

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

**2016. március**

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

*A tanulmány a Költségvetési Tanács megbízásából készült.*

*A jelentést Regős Gábor tudományos munkatárs szerkesztette.*

*A jelentés egyes részeit készítette: Isépy Tamás, Kutasi Gábor, Mándli Marinetta, Quittner Péter, Pálvölgyi Zsigmond és Regős Gábor.*

*A felhasznált adatbázis március 8-án zárult le. A kiadványban megjelenő előrejelzés módszertana megtalálható a Statisztikai Szemle 89. évfolyamának decemberi számában (Balatoni András – Mellár Tamás [2011]: Rövid távú előrejelzésre használt makroökonometriai modell. 1213–1241. oldal).*

# Tartalomjegyzék

|                                                                                                                     |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Előszó .....</b>                                                                                                 | <b>1</b>  |
| <b>Vezetői összefoglaló .....</b>                                                                                   | <b>2</b>  |
| <b>Nemzetközi Környezet .....</b>                                                                                   | <b>5</b>  |
| <i>Az EU és az USA növekedési teljesítményének különbsége szinte nullára csökkent.....</i>                          | <i>5</i>  |
| <i>Az EKB agresszív lépései következtében tovább lazulhat az európai monetáris környezet...</i>                     | <i>7</i>  |
| <i>A gazdaság bővülése tovább csökkentheti az uniós adósságrátát .....</i>                                          | <i>10</i> |
| <i>Növekedési áldozattal járhat a szigorú német fiskális politika .....</i>                                         | <i>15</i> |
| <b>A magyar gazdaság jelenlegi helyzete és rövid távú kilátásai .....</b>                                           | <b>17</b> |
| <i>Az újonnan beérkező adatok a vártnál nagyobb növekedést mutatnak .....</i>                                       | <i>19</i> |
| <i>2,9 százalékkal nőtt a magyar gazdaság 2015-ben .....</i>                                                        | <i>19</i> |
| <i>Tovább nőtt a foglalkoztatottság .....</i>                                                                       | <i>23</i> |
| <i>Továbbra is alacsony infláció jellemzi a magyar gazdaságot .....</i>                                             | <i>26</i> |
| <i>Alacsony szinten a jegybanki alapkamat.....</i>                                                                  | <i>29</i> |
| <i>A GDP növekedése 2,4 százalék lehet 2016-ban .....</i>                                                           | <i>37</i> |
| <i>Feltevéseink alakulása az alappályán .....</i>                                                                   | <i>37</i> |
| <i>Idén a fogyasztás húzhatja a magyar gazdaságot .....</i>                                                         | <i>40</i> |
| <b>A külső és belső egyensúlyi helyzet értékelése és várható alakulása .....</b>                                    | <b>47</b> |
| <i>Csökkenő államadósság .....</i>                                                                                  | <i>48</i> |
| <i>2015-ben a vártnál alacsonyabb lett a hiány .....</i>                                                            | <i>48</i> |
| <i>Többlettel zárt 2016 első két hónapjában a költségvetés .....</i>                                                | <i>51</i> |
| <i>A 2017-es költségvetés sarokpontjai .....</i>                                                                    | <i>56</i> |
| <i>A hozamgörbe laposabb lett .....</i>                                                                             | <i>59</i> |
| <i>Nőtt a folyó fizetési mérleg egyenlege 2015 III. negyedévében.....</i>                                           | <i>62</i> |
| <b>A Kormány, az Európai Bizottság, az MNB és a Századvég Gazdaságkutató Zrt. előrejelzéseinek összevetése.....</b> | <b>67</b> |
| <b>Kockázati forgatókönyvek.....</b>                                                                                | <b>72</b> |
| <i>Fellendülő világgazdaság .....</i>                                                                               | <i>72</i> |

|                                             |           |
|---------------------------------------------|-----------|
| <i>Drasztikusan emelkedő olajárak .....</i> | <i>74</i> |
| <b>Táblázatok .....</b>                     | <b>76</b> |

## Előszó

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

A tanulmányban található előrejelzés adatbázisa 2016. március 8-án zárult le, így előrejelzésünk alappályája valamint az optimista és pesszimista forgatókönyv az addig beérkezett statisztikai adatokra támaszkodnak. Ebből fakadóan a 2016. március 8. óta megjelent információkat és azok várható hatását az alappályára nem tartalmazza. Ennek fényében tehát nem kalkuláltunk (bár a tény, és az ebből következő jövőbeni alacsonyabb kamatpályát a táblázatokban megjelenítettük) a Magyar Nemzeti Bank azon döntésével, mellyel az alapkamat mértékét 2016. március 22-én 1,2 százalékra mérsékelte, valamint a jegybanki kamatfolyosó aszimmetrikus szűkítése mellett döntött. A döntés kommunikációja során a Magyar Nemzeti Bank jelezte, hogy a kamatcsökkentést a jövőben további(ak) követhetik. Ez magasabb inflációhoz, javuló külkereskedelmi mérleghez, magasabb beruházáshoz, és gyengébb forintárfolyamhoz vezethet, ám drágítja az államadósság finanszírozását.

A tanulmány időzítésének legfőbb oka, hogy a Kormány a 2017. évi költségvetési törvény tervezetét 2016. május elején kívánja benyújtani az Országgyűlés számára. Az elemzés így érdemben segítheti a Költségvetési Tanács munkáját a tervezet véleményezésekor. Ugyanakkor tanulmányunk készítésekor a Kormány még nem nyújtotta be a tervezetet az Országgyűlés számára, ezért a költségvetés várható alakulásáról nem állt módunkban részletes előrejelzést készíteni. Anyagunkban a várható makrogazdasági folyamatok és a már megismert intézkedések költségvetésre gyakorolt hatásait próbáltuk meg számszerűsíteni, a kormányzat diszkrecionális kiadási tételeinél pedig a 2015. évi T/4730., Magyarország 2016. évi központi költségvetéséről szóló törvényjavaslatban szereplő, 2019-ig tartó kitekintésre támaszkodtunk. Így a bemutatott költségvetési pálya egy technikai kivetítésnek tekinthető.

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

## Vezetői összefoglaló

A tanulmány a Költségvetési Tanács megbízásából készült azzal a céllal, hogy a költségvetési folyamatok tervezése szempontjából releváns makrogazdasági környezet várható alakulását bemutassa. A tanulmány időzítésének legfőbb oka, hogy a Kormány a 2017. évi költségvetési törvény tervezetét 2016 májusában kívánja benyújtani az Országgyűlés számára. Az elemzés így érdemben segítheti a Költségvetési Tanács munkáját a tervezet véleményezésekor. A tanulmány készítésekor a Kormány még nem terjesztette be a tervezetet az Országgyűlés elé, így a költségvetés várható alakulásáról nem állt módunkban részletes előrejelzést készíteni. Anyagunkban a várható makrogazdasági folyamatok és a már megismert intézkedések költségvetésre gyakorolt hatásait számszerűsítettük, a kormányzat diszkrecionális kiadási tételeinél pedig a 2015. évi T/4730., Magyarország 2016. évi központi költségvetéséről szóló törvényjavaslatban szereplő, 2019-ig tartó kitekintésre támaszkodtunk. Így a bemutatott költségvetési pálya egy technikai kivetítésnek tekinthető.

