk, hogy a visszaesés oka alapvetően a költségvetési szféra beruházásainak a drasztikus visszaesése. A költségvetési szervek beruházása 71 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakához képest. Az EU-s pénzek hiánya tehát az állami oldalon jelentős. Mindeközben a vállalkozások beruházásállománya 5,9 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest. A volumenváltozások alapján a feldolgozóipar, az informatika, a kereskedelem és gépjárműgyártás, az ingatlanügyletek és a tudományos tevékenységek bővülő beruházási mutatóval rendelkeztek. A mezőgazdaság, a bányászat, a közigazgatás, az oktatás, az egészségügy, a szállítmányozás, a szórakoztatóipar, az építőipar, az adminisztratív tevékenységek, a szálláshely-szolgáltatás és az energetikai iparágak kisebb-nagyobb beruházási volumencsökkenést szenvedtek el.

Továbbra is jelentős a háztartások fogyasztási kiadásainak bővülési üteme, amely a IV. negyedévben 5,1 százalékos volt, amellyel 2,4 százalékpontot adott a GDP növekedési üteméhez. Ennek okát elsősorban a bérek eddigi, dinamikus emelkedésében látjuk, amely nem annyira termelékenységjavulás, mint a munkaerő-kereslet növekedésének a következménye. Ezenkívül azonban a történelmileg alacsony munkanélküliségi ráta, valamint a személyi jövedelemadó kulcsának 1 százalékpontos csökkentése is hozzájárult a rendelkezésre álló jövedelem és így a fogyasztás bővüléséhez.

A közösségi fogyasztás 5 százalékkal csökkent, ami a tavalyi második féléves uniós támogatási kifizetések dömpingjéhez kapcsolódó önrész idei mérséklődésének fényében nem meglepő. Így összességében a végső fogyasztás 2,5 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez. A fogyasztás és a beruházásváltozás összességében azt eredményezte, hogy a belföldi felhasználás 1,1 százalékkal volt több az előző év azonos időszakához képest, és így 1 százalékpontot adott hozzá a GDP-bővüléshez.

A IV. negyedévben lassult a külkereskedelem bővülése mind a kivitel, mind a behozatal oldaláról, az export 3,1 százalékos bővülése meghaladta az importnövekedés 2,7 százalékos ütemét, a nettó export 0,6 százalékkal emelte a negyedévi növekedést. Ezzel a külkereskedelmi többlet 4,3 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest, folyó áron számítva. Az export átlagos bővülése körüli szűk sávban mozgott a feldolgozóipar exportja, illetve a nyersanyagkivitel. Az értékváltozások alapján átlag alatt teljesített a gépexport 1,7 százalékos emelkedéssel. Átlag feletti volt az élelmiszeripari export bővülése 8,4 százalékkal. A szolgáltatások körében 2,7 százalékkal nőtt az exportbevétel, míg az import 8,5 százalékkal visszaesett folyó áron, forintban. 62 százalékkal visszaesett a szellemi tulajdon használatáért kapott bevétel nagysága, miközben az ugyanehhez kapcsolódó kiadások 16,5 százalékkal bővültek, vélhetően egyedi jogvásárlások miatt. A IV. negyedév importját húzta a javítás és karbantartás szolgáltatási köre (38 százalék), valamint a pénzügyi szolgáltatások (20 százalék) és a turizmus (14,5 százalék). Ezzel szemben ezekben az ágazatokban az export rendre 6,3, illetve 8, valamint 6,7 százalékkal növekedett folyó áron.

9. ÁBRA: A FELHASZNÁLÁSI TÉTELEK HOZZÁJÁRULÁSA A GDP-NÖVEKEDÉSHEZ
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



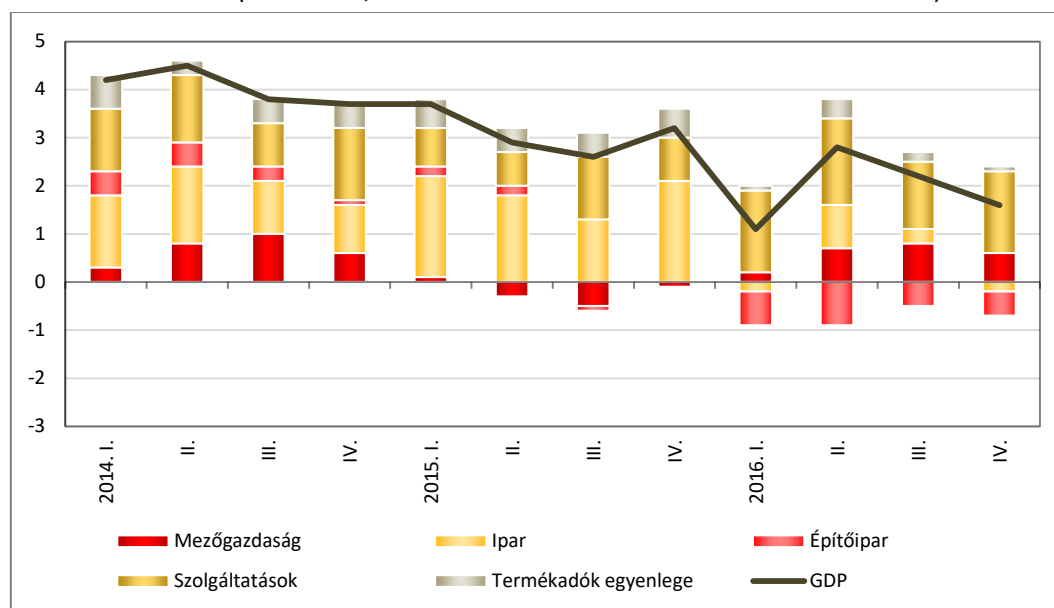
* Tartalmazza a természetbeni társadalmi juttatást, függetlenül annak forrásától. Forrás: KSH

A háztartások aggregált bizalmi indexe 2016 negyedik negyedévében kismértékben javult, és 2017 első két hónapjában már komolyabb léptékű hangulatjavulást mértek. A pesszimizmus tovább csökkent az előző negyedévhez képest, a januári adatok pedig az elmúlt két év legalacsonyabb borúlátását mutatják, még mindig a negatív tartományban állva (vagyis a lakosság többsége inkább pesszimista). Minden egyes részmutató javult. A pénzügyi helyzet esetében már az optimistán nyilatkozók kerültek többségbe. Az általános gazdasági helyzet mutatója a negatív tartományból a nullához közelített az elmúlt hónapokban, vagyis a pesszimizmus elmúlni látszik. A csökkenő munkanélküliséggel kapcsolatos félelmek, illetve a jövőbeni megtakarításokra vonatkozó pesszimizmus tovább mérséklődött. A főbb beszerzések az év első feléhez képest szintén csökkenő pesszimizmust mutatnak.

A hazai gazdaság 2016. IV. negyedévi teljesítménye a termelési oldalon a következő képet mutatta. A mezőgazdaság 18 százalékos növekedése alapvetően az idei kedvező és a tavalyi kedvezőtlen időjárásnak köszönhető. A mezőgazdaság kedvező teljesítménye 0,6 százalékponttal járult hozzá a GDP bővüléséhez.

Az ipari kibocsátás az előző év azonos időszakához képest 0,8 százalékkal mérséklődött a IV. negyedévben, így 0,2 százalékpontot vett el a IV. negyedéves növekedéstől. Az októberi és a decemberi teljesítmény rontotta az ipari adatot, amit a minimális novemberi volumennövekedés nem tudott ellensúlyozni negyedéves szinten. A lassulás fő oka a belföldi értékesítés visszaesése. A feldolgozóipar kibocsátása 0,6 százalékkal csökkent a negyedévben. Jelentős visszaesést könyvelhetett el két húzóágazat, azaz a járműgyártás (6,2 százalék) és a gépek, gépi berendezések gyártása (14,6 százalék) az előző év azonos időszakához képest. A textil- és ruházat ágazat kibocsátása 3,7 százalékkal csökkent, a bányászaté 12,9 százalékkal, a gumi- és műanyaggyártásé pedig 1,2 százalékkal. Ugyanakkor voltak olyan iparágak, amelyek nem kevés növekedést mutattak az előző év azonos időszakához képest. Ide tartozik a felfeldolgozás (4 százalék), az élelmiszeripar (4,1 százalék), a kőszeggyártás és kőolaj-feldolgozás (3,1 százalék), a vegyianyag-gyártás (2 százalék), a gyógyszer-gyártás (2,1 százalék), a számítógépgyártás (3,6 százalék), a fémfeldolgozás (5,9 százalék), valamint a villamos berendezések gyártása (6 százalék). Az energiatermelés kibocsátása viszont szintén a visszahúzó ágazatok közé került 12,9 százalékos csökkenéssel.

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



Forrás: KSH

Az építőipar kibocsátása továbbra is visszaesést mutat, a IV. negyedévben 13 százalékkal volt kevesebb a kibocsátása az előző év azonos időszakához képest. Ez hasonló mértékű, mint az előző negyedév, és már csak feleakkora ütemű, mint az év első felében volt. A mélypontra tehát túl van az ágazat. Míg 2015 az EU-s pénzek lehívási hajrájának éve volt, addig 2016 ebből a szempontból átmeneti leállást eredményezett. Mindezen tényezők eredményeként az építőipar 0,5 százalékponttal húzta vissza a GDP növekedését, amely az első fél évhez képest némileg gyengébb fékező hatást jelent. Az építőipar szerződésállományának adatai ennél vegyesebb képet mutatnak a IV. negyedévről. Az építőipari éves szerződésállomány mintegy 40 százalékat kitevő épületek esetében az utolsó negyedév 26 százalékos csökkenést eredményezett az új szerződésállomány értékében, míg a tárgynegyedévi szerződésállomány értékének 6 százalékos növekedését, amely értékek kontrasztban állnak az első fél év, illetve a III. negyedév két számjegyű növekedésével. Ez azt jelenti, hogy a lakásösztönzők a IV. negyedévben gyengébben hatottak, főleg október és november hónapban. Az építőipari szerződésállomány mintegy 60 százalékat kitevő egyéb építmények esetében viszont belendült az ágazat: az utolsó negyedévben 77 százalékos növekedést elérve az új szerződésállomány és 88 százalékos növekedést elérve az adott negyedéves állomány értékében a megelőző év azonos negyedévéhez képest. Ez az utolsó negyedéves felfutás az állami infrastruktúra-beruházások szerződéseinek a megkötésével magyarázható. A két szerződésállomány értékének összevonásával megállapítható, hogy az építőipar összességében több mint negyedével nagyobb új szerződésállományt és közel felével több tárgynegyedévi megrendelés állományt tud felmutatni, mint a megelőző év azonos

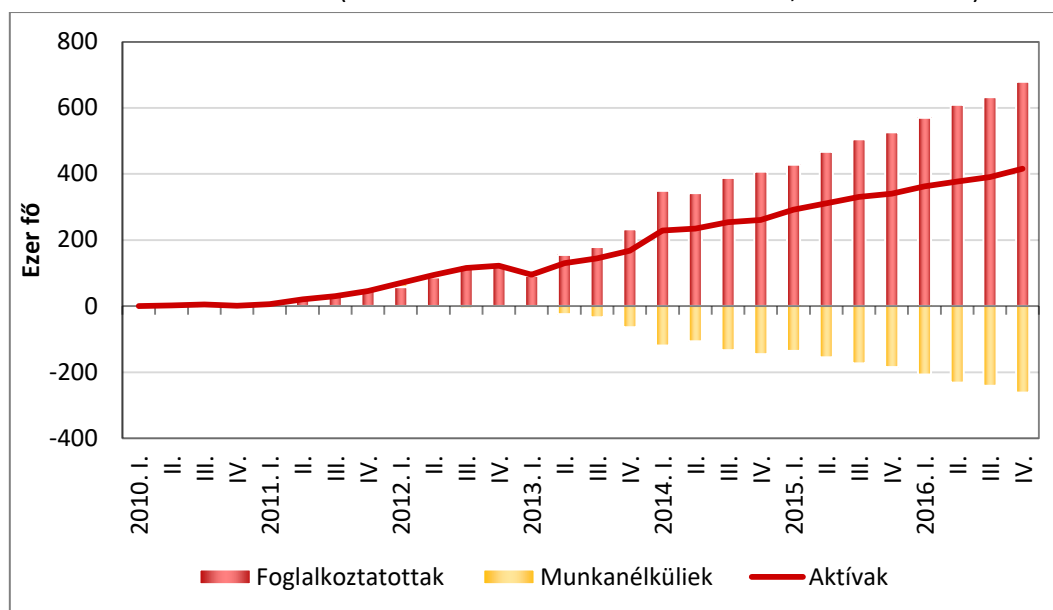
negyedévében. Megállapítható tehát, hogy az építőipar túljutott a 2016 első felében mért mélypontján, és kifelé tart a gödörből.

A szolgáltató ágazatok összesített 3,1 százalékos bővülése erősítette újfent leginkább a növekedést 2016 IV. negyedévében. Ezen belül a kereskedelem, a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás folytatta növekedését 4,8 százalékos bővüléssel, köszönhetően az utóbbi időszakok béremelkedésének. A szállítás és raktározás 2,5 százalékkal, az információs és kommunikációs szolgáltatások 4,3 százalékkal, a K+F és adminisztratív szolgáltatások 6,5 százalékkal bővültek. A pénzügyi és biztosítási szektor teljesítménye tovább mérséklődött a közvetítői díjak csökkenése következtében, és így 1,5 százalékkal marad el az előző év azonos időszakához képest. Ezzel a szolgáltatási szektor hozzájárulása a növekedéshez 1,7 százalékpont, így termelési oldalról továbbra is a GDP húzóágazata.

Munkaerőpiaci folyamatok

2016 utolsó negyedévében tovább folytatódott a munkaerőpiac bővülése. A foglalkoztatás és az aktivitás is tovább emelkedett a rendszerváltás óta mért csúcsára. A foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma a IV. negyedévben több mint 46 ezer, éves összehasonlításban pedig 153 ezer fővel emelkedett, 4,41 millió főre. A foglalkoztatás emelkedése mellett az aktívak szezonálisan kiigazított száma is emelkedett egy negyedév alatt 26 ezer fővel, 4 millió 616 ezerre, aminek köszönhetően a 15–74 éves korosztályban az aktivitási ráta 61,5 százalék fölé növekedett, míg éves szinten 61,1 százalékon állt a mutató. A munkaerőpiaci bővülésnek köszönhetően a szezonálisan kiigazított foglalkoztatási ráta 58,8 százalékra emelkedett, ami már csak fél százalékpontos lemaradás az Európai Unió átlagától (59,3 százalék 2016 III. negyedévében). Ezzel szemben a 15–64 éves korosztályt nézve hazánkban a foglalkoztatási ráta (67,5 százalék) már meghaladja a III. negyedéves európai uniós átlagot (67,1 százalék).

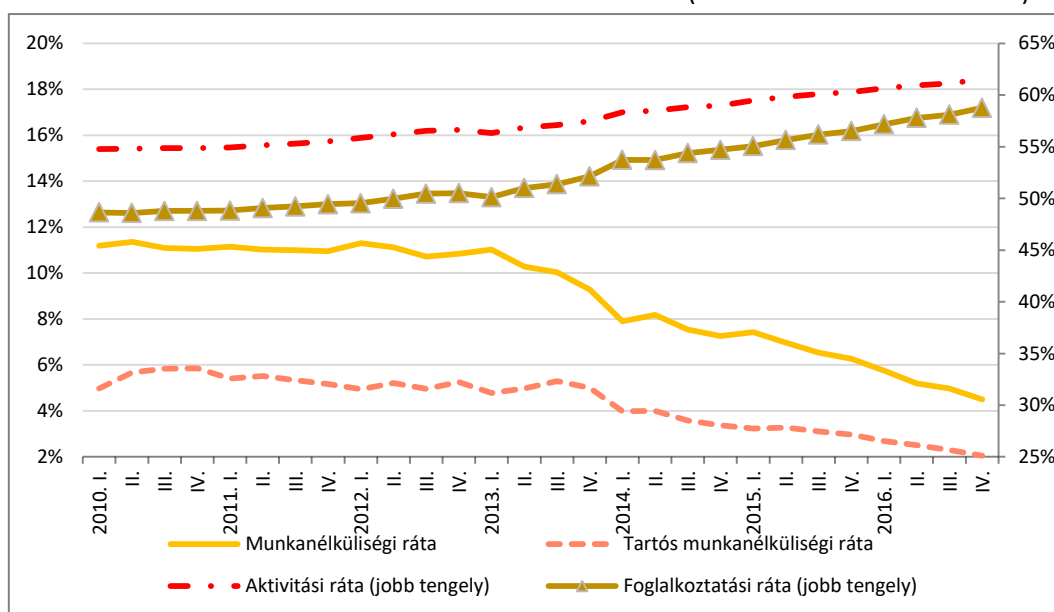
11. ÁBRA: AZ AKTIVITÁS, A FOGLALKOZTATOTTSÁG ÉS A MUNKANÉLKÜLISÉG NEGYEDÉVES ALAKULÁSA (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT ADATOK, 2010. I. = 0)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A KSH intézményi statisztikái alapján a legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozásoknál, illetve a költségvetési intézményeknél, valamint a nonprofit szervezeteknél dolgozó alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma 12 ezer fővel nőtt a IV. negyedévben, míg az előző év azonos időszakához viszonyítva 60 ezerrel. Az alkalmazotti létszám növekedése elmarad a foglalkoztatás bővülésétől, amely alapján elmondható, hogy a munkaerőpiaci bővülésben az 5 főnél kisebb mikrovállalkozások és az önfoglalkoztatás is jelentős szerepet játszott a tavalyi év utolsó negyedévében. Az alkalmazotti létszám növekedése szinte teljes egészében a versenyszektorhoz köthető, ahol a szezonálisan kiigazított létszámot tekintve egy negyedév alatt 11 ezer fővel emelkedett a foglalkoztatás. Ezzel szemben az állami szférában a foglalkoztatottak száma nem változott az előző negyedévhez képest, míg a nonprofit szférában ezer fővel bővült a foglalkoztatás. A közfoglalkoztatottak száma folyamatosan csökkent a negyedév során, amelynek köszönhetően decemberben a KSH adatai alapján már csak 197,3 ezren vettek részt a Start Munkaprogramban. A ledolgozott munkaórák száma a foglalkoztatásnál kisebb ütemben emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, amely az atipikus munkaviszonyok terjedését jelzi.

12. ÁBRA: A LEGFŐBB MUNKAERŐPIACI ADATOK (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)

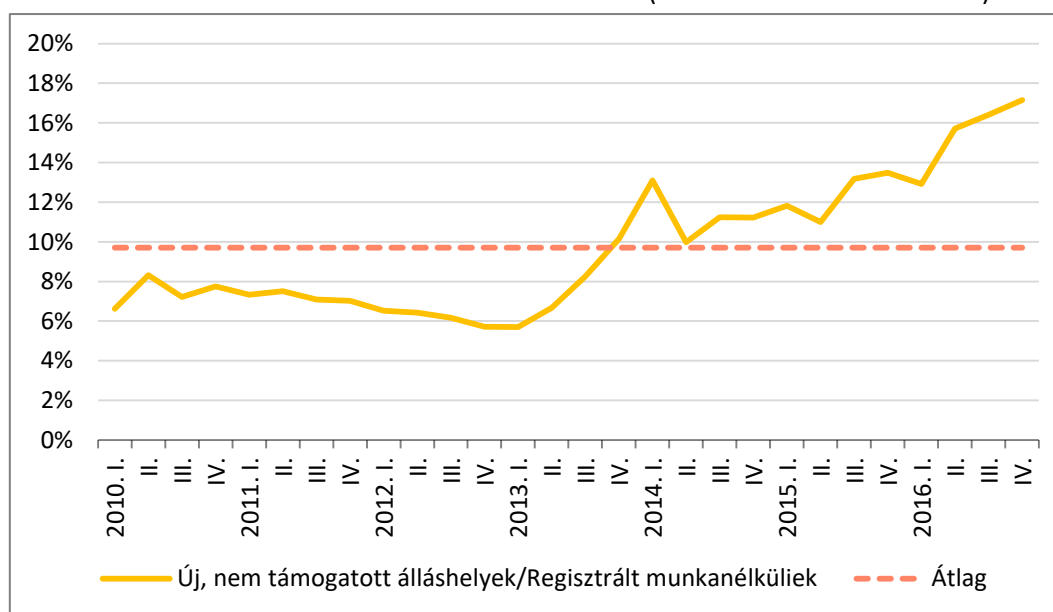


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A növekvő munkakereslet hatására a munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma tovább csökkent közel 21 ezerrel, 208 ezer főre. Ez a jelenlegi aktivitási szint mellett 4,5 százalékos munkanélküliségi rátát jelent, amely a rendszerváltás óta mért legalacsonyabb érték. A tartósan, legalább egy éve munkát keresők aránya 46,3 százalékról 45,4 százalékra csökkent, míg számuk közel 12 ezer fővel mérséklődött az előző negyedévhez viszonyítva, vagyis a munkaerőpiaci fellendülés a közfoglalkoztatás csökkenése ellenére is tudott a tartósan állástalanok helyzetén javítani.