A Századvég Gazdaságkutató Zrt. prognózisa szerint a gazdaság növekedési üteme 2016-ban 2,4 százalék lehet, amely magasabb az uniós átlagnál, de elmarad a 2015-ös értéktől. A gazdasági teljesítményt 2016-ban elsősorban a fogyasztás és a nettó export hajthatja, míg a beruházások csökkenése fékezheti a növekedést. Számításaink szerint a magyar gazdaság idén már a potenciális szintje felett teljesíthet, vagyis a 2015 végén bezáródott kibocsátási rés 2016-ban és 2017-ben már kis mértékben pozitív lehet. A fogyasztás kiemelkedő, előrejelzésünk szerint éves szinten 3,3 százalékos bővüléséhez a lakosság magasabb rendelkezésre álló jövedelme járul hozzá. Ezt a növekvő átlagkereseteken és csökkenő munkanélküliségen kívül a kormányzat fiskális politikai lépései is okozzák, amelynek keretében csökken az szja, és növekszik a gyermekek után járó adókedvezmény a két gyermeket nevelő családok esetében. Fontosnak tartjuk kiemelni, hogy a fogyasztás bővülésére fenntartható módon, a növekvő rendelkezésre álló jövedelmek terhére kerül sor, és nem a lakosság eladósodásának folyamányaként. A beruházások csökkenését elsősorban az uniós támogatások idénre várható alacsonyabb lehívása okozza: a 2007 és 2013 közötti ciklus pályázatai már kifutottak, a 2014 és 2020 közötti ciklus lehívásai pedig fokozatosan indulnak meg. A növekedés szempontjából kockázatot jelent ugyanakkor a nettó export bővülése: a világgazdaság kisebb (például Kína fékeződő gazdasági növekedése miatt) vagy nagyobb (például az EKB lazuló monetáris politikája miatt) növekedése befolyásolhatja a magyar termékek és szolgáltatások iránti keresletet.

2017-ben a 2016-oshoz képest a magyar gazdaság növekedése kiegyensúlyozottabb és magasabb lehet. Várakozásaink szerint a GDP növekedési üteme 3 százalékos lesz. Folytatódik tehát a 2013 óta megindult növekedési trend, amely során a magyar gazdaság bővülési üteme felülmúlja az EU és az eurózóna átlagát. Ehhez 2016-tal szemben már a beruházások is pozitívan járulhatnak hozzá. A beruházások növekedését az új uniós

költségvetési ciklushoz kapcsolódó támogatások felfutása mellett a Családok Otthonteremtési Kedvezménye valamint az alacsony alapkamat is segítheti. Az előrejelzési horizont teljes hosszán további kedvező munkaerő-piaci fejleményekkel számolunk. A munkanélküliségi ráta 2016-ban 6,0 százalékra, míg 2017-ben 5,8 százalékra csökkenhet. Mindez az aktivitási ráta növekedése mellett, amely tükrében apró előrelépés történik a magyar gazdaság munkaerőpiaci strukturális javulása érdekében, azaz a jelentős mértékű hosszú távú munkanélküliség és inaktivitás okozta társadalmi terhek mérséklésében. Ezzel párhuzamosan a bruttó bérek növekedése várható, amelyhez jelentősen hozzájárul a Magyarországon egyre nagyobb mértékben tapasztalható munkaerőhiány is. Prognózisunk szerint a bruttó bérek növekedése 2016-ban 4,5, míg 2017-ben 4,7 százalék lehet, amely az alacsony infláció miatt mindkét évben reálbér emelkedést is jelent.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2016-ban és 2017-ben is pozitív, és a 2015-ösnél magasabb lehet. A magyar gazdaság GDP-arányos külső finanszírozási képessége 2016-ban a kisebb uniós forrásbeáramlás miatt az előző évinél alacsonyabb, de pozitív lesz, majd 2017-től ismét növekedésnek indulhat.

Az éves infláció és a maginfláció 2016-ban a jegybanki célszint alatt maradhat, de 2017 második felére mindkét mutató a jegybank által meghatározott  $3\pm 1$  százalékos célsávba kerülhet, azonban a célsáv közepét várhatóan nem éri el. Az alacsony inflációhoz továbbra is jelentősen hozzájárul az olajárak alacsony szintje valamint a mérsékelt külső infláció. Ez egyben kockázatot is jelent: amennyiben a világpiaci olajárak jelentősebb emelkedésnek indulnak, az az infláció pályáját is felfelé módosíthatja. Szintén az alacsony inflációt segíti elő 2016-ban a sertéshús áfájának csökkentése valamint a háztartási energia árának változatlan szintje. Az infláció szempontjából meghatározó lehet, hogy az általános forgalmi adó csökkentése kiterjed-e további termékekre, illetve termékcsoportokra. A Századvég Gazdaságkutató Zrt. szerint az MNB az elkövetkező hónapokban tovább csökkentheti az alapkamat nagyságát, ami akár 1 százalék alá is kerülhet.

A tavalyi év vártnál jobb eredménye és a kedvező gazdasági trend folytatódásának köszönhetően 2016-ban is a tervezett felett realizálódhatnak a gazdálkodói befizetések, a fogyasztási típusú adók és a lakossági befizetések is. Az előirányzatnál kedvezőbben alakulhatnak a szociálpolitikai kiadások, míg a lakásépítési támogatások a Családok Otthonteremtési Kedvezményének kiterjesztése miatt jelentősen a tervezett felett teljesülhetnek. Összességében a kormányzati terveknél kedvezőbb, a GDP 1,6 százalékát kitevő deficittel számolunk. Ugyanakkor egyes, az egyenleget negatívan befolyásoló kockázatok némiképp árnyalják a kilátásokat. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 73,2 százalékos szintet várunk. Így a jelenleg hatályos államadósság-szabály várakozásunk szerint teljesül.

2017-ben is dinamikusan növekvő gazdaság, valamint a fogyasztási kiadás markáns nominális bővülése jellemzi majd a költségvetési folyamatokat. Bevételi oldalon a már ismert bankadó

csökkentés mellett több további gazdaságfehérítő intézkedés jut szerephez. Kiadási oldalon a bürokráciacsökkentésnek köszönhetően mérséklődhetnek a kiadások, miközben a Családok Otthonteremtési Kedvezménye kiadásnövekedési kockázatot jelent. A fentiek, valamint a javuló gazdasági kilátások a kormányzat által tavaly júniusban vártnál 0,7 százalékponttal alacsonyabb, 1 százalék körüli államháztartási deficitet eredményezhetnek. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 71,4 százalékos szintet várunk. Így a jelenleg hatályos államadósság-szabály várakozásunk szerint teljesül.