Az NFSZ adatai is a munkaerőpiac helyzetének javulását mutatják, a regisztrált munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma 21 ezerrel, 279 ezer főre csökkent a negyedik negyedévben. Azonban az új, nem támogatott álláshelyek száma kismértékben visszaesett, 48 ezerre, amely a regisztrált munkanélküliek csökkenésével együtt a munkaerőpiaci feszesség emelkedését jelzi 2016 utolsó negyedévében.

13. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

Az egyre feszebb munkaerőpiacnak köszönhetően a bruttó bérek éves szinten 5 éve nem látott ütemben, 6,4 százalékkal emelkedtek a negyedik negyedévben. A keresetek a versenyszektorban 5,6, míg a közszerában 8,2 százalékkal nőttek egy év alatt. Előbbi esetében az egyre erőteljesebb munkaerőhiány, valamint az év eleji minimálbér-emelés játszott kiemelkedő szerepet, míg utóbbinál a bérrendezéseket (pedagógusok, rendvédelmi dolgozók, egészségügyi dolgozók) lehet említeni. A bérből élő háztartások helyzetén azonban nemcsak a gyorsuló bértáramlás, hanem a személyi jövedelemadó csökkentése is javított, aminek köszönhetően a nemzetgazdasági nettó átlagbér 2011 negyedik negyedéve óta a legnagyobb mértékben, 8 százalékkal nőtt egy év alatt. Az árszínvonal változását is figyelembe véve a nettó reálbér 6,7 százalékkal emelkedett 2015 utolsó negyedévéhez viszonyítva.

Infláció

A negyedik negyedévben átlagosan 1,3 százalékkal növekedtek az árak az előző év azonos időszakához viszonyítva. A gazdaságban októbertől stabilan 1,0 százalék fölött alakult az infláció: októberben 1,0, novemberben 1,3, míg decemberben már 1,8 százalékos drágulást figyeltek meg. Éves szinten 0,4 százalékkal emelkedtek az árak. Januárban folytatódott a növekvő tendencia, és a fogyasztói árak 2,3 százalékkal nőttek, míg februárban 2,9 százalékos drágulást mértek. Az infláció növekedésének fő okai az alacsony olajár bázisba kerülése, a Kőolaj-exportáló Országok Szervezete (OPEC) tagországainak és az azon kívüli olajtermelők szerződésének sikeres betartása és így a kitermelt kőolaj mennyiségének leszorítása, amelynek nyomán az olajár emelkedésnek indult. Ez kihatott az üzemanyagárakra is, amelyek kezdetben lassan, majd gyorsuló ütemben nőni kezdtek.

2016 szeptemberében megemelték a dohánytermékek jövedéki adóját, amely azonban nem fejtett ki azonnali hatást a felhalmozott készletek miatt. A negyedik negyedévben viszont már elkezdte éreztetni a hatását: a dohánytermékek árai lassan növekedni kezdtek. Fékezően hatott az infláció emelkedésére a tojás, a tej és a baromfihús áfájának 5 százalékra csökkentése: a baromfihús és a tojás esetében jelentős árcsökkenést tapasztaltak, a tej ára azonban csak a negyedévet követően indult meg lefelé. Az erőteljesebb és gyorsabb hatás, illetve a fogyasztók érdekének védelmében célszerű lehet szélesebb termékkörre kiterjeszteni a csökkentett áfakulcsot. (A baromfihús ára január–februárban átlagosan 16,9 százalékkal, míg a tojás ára 6,1 százalékkal mérséklődött. A tej árában csak csekély csökkenést tapasztaltak: az év első két hónapjában 1,3 százalékkal lett olcsóbb.) Az éttermekben bevezetett áfacsökkentés, melynek során az alkalmazott áfakulcsot 18 százalékra mérsékeltek, nem fejtette ki a várt hatást: az éttermi étkezés ára 3,7 százalékkal emelkedett. A 2016-ban bevezetett, sertéshúsra vonatkozó áfacsökkentés hatása a negyedik negyedév végére túlnyomórészt eltűnt, 2017 első hónapjaiban már az árak jelentős emelkedését figyelték meg az előző év azonos időszakához képest (9,8 százalék átlagosan): 2016 decemberében az előző év azonos időszakához képest csupán 9,5 százalékkal voltak alacsonyabbak az árak. Fontos kiemelni, hogy globális szinten továbbra is alacsony az inflációs nyomás, illetve az inflációs várakozások is historikusan alacsonyak, azonban hosszú távon a gazdaság dezinflációs hatásának megszűnése várható a jelenlegi piaci folyamatokat tekintve. A háztartási energia ára a negyedik negyedévben továbbra sem változott, míg a tartós fogyasztási cikkek 0,6 százalékkal lettek olcsóbbak. Ehhez hozzájárult a televíziók árának 5,2, a számítógépek, fényképezőgépek és telefonok, valamint a tartós kulturális cikkek árának 4,5 százalékos mérséklődése, illetve a kerékpárok árának 3,0, valamint a motorkerékpárok árának 2,2 százalékos növekedése. A szolgáltatások ára 1,8 százalékkal emelkedett a negyedik negyedévben, amelyhez jelentősen hozzájárult a lakbér 3,3, a kulturális cikkek javításának 4,1 és a tv-előfizetések 5,3 százalékos drágulása, valamint a személyszállítás 5,3 százalékos ármérséklődése. Az internet esetében 2017. január 1-jével bevezetett áfacsökkentés 1,4 százalékos ármérséklődést eredményezett. Az infláció mértéke tehát 2016 negyedik negyedévében még jelentősen elmaradt a jegybank 2–4 százalékos célsávjától, azonban a folyamatokat tekintve az infláció elindult a fenntartható szint felé.

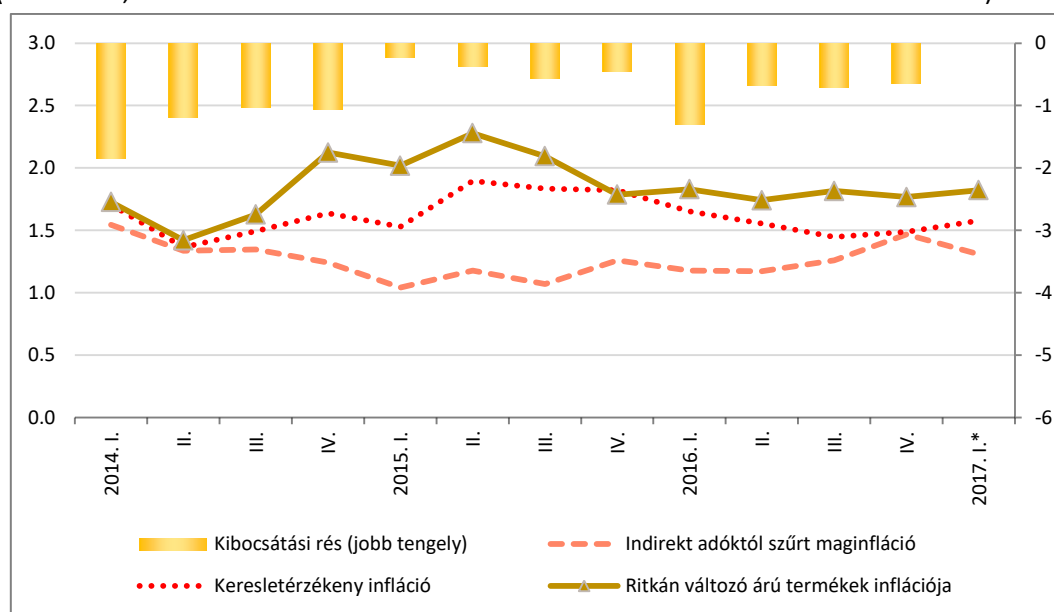
Februárban a háztartási energia ára 0,3 százalékkal emelkedett a tűzifa 5,0 százalékos drágulásának következtében, míg a tartós fogyasztási cikkek 0,4 százalékkal lettek olcsóbbak. Az infláció növekedését segítette az élelmiszerek (1,9 százalék), az egyéb cikkek átlag feletti (8,7 százalék), a szeszes italok és dohányárak (2,8 százalék), a szolgáltatások (1,5 százalék), valamint a ruházkodási cikkek (0,6 százalék) drágulása. Az élelmiszerek árának alakulásában jelentős szerepet játszott a cukor árának 14, a sertéshús árának 10, a sajt árának 5,7, valamint az idényáras élelmiszerek árának 4,9 százalékos növekedése, illetve a baromfihús árának 17,4, a tojás árának 7,2 és a tej árának 1,6 százalékos csökkenése. Az egyéb cikkek

esetében jelentősen emelkedett az üzemanyag (19,9 százalék), az újságok és folyóiratok (8,2 százalék), valamint a virágok, dísznövények ára (5,3 százalék), csökkent viszont a tankönyveké (8,8 százalék). A szeszes italok és dohánytermékek esetében elkezdte éreztetni hatását a tavaly szeptemberi jövedékiadó-emelés: a dohánytermékek ára 4,6 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.

A lakosság inflációs várakozása továbbra is historikus mélyponton van, azonban a gazdasági folyamatokat tekintve a dezinflációs hatás fokozatos megszűnése várható. Novemberben az inflációs várakozások 1,3 százalékos szinten álltak. Bár a várakozások tekintetében némi emelkedés tapasztalható, azonban továbbra is alacsony szinten tartózkodnak, ami nagyban hozzájárul az infláció növekedésének fékezéséhez.

A negyedik negyedévben a kibocsátási rés változatlanul negatív tartományban tartózkodott. Ennek fő oka, hogy az európai uniós források beáramlása egyelőre még nem indult meg a ciklusváltás következtében. Friss számításaink szerint az output gap a harmadik negyedévben $-0,7$, míg a negyedik negyedévben $-0,6$ százalékon állt. Ez azt jelenti, hogy a magyar gazdaság tényleges kibocsátása kismértékben ugyan, de a potenciális kibocsátás alatt tartózkodik. Az elmúlt negyedévben kismértékű záródást figyeltek meg, vagyis a tényleges kibocsátás elkezdett a potenciális kibocsátás szintjéhez közeledni. Számításaink szerint a kibocsátási rés fokozatosan záródni fog, és 2017-ben már a pozitív tartományban tartózkodik majd. Mindez hosszabb távon keresleti oldali inflációs nyomás kialakulásához vezethet, amely kimozdíthatja az inflációt a jelenlegi historikusan alacsony szintjéről.

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

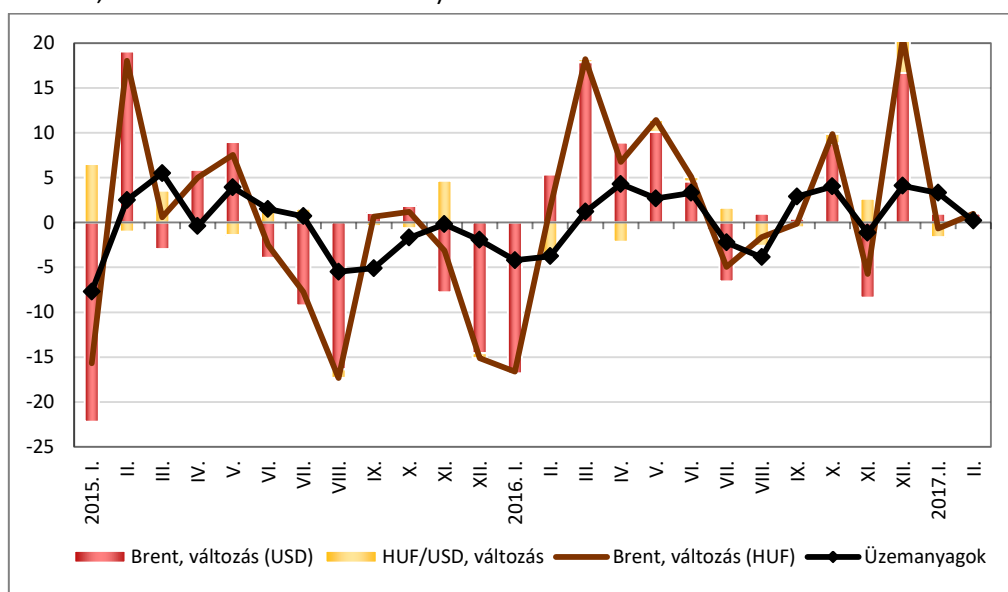


* Csak a januári-februári adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB inflációs alapmutatói októberben változatosan alakultak az előző hónaphoz képest. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció mind októberben, mind novemberben 1,4 százalékpontos, a szeptemberi adattal megegyező szinten stagnált, majd decemberre 1,6 százalékpontos szintre emelkedett. A keresletérzékeny infláció októberben maradt a szeptemberi 1,5 százalékpontos szinten, majd ingadozni kezdett: novemberben 0,1 százalékponttal csökkent, decemberben 0,2 százalékponttal emelkedett, végül 1,6 százalékponton állapodott meg. A ritkán változó árú termékek inflációja októberben 1,8 százalékpont volt, ami 0,1 százalékpontos mérséklődés a szeptemberi szinthez képest. Az ezt követő hónapokban 0,1 százalékpontos csökkenés és növekedés váltotta egymást, tehát a negyedév végén ismét 1,8 százalékpontot figyeltek meg. Negyedéves viszonylatban az indirekt adóktól szűrt maginfláció 0,2 százalékponttal, míg a keresletérzékeny infláció 0,1 százalékponttal, 1,5 százalékpontra emelkedett. A ritkán változó árú termékek inflációja nem változott, maradt 1,8 százalékpontos szinten. Ezek alapján megállapítható, hogy minden inflációs mutató elmarad az MNB inflációs célkitűzésétől, de még a célsáv alsó határától is. A jegybanki kommunikáció alapján további kamatvágások nem várhatóak.

A maginfláción kívüli tételek ára a negyedik negyedévben nem változott az egy évvel korábbi szinthez képest, vagyis a trend megfordulni látszik. Ehhez hozzájárult, hogy az üzemanyagárak átlagosan 3,0 százalékkal növekedtek, amely a Kőolaj-exportáló Országok Szervezete (OPEC) tagországainak és az azon kívüli olajtermelők sikeres szerződésének az eredménye. Januárban és februárban is tovább folytatódott az emelkedés, és az olajár átlépte az 50 dolláros kritikus értéket. Ez februárban a járműüzemanyag árának 19,9 százalékos növekedését eredményezte, ami 1,5 százalékkal járult hozzá az infláció emelkedéséhez. A dollár árfolyama a negyedik negyedévben kismértékben emelkedett.

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



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

A nyers élelmiszerek ára 2016 negyedik negyedében 1,2 százalékkal csökkent. A mezőgazdasági termelői árak ebben a negyedévben 5 százalékkal mérséklődtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ehhez hozzájárult a növényi termékek 10,9 százalékos árcsökkenése, valamint az élő állatok és állati termékek 5,4 százalékos árnövekedése. Jelentősen csökkentek a gyümölcs- és zöldségfélék árai is: negyedéves szinten átlagosan 6,2, illetve 6,0 százalékkal mérséklődött az árak. Összességében véve tehát a maginfláción kívüli tételek 2016 IV. negyedében az infláció csökkenésének irányába hatottak.

Monetáris és pénzügyi kondíciók

Az EKB Kormányzótanácsa 2016. december 8-i döntése értelmében eszközvásárlási programját meghosszabbította 9 hónappal, 2017. december végéig. Áprilistól a havi keretösszeg 80 milliárdról 60 milliárd euróra csökken. A Fed kamatokról határozó Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC – Federal Open Market Committee) pedig 25 bázispontos emelés mellett döntött a 2016. december 14-i ülésén. A piac egyre inkább egy közeli további kamatemeléssel számolt, amely be is következett, és a Fed Nyílt Piaci Bizottsága a 2017. március 14–15-i ülésén további 25 bázispontos kamatemelés mellett döntött.

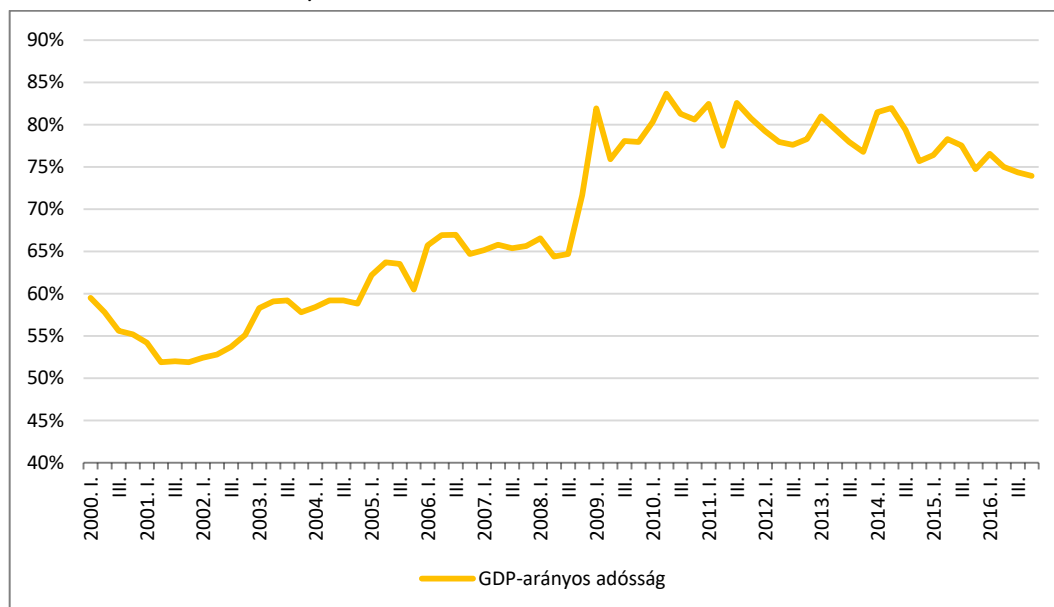
A Kormány által 2010-ben bevezetett bankadó kulcsa 2016-ban csökkent először, mert a felső kulcsot 0,24 százalékra csökkentették (az alsó adókulcs 50 milliárd forintos banki mérlegfőösszegig maradt 0,15 százalékos, míg a felső kulcs a korábbi 0,53 százalékos szintről csökkent). A vetítés alapja 2016-ban még nem változott, és a 2009. évi mérlegfőösszeg maradt, míg 2017-től a kétszeresére változott, azaz 2017-ben a 2015. évre vonatkozik. A 2009. évihez képest a banki mérlegfőösszeg 1126 milliárd forinttal csökkent, azaz az adóalap is csökkent. A bankadó kulcsa 2017-ben tovább mérséklődött, 24 bázispontból 21 bázispontra. Ennek következtében, számításaink szerint, a bankszektorban a bankadófizetési kötelezettsége jelentősen csökken. A 2016. évben 79,2 milliárd forintba mérséklődik a korábbi 144 milliárd forintból. 2017-re pedig a további adókulcs-csökkenés révén és a hitelintézeti járadék eltörlése miatt további közel 20 milliárddal csökken az adó mértéke. A bankok nyeresége tehát 2016-ban jelentősen javult, tekintettel elsősorban a 2015. évi elszámolásra, amikor a bankok jelentős összeget fizettek vissza az ügyfeleknek az árfolyamrész és az egyoldalú kamatemelések miatt. Ez pedig rontotta a bázisban az eredményt.

A kormányzat és a bankok célja egybeesik, hiszen mindkettő érdekelt a hitelezés felfuttatásában. Előbbi a magasabb gazdasági növekedés reményében, míg utóbbi az így elérhető nagyobb profit miatt.

A költségvetési mozgástér jelentősen kedvezőbb, mint az adó bevezetésekor, hiszen Magyarország kikerült a túlzottdeficit-eljárás alól, és 5. éve teljesíti a költségvetési deficitre vonatkozó maastrichti kritériumot.

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2016 negyedik negyedévében 25 922 milliárd forint volt, ami a GDP 73,9 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 74,7 százalék után. A negyedik negyedévben az adósság emelkedésében az adósság felértékelődése 53 milliárd forintos, míg a nettó hiteltörlesztés –14 milliárd forintos mértékben játszott szerepet.

16. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

Az elmúlt időszakban a Standard and Poor's (február 24-én) és a Moody's (március 3-án) nem változtatott a magyar államkötvények hitelminősítési besorolásán. A piac nem várt felminősítést, illetve a jelenlegi befektetési kategória legalsó szintjéről történő elmozdítást jelentő új besorolást, így a döntések miatt nem alakult ki jelentősebb hozamváltozás a másodlagos piacon.

Az állampapírpiacon tekintetében két érdekességet emelnénk ki. Az egyik az MNB és az NGM között kibontakozó vita, amely az ideai devizakötvény kibocsátásáról szól. Az MNB nem tartja szükségesnek a devizakötvény kibocsátását, míg az NGM az idénre is lehetségesnek tartja azt. A devizakötvény-kibocsátásnak elsősorban gazdaságpolitikai jelentősége lehet. A nemzetközi devizakötvény-piacon való ideai megjelenés az ÁKK 2017. évi finanszírozási tervében szerepel, mivel ez hosszú távú lejáratok esetében akár olcsóbb is lehet. A második fontos esemény az, hogy 2017. február 21-én tovább javította Magyarország állampapírjainak besorolását a Japan Credit Rating Agency (JCRA) intézet. A devizaadósság minősítését, egy kategóriát lépve, „BBB”-ről „BBB+”-ra, a forintban jegyzett papírok értékelését pedig „BBB+”-ról „A”-ra javították stabil kilátás mellett. A felminősítés, tekintettel arra, hogy a JCRA elsősorban a japán piacra készít elemzéseket és figyelembe véve azt, hogy a három legnagyobb hitelminősítő intézet (S&P, Moody's és Fitch) a piac 95 százalékát fedi le, elsősorban Magyarország jelenben történő esetleges kibocsátásai miatt

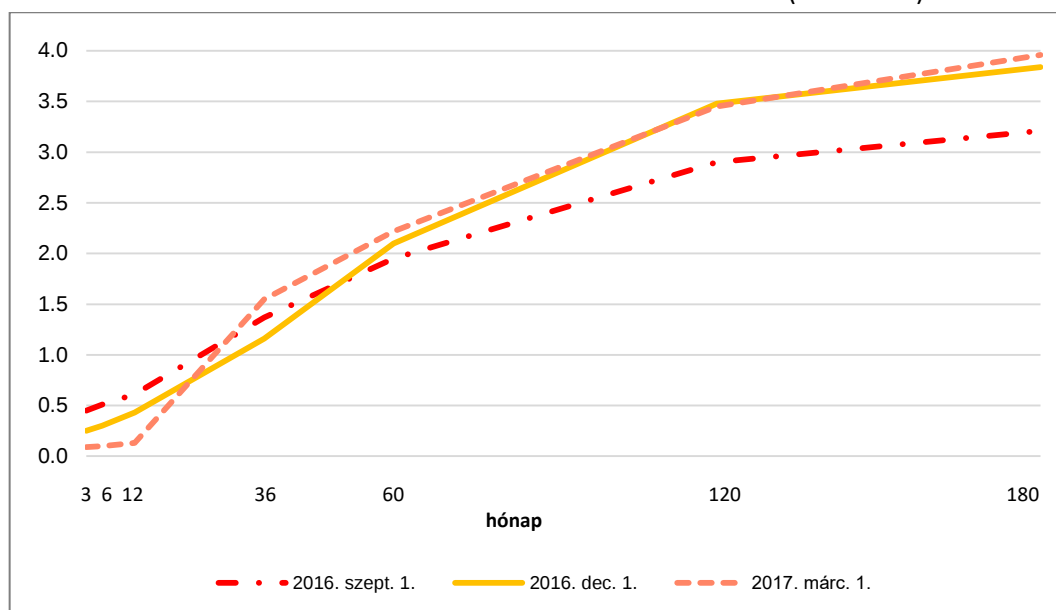
fontos. A japán ügynökség továbbá azon kevés minősítő intézmény közé tartozik, amelyek a korábbi években is fenntartották Magyarország esetében a befektetésre ajánlott besorolást.

Az állampapírpiazi aukciókon elért hozamok változóan alakultak, mivel a kincstárjegyek hozama esett, míg az államkötvényeké emelkedett. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében a hozamok 14 bázisponttal csökkentek, míg az egyévesnél 16 bázisponttal estek. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 53 bázispontos, az 5 éves lejárat esetében 28 bázispontos, míg a 10 éves állampapíroknál 27 bázispontos hozamemelkedés volt megfigyelhető. A 15 éves állampapíroknál egy alkalommal történt kibocsátás a vizsgált időszakban, amely hozama (67 bázisponttal) magasabban alakult az előző évi októberi kibocsátás hozamánál. A december elejétől március elejéig tartó időszakban összességében csak az államkötvények kibocsátása során fordult elő olyan eset (összesen négy alkalommal), amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben kétszer (3 hónapos diszkontkincstárjegy-aukcióknál), de összességében mindkét értékpapírcsoportban a meghirdetetthez képest markáns többletkibocsátás mutatkozott a december–februári időszakban.

A másodlagos állampapírpiacon a hozamok a jegybanki önfinanszírozási program folytatásaként értelmezhető lépéseknek köszönhetően a rövid lejáratoknál csökkentek. A hozamgörbe rövid futamidejű végén 16 bázisponttal mérséklődött, míg a hosszú futamidejű végén (15 éves állampapíroknál) 12 bázisponttal emelkedett a hozam. A köztes rövidebb lejáratoknál a hozamok 20 és 30 bázisponttal csökkentek, míg a hosszabb lejáratoknál 39 (3 éves) és 12 bázisponttal (5 éves) emelkedtek. Egy hosszabb lejáratnál volt minimális mértékű csökkenés (10 évesnél 3 bázispontos csökkenés). Az a tény, hogy a 3 hónapos diszkontkincstárjegyek hozama 81 bázisponttal alacsonyabb a jegybanki alapkamatnál (0,9 százalék), elsősorban azt jelenti, hogy az önfinanszírozási program eredményeként a piacon rendkívül nagy a likviditás. A hozamgörbe kismértékben tehát meredekebbé vált, ami a hosszabb futamidőkön a nagyobb kockázattal és ezzel összefüggően nagyobb hozammal magyarázható, és a régiós, illetve feltörekvő országokat érintő folyamatokba illeszkedik.

A határidős kamatmegállapodások (FRA) piacán a bankok 0,50 százalékon kötnek üzleteket március elején (a december elejei 0,44 százalék után), azaz a jelenlegi, a jegybanki alapkamatnál 40 bázisponttal alacsonyabb kamat mellett üzletelnek a 9 hónap múlva induló 3 hónapos futamidejű lejáratra. Ez azt jelenti, hogy a bankok a jegybanki alapkamat további 40 bázispontos csökkentését várják a közeli jövőben, függetlenül attól, hogy a hazai jegybank vezetői a nem konvencionális eszközök esetleges további alkalmazását emlegetik a monetáris lazítás folytatásánál használt eszközként. Az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány jelentősen, 3622 milliárról 3321 milliárd forintra csökkent.

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



Forrás: ÁKK Zrt.

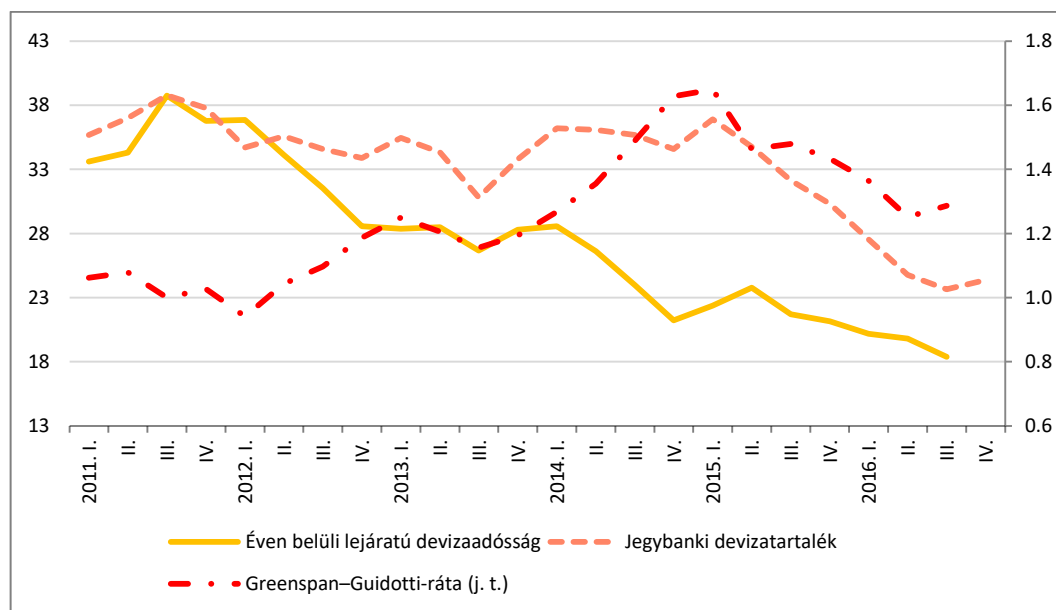
Az ÁKK 2017. évi finanszírozási tervében a legelső kitüntetett cél az államadósság GDP-arányos mértékének további csökkentése. A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő továbbra is törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők és kiemelten a lakosság körében. 2017. január végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 5413,5 milliárd forintra emelkedett. Az euróban denominált prémium államkötvénnyel (PÉMÁK) együtt a teljes volumen közel 5549,4 milliárd forint volt. Egy negyedévvel ezelőtt ez az összeg még több mint 618,9 milliárd forinttal alacsonyabb (4930,5 milliárd) volt. Az államadósság devizaaránya tovább csökkent, az október végi 25,8 százalék után 2017 januárjának végén 25 százaléknak felelt meg, és eleget tesz a 2017. évi finanszírozási tervben meghatározott 15–25 százalékos sávelőírásnak. A kiadvány egészen pontosan úgy fogalmaz, hogy a devizaarány csökkenjen 25 százalék alá, és maradjon a 15–25 százalékos sávban. A cél tehát az, hogy a devizaarány tovább mérséklődjön, amelyet az ÁKK a devizalejáratok jellemzően forintpiacról történő megújításával szeretne elérni.

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2016. június vége óta az MNB devizatartalékai tovább csökkentek, és 2016. szeptember végén 23,661 milliárd eurót tettek ki. A nemzetközi tartalékok szintjének 2016. III. negyedéves csökkenésében elsősorban a lejáró 1 milliárd eurós kötvény visszafizetése – és nem devizában történő megújítása – játszott meghatározó szerepet. A devizatartalékok csökkenése tehát egyrészt nem jelentős. Érdekességképpen a manapság kevésbé használt mutatónak is megfelel, azaz a 3 hónapos importra is fedezetet nyújt.

Éven belüli devizakötelezettségekről a legutolsó adat 2016 III. negyedévéről ismert. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékai még mindig magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei. A

mutató nevezője pedig – a rövid lejáratú külföldi adósság – az elmúlt időszakban nagyobb mértékben zsugorodott. Az ennek eredőjeként kialakuló 1,29-os Greenspan–Guidotti-ráta emelkedett az előző negyedévhez képest, és továbbra is nagy mozgásteret enged a jegybank számára tartalékainak további csökkentésére. A jegybanki devizatartalékokról ismert legutolsó adat a 2017. január végi 24,711 milliárd euró, amely kismértékű emelkedést jelent a szeptember végi adathoz képest.

18. ÁBRA: A JEGYBANKI DEVIZATARTALÉK (MILLIÓ EURÓ), A KÜLSŐ ADÓSSÁG (MILLIÓ EURÓ) ÉS A GREENSPAN–GUIDOTTI-RÁTA ALAKULÁSA



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB előzetes adatai szerint 2016 egészében 510,3 milliárd forintos adózás előtti és 456,2 milliárd forint adózás utáni nyereséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor az auditált adatok alapján csak 34,3 milliárd forintos adózás előtti és –29,1 milliárd forintos adózás utáni nyereséget ért el. Az előző év azonos időszakához képest jelentősen javult a kamateredmény, míg kismértékben nőtt a jutalékeredmény. Előbbi – elsősorban a tisztuló vállalati portfóliónak köszönhetően – a csökkenő kamatkörnyezetben a zsugorodó kamatmarzsok mellett a jelentősen olcsóbb forrásoknak köszönhetően 5,7 százalékkal, míg utóbbi 0,6 százalékkal nagyobb volt az előző év azonos időszakának eredményénél. A bankok tőkeellátottsága 2016 negyedik negyedévében érdemben nem változott, hiszen a tőkemegfelelési mutató az előző negyedévhez képest 0,3 százalékponttal, 20,1 százalékra csökkent, de meglehetősen magas szinten maradt. A hitelintézetek szavatoló tőkéje 12,7 milliárd forinttal (3368 milliárd forintra) emelkedett, miközben a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg 1,5 százalékkal bővült, és 2016. december 31-én 16 716 milliárd forintot tett ki.

A bankok eredményességére két tényező is markánsan kedvezően hatott. Egyrészt csökkent a bankadó mértéke, amelynek révén összességében 65 milliárd forinttal kisebb fizetési

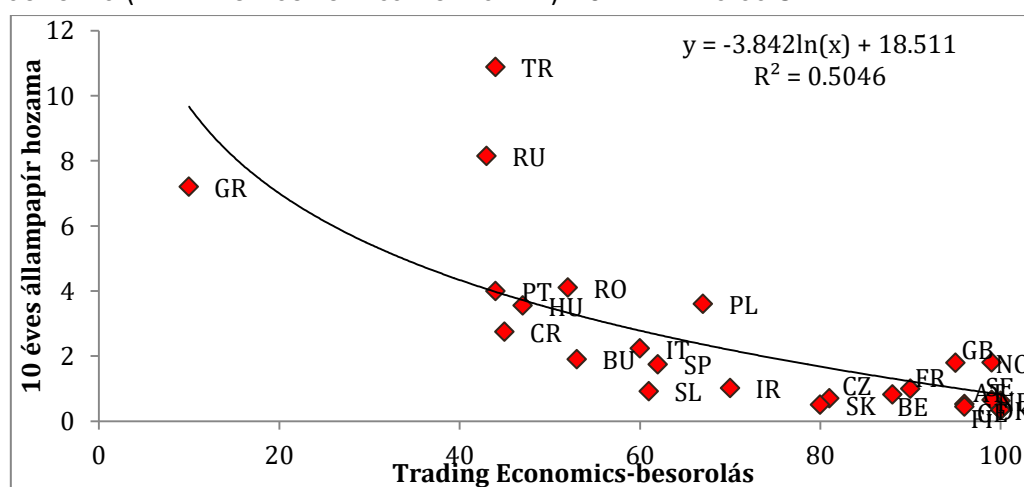
kötelezettsége lesz ebben az évben a szektornak. Továbbá a bázisévi eredményt rontotta, hogy 2015-ben az elszámolás keretében a bankok több mint 700 milliárd forintot fizettek vissza lakossági ügyfeleknek az árfolyamrés és az egyoldalúan emelt kamatok miatt.

Habár a nagy nemzetközi hitelminősítők nem változtattak a magyar állampapírok kockázati besorolásán, azaz a befektetésre javasolt kategória alsó szintjén tartották azt, azonban érdemes lehet annak megvizsgálása, hogy a magyar állampapírokat vajon miképpen árazza a piac. Ennek érdekében tehát összevetettük a hazai állampapírok hitelminősítői besorolását és a 10 éves állampapírok hozamát – keresztmetszeti elemzést végeztünk.

A Trading Economics (TE) az országokat pontozza az egyes nagy nemzetközi hitelminősítők besorolásai alapján. Ez hitelminősítőként maximum 20 pontot tesz ki. Ezenkívül közgazdasági makroindikátorok (maximum 20 pont) és pénzügyi piaci értékelés (maximum 20 pont) alapján jön ki az egy ország által összesen elérhető maximális 100 pont. Ezen értékelések alapján összevethetők az egyes országok kockázati besorolásai és például a tízéves állampapírok hozamai. Az ábrán az látszik, hogy jelenleg a magyar hozamok illeszkednek a görbére, azaz a piac a kockázatoknak megfelelően áraz. Ez azt is jelenti, hogy nem áraz felértékelést sem a közeljövőben. Ugyanakkor számos ország esetében a piac a hitelminősítői besorolásoknál kockázatosabbnak ítéli azok valódi kockázatát, ezért magasabb hozam mellett kereskednek velük a másodlagos állampapírpiacra (pl. Lengyelország, Oroszország és Törökország).

Az ábrán az is látszik, hogy egy esetleges későbbi felminősítés – amely a TE-nél magasabb besorolást, jobb pontszámot jelent – alapvetően a hosszú lejáratú hozamok további csökkenéséhez vezethet, amelynek költségvetési vonzata is van, azaz csökkenhetnek minden egyéb változatlansága mellett a költségvetés kamatkiadásai.

19.ÁBRA: A 10 ÉVES ÁLLAMPAPÍROK HOZAMA (SZÁZALÉK) ÉS AZ AGGREGÁLT HITELMINŐSÍTŐI BESOROLÁS (TRADING ECONOMICS-PONTSZÁM) 2017. MÁRCIUS 8-ÁN



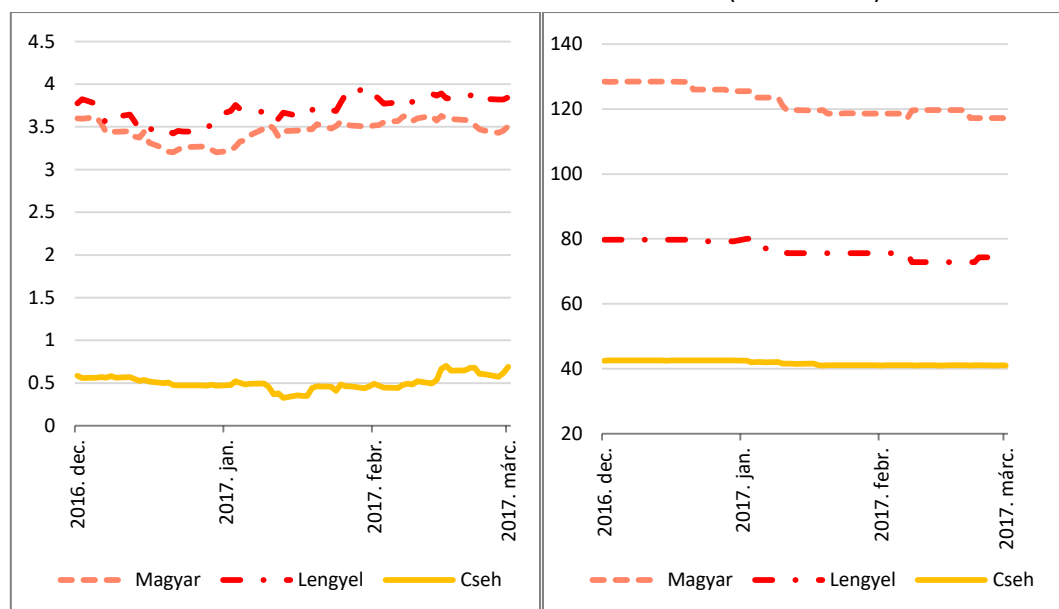
Forrás: Trading Economics: www.tradingeconomics.com, Századvég-számítás

A magyar jegybank decemberben, januárban és februárban sem változtatott, és így 0,9 százalékon hagyta az irányadó rátát. A grémium jegyzőkönyvei alapján a jelenlévők mindegyike az összes alkalommal a kamat és a kamatfolyosó szélességének tartására voksolt. Ennek eredményeként az egynapos jegybanki hitel továbbra is 0,9 százalék kamatú.

Érdekes, hogy – habár a jegybank kommunikációjából egyáltalán nem következik – a három hónapos, bankközi határidős kamatláb megállapodásainak⁴ (FRA – forward rate agreement) árazásai szerint a két hónap múlva induló három hónapos kamatmegállapodást 0,26 százalékon, míg a 9. hónaptól a 12. hónapig tartó kamatmegállapodásokat 0,55 százalékon kötik a bankok, azaz 64 és 35 bázispontos jegybanki alapkamatvágást áraznak a bankközi határidős három hónapos kamatmegállapodás piacán. Fontos megjegyezni, hogy a két hónap múlva indulónál 4 bázispontos csökkenés, míg a 9 hónap múlva induló három hónapos hiteleknel 11 bázispontos emelkedés figyelhető meg az elmúlt időszakban.

A jegybanki irányadó eszköz igénybevételének folyamatos szűkítése (900 milliárdról 750 milliárd forintra csökkentése) következtében feltehetően erősödik majd a BUBOR (budapesti bankközi kamatláb) szerepe. A jegybank hangsúlyozza, hogy a BUBOR egy sor hitelszerződés esetében jelenti a referenciakamatot, így a növekvő bankközi likviditás következtében az alacsonyabb kamatlábak a vállalati hitelek forrásköltségeinek csökkenése irányába mutatnak.

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



Forrás: Thomson Reuters

⁴ A határidős kamatmegállapodás (FRA) azt jelenti, hogy a piaci szereplők megállapodnak egy a jövőben (pl. 9 hónap múlva) induló három hónapos hitel kamatáról.

A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege erősítette, a jegybank nem konvencionális lazítása és a külföldiek által hazai fizetőeszközben tartott állampapírok állományának csökkenése gyengítette a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamát. Ezek eredőjeként a forint kurzusa az euróval szemben a december eleji 313-ról március elejére 308 forintra változott, azaz 1,7 százalékkal erősödött. A régió devizái közül a cseh korona árfolyama 0,2 százalékkal, míg a lengyel zloty árfolyama 3,7 százalékkal erősödött az euróval szemben.

A 10 éves forint állampapírok piacán december elejéhez képest 10 bázisponttal (3,53 százalékra) emelkedett a hozam. Csehországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozama 14 bázisponttal (0,70 százalékra), míg Lengyelországban 4 bázisponttal (3,58 százalékra) emelkedett. Az országhoz tartozó ötéves magyar CDS értéke 11 egységgel csökkent az elmúlt három hónap folyamán, amely így jelenleg 117 bázisponton áll. Mindeközben Csehországban 2 bázisponttal, 41 bázisponttal, míg Lengyelországban a kockázati megítélés e mutatója 8 egységgel, 72 bázisponttal emelkedett.