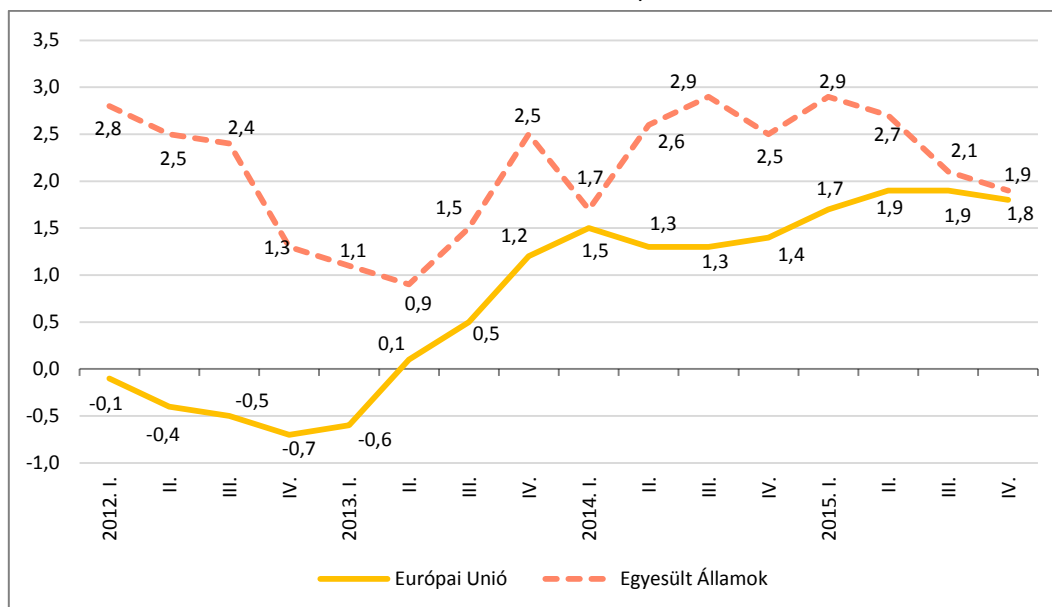
## Nemzetközi Környezet

*Október és december között tovább süllyedt az Egyesült Államok gazdaságának bővülési üteme, az utolsó negyedéves növekedési adat szinte megegyezett az uniós növekedési rátával. A várakozásoknak megfelelően a Fed Nyílt Piaci Bizottsága decemberben tíz év után ismét növelte irányadó rátáját, miközben az EKB márciusi ülésén tovább enyhítette monetáris kondícióit: a két régió közötti kamatkülönbség várhatóan tovább nő a következő negyedévekben. A globális pénzpiacok alakulását a kínai növekedés lassulása miatt is visszaeső kínai tőzsdeindexek határozták meg, a kockázatok egyedül a politikailag instabilabbá vált államokban emelkedtek. Az előrejelzési horizont egészen tovább folytatódhat az európai költségvetési konszolidáció, 2017 végére 2 százalék alá csökkenhet az unió költségvetési hiánya. A javuló fiskális mutatók mögött leginkább a konjunktúra és a monetáris lazítás miatti nyomott európai kamatkörnyezet áll, a gazdasági ciklusok hatásától szűrt strukturális egyenleg változatlan maradhat a következő években.*

### **Az EU és az USA növekedési teljesítményének különbsége szinte nullára csökkent**

Enyhén csökkent az unió bővülési üteme a harmadik negyedévről a negyedikre, ám az 1,8 százalékos növekedési ráta alig marad el az Egyesült Államokban tapasztalttól (1. ábra). Az európai növekedést továbbra is a fogyasztás dinamizálja, amely egymaga 1,1 százalékpontot magyaráz az unió növekedési üteméből. A harmadikról a negyedik negyedévre 0,4-ről 0,9 százalékpontra nőtt a beruházások növekedést támogató szerepe, miközben a kormányzati költsékek változatlanul 0,4 százalékpontot tett ki. Az öreg kontinens enyhén visszaeső növekedési rátáját a nettó export hozzáadott értékének visszaesése magyarázza, ami 0,5 százalékponttal csökkentette az európai gazdaság bővülési ütemét.

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



Forrás: Eurostat

Tagállami szintre lebontva továbbra is az uniós átlagot meghaladó mértékben bővültek a kelet-közép-európai tagállamok. Az unió öt legnagyobb gazdasága közül a francia, az olasz és a spanyol is gyorsítani tudta növekedését. Utóbbi gazdaság 3,5 százalékos bővülésénél a régiós országokon kívül egyedül Svédországban regisztráltak nagyobbat. Hazánk legnagyobb kereskedelmi partnerének, a német gazdaságnak a növekedési rátája 1,7-ről 1,3 százalékra csökkent, a romló német feldolgozóipari bizalmi indikátorok alapján a visszafogottabb bővülés az idei első negyedévben is fennmaradhat. Immáron ötödik negyedéve lassult az Egyesült Királyság növekedési üteme. Negyedik negyedéves bővülése 1,9 százalékot tett ki. A kedvezőtlen folyamat megfordulásának komoly gátja lehet a közelgő uniós tagságról szóló népszavazás, mivel kilépés esetén várhatóan komoly pénz- és működőtőke-állomány hagyhatja el az országot.

Az Egyesült Államok gazdasága 2014 és 2015 negyedik negyedéve között 1,9 százalékkal bővült, így már harmadik negyedéve folyamatosan csökken az amerikai gazdaság éves növekedési üteme. A visszaesés továbbra is a beruházások, azon belül is főként a nem lakásjellegű beruházások volumencsökkenésének következménye. Éves alapon az amerikai gazdaság motorjának, a lakossági fogyasztásnak is visszaesett a növekedési üteme, másfél év után regisztráltak ismét 3 százalék alatti fogyasztásbővülést. A mutató 2,6 százalékra való csökkenése jórészt a tartós fogyasztási javak iránti folyamatosan csökkenő kereslet következménye. Közel öt év után először bővült 1 százalékot meghaladó mértékben a kormányzati költségek volumene, ami mögött elsősorban a védelmi kiadások enyhe emelkedése miatti szövetségi szintű kiadásbővülés áll. Főként az erős dollár és a gazdaság főbb fellevevőpiacainak (Kína, Japán, Kanada) gyengélkedése miatt a tavalyi negyedik

negyedévben 2009 óta először csökkent az amerikai exportvolumen. A 0,8 százalékos visszaesés az áruexport éves növekedési ütemének második negyedéve tartó zsugorodásának eredménye. Viszont a szolgáltatásexport a korábbi negyedévekhez viszonyítva erősnek tekinthető. Ezzel szemben az előző negyedékénél visszafogottabb mértékben, de tovább nőtt a tengerentúli gazdasági importvolumene, így tovább nyílt az olló az amerikai export- és importvolumen között.

Az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzésében 3,5-ről 3,3 százalékra csökkentette a világ gazdaság 2016-ra várt növekedési ütemét, főként a kínai gazdaság lassulása és a nyersanyagexportőr országok visszaeső teljesítménye miatt. Az Európai Unió gazdaságát idén a fogyasztás mellett egyre inkább a beruházások volumennövekedése is támogathatja: a bizottság várakozása szerint idén 1,9, jövőre 2 százalékos ütemben nőhet az öreg kontinens kibocsátása. Bár az unió növekedési teljesítménye megközelítette az amerikai gazdaságban mértet, a bezáruló olló az előrejelzések szerint ismét tágulhat a következő hónapokban, az USA kibocsátása 2,6–2,7 százalékot tehet ki a következő két év folyamán.