A hazai jegybanki alapkamat mértékének változatlan (0,9 százalékos) szinten tartása mellett 3,48 százalékról 2,44 százalékra csökkent a november–januári időszakban a vállalati forint folyószámlahitelek kamata, míg kismértékben, 95 bázisponttal csökkent a vállalatok számára nyújtott forinthitelek kamata. Eközben az euróhiteleké 19 bázisponttal⁵ emelkedett. A lakossági szegmensben a fogyasztási hitelpiacon 77 bázisponttal magasabb kamattal (14,1 százalékon) lehetett forint fogyasztási hitelt igényelni 2017 januárjában, mint három hónappal korábban. A folyószámlahitelek kamata – bár 150 bázisponttal csökkent – ennél magasabb (23,53 százalék) 2017. január végén. Az utóbbi hitelek általában kisebb összegűek, és könnyebben hozzájuk lehet férni. A lakáscélú hitelek esetében a 2016. októberi adathoz képest további 13 bázispontos kamatcsökkenés tapasztalható.

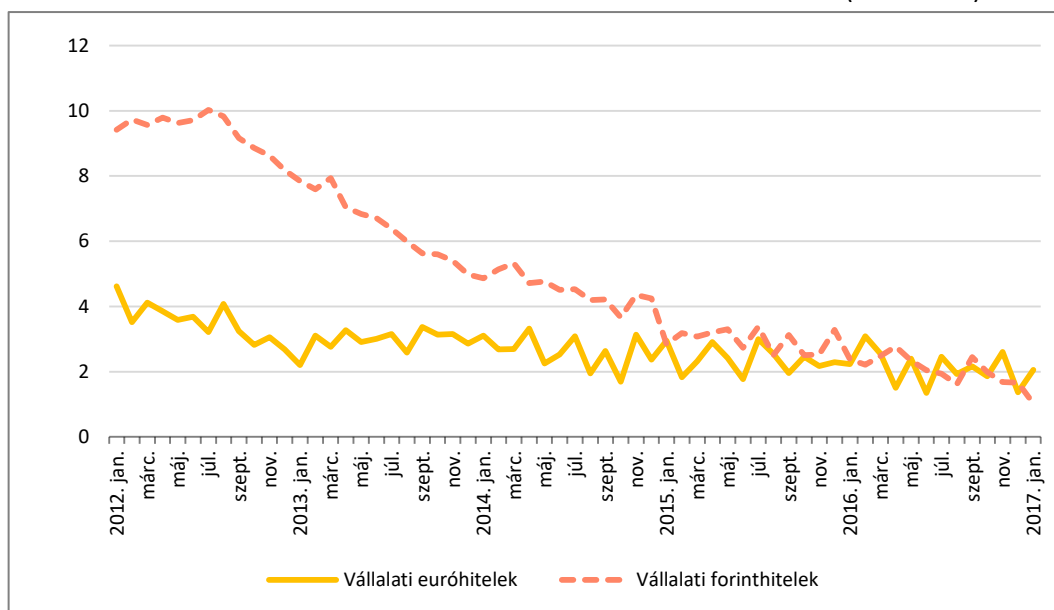
Hitelezési helyzet

A hitelezés fontosságát az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) is jelzi, mely a bankszektor hitelezési tevékenységén⁶ keresztüli éves GDP-növekedésre gyakorolt hatását számszerűsíti. Azaz a bankszektorra számított index éves növekedési üteme azt mutatja meg, hogy mennyi a bankrendszer hozzájárulása a reál-GDP növekedési üteméhez. A jegybank számításai szerint 2016 IV. negyedévében a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági teljesítményt fékező hatása nem változott. A bankszektor teljes jövedelmi hatása – 0,2 százalékpontnak felelt meg, vagyis egy egészséges banki hitelezés esetén ennyivel magasabb reál-GDP-vel számolhattunk volna 2016 IV. negyedévére vonatkozóan.

⁵ Ezt azonban a nagyobb összegű (1 millió euró feletti) hitelek egyedi kamatozása jelentősen befolyásolja.

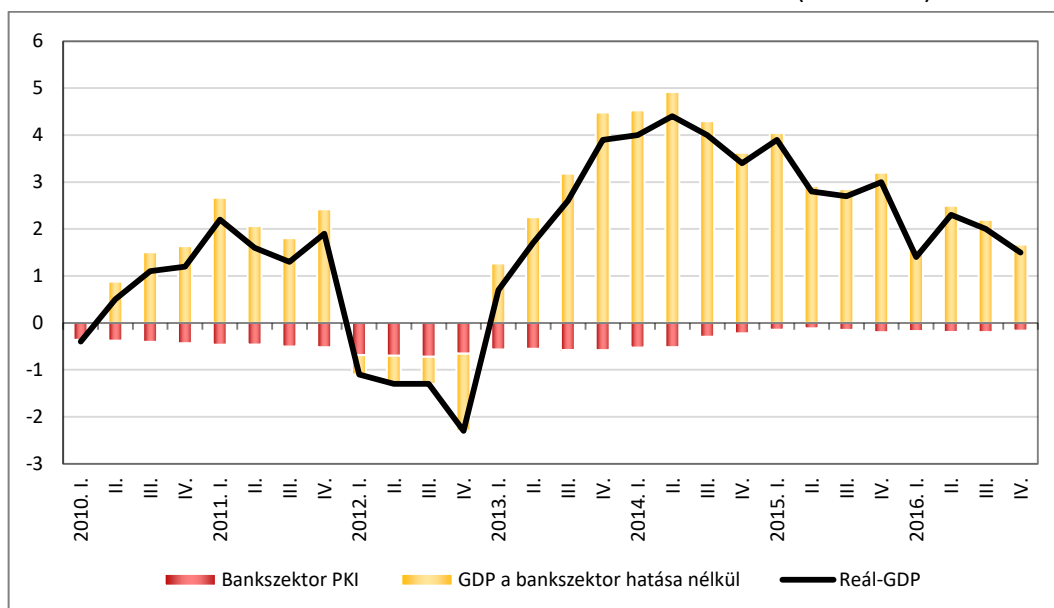
⁶ Korábban a bankközi kamatot és az árfolyamot is tartalmazta a számítás.

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



Forrás: MNB

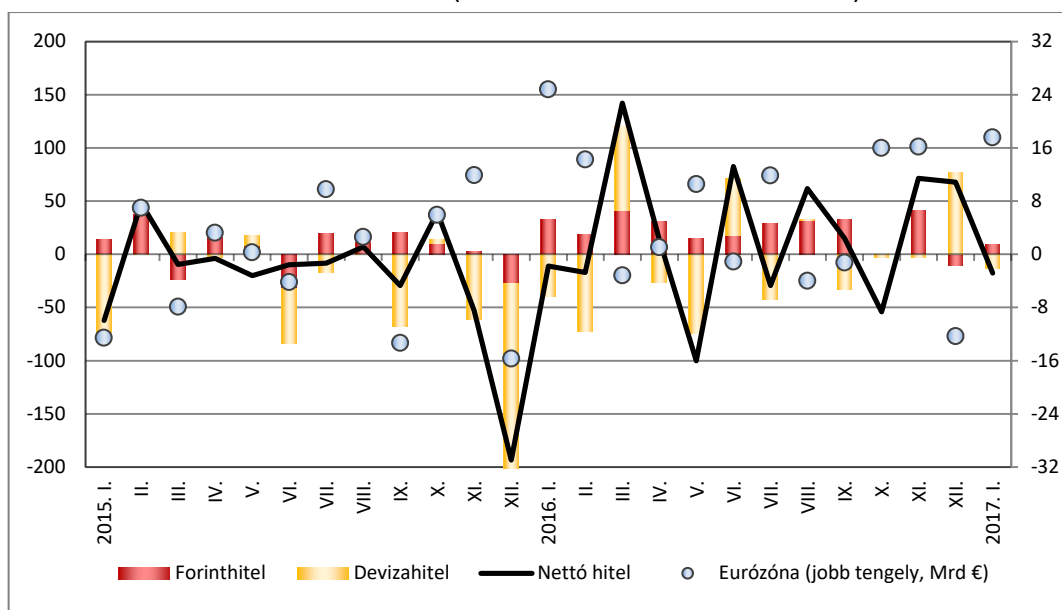
22. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A vállalatoknál 2016 IV. negyedében a szezonálisan kiigazított adatok alapján a banki nettó forint hitel-felvétel 29,7 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke 71 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként adódóan 2016 negyedik negyedében a teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan kiigazítva) így 85,3 milliárd forintnak felelt meg. 2017 januárjában a vállalati szektor teljes nettó hiteltörlesztése (szezonálisan kiigazítva) 17,8 milliárd forint volt.

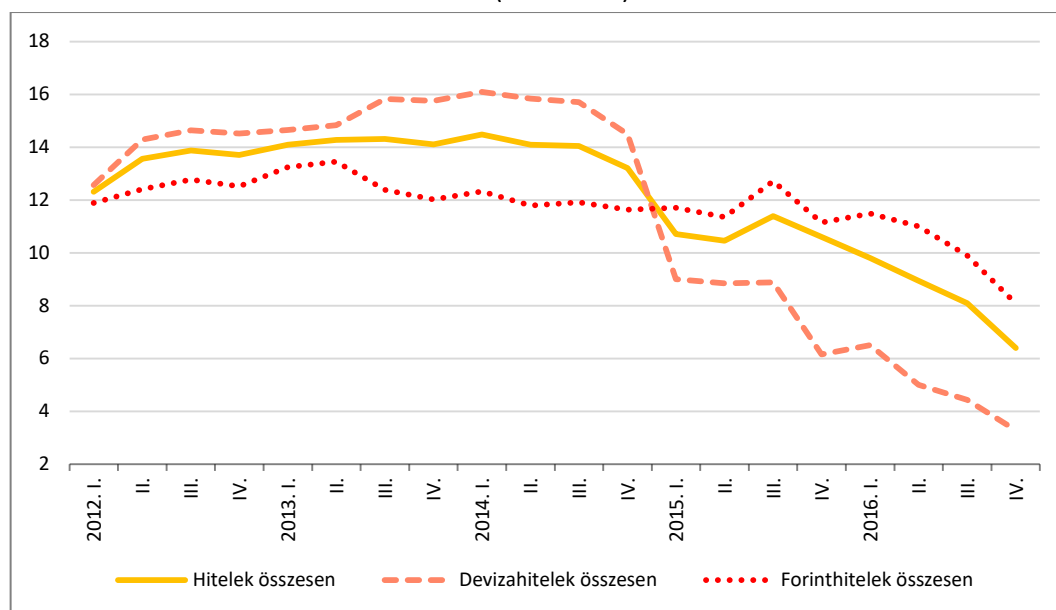
23. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD FT ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves idősora alapján 2016 IV. negyedévében összességében a lakossági és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. A vállalati szegmensben elsősorban a leírt tőkekövetelések és az eladott nem teljesítő követelések állománycsökkentő hatása miatt csökkent majdnem 1,5 százalékponttal, 5,4 százalékra a nem teljesítő hitelek aránya, míg a lakoságnál a nettó jövedelmek jelentős növekedése is hozzájárulhatott a közel 3 százalékpontos NPL-ráta csökkenéséhez, amely így 13,4 százalékot tesz ki.

24. ÁBRA: A NEM TELJESÍTŐ HITELEK ARÁNYA (NPL) A VÁLLALATI ÉS LAKOSSÁGI SZÉKTORBAN
(SZÁZALÉK)



Forrás: MNB, Századvég-számítás

A 2016-ban indult NHP III. első pillére immáron – a jegybank 2016. június 7-i döntésének köszönhetően – 400 milliárd forintos keretről szól (a korábbi 300 milliárdos helyett), ahol a bankok 0 százalékon kapnak hitelt az MNB-től, míg ők maximum 2,5 százalékon hiteleznek tovább a kvk-k számára. Új elem volt azonban a devizahitelezés elindítása a kvk-k számára. Itt olyan vállalatok juthatnak devizahitelhez, amelyeknek a bevétele devizában keletkezik, azaz így nem nyílik, hanem záródik a nyitott devizapozíciójuk. A keret 300 milliárd forintnak megfelelő euró. A maximálisan felvehető összeg nagysága 1 milliárd forintra csökkent a korábbi 10 milliárd forintról, annak érdekében, hogy minél több vállalkozás jusson hitelhez.

A NHP III. keretein belül a legfrissebb adatok szerint 2017. március 3-ig a forint ágban 383,5 milliárd forint összegű, míg a deviza ágban 181,2 milliárd forintnak megfelelő hitelezés történt. Az eredmény 564,7 milliárd forintnyi szerződés, amely 19 456 ügylethez és 12 676 vállalkozáshoz kapcsolható, 76,9 százaléka új beruházási hitel, 23,1 százaléka pedig lízingügylet⁷. Az NHP III. programot 2017. március végével vezeti ki a hazai jegybank.

Az ágazati eloszlást tekintve a forint pillérben a mezőgazdaság, a kereskedelem, a javítás és a feldolgozóipar részesedése kimagasló, hiszen a hitelek több mint 60 százaléka ezekbe az ágazatokba irányul. A deviza pillérben az ingatlanügyletek, a szállítás, raktározás és a feldolgozóipar szerepe a legjelentősebb. Ezek súlya együttesen megközelíti a 70 százalékot.

⁷ A harmadik szakaszban forgóeszköz-finanszírozásra és hitelkiváltásra már nincs mód.

A vállalatméretet vizsgálva megállapítható, hogy a forintfinanszírozásnál a hitelek kétharmada mikrovállalkozásokhoz köthető, míg a deviza pillérben a finanszírozás több mint 60 százaléka középvállalatokhoz került.

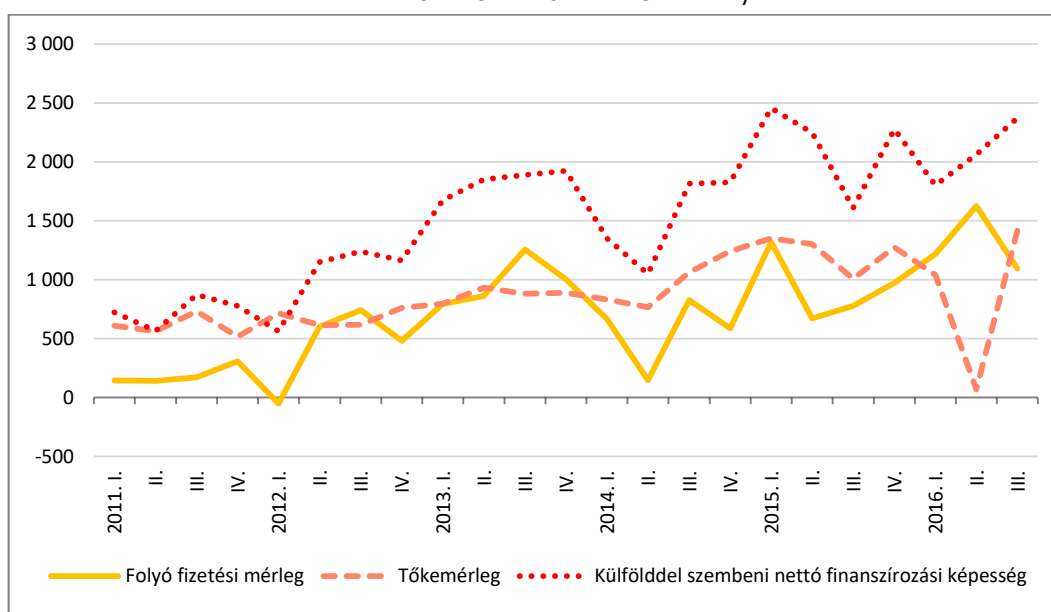
Külső finanszírozási képesség

A folyó fizetési mérleg szezonálisan kiigazított egyenlege 2016 III. negyedévében 532 millióval, 1093 millió euróra csökkent az előző negyedévhez képest. A csökkenés az áruforgalom és a szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlegének jelentős (444 millió euróval, 2479 millió euróra csökkent) zsugorodásával magyarázható. Ezeken kívül az elsődleges jövedelmek negatív egyenlege 1 millió euróval csökkent, és 1219 millió euróra változott, míg a másodlagos jövedelmek passzívuma 3 millió euróval, 378 millió euróra csökkent.

A tőkemérleg egyenlege szezonálisan kiigazítva 1347 millió euróval, 1415 millió euróra nőtt. A nyers adatokat figyelembe véve az egyenleg a II. negyedéves –407 millió euróról – 384 millió euróra nőtt a III. negyedévben.

Az EU-transzferek beáramlásának adatát vizsgálva látható, hogy összesen 1327 millió euró volt az Európai Unióval szembeni egyenleg 2016 III. negyedévében, ami az elsődleges és a másodlagos jövedelmek, valamint a tőkemérleg EU-val szembeni egyenlegeiből áll össze, és nagymértékű emelkedést mutat a 2016. II. negyedéves adathoz képest. A folyó és a tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség 2371 millió euróra nőtt, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 2204 millió eurót tett ki, ami a negyedéves GDP 8,6 százaléka.

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



Forrás: MNB

A Magyarországra irányuló legnagyobb FDI-beáramlás az európai országok közül Németországból valósult meg 2016 harmadik negyedévében 416,3 millió euró értékben. A második legtöbb Ausztriából (354,5 millió euró), a harmadik Hollandiából (235,3 millió euró) érkezett. Az amerikai kontinenst vizsgálva ebben a negyedévben elsősorban az Amerikai Egyesült Államokból áramlott be FDI (összesen 194,5 millió euró). Az ágazati bontást tekintve a legnagyobb hozzájárulása az FDI bevonzásánál ebben a negyedévben a gépek, gépi berendezések gyártásának (266,2 millió euró); a számítógép, elektronikai, optikai termékek gyártásának (251,8 millió euró) és a pénzügyi közvetítésnek (192,2 millió euró) volt. Az FDI-tranzakciók egyenlege belföldön összességében 1499,4 millió eurót tett ki.

3. táblázat: A magyarországi közvetlen tőkebefektetések tranzakcióinak egyenlege (millió euró)

A befektetés régiója	2015. III. név.	2015. IV. név.	2016. I. név.	2016. II. név.	2016. III. név.
Európa	386,1	744,9	803,9	363,1	981,3
Amerika	526,0	-120,6	271,5	-333,7	260,4
Ázsia	338,0	-75,7	-32,6	76,6	143,1
Afrika	61,5	53,5	-2,1	5,8	-2,2
Ausztrália és Óceánia	7,2	14,3	-6,9	-4,2	40,8
Nem azonosított	97,9	110,2	-25,4	-313,9	-31,2
Összesen	1 417,0	727,0	1 008,6	-206,1	1 499,4

Megjegyzés: Speciális célú vállalatok és átfolyó tőke nélkül. Pozitív érték hazai nettó többletet, negatív érték hazai nettó kiáramlást jelent. Forrás: MNB

Az FDI külföld felé áramló volumene 128,9 millió eurót tett ki, tehát a nettó FDI-beáramlás mértéke 2016 III. negyedévében 1370,5 millió euró volt.

Az előző negyedévek tendenciájával megegyezően a nemzetgazdaság bruttó adósságállománya csökkent. Ennek értéke 2016 III. negyedévének végén 78,1 milliárd eurót tett ki, ami 1,5 milliárd euróval alacsonyabb az előző negyedévi adatnál. Ez a csökkenés elsősorban a banki hitelállomány mérséklődésére vezethető vissza. Ha az előző év második negyedéves adatával vetjük össze, akkor 6 milliárd euró mértékű csökkenés figyelhető meg.

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról⁸ számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 5,9 százalékát tette ki a 2016 harmadik negyedévével záruló elmúlt egy évben, ami csökkenést jelent a 2016 második negyedévével záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2016. július–szeptemberben az államháztartás finanszírozási

⁸ Alulról számított, amikor a pénzügyi mérleget vesszük figyelembe (finanszírozási megközelítés), és az instrumentumokat (közvetlen tőkebefektetések, portfólióbefektetések, pénzügyi derivatívák, egyéb befektetések és tartalékeszközök) vagy szektorokat (államháztartás, MNB, egyéb monetáris intézmények, egyéb szektorok) összegezve számítjuk ki a külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség alakulását.

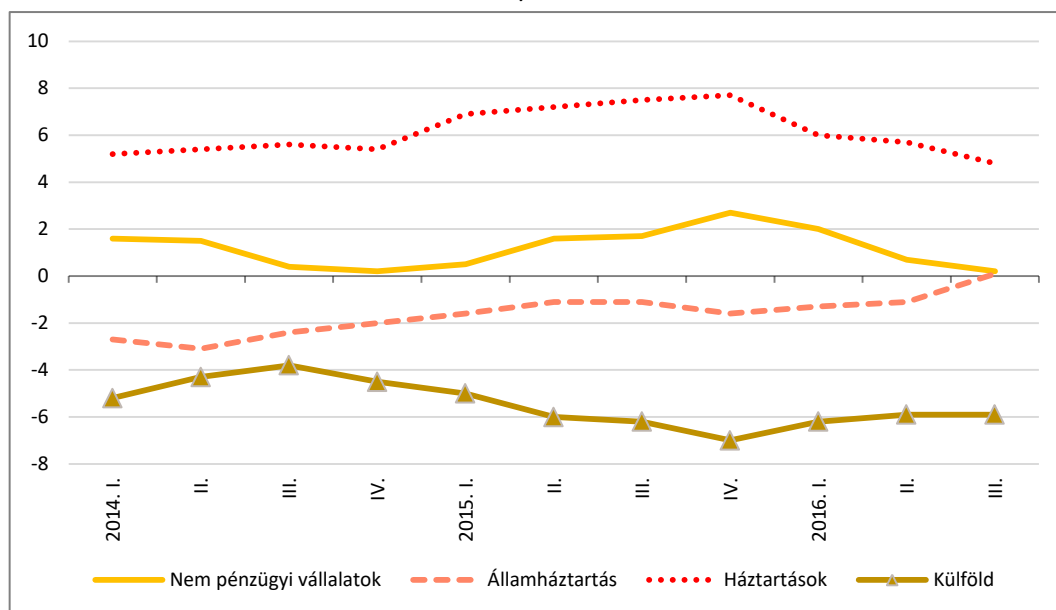
helyzete 1,3 százalékponttal javult, és a GDP 0,1 százalékán zárt. A háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 1,1 százalékponttal, 4,8 százalékra mérséklődött. A nem pénzügyi vállalatok nettó pénzügyi megtakarítása 0,5 százalékponttal csökkent, és a GDP 0,2 százalékán zárt a vizsgált időszakban.

A háztartások pénzügyi eszközeinek bővülésében továbbra is az állampapírba történő befektetésnek volt kimagasló szerepe. Ezen belül is a rövid lejáratú állampapírok (DKJ-k) iránt mutatkozott nagyobb érdeklődés. Ebben a negyedévben a lejáró banki kötvények miatt jelentősen csökkent a háztartások hitelintézetekkel szemben fennálló követelése, és ugyancsak csökkent a hitelintézeti kibocsátású tőzsdei részvényekben lévő befektetése is. A betétállomány a devizabetétek jelentős növekedése eredményeként bővült, miközben a forintbetétek állománya csökkent.

A harmadik negyedévben nem folytatódott tovább a háztartások hiteltartozásának több éve tartó csökkenése, azaz összességében nettó hitelfelvétel volt jellemző. A hitelintézetek által nyújtott ingatlanhitelek esetében ismét kismértékű nettó hitelfelvétel történt, emellett a fogyasztási hitelek állománya is bővült, döntően az egyéni vállalkozók hitelfelvételei miatt. Fontos megjegyezni, hogy a jelentős új fogyasztásihitel-felvétel növekedése mellett a törlesztések is nőttek, így csak kismértékben emelkedtek a hitelállományok.

A külföldiek pénzügyi eszközei közül jelentős mértékben csökkentek az államháztartással szemben fennálló követelések – lejárt például egy 1 milliárd eurós államkötvény. A 10,5 éves futamidejű, 3,5+0,1 százalékos kamatozású hitel lejáratja jelentősen tovább csökkentette az állam devizakockázati kitettséget. Ebben a negyedévben tranzakciókból adódóan (nem pedig az átértékelődés miatt) valamennyi belföldi szektorral szemben csökkent a külföldiek követelése. Legnagyobb mértékben a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek mérséklődtek, de csökkent a hitelintézetnél elhelyezett betétek, a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok és az egyéb követelések állománya is. Ezt részben ellensúlyozta, hogy a külföldiek nagymértékben növelték a nem pénzügyi vállalatokban tartott részesedéseik állományát.

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



Megjegyzés: A Külföld a hazai tételek ellentételezett összege. Forrás: MNB

Külső pozíciókra vonatkozó előrejelzésünkben a 2017. évben a reálgazdasági aktívum szerepének mérsékelt növekedésére számítunk. Az export idei növekedésére vonatkozó várakozásunkat mérsékeltük a gyenge IV. negyedéves adatok, az ipar gyengélkedése és a lanyhuló világgazdasági konjunktúra miatt. A nettó finanszírozási képességet gyengíti az európai uniós források átmeneti elapadása is.

A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2017)

Feltevéseink alakulása

A 2017-re vonatkozó előrejelzésünk a külső kereslet tekintetében javult az előző negyedévhez képest. Várakozásaink szerint az Európai Unió gazdasági növekedése idén 1,8 százalékot tehet ki, amely bár némileg továbbra is elmarad a 2016-ban mért 1,9 százalékos növekedéstől, de meghaladja az előző negyedévben várt 1,6 százalékos volument. A következőkben áttekintjük, hogy várakozásaink szerint 2017-ben hogy alakulhat az egyes tagországok gazdasági növekedése.

Mivel legfontosabb külkereskedelmi partnerünk mind a termékek, mind a szolgáltatások tekintetében Németország, ezért érdemes várható növekedését külön is megvizsgálunk. Németország gazdasági növekedése 2016 IV. negyedévében a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint 1,8 százalék volt, míg éves szinten tavaly 1,9 százalékot tett ki. Ezzel éves növekedése megfelelt az Európai Unió átlagának. 2017-ben növekedése az ideitől némileg elmaradhat, várakozásaink szerint 1,6 százalékot tehet ki. Ezzel elmaradhat az unió összességében várt 1,8 százalékos növekedésétől is.

A Brexitről történő népszavazás után az elemzői várakozások a brit gazdaság lassulásáról szóltak. Ez azonban egyelőre nem következett be: a IV. negyedévben a III. negyedévhez hasonlóan 2 százalékkal nőtt a szigetország gazdasági teljesítménye, ami bár némi lassulást jelent a 2015-ös éves 2,2 százalékos bővüléshez képest, de az első két negyedéves teljesítménynél kedvezőbb. Ennek megfelelően a brit növekedés éves szinten 1,8 százalékot tett ki. Várakozásunk szerint ez a növekedési ütem maradhat fenn 2017-ben is. Ezt azonban természetesen befolyásolhatják a Brexittel kapcsolatos tárgyalások és ezek gazdasági hatásai is. Jelenleg azonban még mindig nem tudunk sokkal többet arról, hogy a kilépés hogyan fog megvalósulni, mint tudtunk a tavaly júniusi népszavazást követően.

Franciaország gazdasági növekedése 2016-ban 1,2 százalékos volt, 2017-ben ennél néhány tized százalékponttal magasabb lehet.

Az unió nagyobb gazdaságai közül érdemes még kiemelni Olaszországot is. Az olasz gazdaság növekedése 2016-ban 0,9 százalékos volt, és várakozásaink szerint ennyi lehet 2017-ben is. Olaszország esetében azonban fontos kiemelni, hogy a növekedés meglehetősen sok bizonytalanságot hordoz a bankrendszer problémái miatt: a nem teljesítő adósok magas aránya rendszerszinten is problémákat okozhat.

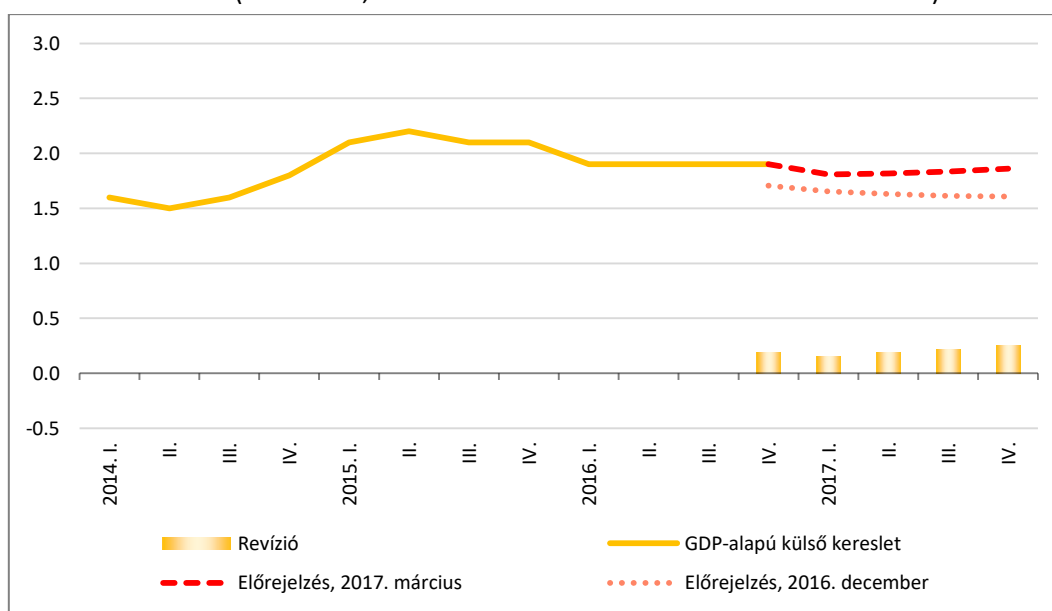
Szintén bizonytalan a görög gazdasági növekedés sorsa. Bár van rá esély, hogy 2017-ben már sikerül növekednie a hellén gazdaságnak, ezt azonban az újabb és újabb megszorító csomagok alááshatják.

A visegrádi országok 2016-ban jól teljesítettek, gazdaságuk növekedése az uniós átlagot meghaladta. Csehország növekedése tavaly 2,4, Lengyelorszáé 2,9, Szlovákiáé pedig 3,3 százalékos volt. A régióban még ennél is nagyobb mértékben, 4,8 százalékkal nőtt a román gazdaság az Eurostat adatai szerint. Keleti szomszédunk így uniós szinten is az élmezőnyben végzett 2016-ban.

2017-ben a visegrádi országok, illetve Románia gazdasági növekedése továbbra is az európai uniós átlagot meghaladó lehet: Szlovákia és Lengyelország bővülése 3 százalék körül, Csehorszáé pedig némileg az alatt alakulhat. Ez azt is jelenti, hogy míg 2016-ban Magyarország növekedése volt a visegrádi négyeken belül a legalacsonyabb, addig 2017-ben hazánké lehet a legmagasabb. Románia bővülése ugyanakkor ennél dinamikusabb lehet, sőt várhatóan idén is meghaladja a 4 százalékot.

Fontosabb külkereskedelmi partnereink közül érdemes még kiemelni az Egyesült Államokat, Oroszországot, illetve Kínát. Az Egyesült Államok növekedése 2016-ban 1,6 százalékos volt – a legalacsonyabb 2011 óta. Várakozásaink szerint az amerikai növekedés ennél 2017-ben magasabb lehet, és meghaladhatja a 2 százalékot. Oroszország az idén várhatóan kikerül a recesszióból, és 1 százalék körüli növekedést érhet el. Bár folyamatosan lassul, de továbbra is magas Kína növekedése: 2016-ban 6,7 százalékos volt a gazdaság bővülése, és a következő években a várakozások szerint némileg fékeződik a bővülés.

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



Forrás: Századvég-számítás

A Brent típusú olaj ára a 2016. februári mélypontját követően hordónként 40–50 dolláros szinten stabilizálódott. E tartományból 2016. november végén lépett ki a jegyzésár annak hírére, hogy a Kőolaj-exportáló Országok Szervezete (OPEC), valamint több szervezeten kívüli

ország megállapodott egymással a kitermelés koordinált, kvótaszerű csökkentéséről. A kitermeléscsökkentés híre, valamint az, hogy a januári adatok szerint az OPEC-országok vállalásukat 90 százalékos mértékben be is tartották, erős támaszt adott az olajárnak, amely 2017. január–február során a hordónkénti 53–57 dolláros sávban oldalazott.

A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) adatai szerint az olajpiaci túlkínálat 2017 januárjában megszűnt. Ez annak volt a következménye, hogy a globális olajkínálat januárban közel napi 1,5 millió hordóval alacsonyabb volt, mint 2016 decemberében, éves bázison pedig napi 730 ezer hordóval mérséklődött, míg a kereslet esetében továbbra is folyamatos növekedés figyelhető meg. Tekintettel arra, hogy az OPEC elkötelezett a kitermelés csökkentésének fenntartása–folytatása mellett, valamint, hogy az IEA 2017 egészére vonatkozóan napi 1,4 millió hordó mértékű keresletbővülést valószínűsít, a piaci túlkínálat várhatóan nem tér vissza, illetve a rekordmagas globális készlet szint csökkenése vetíthető előre.⁹¹⁰

Az elemzőházak, illetve a piaci szereplők egyelőre óvatosságot tanúsítanak az olajár várható emelkedését illetően. Az IEA olajipari divíziójának vezetője által február elején adott nyilatkozat szerint rövid távon nem várható, hogy az olajár elérje a hordónkénti 63–65 dollárt¹¹ (az utoljára 2014 decemberében tapasztalt szintet). A határidős indexek alapján pedig az olajár idén a hordónkénti 55–57 dolláros sávban stabilizálódhat.

4. táblázat: A Brent típusú kőolaj árának várható alakulása (hordó/dollár)

Időszak	Brent-ár
2017Q1	55,72
2017Q2	56,14
2017Q3	56,46
2017Q4	56,49

Forrás: Reuters, Századvég-számítás

Feltevésünk szerint a magyar inflációs cél idén változatlan marad, míg az eurózóna kamatlába is csak jövőre kezdhet emelkedni.

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

A IV. negyedévben a magyar gazdaság növekedése az előző negyedévinél gyengébb, 1,6 százalékos volt, így az éves növekedés 2016-ban 2 százalékot tett ki. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint a IV. negyedév növekedése a nyers adat szerintinél némileg kisebb, 1,5 százalékos volt, míg éves szinten a szezonálisan és naptárhatással kiigazított mutató 1,8 százalékos bővülést mutatott.

⁹ IEA: Oil Market Report, 10 February, 2017.

¹⁰ IEA Oil Market Report Tables, 10 February, 2017.

¹¹ CNBC: It's ambitious to think that oil prices could reach \$65: IEA, 3 February 2017. <http://www.cnbc.com/2017/02/03/opec-oil-cut-ambitious-to-think-that-oil-prices-could-reach-65-iea.html> (letöltés: 2017. március 6.).

A IV. negyedévben a külső kereslet a vártnál kedvezőbben alakult: az Európai Unió növekedése 1,9 százalékot tett ki. A kedvezőbb külső kereslet azonban nem tükröződik a IV. negyedéves külkereskedelmi teljesítményben: a kivitel mindössze 3,1 százalékkal növekedett. Ezen belül is inkább a szolgáltatások domináltak, ahol az export bővülési üteme 5,1 százalék volt, míg a termékeknél mindössze 2,6 százalék volt. Ennek megfelelően alacsonyabb volt az import bővülése is: a várt 7,4 helyett mindössze 2,7 százalék. A kedvezőbb egyenleg a szolgáltatásoknak köszönhető, ahol több mint 4 százalékos csökkenés következett be az előző év azonos időszakához képest.

A 2017-es exportteljesítmény számbavételekor tehát több egymásnak ellentmondó tényezőt kellett figyelembe vennünk. Egyrészt az utóbbi időszakban az export növekedésének dinamikája lassult, a külső keresletre vonatkozó várakozásaink azonban javultak. Az export növekedésére vonatkozó várakozásunkat összességében mérsékeltek, így legújabb becslésünk szerint a kivitel bővülésének üteme az idén 5,1 százalékos lehet. A méréskeltebb exportnövekedéshez alacsonyabb importbővülés társul: mivel a magyar exportnak – különösen a termékek tekintetében – jelentős importtartalma van. Így 2017-ben várakozásunk szerint az import 5,7 százalékkal nőhet. Nem változott tehát a várakozásunk a tekintetben, hogy a külkereskedelem az idén nem fog tudni hozzájárulni a gazdasági növekedéshez. Ennek magyarázata a növekvő belső kereslet: a fogyasztás és a beruházások idénre várt jelentős bővülése jelentős importnövekedéssel jár együtt.

Az exporttal kapcsolatos várakozásainkat természetesen több kockázat is övezi. Ezek közül az előző negyedévhez hasonlóan a Brexit alakulását, az új amerikai elnök gazdaságpolitikáját, illetve az olasz bankrendszer problémáit érdemes kiemelni. Vannak azonban pozitív kockázatok is. Az Európai Unió több tagállamában (például Németország, Franciaország) az idén választások lesznek, ami a hatalmon lévőket nagyobb kormányzati kiadásokra ösztönözheti, így megnőhet a magyar termékek és szolgáltatások iránt megnyilvánuló külső kereslet.

A Brexit kapcsán érdemes kiemelni, hogy a kilépés részleteiről most sem rendelkezünk érdemben több információval, mint a voksolás másnapján. Így tehát nem tudjuk, hogy hogyan alakulhatnak a munkaerő áramlásával kapcsolatos szabályok, illetve hogy milyen megállapodás születik a külkereskedelem tekintetében. A kockázat egyelőre tehát leginkább abban rejlik, hogy a várakozások hogyan alakulnak, és hogy ez miként befolyásolja a szigetországba áramló beruházásokat. Érdemes ugyanakkor megjegyezni, hogy az év utolsó két negyedévének adatai nem igazolják vissza a negatív várakozásokat. Várakozásaink szerint a kilépés idén nem történik meg.

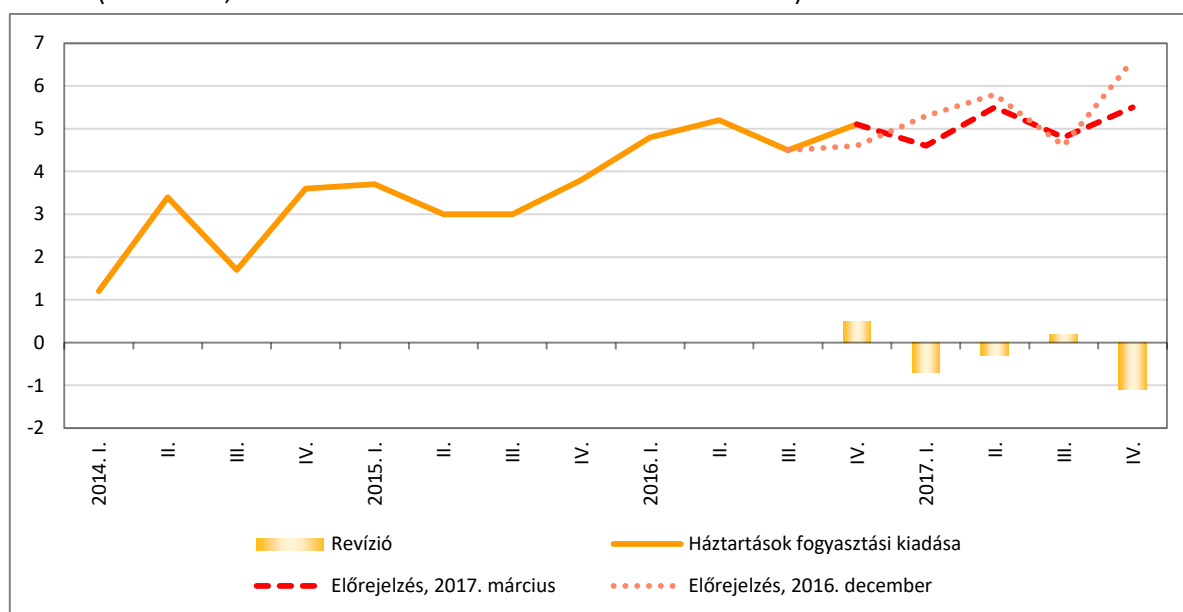
Szintén a kockázatok között érdemes számba venni az amerikai elnök gazdaságpolitikájának hatásait. Az már látható, hogy az új elnök a korábnál protekcionista gazdaságpolitikát folytat, tehát törekszik a hazai gyártás erősítésére, valamint a hazai termékek és szolgáltatások vásárlására, azonban ennek hatása Magyarországra még bizonytalan.

Kockázatot azonban nem csak a közvetlenül Magyarországra kifejtett hatás jelent: amennyiben a világgazdaságot gyorsítja vagy lassítja az új gazdaságpolitika, annak Magyarországra közvetetten is lesz hatása.

Az olasz bankrendszer továbbra is nehézségekkel küzd. Magas a nem teljesítő hitelek aránya, ami negatívan hathat az egész bankrendszer működésére és ezen keresztül az olasz gazdaságra. Ez lassíthatja az egész unió gazdaságát is.

A háztartások fogyasztási kiadásainak növekedése a IV. negyedévben jelentős, 5,1 százalékos volt, így éves szinten a fogyasztás bővülése 4,9 százalékot tett ki. Érdekes ugyanakkor kiemelni, hogy a kiskereskedelmi forgalom bővülése októberben és decemberben is 3 százalék alatt maradt, bár januárban ismét 4 százalék feletti bővülést regisztráltak. A kiskereskedelmi forgalom alacsonyabb októberi és decemberi növekedése miatt némileg mérsékeljük a fogyasztás várt bővülését, bár az éves szinten még így is jelentős, 5,1 százalékos. Ezt a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének növekedése segíti elő, ami az egyre növekvő foglalkoztatásból és a jóval az infláció felett növekvő bérszínvonalból következik. A bérszínvonal jelentős növekedését 2017-ben egyaránt elősegíti a minimálbér és a garantált bérminimum jelentős emelése, a munkát terhelő járulékok csökkentése és a magyar gazdaságot egyre nagyobb mértékben jellemző munkaerőhiány. A fogyasztás bővülése a lakosság jólétének növekedésén kívül azzal is elősegíti a magyar gazdaság helyzetének javulását, hogy ez részben magyar termékek és szolgáltatások vásárlásában jelenik meg, így növeli a keresletet és a GDP-t.