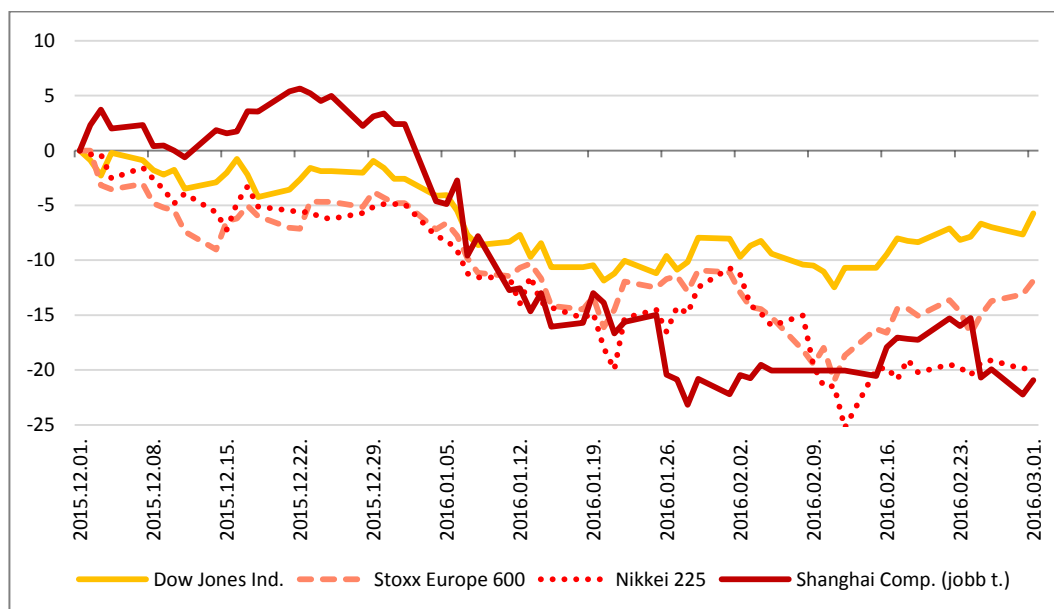
### **Az EKB agresszív lépései következtében tovább lazulhat az európai monetáris környezet**

Az Európai Központi Bank legutóbbi, március 10-ei ülésén jelentősen enyhítette monetáris kondícióit. A Kormányzótanács 0,05 százalékról 0 százalékra csökkentette irányadó rátáját, miközben a kamatcsatorna mindkét szélét lefelé tolta: a refinanszírozási hitelek kamatlábát 0,3-ről 0,25, míg a betéti kamatlábat –0,3-ről –0,4 százalékra vágta vissza. A várakozásoknak megfelelően a testület tovább növelte az EKB mennyiségi lazítási programjának havi felvásárlási keretét, amely áprilistól kezdve 60-ról 80 milliárd euróra nő, sőt, a program keretében felvásárolható értékpapírok közé beemelte az olyan nem banki, befektetésre ajánlott minősítésű vállalati kötvényeket, amelyeket euróban denomináltak, és az eurózónában bejegyzett vállalatok bocsátották ki. A vállalati hitelezés fellendítése érdekében a Kormányzótanács négy újabb, egyenként négyéves lejáratú, célzott hosszú finanszírozási programot (TLTRO) hirdet meg júniustól kezdve, aminek forrásait a kereskedelmi bankok igényelhetik. A TLTRO II. program feltételeinek teljesítése esetén az igényelhető források minimális kamatlába az EKB –0,4 százalékos betéti kamatlábaig süllyedhet, így megfelelő felhasználás esetén a hitelintézeteknek kevesebb forrást kell visszafizetniük az EKB-nak, mint amennyit kölcsönöztek.

Az előzetes piaci várakozásoknak megfelelően az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed kamatdöntő szerve, a Nyílt Piaci Bizottság (FOMC) decemberi ülésén 2006 után ismét kamatot emelt, irányadó rátáját hét év után mozdította el a technikai zérónak tekintett 0–0,25 százalék közötti sávból. A döntést a munkanélküliségi ráta egyensúlyi szint környékére csökkenése, valamint az utóbbi egy év stabil, 2 százaléktól kissé elmaradó maginflációs mutatói indukálták. A FOMC januári ülésén nem változtatott irányadó rátáján,

várakozásunk szerint a testület márciusban sem folytatja a megkezdett szigorítási periódust. Az alacsony olajárak miatt várhatóan tovább csökkenő infláció, valamint az amerikai gazdaság negyedik negyedéves gyenge exportdinamikája miatt megítélésünk szerint a Fed irányadó rátája legközelebb júniusban emelkedhet.

2. ÁBRA: VEZETŐ TŐZSDEINDEXEK ÉRTÉKÉNEK ALAKULÁSA 2015. DEC. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



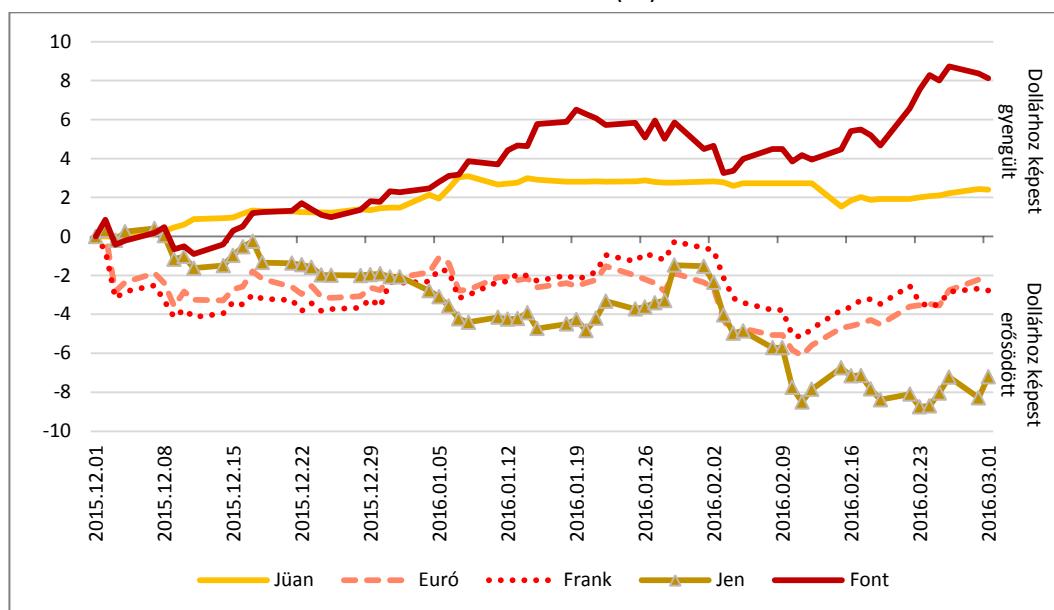
Forrás: Thomson Reuters

2016 első napjainak pénzügyi folyamatait a kínai tőzsdék esése határozta meg. A Shanghai Composite részvényindex értéke január első két hetében 18 százalékkal csökkent december végi záró árfolyamhoz képest (2. ábra). Az eladási hullám mögött két fő motívum húzódott meg: egyrészt a kínai növekedés lassulása, ami sérülékennyé teheti a világ második legnagyobb, jelentősen eladósodott gazdaságát, másrészt az újonnan bevezetett kínai tőzsdeszabályozás. Az év első napjaiban kialakult eladói nyomást szintén a kínai tőzsdeszabályozás indukálta, ami az augusztusi eladási hullámot az állami vállalatok kereskedésének január 8-áig tartó befagyasztásával állította meg. Az akkor bevezetett szabályozás értelmében nem adhatta el egy másik vállalat részvényeit az az állami cég, mely a másik vállalat részvényeiből 1 százaléknál nagyobb pakettel rendelkezett. A kínai tőzsdefelügyelet végül a moratórium meghosszabbítása mellett döntött, ám ennek ellenére a Shanghai Composite részvényindex értéke január során összesen 24 százalékot veszített értékéből.