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



Nyers adatokból számított volumenindexek. Forrás: KSH, Századvég-számítás

Szintén módosítottunk a beruházások 2017-re várt alakulásának pályáján. A korábbi 4,8 helyett immár 6,2 százalékos bővülésre számítunk. Míg a beruházások volumene 2016-ban jelentősen lassította a magyar gazdaság növekedését, addig 2017-ben ez a trend várakozásaink szerint megfordul, és immáron bővülés mehet végbe. Ennek magyarázata az uniós támogatások dinamikájában keresendő: 2015 végén a 2007 és 2013 közötti uniós ciklus pályázatai kifutottak, a 2014 és 2020 közötti ciklus pályázatai viszont csak fokozatosan indulnak be. Vélhetően azonban 2017-ben és 2018-ban e támogatások jelentős mértékű beruházásokat indukálnak Magyarországon. Fontos azonban, hogy e forrásokat az ország jól költse el, és olyan beruházásokra fordítsa, amelyek hosszú távon is hozzájárulnak a gazdaság növekedéséhez. Így fontos, hogy ezeket olyan beruházásokra fordítsák, amelyek hosszú távon is a magasabb hozzáadott értékű munkahelyek számának növekedéséhez vezetnek, így növelve tovább a bérszínvonalat. 2018-ban várakozásaink szerint a beruházások volumene 5,2 százalékkal bővíülhet.

A kormányzati kiadások 2016 IV. negyedében a várakozásoktól elmaradtak, volumenük jelentősen, 5 százalékkal csökkent. Legújabb előrejelzésünkben idénre a kormányzati kiadások 1,5 százalékos bővülését várjuk. Ehhez jelentősen hozzájárulhat az oktatásra és az egészségügyre fordított kiadások növelése is.

Várakozásaink szerint a GDP növekedési üteme 2017-ben 3,6 százalék lehet, azaz nem változtattunk korábbi előrejelzésünkön. Mint azt az egyes részletek bemutatásánál láttuk, ehhez elsősorban a fogyasztás és a beruházás növekedése járulhat hozzá, míg a külkereskedelem növekedési hatása nagyjából semleges, esetleg kismértékben negatív lehet. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a növekedés mértékét nagyban befolyásolja például a költségvetés, az adótörvények tartalma, illetve az, hogy milyen ütemben haladnak a kormányzati beruházások, például a 3-as metró felújítása, illetve a különböző útépitések.

A növekedés szempontjából legfontosabbnak ítélt kockázati tényezők a következők:

- A mezőgazdaság teljesítményének alakulása: kérdéses, hogy a 2016-os rekordév után hogyan alakul a mezőgazdaság teljesítménye. Mivel a mezőgazdaság teljesítménye jelentősen függ az időjárástól, így az ágazat teljesítményét meglehetősen nehéz előre jelezni. Az ágazat teljesítménye pedig nagymértékben képes befolyásolni a GDP alakulását.
- A külső kereslet alakulása, amely nagyban befolyásolja a magyar export iránti keresletet, ez pedig – lévén Magyarország kis, nyitott gazdaság – jelentősen kihat a GDP-re is. Itt egyaránt azonosítottunk pozitív és negatív kockázati tényezőket is. Pozitív kockázatot jelenthet, ha a több nyugat-európai államban lezajló választások miatt ezen országokban nőnek a kormányzati kiadások, és így nő ezen gazdaságok teljesítménye, illetve kereslete. Negatív irányú kockázatot jelenthet a Brexit, az olasz bankok válsága, illetve az új amerikai elnök gazdaságpolitikája vagy éppen az Egyesült

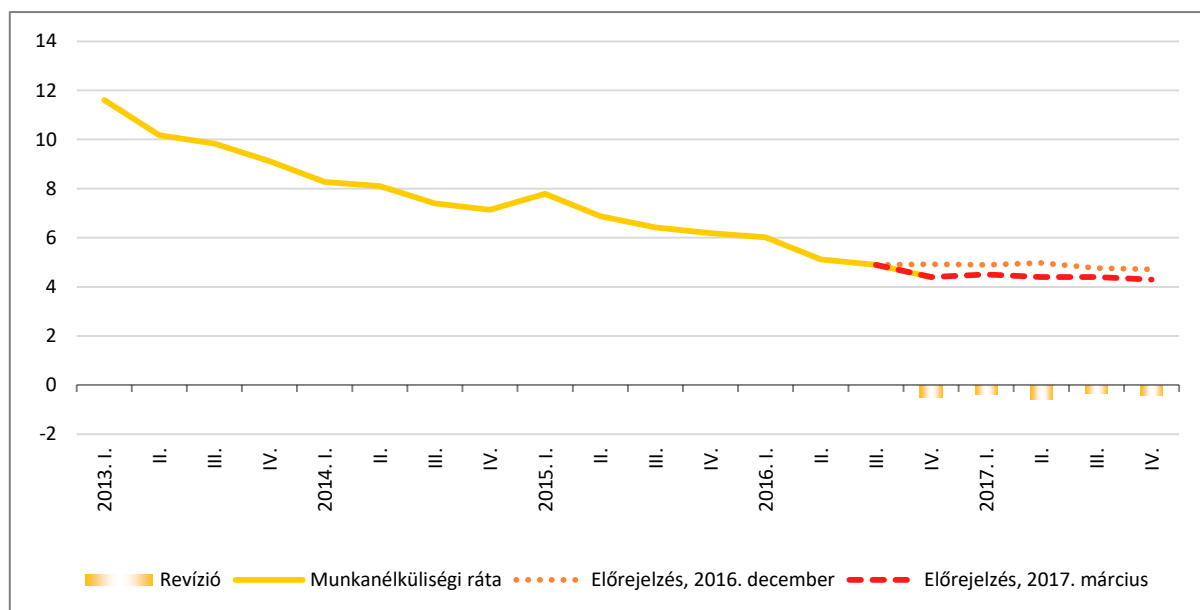
Államok és Kína, illetve az Egyesült Államok és Németország között kiéleződő kereskedelmi konfliktus.

- Az olajár alakulása: a kockázat itt is kétirányú. Az OPEC-tagállamok megállapodása után visszafogták a termelést, ami az árak növekedéséhez vezethet. Ezzel szemben az amerikai kitermelés növekedése az árak csökkenését eredményezheti.
- A kormányzati beruházások alakulása: A GDP növekedését nagyban befolyásolhatja, hogy milyen ütemben sikerült lebonyolítani nagy összegű, a magyar gazdaság működése szempontjából nélkülözhetetlen beruházásokat (például a 3-as metró felújítása, autópálya-építések).
- A magyar termékek és szolgáltatások iránti kereslet alakulása: pozitív kockázatot jelenthet, ha a magyar háztartások megnövekvő jövedelmük nagyobb részét költik hazai előállítású termékekre és szolgáltatásokra.
- Az állami alkalmazottak fizetésének növelése: nem tisztázott még, hogy az egyes állami és önkormányzati cégeknél, illetve állami hivataloknál hogyan alakulnak a béremelések az idén. A vártnál nagyobb béremelések magasabb GDP-hez vezetnek. A bérrendezések az állami szféra jelentős részében szükségesek a bérek versenyszférától való elmaradása miatt.

Amennyiben a kockázati forgatókönyvek közül a pozitív kockázatok valósulnak meg, a gazdaság növekedése az idén a 4 százalékot is elérheti, míg kedvezőtlenebb esetben 3 százalék körül alakulhat.

A munkaerőpiacra vonatkozó előrejelzésünk az előző negyedéves prognózisunkhoz képest pozitív irányba módosult a beérkező, vártnál kedvezőbb munkaerőpiaci adatoknak köszönhetően. Várakozásaink szerint a foglalkoztatás 2017-ben 4,41 millió fő fölé emelkedik, ennek köszönhetően a foglalkoztatás éves szinten 62 ezer fővel bővül, amelynek jelentős része a privát foglalkoztatáshoz köthető. A közfoglalkoztatás csökkenése irányába hat a Start Munkaprogramra fordítandó keret csökkentése, valamint a közfoglalkoztatotti bér és a minimálbér közötti bérkülönbség emelkedése.

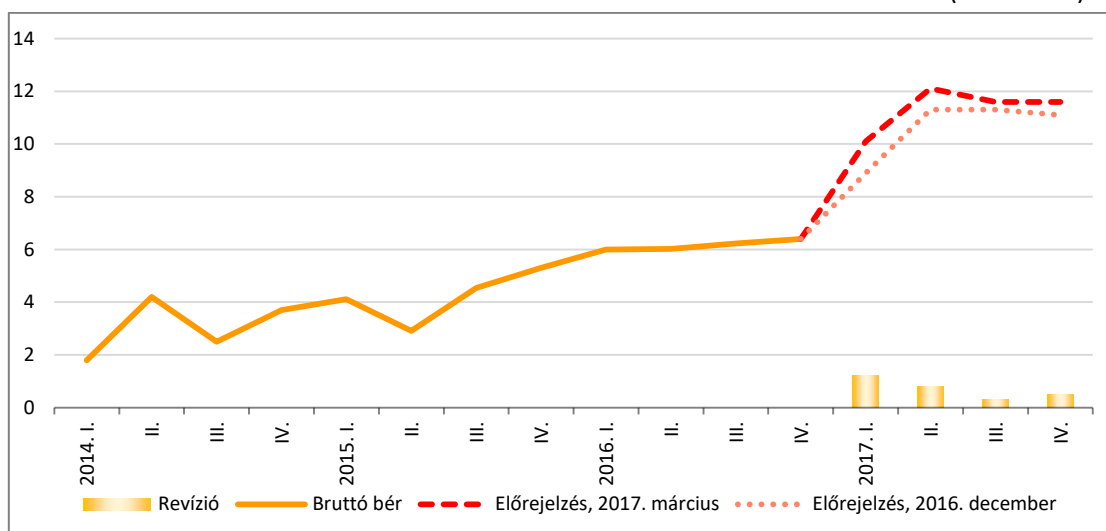
29. ÁBRA: MUNKANÉLKÜLSÉGI RÁTÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK



Forrás: Századvég-számítás

Előrejelzésünk szerint az aktivitás szintje a dinamikusan emelkedő béreknek köszönhetően tovább emelkedik, azonban a foglalkoztatásnál kissé lassabb ütemben, a csökkenő munkaerő-tartaléknak köszönhetően. A vállalati kérdőíves felmérések alapján 2017 során nem számítunk nagymértékű létszámleépítésekre. Ezen hatások alapján a munkanélküliek számának kismértékű csökkenésére számítunk az előrejelzési horizontunkon. Ennek eredményeképp a munkanélküliségi ráta 2017-ben 4,4 százalékra mérséklődik, míg 2018-ban 4,2 százalékra, a természetes szintje közelébe csökken. Ez éves átlagban 204, illetve 194 ezer munkanélkülit jelent.

30. ÁBRA: A BRUTTÓ BÉREK ALAKULÁSÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK)



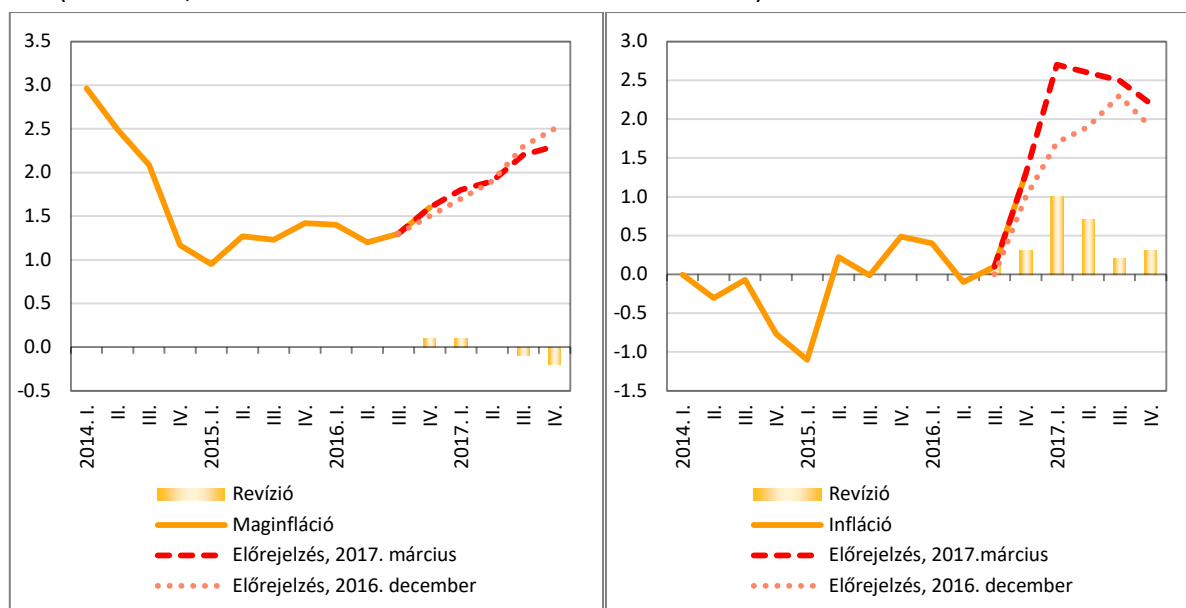
Forrás: KSH, Századvég-számítás

A bérek alakulására több tényező is kedvezően hat 2017-ben: az egyre több ágazatot (pl. kiskereskedelem, feldolgozóipar, IT) érintő munkaerőhiány bérfelhajtó hatása, a közsférában végrehajtandó béremelések (például: pedagógusok, köztisztviselők, egészségügyi dolgozók), a minimálbér 15 százalékos, illetve a garantált bérminimum 25 százalékos emelése, valamint a szociális hozzájárulási adó 5 százalékpontos csökkentése. 2018-ban is folytatódnak a közsféra bérrendezései, a minimálbér és a garantált bérminimum is tovább emelkedik 8, illetve 12 százalékkal, valamint tovább csökken a szociális hozzájárulási adó kulcsa. Ezen folyamatok a bérkiáramlás és a bérfelzárkózás folytatása felé hatnak. Ezek alapján a nettó bérek idén 11,4, míg jövőre 7,8 százalékkal emelkedhetnek. Várakozásaink szerint teljesülni fog a kormány célja, 2017 első három negyedévében a versenyszektorban a bruttó bér emelkedése eléri a 11 százalékot, így 2018-tól 2,5 százalékponttal csökkenhet a szociális hozzájárulási adó kulcsa. Az idéntől beinduló inflációs folyamatok következtében 2017-ben a nettó reálbérek 8,9 százalékkal nőhetnek. Ez a növekedési ütem meghaladja a gazdaság növekedési ütemét, így javítja a bérből élő háztartások relatív jövedelmi helyzetét.

Az infláció az elmúlt időszakban emelkedésnek indult, azonban a növekedés mértéke a várakozásokat meghaladta. Az utolsó negyedévben az árak emelkedése átlagosan 1,7 százalékos volt, míg a mutató értéke az év első két hónapjában rendre 2,3, illetve 2,9 százalékra nőtt. Növekedett ugyanakkor a maginflációs mutató is: míg a III. negyedévben értéke csupán 1,3 százalékos volt, addig a IV. negyedévre 1,6 százalékra nőtt, idén februárban pedig már 1,8 százalékot tett ki. Jól látszik az is, hogy most már a maginfláción kívüli tételek növekedése húzta az inflációt – ezen belül is elsősorban a járműüzemanyagok árának növekedése, ami részben az olajár növekedésének, részben az átmenetileg bevezetett magasabb jövedéki adónak köszönhető: a jövedéki adó átmenetileg magasabb akkor, ha az előző negyedévben az olajár nem érte el az 50 dolláros szintet. A korábbinál magasabb inflációhoz hozzájárult a bázis hatása is: a járműüzemanyagok ára egy évvel korábban alacsony szinten tartózkodott.

A vártnál dinamikusabb inflációnak köszönhetően felfelé módosítottuk az inflációra vonatkozó előrejelzésünket. Ennek eredményeként idénre 2,5 százalékos pénzromlást valószínűsítünk. Ez egyben azt is jelenti, hogy a februári 2,9 százalékos adat után az infláció mérséklődik, illetve az üzemanyagok árának alacsony bázisa miatt még márciusban várunk magasabb árszintet. Éves átlagban azonban az infláció nem éri el a jegybank célját, de az év egészében benne lesz a 2 és 4 százalék közötti toleranciasávban. Idén a maginfláció szintje is folyamatosan emelkedik majd, az idei év átlagában 2,1 százalékos lehet. Idén tehát az árak emelkedését elsősorban a maginfláción kívüli tételek okozzák.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

2017-ben tehát az inflációs szint a korábban vártnál magasabb lesz, de a jegybank 3 százalékos inflációs célját még csak alulról súrolja, a korábbi várakozásainkkal ellentétben azonban már a jegybank inflációs célsávján belül lesz. Ez egyben a reálkamatok tartósan negatív szintjét jelenti, ami nem ösztönöz megtakarításra, sokkal inkább költésre vagy hitelfelvételre. Idén a jegybank jelzéseinek értelmében nem számítunk arra, hogy az MNB változtat az alapkamat szintjén. Ezzel szemben 2018-tól a növekvő infláció és a külföldi jegybankok kamatemelései miatt már szigorításra kényszerülhet a hazai jegybank is.

Azonban amennyiben az EKB szigorító lépései késnek, elmaradnak, illetve az inflációs folyamatok a vártnál kedvezőbben alakulnak, akkor elképzelhető, hogy a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa tovább lesz képes fenntartani a kiemelkedően alacsony, 0,9 százalékos kamatot. Az alacsony alapkamat az államadósság finanszírozása és a gazdasági növekedés szempontjából hasznos, azonban amennyiben az inflációs szint megnő, illetve a világ jegybankjai szigorítanak, akkor kockázatokat rejt magában. Jelenleg úgy tűnik, hogy a Magyar Nemzeti Bank elkötelezett a laza monetáris politika fenntartásában, ám ezt az elkötelezettséget még egy néhány tized százalékpontos kamatemelés sem írta felül, hiszen a kamat akkor is alacsony maradna.

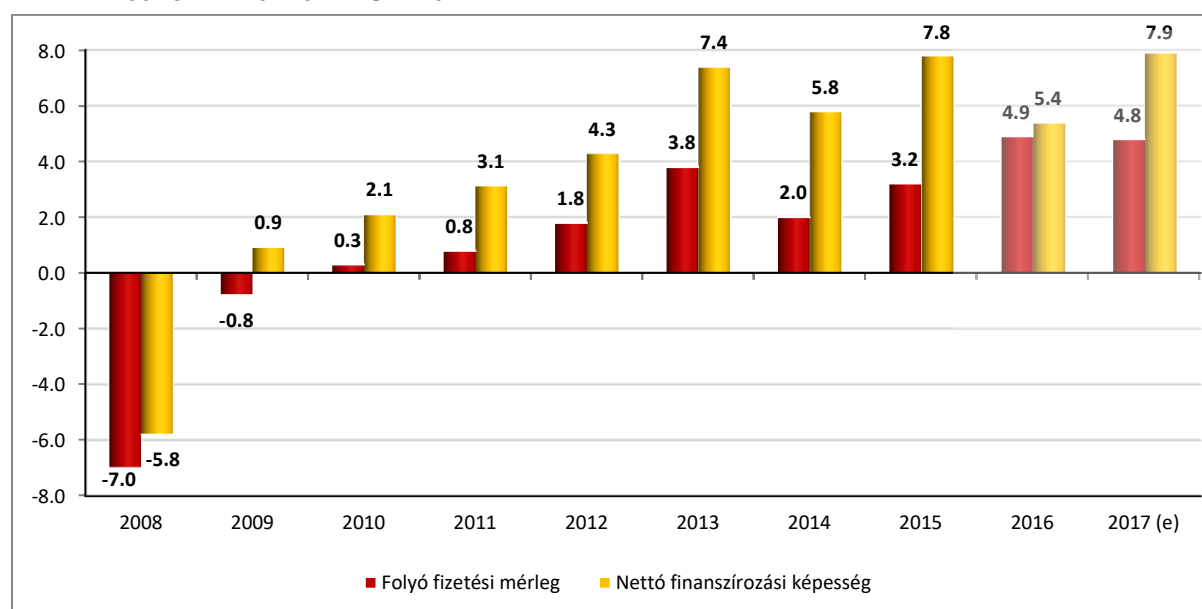
Az elmúlt időszakban a Fed már több lépésben emelte az alapkamatot, míg az EKB még nem hajtott végre ilyen lépést. Magyarország szempontjából az eurózóna tagországaival meglévő szorosabb kapcsolatok miatt ez utóbbinak van nagyobb jelentősége. Várható azonban, hogy előbb-utóbb az EKB is kamatot emel, hiszen az olajárak emelkedésének, illetve az alacsony olajárak bázisba kerülésének eredményeként az infláció az eurózóna országaiban is emelkedni kezdett. Az EKB részéről azonban szigorító lépések szintén leginkább 2018-tól

várhatóak, de egy szigorúbb monetáris politika esetében is inkább csak az év elejétől kezdődhet az emelés.