A Shanghai Composite mellett a világ többi vezető tőzsdeindexének értéke is csökkent december és március között. Az európai tőzsdék az amerikaiaknál nagyobb mértékű gyengülést mutattak, főként az öreg kontinens gazdaságának nagyobb kínai exportkitettsége és az EKB decemberi kamatdöntő ülése előtti erősödés korrekciója miatt. Az amerikaihoz képest kedvező európai növekedési adatok hatására viszont február 12-étől bővülést mutatott az európai Stoxx 600 index, melynek értéke a február 11-ei mélyponthoz viszonyítva közel

12 százalékkal nőtt március 1-jéig. A japán tőzsde február első két hetében több mint 15 százalékos veszteséget szenvedett értékéből, amit a vártnál gyengébb japán negyedik negyedéves növekedési adatok fordítottak meg. A GDP-adat publikálását követően egy nap alatt 7,2 százalékkal emelkedett a Nikkei 225 részvényindex értéke, mivel a hivatalos nyilatkozatok ellenére a piac további, főként fiskális kormányzati stimulust feltételez.

3. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA 2015. DEC. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters

Összességében a szabályozott jüan december és március között 2,4 százalékkal gyengült a dollárhoz viszonyítva, miközben a font kivételével az összes jelentősebb deviza erősödött az amerikai fizetőeszközzel szemben (3. ábra). A font alakulását az Egyesült Királyság uniós tagságáról szóló népszavazás eredménye körüli bizonytalanság határozta meg, a december és február közepe közötti árfolyamgyengülés főként a David Cameron miniszterelnök és az uniós vezetők kevés konkrétummal záródó megbeszélésorozatának eredménye. A brit fizetőeszköz február második felében tapasztalt nagyarányú gyengülését Cameron bejelentése okozta, miszerint a további uniós tagságról szóló referendumot június 23-án tartják az Egyesült Királyságban. A Brexit gazdasági hatásairól megoszlanak a vélemények, ám kilépés esetén várhatóan jelentős, jelenleg a brit bankszektorban kezelt vagyonállomány hagyhatná el az országot, ami további nyomást helyezne az angol fontra.

A jüannal és a fonttal ellentétben a svájci frank, az euró és a japán jen is erősödött december és március között a dollárral szemben. Az euró erősödése főként az EKB decemberi ülése utáni korrekció eredménye, amelyen a várakozásokkal ellentétben a Kormányzótanács nem növelte a jegybank mennyiségi lazítási programjának havi felvásárlási keretét. Az ülés után az addig folyamatosan gyengülő euró erősödésnek indult, amit követett a svájci frank árfolyama is. A Fed decemberi kamatemelése ellenére a vizsgált három hónap során

jelentősen, közel 8 százalékkal értékelődött fel a japán jen a dollárhoz képest. A japán jegybank elnökének decemberi kijelentése szerint a központi bank nem tervezi mennyiségi lazítási programjának kibővítését, melynek gazdasági növekedést ösztönző hatása eddig is nyomott maradt. A jen erősödését összességében a további japán monetáris stimulus hiánya, valamint a Fed kamatemelési ciklusának lassabbá válása indukálhatta.

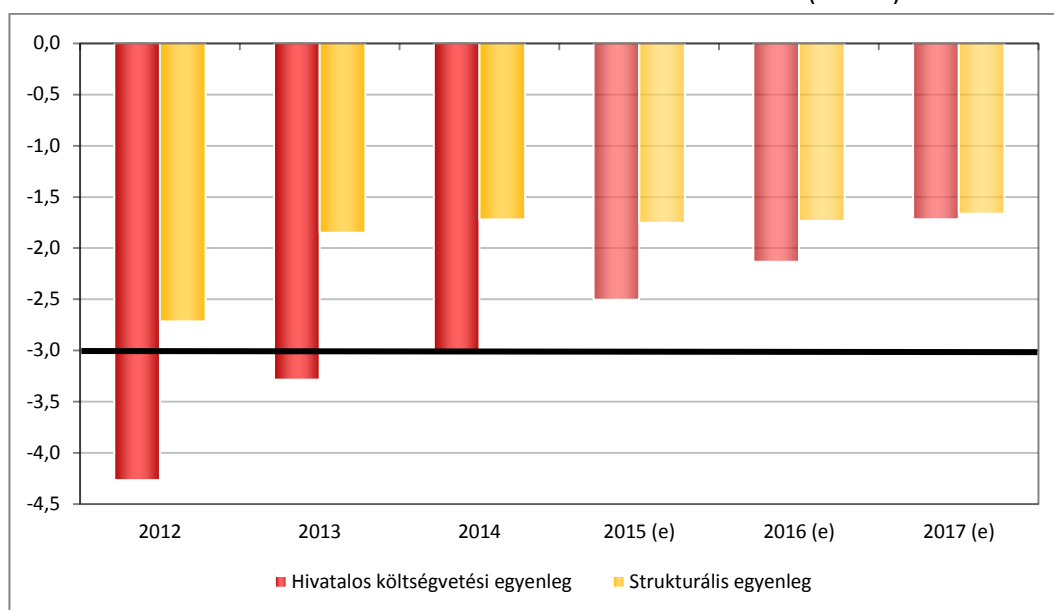
A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak a legtöbb ország esetében nem változtak érdemben december és március között. Három hónap során a német 8,9, a francia 4, míg az amerikai felár mindössze 0,6 bázisponttal emelkedett, miközben a gyengébb növekedési kilátások miatt a kínai kockázati felár 101-ről 134 bázispontra nőtt. Az európai államok közül Portugália CDS-felára emelkedett jelentősen. A három hónap alatt 65 bázisponttal bővülő felár főként annak fényében számít magasnak, hogy ez idő alatt az olasz felár 34,5, míg a spanyol mindössze 18 bázisponttal nőtt. A növekvő kockázati felárat az októberi portugál választás eredményei indokolhatják, ugyanis november végétől kisebbségi kormányzat irányítja az országot, mivel a portugál kormányfő a korábbi szocialista miniszterelnököt kérte fel kormányalakításra a két euroszeptikus pártot is magába foglaló jobboldali koalícióval szemben. Hasonlóan, az Egyesült Királyság CDS-felára a Brexit körüli bizonytalanság miatt növekedett a vizsgált három hónap során, a 14-ről 35 bázispontra emelkedő felár viszonylag magasnak számít a német, a francia és az amerikai CDS-felárhoz viszonyítva.

Az EKB decemberi ülése jelentős volatilitást okozott az európai állampapírpiacon is: egy nap alatt a 10 éves lejáratú német államkötvények hozama 19,6, a franciáké 20,9, míg az olaszoké 23,4 bázisponttal nőtt. A biztonságosabb európai államok kötvényhozamai március 1-jéig december eleji szintjük alá csökkentek, megítélésünk szerint a piac február második felében már az EKB mennyiségi lazítási programjának március 10-ei kibővítését árazta be. December és március között az uniós tagállamok közül egyedül Görögország 10 éves kötvényhozamai emelkedtek jelentősen. A 280 bázispontos növekedés mögött a gazdaság vártnál gyengébb teljesítőképessége mellett az országba érkező menekültek továbbhaladása körüli bizonytalanság állhat.

## **A gazdaság bővülése tovább csökkentheti az uniós adósságrátát**

Az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzésében ismét negatívabb képet vázolt mind az eurózóna, mind a teljes unió fiskális pályájáról, ám az unió költségvetési konszolidációja várhatóan tovább folytatódik a következő években. A novemberi előrejelzéshez képest 0,1–0,2 százalékponttal romló költségvetési deficit mögött elsősorban a lassabb külső konjunktúra és a nyersanyagárak további csökkenése áll. A bizottság előrejelzése szerint az unió hiánymutatója a tavalyi 2,5 százalékról idén 2,2, míg jövőre 1,8 százalékra csökkenhet, míg az eurózóna GDP-arányos deficitje a következő években pár tized százalékponttal az uniós érték alatt maradhat (4. ábra).

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



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Winter 2016

Az uniós szinten évek óta csökkenő kibocsátásarányos költségvetési deficit főként konjunkturális hatások eredménye, a strukturális egyenleg a várakozások szerint gyakorlatilag változatlan maradhat az előrejelzési horizont egészében. A következő években várhatóan a költségvetés GDP-arányos bevételi és kiadási oldala tovább mérséklődhet. A költségvetési egyenleg javulása főként utóbbi gyorsabb ütemű csökkenésének eredménye. A kibocsátásarányos költségvetési bevételek 2015 és 2017 között 0,3 százalékponttal csökkenhetnek, amely főként a magasabb vetítési alap eredménye. Ezzel szemben a GDP-arányos kiadások két év alatt várhatóan 1 százalékponttal eshetnek, amit nagyrészt a javuló munkaerőpiaci folyamatok miatti, nominális szinten is alacsonyabb szociális kiadások indokolnak. A kiadási oldal relatív mérséklődését támogatja a laza monetáris környezet miatt alacsony kamatkiadás, valamint a 2007–2013-as uniós költségvetési időszak lehívható forrásainak kifutása nyomán mérséklődő állami beruházási aktivitás is.

Tagállami szintre lebontva két uniós tagországnak is jelentősen romlott a 2015-ös költségvetési hiánya a tavalyi év utolsó hónapjaiban. A májusban még 2,1 százalékra várt görög hiányt november és február között a bizottság 4,6-ról 7,6 százalékra rontotta, az országnak a GDP 3,3 százalékának megfelelő mértékben kellett feltőkésítenie bankrendszerét. A görög adósságállomány lejáró részleteinek júniusi újratárgyalása jelentősen megviselte a bankszektor, az eurózónából való kilépéstől tartva a lakosság folyamatosan csökkentette betétállományát. A pénzügyi rendszer likviditási problémái miatt több hétre be kellett zárni a bankfiókokat. Az EKB számításai szerint a 14,4 milliárd eurós kormányzati mentőcsomag hatására a görög bankrendszer működési környezetének jelentős

romlása esetén is stabil maradhat, ami elengedhetetlen az ország növekedési pályára állításához.

A korábban előre jelzett 3 helyett 4,2 százalékot tehet ki a tavalyi portugál költségvetési hiány, a deficitet Görögországhoz hasonlóan szintén egyszeri, bankrendszerhez kapcsolódó kiadások növelték. A kormányzat 2,3 milliárd euróval tőkésítette fel az ország nyolcadik legnagyobb mérlegfőösszegű, főként az Azori- és Madeira-szigeteken aktív bankját, a Banifot, amely hitelezési divízióját kénytelen volt értékesíteni a spanyol Banco Santandernek.

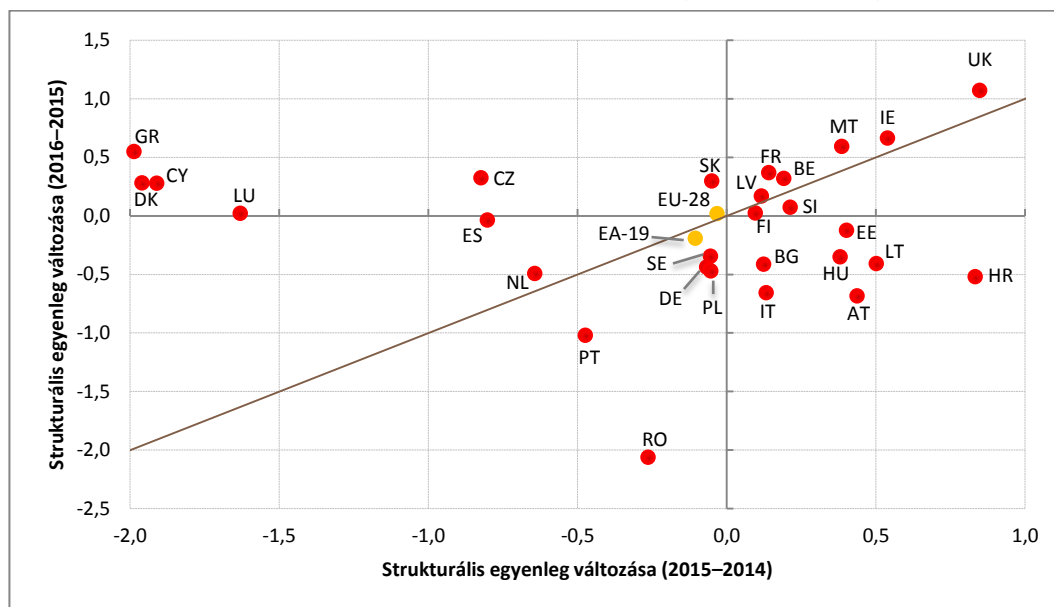
A tavalyi év egészére várt dán hiányszámot 3,3-ről 2 százalékra csökkentette a bizottság, ám egyúttal enyhén rontotta a következő évekre várt GDP-arányos költségvetési hiányt is. A dán nyugdíjrendszer átalakítása az elmúlt években jelentősen növelte az ország költségvetési helyzetének volatilitását, mivel a nyugdíjhozamok megadóztatásának és a nyugdíjkorhatár előtt nyugdíjba vonulók megtakarításaira kivetett 20 százalékos tőkeadó bevételei is nehezen becsülhetőek előre. A következő évek deficitszámainak növekedése így egyrészt a tőkeadó egyszeri bevételeinek csökkenéséből adódik, amit erősít az alacsony olajár miatt visszafogott északi-tengeri kitermelés költségvetési bevételekre gyakorolt kedvezőtlen hatása.