A külső egyensúly várható alakulása

Legfrissebb előrejelzésünk szerint növekedést várunk mind az export, mind az import tekintetében. Várakozásaink alapján idén a kivitel volumene 5,1 százalékkal, míg a behozatalé 5,7 százalékkal bővíthet. A behozatal dinamikusabb bővüléséhez elsősorban a belső kereslet kiugró bővülése járulhat hozzá annak importigénye miatt. Idén tehát vélhetően a nettó export nem tud hozzájárulni a gazdasági növekedéshez.

32.ÁBRA: A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG ÉS A KÜLFÖLDDEL SZEMBENI NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG ALAKULÁSA A GDP SZÁZALÉKÁBAN



Megjegyzés: A 2016–2017. évi érték a Századvég előrejelzése. Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

Várakozásaink szerint a gazdasági növekedés és a társasági adó csökkentése nyomán a vállalatok profitabilitása javul, ami a jövedelmek kiáramlásához vezet. Ezt mérséklük a külföldön dolgozó magyarok hazautalásai. Eközben fokozatosan megindul az új uniós költségvetési ciklushoz kapcsolódó transzferek beáramlása, ami jelentős részben ellentételezni tudja a külkereskedelmi egyenlet romlását. Mindezen hatások eredményeként előrejelzésünk szerint idén a folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP 4,8 százaléka lehet, míg a nettó finanszírozási képesség 7,9 százalékra növekedhet.

Az államháztartási helyzet – 2016

Januárban megjelent az államháztartás központi alrendszerének 2016. évi pénzforgalmi mérlege. A következőkben azt vizsgáljuk, hogy a fontosabb bevételi és kiadási mérlegsorok

hogyan teljesültek tavaly az eredeti előirányzatokhoz, illetve a 2015. évi tényadatokhoz képest.

Az államháztartás központi alrendszerének 2016. évi előzetes pénzforgalmi hiánya 848,3 milliárd forint volt, ami 389 milliárd forinttal alacsonyabb a 2015. évi adatnál. A központi költségvetés 771,6 milliárd forintos hiányt, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 75,2 milliárd forintos, az elkülönített állami pénzalapok 1,5 milliárd forintos deficitet halmoztak fel. Az év egészét a várakozásokon felül teljesülő bevételek és az alulteljesülő kiadások jellemezték, ami miatt a kormányzat az év utolsó két hónapjában közel 600 milliárd forintnyi előirányzat-átcsoportosításról hozott döntést. Továbbá a 2014–2020-as uniós költségvetési időszak forrásainak kifizetése is felgyorsult, ami ideiglenesen megemelte a kiadási oldalt.

A tavalyi év egészére jelzett, előzetes pénzforgalmi hiány (848,3 milliárd Ft) 11,4 százalékkal haladta meg a módosított előirányzat szerinti 761,6 milliárd forintos hiánycélt. A pénzforgalmi hiány nagysága mellett is kijelenthető, hogy a maastrichti kritériumok szerinti, 3 százalék alatti GDP-arányos eredményszemléletű hiányt mindenféleképpen teljesíteni tudjuk.

Bevételek

2016-ban a központi költségvetés bevételeit a kedvező makrogazdasági tendenciák határozták meg. A gazdasági növekedés költségvetésben tervezettnél magasabb adóbevételeket generált, amit tovább fokozott a kormányzati intézkedések gazdaságfehérítő hatása. Ezt alátámasztja, hogy a központi költségvetés halmozott adóbevétele 145,1 milliárd forinttal haladta meg a 2015. évit. 2015-ről 2016-ra a gazdálkodószervek befizetései 5,8, a fogyasztáshoz kapcsolt adók 0,3, míg a lakosságtól származó befizetések 2,4 százalékkal nőttek.

A növekvő foglalkoztatás és a dinamikusan emelkedő reálbérek pozitív hatása a bevételi oldal több pontján is felfedezhető. Egyrészt megemelkedtek a **munkához kapcsolódó adó- és járulékbefizetések**, másrészt a lakosság elkölthető jövedelme is nőtt, ami a fogyasztási és jövedelemadóknál érezteti hatását. Így a személyi jövedelemadóból származó bevétel az adókulcs 1 százalékpontos csökkentése és a családi adókedvezmény összegének emelése ellenére 1,7 százalékkal (29 milliárd forinttal) meghaladta a megelőző évi bevételt. A szociális hozzájárulási adó, a szakképzési hozzájárulás, az egészségügyi hozzájárulás és a járulékok összesen az előző évhez képest 7,6 százalékkal (343,8 milliárd forinttal) magasabban teljesültek.

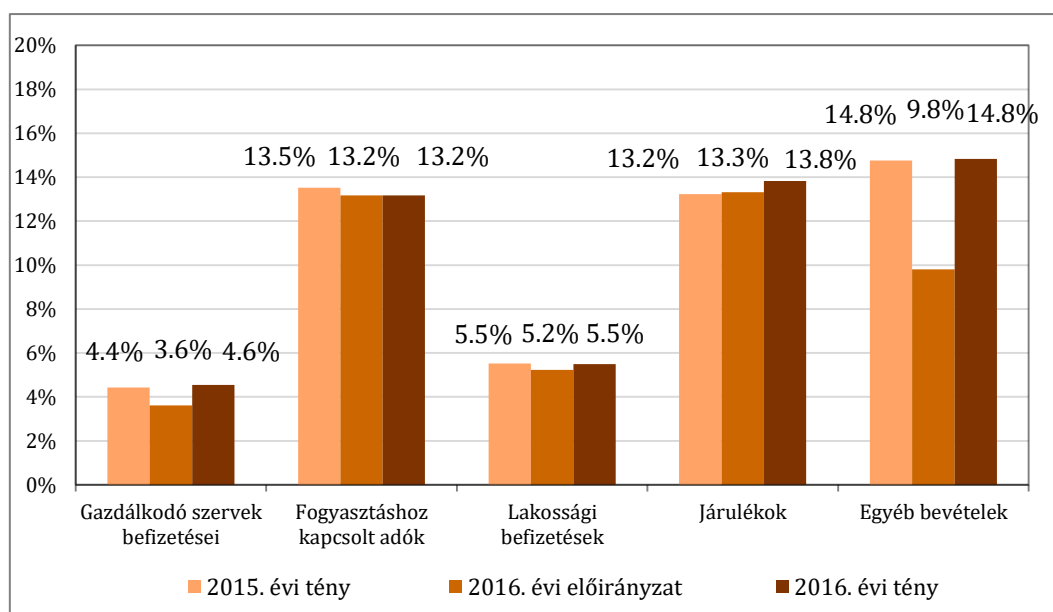
A **fogyasztáshoz kapcsolt adók** esetében valamivel differenciáltabb képet kapunk, hiszen az előző évhez képest 0,27 százalékkal emelkedtek meg a bevételek, ami miatt a 2016. évi módosított előirányzatnál 70,5 milliárd forinttal kevesebb bevétel áramlott be. Ez javarészt az általános forgalmi adó 0,14 százalékos és a jövedéki adó 1,35 százalékos emelkedésének

együttes hatása (a 2015. évhez viszonyítva). Mindehhez hozzá kell tennünk, hogy a tavalyi évben az általános forgalmi adó kulcsa több esetben is csökkent – míg a jövedelemadó esetében éppen nőtt az adóteher mértéke (üzemanyag, dohányáru) –, ami miatt a szakértők által várt adókiesést éppen tompítani tudta a fogyasztásbővülés, azonban a 2016-os módosított előirányzatot nem tudta az áfa alsora teljesíteni.

A gazdasági konjunktúra élénkülésének és a hazai fogyasztás felívelésének köszönhetően a hazánkban működő vállalkozások termelése is emelkedett az elmúlt évben. A vállalkozói tevékenység bővülése nyomon követhető a bevételi oldal **„gazdálkodó szervezetek befizetései”** sorokon, ami 5,8 százalékkal (87,3 milliárd forinttal) alakult magasabban, mint a 2015-ös adat. Emögött nagy szerepet játszik a megemelkedett társaságiadó-bevétel és az egyéb központosított bevételek. A társasági adó alorán az egy évvel korábbihoz képest 24,5 százalékkal nagyobb összeg folyt be (134,3 milliárd forinttal), köszönhetően a növekedési adóhitel kedvezménynek. A 2015-ben igénybe vett növekedési adóhitel kedvezményt 8 egyenlő részletben kell visszafizetniük az érintetteknek az igénybevételt követő két évre szétosztva. Az egyéb központosított bevételek (ugyanebben a viszonylatban) 9 százalékkal (35,3 milliárd forinttal) emelkedtek, a növekedés az útdíjhasználati bevételekből táplálkozott.

A pontos összehasonlíthatóság érdekében az egyes adóbevételeket a GDP arányában ábrázoltuk.

33. ÁBRA: AZ EGYES ADÓBEVÉTELEK ALAKULÁSA A GDP SZÁZALÉKÁBAN



Forrás: MÁK

Ahogy az Magyarország Kormánya a tavalyi év végén bejelentette, 2016 valóban az otthonteremtés és az adócsökkentés éve lett. Az általános forgalmi adó és a személyi jövedelemadó kulcsának csökkentése egyrészt (változatlan adóalapot feltételezve) az

adóbevételeket mérséklük, másrészt a gazdasági növekedést stimulálják, ami az adóalapot emeli. A 33. ábrán láthatjuk, hogy a gazdasági növekedés adóbevétel-generáló hatása nagyobbak bizonyult, mint az adóteher csökkentéséből fakadó bevételkiesés. Így 2015-ben a költségvetés adó- és járulékbevétele a GDP 36,7 százalékára rúgott, míg 2016-ban ugyanilyen viszonyításban ez az érték már elérte a 37 százalékot.

Kiadások

A kiadási oldal főösszege közel azonosan alakult a megelőző évvel, azonban a kiadások éven belüli dinamikájára ez már nem mondható el. A 2016-os év második felét költségvetési szempontból az uniós forrásokhoz kapcsolódó kiadások dominálták, azonban a többi tétel dinamikája jóval elmaradt tőlük. Ennek köszönhetően az év utolsó két hónapjában a kormányzat már nagy bizonyossággal meg tudta becsülni az államháztartási mozgásterét. Ennek köszönhetően a november–decemberi időszakban közel 600 milliárd forintnyi előirányzat-átcsoportosításról született döntés, így pedig több olyan intézkedés is megvalósulhatott, amire csak később került volna sor. A módosult forráselosztásnak köszönhetően – és részben annak, hogy az egész évi adatok birtokában vagyunk –, úgy gondoltuk, az alsorok egyenként való ismertetése helyett célravezetőbb a megvalósult költési célokról megemlékezni.

A 2016-os év első nagy intézkedései között szerepelt a családok otthonteremtési kedvezményének átalakítása, amivel a gyermekes családok a korábbinál is nagyobb segítséget kaptak az otthonteremtéshez. A lakásépítési támogatások sor tudósít a megemelkedett igénybevételről, 2016 egészében 35,5 százalékkal (38,9 milliárd forinttal) több támogatást utalt ki a költségvetés, mint a megelőző évben.

Az Európai Uniótól érkező pályázati források a kormányzat előzetes ígérete szerint az év második felében kezdtek élénkülni. A pályázati folyamatok kötöttsége miatt a kormányzat úgy döntött, hogy a költségvetés terhére több forrást is megelőlegez, amik még nem érkeztek meg a bizottságtól. A döntésnek köszönhetően a pályázatok kiírása felgyorsulhatott, és a források folyósítása előbb végbemehetett, mint az egyébként lehetséges lett volna. Így 2016 végén a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok bevételei és kiadásai is megközelítették az egy évvel korábbit, aminek jelentősége azért is nagy, mivel a 2015-ös évben óriási forrásdömping volt. Ez jelenti azt is, hogy a 2016-os módosított előirányzatot az év végi célszámok jelentősen felülmúlták. Az előirányzathoz képest a bevételek 64,4 százalékkal (1346,9 milliárd forinttal), a kiadások 31,2 százalékkal (2070,2 milliárd forinttal) teljesültek magasabban.

Az állami vagyonnal kapcsolatos kiadások 29,2 százalékkal (85,4 milliárd forinttal) nőttek, ami az állami tulajdonú társaságokkal összefüggő kiadások, illetve az állami vagyonnal kapcsolatos ingatlan beruházások határoznak meg. Ide tartozik az Eximbank Zrt. tőkehelyzetének javítása érdekében novemberben véghezvitt 28,5 milliárd forintos

tőkeemelés és a Nemzeti Fejlesztési Minisztérium számára decemberben megítélt 20 milliárd forintnyi extra forrás a tulajdonosi joggyakorlással kapcsolatos kiadások céljára. Mindezek mellett a Modern Városok Program keretében történő beruházások, fejlesztések kapcsán közel 36 milliárd forintnyi előirányzat átcsoportosításáról született döntés.

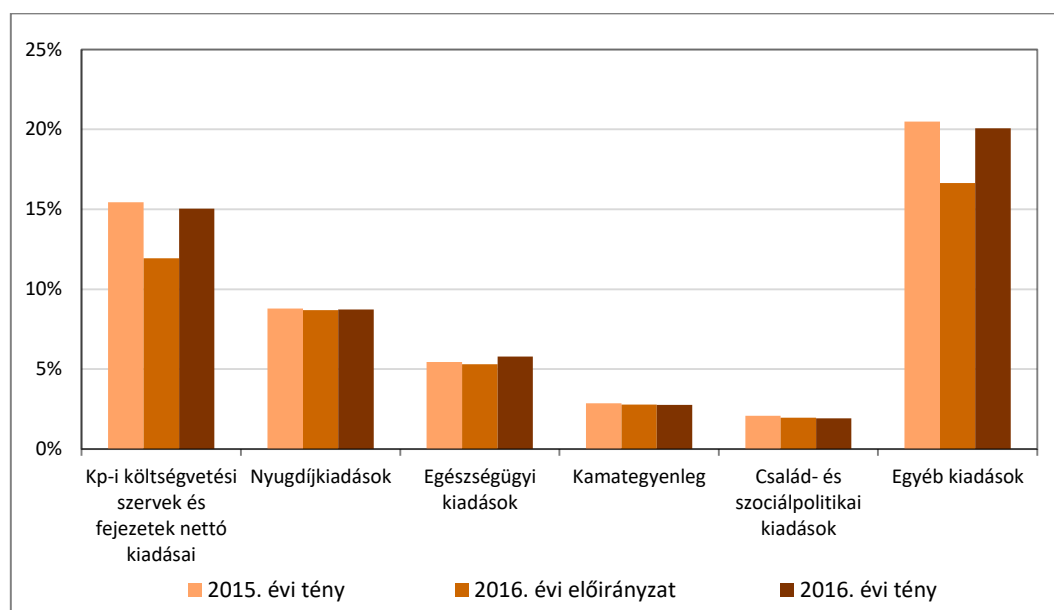
Az előirányzat-átcsoportosítások több felvonásban érintették az oktatás területeit. Többletforrást ítétek meg az óvodafejlesztésekre (9 milliárd forint), köznevelési célok megvalósítására (31 milliárd forint) és a felsőoktatással kapcsolatos vagyongazdálkodási feladatok ellátására (24 milliárd forint).

Az oktatási intézmények fejlesztésén, adósságrendezésén túl az egészségügyi intézmények adósságrendezésére is költött az állam. Az Egészségügyi Alap számára először 70, majd további 13 milliárd forintnyi többletforrást csoportosítottak át kormányrendeletekkel.

A Magyar Államkincstár részére egyedi döntés nyomán 48 milliárd forintot utaltak át, ami a nyugdíjasok és más egyéb ellátásban részesülők számára megítélt, 10 000 forint értékű Erzsébet-utalvány fedezetére szolgált.

Egyes települések önkormányzatok feladatainak támogatása érdekében a helyi önkormányzatok támogatásai alsorra 49 milliárd forintnyi többletforrást csoportosítottak át.

34. ÁBRA: EGYES KIADÁSI TÉTELEK ALAKULÁSA A GDP ARÁNYÁBAN



Forrás: MÁK

Kamategyenleg és államadósság

2016-ban a kamatbevételek 148,6 milliárd forintot tettek ki, ami 83,9 milliárd forinttal kevesebb, mint egy évvel korábban. A kamatkiadások szintje elérte az 1118,2 milliárd forintot, ami 87,5 milliárd forinttal alacsonyabb, mint 2015-ben. A bevételi és kiadási oldal eredőjeként a kamategyenleg 969,6 milliárd forintnyi nettó kamatkiadást eredményezett,

ami 3,6 milliárd forinttal kevesebb, mint a megelőző évben. A kamategyenleg a 2016. évi módosított előirányzathoz képest 3,6 milliárd forinttal kedvezőbben alakult.

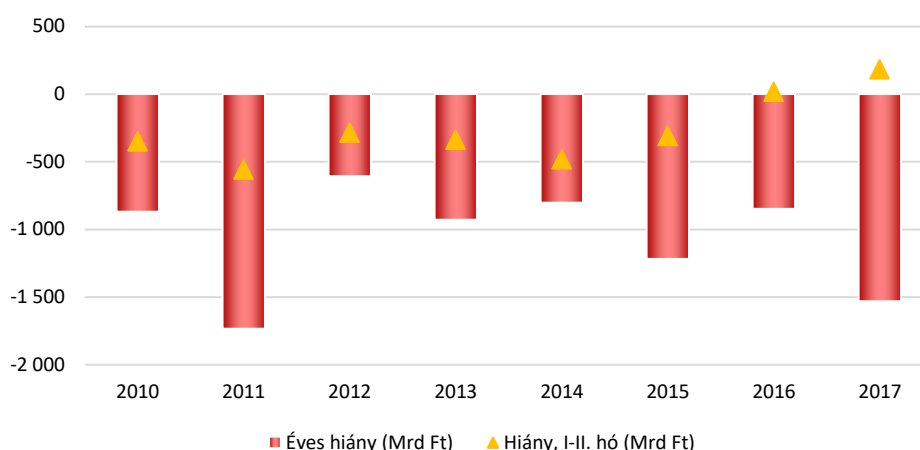
Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számításba vett (maastrichti) adóssága 2016 végén 25 922 milliárd forint volt (GDP 74,1 százaléka), szemben az egy évvel korábbi 25 403 milliárd forinthez képest. A központi alrendszer devizaadósságának részaránya – az adósságfinanszírozás kockázatainak mérséklése érdekében – a 2015. év végi 31,3 százalékos szintről 24,6 százalékra csökkent a teljes adósságon belül. 2016. december 31-én a maastrichti adóssággráta 74,1 százalékon állt az egy évvel korábbi 74,7 százalékos érték után.

Az államháztartási helyzet prognózisa - 2017

Az év első két hónapjában az államháztartás központi alrendszere 180,4 milliárd forint többlettel zárt. A központi alrendszer kiemelkedő eredménye a központi költségvetés 144,2 milliárd forintos, illetve a társadalombiztosítás pénzügyi alapjainak 48,4 milliárd forintos többletéből és az elkülönített állami pénzalapok 12,2 milliárd forintos hiányából adódik. Az első kéthavi teljesüléshez a februári egyenleg a maga 57 milliárd forintos többletével járult hozzá.

Az idei és a tavalyi év eredményét összehasonlítva ismét a magasabb – főképp az általános forgalmi adóból és a személyi jövedelemadóból származó – bevételek játszottak döntő szerepet a kedvező egyenleg alakulásában. A kiadási oldalt az előző évhez képest leginkább az EU költségvetéshez való alacsonyabb hozzájárulás, az alacsonyabb szinten teljesülő egyedi és normatív támogatások valamint az elkülönített állami pénzalapok támogatásai mérsékeltek, az állami szervek kiadásai és a lakásépítési támogatások növelték. Emellett az év első két hónapjában 100 milliárd forintos egyszeri bevétele is volt a költségvetésnek a Földet a gazdáknak programhoz kapcsolódóan, az uniós támogatások utólagos megtérülése sorra pedig februárban 30 milliárd forintnyi forrás érkezett.

35. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ KÉTHAVI HIÁNYÁNAK ALAKULÁSA 2010 ÉS 2017 KÖZÖTT



Forrás: NGM, MÁK

A fejezet következő részében a rendelkezésre álló első két havi részletes adatokat az éves módosított előirányzattal és a megelőző év azonos időszakával hasonlítjuk össze. A 2017. év egészére vonatkozó költségvetési előrejelzésünket az adatok áttekintésével párhuzamosan tesszük, az azonosított (pozitív és/vagy negatív) kockázatokat és azok becsült mértékét részletesen taglaljuk. Tekintve, hogy a januárfebruári adatokból megalapozott következtetéseket nem lehet levonni, ráadásul az elmúlt évekhez hasonlóan a kiadások és a bevételek teljesülésének időben eltérő eloszlása miatt a hiány pályájának lefutása idén sem időarányos, éves prognózisunkat a 2016. évi tényadatokra, valamint az aktualizált makrogazdasági modellünkre építve készítettük.