A várakozásokkal ellentétben Luxemburg költségvetése idén is szufficites maradt, ami a következő években is fennállhat. A hercegség áfabevételeit jelentősen csökkentette az e-kereskedelem 2015-től életbe lépő uniós szabályozása, amely alapján a forgalmi adót a tranzakció létrejöttének helyén, és nem az eladó székhelyének államában kell fizetni. Mivel Luxemburgban a forgalmi adó 15 százalékos értéke korábban a legalacsonyabb volt az uniós tagországok között, a kedvező adózási szabályok miatt több IT-vállalat (Microsoft, eBay, Amazon) is ide helyezte európai székhelyét. A kormányzat az adóbevételek csökkenésének ellensúlyozására még januárban 15-ről 17 százalékra emelte az általános áfakulcsot, ám ennek bevételeket növelő hatása mérsékelt maradt: 2014-ről 2015-re 1,2 százalékponttal csökkent a költségvetés GDP-arányos többlete, ami nagyjából lefedi az új uniós szabályozás miatt kieső, a kibocsátás 1,25 százalékára rúgó bevételeket.

Korábbi magas költségvetési hiányuk és növekvő államadósságuk miatt továbbra is kilenc tagállam áll túlzottdeficit-eljárás (EDP) alatt, ahonnan leghamarabb Írország, Szlovénia és Portugália kerülhet ki 2016-ban. A várakozások szerint az ír gazdaság jelentősen, 2 százalékpontot meghaladó mértékben csökkentette GDP-arányos költségvetési hiányát 2014-ről 2015-re, miközben az ír gazdaság gyors növekedésének köszönhetően az ország államadósság-rátája 9 százalékponttal javult és 100 százalék alá csökkent. Szlovénia tavalyi költségvetési hiánya várhatóan éppen az EDP 3 százalékos célértéke alatt maradhat, a Banif feltőkésítése miatt viszont Portugália várhatóan továbbra is az eljárás alatt álló országok között szerepelhet. Az unió nagyobb gazdaságai közül Franciaország, Spanyolország és az Egyesült Királyság továbbra sem teljesíti a maastrichti kritériumokat: a fiskális alappálya

jelentős módosítása nélkül utóbbi két állam legkorábban 2018-ban, míg Franciaország csak 2019-ben kerülhet ki az eljárás alól.

5. ÁBRA: A 2015-ÖS ÉS A 2016-OS KIIGAZÍTÁS MÉRTÉKE A STRUKTURÁLIS HIÁNYMUTATÓK ALAPJÁN AZ UNIÓ TAGÁLLAMAIBAN (SZÁZALÉKPONT)



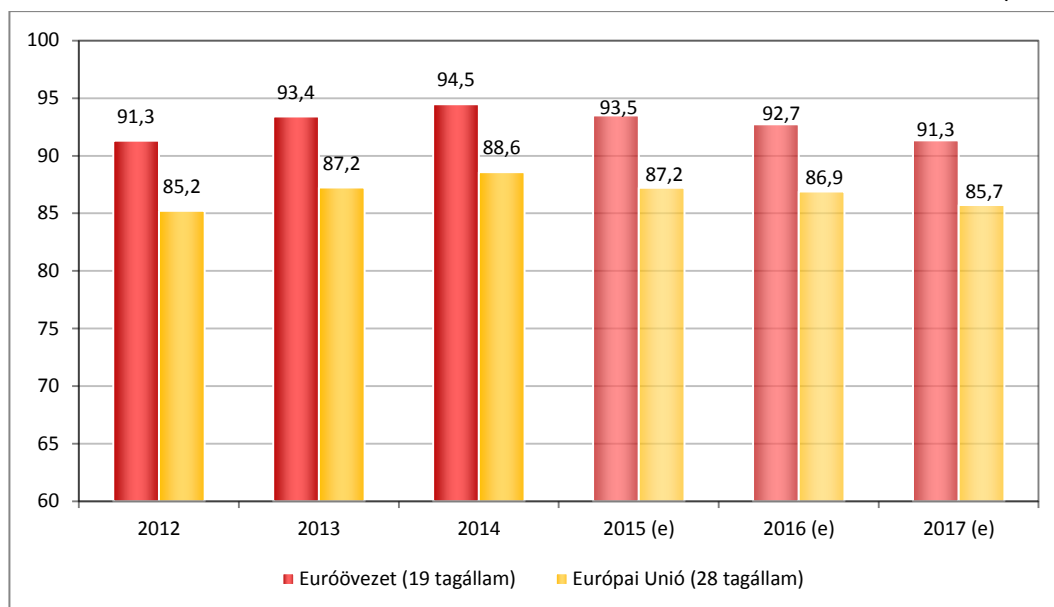
Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Winter 2016, Századvég-számítás

A várakozások szerint 2015-höz képest idén 14 tagország javíthatja strukturális egyenlegét, amely várhatóan egyedül az idei választások előtt jelentős adócsökkentést bevezető Romániának romolhat jelentősen (5. ábra). Összesen így is mindössze 8 tagállam mérsékelheti strukturális hiányát két egymást követő évben, melyek fele emellett is túlzottdeficit-eljárás alatt áll. A 2014-ről 2015-re romló strukturális egyenleget felmutató 13 tagországból várhatóan mindössze öt csökkentheti idén strukturális hiányát, többek között a visegrádi országok közül Szlovákia és Csehország is. Ezzel szemben a tavaly javuló strukturális egyenlegét 15 államból 7 rontotta idén, azaz a gazdaság állapotának javulásával párhuzamosan a potenciális szintnél kevésbé csökkentette költségvetési hiányát. A strukturális egyenlegek alakulása alapján az unió javuló költségvetési helyzete jelentős mértékben a kedvező konjunkturális helyzet következménye. Az uniós tagállamok kevesebb mint harmada javítja folyamatosan a gazdaság ingadozásától szűrt költségvetési egyenlegét.

A tagországok folyamatosan javuló költségvetési egyenlegét tovább árnyalja, hogy kiegyensúlyozott költségvetési egyenlege várhatóan mindössze két, 2017-ben pedig négy uniós államnak lehet. A Stabilitási és Növekedési Paktum definíciója szerint kiegyensúlyozott költségvetési egyenlegről akkor beszélünk, ha a hivatalos államháztartási hiány kevesebb, mint a bruttó hazai termék 3 százaléka, a strukturális hiány kevesebb, mint a GDP 1 százaléka, és amennyiben az adósság GDP-hez viszonyított aránya 60 százalék alatt van. E szigorú kritériumokat az előrejelzések szerint 2016-ban mindössze az elmúlt években folyamatosan költségvetési többletet produkáló Luxemburg, valamint a 10 százaléknál

alacsonyabb GDP-arányos államadósságot felhalmozó Észtország teljesítheti. A két ország kiegyensúlyozott költségvetésének uniós fiskális folyamatokra gyakorolt hatását viszont jól szemlélteti, hogy a két állam kibocsátása és lélekszáma sem éri el az uniós GDP és népesség 0,5 százalékát. Változatlan fiskális folyamatok mellett 2017-ben a luxemburgi és az észt költségvetési egyenleg mellett a dán és a litván költségvetés is kiegyensúlyozottá válhat, miközben 2016-ban és 2017-ben Németország csak az egyébként folyamatosan csökkenő, enyhén 70 százalék alatti államadóssága miatt nem teljesítheti a kritériumokat.