Bevételek

A központi alrendszer második havi halmozott bevétele 2775,3 milliárd forint volt 262,7 milliárddal haladja meg a tavalyi év februárjáig beérkező összeget. A megnövekedett bevétel beáramlás a központi költségvetés többletbevételeiből fakad.

A bázisév azonos időszakához viszonyítva a gazdálkodói szervek befizetései 9 százalékkal (18,4 milliárd forinttal) emelkedtek, ami leginkább az egyéb központosított bevételekre vezethető vissza. A tavalyi év azonos időszakához viszonyítva az *egyéb központosított bevételek* 17,1 százalékos bevétel növekedést (101 milliárd forint) produkáltak.

A Brent kőolaj árának lassú emelkedését a bányajáradék soron elkönyvelt 6,3 milliárd forintnyi bevétel is tükrözi, ami év/év összehasonlításban 47,7 százalékos bővülést jelent. Az elmúlt év utolsó negyedében elfogadott változtatások értelmében a kisadózók tételes adója (kata) és a kisvállalati adó (kiva) igénybevételének a feltételei is módosultak. A gazdasági tárca várakozásai szerint az intézkedés a kata esetében akár 30 ezer új adóalany átigazolását is kiválthatja. Az adónemek közötti váltás nagyobb része decemberben

megtörtént, ami a kata adóbevételeinek 29,8 százalékos (3,6 milliárd forintos) emelkedését (év/év) magyarázhatja.

Tekintetbe véve a gazdálkodószervezetek befizetésére vonatkozó változásokat, az előirányzatot felülbecsültnek tartjuk, 24 milliárd forintos negatív kockázatot azonosítunk. A kedvező makrogazdasági pályából adódó pozitív hatást ideiglenesen ellensúlyozzák az adópolitikai lazítások. Az alábbi négy hatást számszerűsítettük előrejelzésünkben:

- ***A 2015. évben igénybe vett növekedési adóhitel kedvezmények felét 2017-ben kell visszafizetnie a vállalatoknak, ami így előrejelzésünk szerint az előirányzatot felül még 44 milliárd forinttal megemeli a társaságiadó-bevételeket.***
- ***A 2017. évi adócsomag egyik legsarkalatosabb pontja a társasági adó kulcsának csökkentése, ami alapján a jelenlegi 10, illetve 19 százalékról egységesen 9 százalék lesz jövőre a társasági adó mértéke. Ennek megfelelően a vállalkozói szja is egységesen 9 százalékra csökken. A Nemzetgazdasági Minisztérium nyilvánosságra hozott számításai szerint ez 145 milliárd forintos bevételkiesést jelent a költségvetésnek.***
- ***A 2016. évi becslésünk kivetítésekképp az egyéb központosított bevételek sort (56 milliárd forinttal) is felfelé korrigáltuk. Az olajárszint alakulásában az idei év második felében megvalósult trend folytatódására számítunk, enyhe emelkedéssel, ezért az előirányzott bányajáradékot 6 milliárd forinttal felfelé korrigáltuk.***
- ***A kisvállalati adónemek (kata, kiva) átalakításának célja a hazai adórendszer finomhangolása volt. Az intézkedés hatására az adónemek közötti átrendeződésre és az érintett vállalatok adóterheinek csökkentésére számítunk. Az intézkedést kiegészíti az online pénztárgépek kiterjesztése, így január 1-jétől olyan tevékenységi körök esetében is kötelező az eszközök használata, mint a plasztikai sebészek, taxisok, pénzváltók, fitnesztermek, illetve különböző, fizikai közérzetet javító szolgáltatók (például: szoláriumok). A két intézkedéshez gazdasági fehéredés társulhat, ami az adóbevételek emelkedését hozhatja (15 milliárd forint).***

A fogyasztásiadó-bevételek a tavalyi év azonos időszakához képest 9,5 százalékkal emelkedtek. Az általános forgalmi adóra egyidejűleg két ellentétes irányú változás fejt ki hatását. Az elmúlt évek fogyasztásbővülése idén is folytatódik, ami egyrészt a foglalkoztatotti létszám bővülésének, másrészt a reálbérek nagy ütemű emelkedésének köszönhető. A fogyasztásbővülés adóbevétel-generáló hatását ellensúlyozza az idei évben bevezetett adókulcs-csökkentés. 2017-ben több termékfajtát érintő áfakulcs csökkentés lépett hatályba, így 27-ről 18 százalékra mérséklődik az éttermi étkezés és az internet szolgáltatás áfakulcsa, 5 százalékra pedig a friss tej, a baromfi és a tojás adókulcsa. A gyakorlati tapasztalatok alapján az adóteher-csökkenést kezdetben közel teljesen a fogyasztók élvezik, majd a fogyasztói ár lassan emelkedik. Így összességében az adókulcs-csökkenést egy kisebb fogyasztásélénkülés és adóbevétel-kiesés kíséri.

A két hatás az általános forgalmi adó beáramlásában is nyomon követhető, a sor 11,6 százalékkal (55,9 milliárd forint) múlja felül a bázisidőszaki bevételeket. Az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva 2,7 százalékkal (3,5 milliárd forinttal) bővültek a jövedéki adó bevételei.

A fogyasztásiadó-bevételek esetében pozitív kockázatot prognosztizálunk, várakozásaink szerint az éves teljesülés 29 milliárd forinttal haladhatja meg az előirányzatot.

- ***Az általános forgalmi adó és a jövedéki adó esetében is az elmúlt évi teljesüléseket vetítettük ki az idei év egészére, majd a kapott eredményt az idén bevezetett intézkedéssel korrigáltuk. A fogyasztásbővülés adóbevétel-generáló hatása mellett figyelembe kellett vennünk a felsorolt termékköröket érintő áfakulcs csökkentést is. Így 2017-ben az áfabevételek 32 milliárd forintos alulteljesülését várjuk.***
- ***A jövedéki adó esetében emelés történik.***
 - ***Az új szabályozás értelmében, ha a kőolaj világpiaci ára az 50 dolláros küszöbérték alá csökken, akkor automatikusan magasabb jövedéki adó terheli az üzemanyagokat: a gázolaj közterhe literenként 10, a benziné 5 forinttal lesz nagyobb.***
 - ***A dohánytermékek jövedéki adóját 2017 végéig, három lépésben összesen 29 százalékkal kell megemelni uniós előírások miatt, ezért januártól a jelenlegi 15 700 forint/ezer szál tételes adó 16 200 forintra emelkedik, a minimumadó az ezerszállankénti 28 400-ról 28 800 forintra nő.***

Az adóteher emelése és az adott makrogazdasági környezet miatt a soron 44 milliárd forintos felülteljesülést várunk.

- ***Az egyéb fogyasztási adók kapcsán az előirányzaton felül további 17 milliárd forint bevételt prognosztizálunk.***

A lakosság befizetéseinél, hasonlóan a fogyasztási adókhoz, szintén folytatódik az előző év kedvező gazdasági trendje. A növekvő foglalkoztatásnak és az emelkedő bruttó béreknek köszönhetően a lakosság befizetései 6,4 százalékkal (21,6 milliárd forinttal) magasabban teljesülnek az egy évvel korábbi értékénél.

Az idei évben folytatódott a családi adókedvezmény emelése – a két gyermek után járó összeg (gyermekenként) havi 12,5 ezer forintról 15 ezer forintra emelkedik. Az intézkedés személyi jövedelemadót csökkentő hatását ellensúlyozza a minimálbér és a garantált bérminimum emelésének adóbevétel-generáló hatása. Összességében a lakossági befizetéseknél 167 milliárd forintos többletbevételre számítunk, 148 milliárd forint többletre a személyi jövedelemadó során és 19 milliárd forintra az egyéb lakossági befizetések kapcsán.

2016 utolsó negyedében két olyan gazdaságpolitikai intézkedést is elfogadott a kormányzat, ami a feszes munkaerőpiacnak köszönhetően a foglalkoztatást kevésbé, míg a bruttó béreket erőteljesen érintik. Ezek szerint 2017-ben a minimálbér 15, a garantált bérminimum 25 százalékkal emelkedett, és a szociális hozzájárulási adó – a korábbi 27-ről – 5 százalékponttal csökkent. Egyrészt a fennálló munkaerőpiaci helyzet miatt nem kell a munkanélküliség emelkedésére számítani, inkább a megnövekvő bérkülönbségek miatt a közfoglalkoztatottak nagyobb arányú átlépésére a versenyszférába. Másrészt kutatásaink szerint a bérintézkedéseknek köszönhetően azokra is hatással lesz a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, akiket közvetlenül nem érint egyik sem. Tehát a foglalkoztatotti létszám bővülésével és a munkaerőpiac kismértékű átrendeződésével a bruttó bérek erőteljes emelkedése növeli a szociális hozzájárulási adó alapját, míg annak kulcsa 22 százalékra csökkent. A két hatás eredőjeként 2017-re összesen 358 milliárd forint kiesést prognosztizálunk az éves előirányzathoz képest.

Kiadások

A központi alrendszer február havi halmozott kiadásai 2594,9 milliárd összegben teljesültek, ez 97,3 milliárd forinttal magasabb, mint az elmúlt év azonos időszakában. Az emelkedés legnagyobb részét a központi költségvetés – azon is belül a költségvetési szervek és fejezeti az alrendszer mindhárom nagy alkotóegységén nyommal követhető.

Az egyedi és normatív támogatások, a közszolgálati műsorszolgáltatás és a szociálpolitikai menetdíj-támogatás kiadása közel azonos az elmúlt év februárig kifizetett nagyságával. A lakásépítési támogatások 9,1 milliárd forinttal emelkedtek (64,1 százalékos növekedés), ami a 2016 januárjában megújult családok otthonteremtési kedvezményének kibővülése magyaráz.

A Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap korhatár alatti ellátások alsora a bázisidőszakhoz képest 6,2 milliárd forinttal (28,3 százalékkal) csökkent, ami az ellátásra jogosultak számának csökkenésével magyarázható. A kedvezményezettek egyre nagyobb hányada tölti be az öregségi nyugdíj korhatárát.

A helyi önkormányzatok 2017. évi feladataihoz a hatályos költségvetési törvény 641,1 milliárd forint állami támogatást biztosít, amely a tavalyi évi módosított előirányzatnál 33,2 milliárd forinttal alacsonyabb. Ennek oka, hogy 2017. január 1-jétől a 3000 lakos feletti településeken működő köznevelési intézmények működtetési feladata átkerült az állami intézményfenntartóhoz, annak finanszírozásával együtt.

A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok alakulása

Költségvetési szervek egyenlege

2017 első két hónapjában a központi költségvetési szervek bevételei 27,6 százalékkal, azaz 63,9 milliárd forinttal alakultak magasabban, mint a megelőző év azonos időszakában. Az intézmények bevételei közül a következő jelentősebb tételek emelhetők ki:

- 109,4 milliárd forint az Országos Egészségbiztosítási Pénztár által az intézményeknek utalt támogatás;
- 30,8 milliárd forint jóváírás a Belügyminisztérium és a Honvédelmi Minisztérium intézményeinél a Belügyminisztérium „Terrorellenes intézkedések megvalósításához kapcsolódó kiadások” törvénysorról;
- 30,6 milliárd forint a 2014–2020 közötti kohéziós politikai operatív programok előirányzat-felhasználási számlájáról közvetlenül érkezett bevétel több intézmény részére, különböző projektek támogatási előlegeként; valamint
- 5,8 milliárd forint az egészségügyi intézmények és a rehabilitációs intézetek munkavállalói február havi béremelésének fedezete az Emberi Erőforrások Minisztériuma fejezetnél.

A két év időarányos teljesülése közötti eltérést többek között a Belügyminisztérium fejezet „Terrorellenes intézkedések megvalósításához kapcsolódó kiadások” törvénysorról, illetve a 2014–2020 közötti kohéziós politikai operatív programok előirányzat-felhasználási számlájáról közvetlenül érkezett bevételek magyarázzák.

A központi költségvetési szervek kiadásai az év első két hónapjában 704,5 milliárd forintot tettek ki, ami 12,1 százalékkal haladta meg az elmúlt év azonos időszakának eredményét. A kiadások legnagyobb része személyi jellegű kiadásokra ment el (459,4 milliárd forint), továbbá a Honvédelmi Minisztérium egyes kiadásait fedezték a sorról.

Szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok (hazai) egyenlege

A szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok hazai forrásból származó bevételei 14,2 milliárd forintot tettek ki, így 55,3 százalékkal magasabban teljesülnek, mint egy évvel korábban. A bevételek túlnyomó többségét (11,1 milliárd forintot) az uniós fejlesztések operatív programjai előirányzat felhasználási keretszámlájára a lebonyolítási számlákról visszautalt összegek teszik ki. Az alsorhoz kapcsolódó kiadások az év első két hónapjában összesen 248,8 milliárd forintot tettek ki, ami 5,3 százalékkal elmarad a bázisidőszak adatától. Érdemes megemlíteni a legjelentősebb tételeket:

- 32,2 milliárd forint a „Terrorellenes intézkedések megvalósításához kapcsolódó kiadások” törvénysorról kifizetett összeg;

- 51,5 milliárd forint kifizetés a normatív finanszírozásra (köznevelési célú humánszolgáltatás és működési támogatás, nem állami felsőoktatási intézmények támogatása, hit- és erkölcstanoktatás, tankönyvtámogatás, köznevelési szerződések, szociális célú humánszolgáltatások támogatása);
- 17,1 milliárd forint az autópálya rendelkezésre állási díj a Nemzeti Fejlesztési Minisztériumnál;
- 10,5 milliárd forint folyósítása az „Egyházi alapintézmény-működés, szja rendelkezés és kiegészítése” törvénysorról az Emberi Erőforrások Minisztériumánál.

Szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadásainak egyenlege

Az uniós előirányzatokon február végéig 7,5 milliárd forint bevétel keletkezett, 17,4 milliárd forinttal kevesebb, mint egy évvel korábban. Az időarányostól eltérő teljesülés oka, hogy a 2016 végén teljesített kiadásokhoz tartozó bevételek beérkezése nagyrészt az év második felétől várható, és az idei év folyamán bevételek nagyrészt már csak a 2014–2020 közötti időszak operatív programjai tekintetében érkeznek. A 2017. év első hónapjában realizált bevételek túlnyomó része a 2014–2020 közötti időszak Vidékfejlesztési Programjához kapcsolódóan érkezett. A sor kiadásai 153,3 milliárd forinton teljesültek, ami a tervezetnek megfelelően alakul.

A költségvetési előrejelzés gyakorlata szerint, míg a bevételeknél – leginkább az adóbevételeknél – alapozhatjuk az előrejelzésünket az idősoros adatokra, addig a kiadási oldal esetében ez egyáltalán nem igaz. A kiadások között is elkülöníthetünk jól kalkulálható, rendszeresen felmerülő kiadásokat, amelyeknek kiszámítható pályájuk van, és nehezen előre jelezhető – többnyire egyszeri vagy egyéb döntésektől függő, gyakorta változó – tételeket. Éppen ezért a kiadási oldalon számszerűsített kockázatokat az átláthatóság érdekében nem a címsorokhoz kapcsolva, hanem külön-külön mutatjuk be.

Szociálpolitikai menetdíj támogatás: az elmúlt évek tapasztalatai azt mutatják, hogy a célra elkülönített keretet nem teljes mértékben használják fel, így 10 milliárd forinttal felülbecsültnek tartjuk az előirányzatot.

Nyugdíjkiadások: az üzemanyagárak hosszú ideig tartó stagnálás után az elmúlt hónapokban ismét emelkedésnek indultak, ez és egyéb külső hatások eredményeként makrogazdasági előrejelzésünk magasabb inflációt tartalmaz, mint az a makrogazdasági alappálya, ami a költségvetést megalapozza, valamint szerepet játszik a nyugdíjak megállapításában. Mivel az éves nyugdíjemelések esetében az állam vállalja a nyugdíjjövedelmek vásárlóerejének megtartását, így várakozásunk szerint az előirányzatnál 30 milliárd forinttal magasabban alakulnak majd a nyugdíjkiadások.

Start Munkaprogram: a szociális hozzájárulási adó alakulásánál már bemutatott munkaerőpiaci folyamatoknak köszönhetően előrejelzésünkben a közfoglalkoztatottaknak az elmúlt éveknél nagyobb arányú átlépését várjuk a versenyszférába. Ennek köszönhetően a

költségvetésnek megtakarítása keletkezik a Start Munkaprogram kiadásai során, amit az év egészére 123 milliárd forint pozitív kockázatként határoztunk meg.

Budapest2024: 2017 februárjában Budapest és a MOB visszavonta hazánk jelentkezését a 2024-es nyári olimpiai játékok megrendezésére. A döntés értelmében az előirányzatban szereplő, közvetlenül a megrendezéshez kapcsolódó 37 milliárd forintnyi kiadásra nem kerül sor az idei évben.

Kamategyenleg

A kamatbevételek az év első két hónapjában 17,2 milliárd forintos szintet értek el, a kamatkiadások pedig 112 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkiadás összességében 94,8 milliárd forinton állt. A halmazott februári kamategyenleg 13,2 milliárd forinttal lett magasabb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva, ami a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutásával magyarázható.

Az államadósság forint–deviza arányából és a fix–változó arányból készített becslésünk mellett figyelembe vette intézetünk a megújuló kötvényeket és a teljes hátralévő futamidőt, így 2017-re 28 milliárdos nettó kamatkiadás-emelkedést várunk az előirányzathoz képest.

Egyenleg és államadósság

A 2017. évi költségvetésben szereplő bevételi és kiadási előirányzatok vizsgálata után a költségvetési törvényben előirányzott 2,4 százalékos GDP-arányos deficit mellett szemben 0,1 százalékos eltéréssel számolunk, prognózisunk 2,3 százalékos hiányt tartalmaz.

5. táblázat: A 2017-es költségvetést övező kockázatok (eltérés az egyenlegtől)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	-24	-0,06%
Fogyasztási adók	29	0,08%
Lakossági befizetések	167	0,45%
Állami vagyon	100	0,27%
Szociális hozzájárulási adó	-358	-1,60%
Bevételi oldali kockázatok	-86	-0,23%
Szociálpolitikai meneti díjtámogatás	-10	-0,03%
Nyugdíj kiadások	30	0,08%
Start Munkaprogram	-123	0,28%
Budapest2024	-37	-0,20%
Kiadási oldali kockázatok	-140	-0,38%
Nettó kamatkiadások	-28	-0,08%

Összesen	26	0,07%
-----------------	-----------	--------------

Forrás: Századvég-számítás

A Magyarország 2017. évi központi költségvetéséről szóló 2016. évi XC. törvény legfontosabb sarokszámai a következők:

- az államháztartás központi alrendszerének bevételi főösszegét 17 431,3;
- kiadási főösszegét 18 597,7;
- hiányát 1166,4 milliárd forintban határozta meg.

2016-tól az államadósságnak már nemcsak az Alaptörvénybe foglalt, változatlan árfolyamon számolt, bruttó GDP-arányos ráta csökkenésének kell megfelelnie, hanem az Európai Unió egyhuszados szabályának is eleget kell tennünk. Ennek a szabálynak az értelmében az államadósság teljes hazai össztermék 60 százalékát meghaladó részének egyhuszadával kell csökkenteni a GDP-arányos államadósságot. Intézetünk előrejelzése szerint a 2016. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a költségvetési hiányra vonatkozó, a KESZ-állomány 2016. december 31-i szintjével kalkulálva – 2017 végére a GDP 72,6 százalékára csökkenhet. Ez a fent említett államadósság-szabályok mindegyikének eleget tesz.

Táblázatok

6. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban

	2016		2017			
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
Bruttó hazai termék (volumenindex)	2,0	3,6	3,4	3,6	3,8	3,6
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	4,9	4,6	5,5	4,8	5,5	5,1
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	-14,7	5,0	9,6	4,2	6,0	6,2
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	5,8	5,3	2,3	5,8	6,9	5,1
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	5,8	4,4	3,4	6,2	8,7	5,7
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	9,9	2,5	2,4	3,0	2,0	9,9
Fogyasztóiár-index (%)	0,4	2,7	2,6	2,5	2,2	2,5
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Munkanélküliségi ráta (%)	5,1	4,5	4,4	4,4	4,3	4,4
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	6,2	10,1	12,1	11,6	11,6	11,4
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,9	–	–	–	–	4,8
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	5,4	–	–	–	–	7,9
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	1,7	–	–	–	–	2,3
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9	1,8

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

7. táblázat: Az előrejelzés változása az előző negyedévhez képest

	2017		
	2016. december	2017. március	változás
Bruttó hazai termék (volumenindex)	3,6	3,6	0,0
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	5,6	5,1	-0,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	4,8	6,2	1,5
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	5,8	5,1	-0,7
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	7,0	5,7	-1,4
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	9,2	9,9	0,7
Fogyasztóiár-index (%)	2,0	2,5	0,5
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	0,9	0,9	0,0
Munkanélküliségi ráta (%)	4,8	4,4	-0,4
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	10,7	11,4	0,7
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,3	4,8	0,5
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	7,3	7,9	0,6
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	2,1	2,3	0,2
GDP-alapon számított külső kereslet	1,6	1,8	0,2

Forrás: Századvég-számítás