6. ÁBRA: AZ EURÓÖVEZET ÉS AZ EU GDP-ARÁNYOS ADÓSSÁGRÁTÁJÁNAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Winter 2016

A bizottság előrejelzése szerint 2014-ről 2015-re mind az eurózóna, mind a teljes unió GDP-arányos államadóssága csökkent, a válság hatására megugró mutató így 2014-ben tetőzött. Az eurózóna adósságrátája tavaly 1 százalékponttal csökkent, ám ebből mindössze 0,2 százalékpontot magyaráz a tagállamok elsődleges egyenlegének javulása. A gazdasági növekedés és az alacsony inflációs és kamatkörnyezet hatását kifejező „hólabdahatás” 0,3 százalékponttal csökkentette a rátát, ami alapján a csökkenő államadósság inkább a kedvező konjunkturális környezet és az alacsony reálkamatok következménye, mint a fiskális szigoré. A maradék 0,5 százalékos csökkenést a tagállamok az állami vagyoneszközök privatizációjából finanszírozták, amelynek az adósságot csökkentő hatása visszafogott maradhat a következő években. A várakozások szerint az euróövezet tovább csökkenő adósságrátáját idén inkább az elsődleges egyenlegek javulása, míg 2017-ben a gazdasági növekedés vetítési alapot növelő hatása támogathatja.

Az elmúlt években csökkenő költségvetési hiány és az inkább visszafogott, ám folyamatosan javuló gazdasági teljesítmény hatására idén 11 tagállam teljesítheti a maastrichti kritériumként megszabott 60 százalék alatti adósságrátát, ami jövőre Máltának köszönhetően 12-re emelkedhet. 2015 és 2017 között várhatóan 20 tagállam csökkenti GDP-

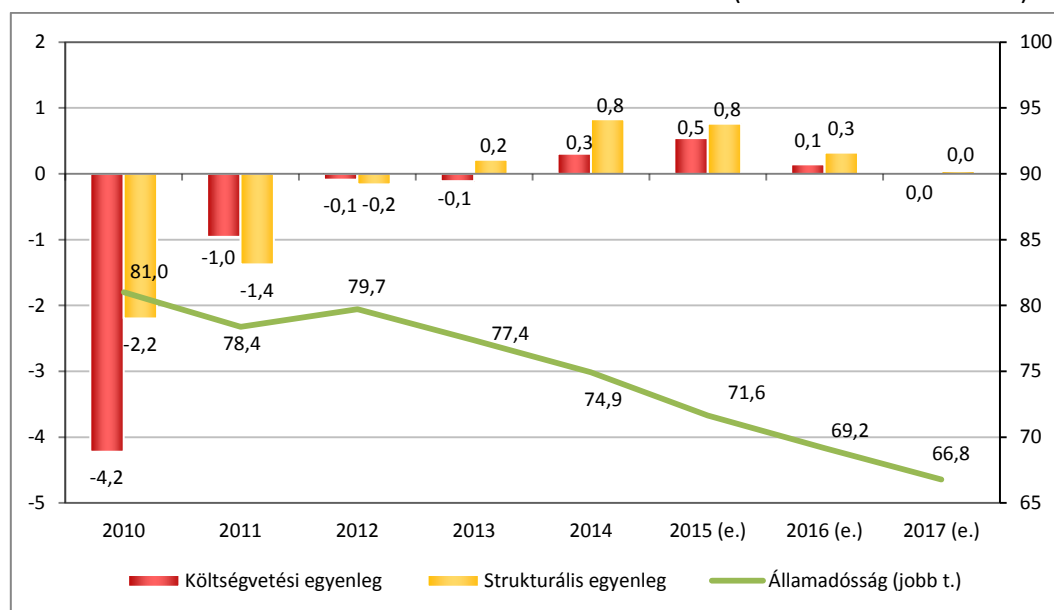
arányos adósságát, ám az adósságrátára vonatkozó szabályt jelenleg teljesítő tagállamok közül az előrejelzések szerint ötnek is nőhet az adósságrátája. A leggyorsabb ütemben Ciprus csökkentheti kibocsátásarányos adósságát, ami két év alatt várhatóan 13,4 százalékponttal mérséklődhet a ciprusi bankválság során igényelt mentőcsomag részleteinek visszafizetése, illetve az annak feltételeként vállalt tőkekorlátozások feloldása támogatta gazdasági növekedés hatására. Romló gazdasági kilátásai miatt ellenben a finn adósságrátája 3,5, míg növekvő költségvetési hiánya miatt a román mutató 3,6 százalékponttal nőhet.

## **Növekedési áldozattal járhat a szigorú német fiskális politika**

A német költségvetés a tavalyi évet várhatóan 12,1 milliárd euró többlettel zárja, így sorozatban már másodszorra lehet szufficitese a német költségvetési egyenleg, ami a várakozások szerint egészen 2017 végéig fennmaradhat. A német terminológiában „schwarze Null” kifejezéssel illetett folyamat leginkább Wolfgang Schäuble pénzügyminiszter érdeme, aki a görög adósságállomány újratárgyalása során is képviselte a német fiskális érdekeket. Az utóbbi évek szigorú költségvetési politikájának hatására is öt év alatt több mint 9 százalékponttal csökkent Németország GDP-arányos adósságállománya, a tendencia folytatódása esetén az ország akár 2020-ra teljesítheti a 60 százalékos maastrichti kritériumot (7. ábra).

A második világháború óta nem látott mértékű német költségvetési többlet főként a kedvező munkaerőpiaci folyamatok következménye. Az utóbbi években tapasztalt folyamatos foglalkoztatásbővülés hatására januárban a munkanélküliségi ráta 4,3 százalékra esett, a munkanélküliek szociális támogatásának csökkenése és a fogyasztás fellendülése miatt bővülő adóbevételek együttesen a vártnál nagyobb költségvetési többletet eredményeztek 2015-ben. A nem várt többlet jelentős része, közel 8 milliárd euró szükséges a 2015-ben az országba érkezett 1,1 millió migráns integrálására a kormányzat számításai alapján. Többek között az esetleges további költségek fedezése miatt is lehet ismét deficitese a német költségvetés.

7. ÁBRA: A NÉMET FISKÁLIS POLITIKA FŐBB MUTATÓI (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Winter 2016

Bár a világgazdaság egyensúlyzavarának megszüntetését segíti a szigorú és következetes német fiskális politika, egyre több német gazdasági szereplő szerint ez az ország számára több áldozattal, mint haszonnal jár. Az EKB laza monetáris politikája miatt a német 10 éves állampapírok benchmark hozama február végére 0,1 százalékra csökkent: a kormányzat akár hosszú távon is képes lehet igen alacsony kamatok mellett eladósodni, ami remek alkalmat teremt az állami infrastrukturális beruházásoknak. A szufficites költségvetés ellenzői szerint az országnak a ritkán adódó lehetőséget kihasználva a közúthálózatot és az oktatást kellene fejlesztenie az adósságállomány leépítése helyett, ami egyszerre növelné az ország hosszú távú versenyképességét, és ellensúlyt jelenthetne a lassuló kínai növekedés exportszektorra visszavetítő hatása ellen. Az elmúlt három év pozitív strukturális egyenlege alapján a német költségvetési politika megítélésünk szerint is enyhén túlzó: a kiegyensúlyozott költségvetés uniós kritériumait az előrejelzési horizonton várhatóan kisebb fiskális lazítás mellett is tartani lehet, a költségvetési többlet így a kormányzat óvatossági motívumának növekedésére utalhat.

## A magyar gazdaság jelenlegi helyzete és rövid távú kilátásai

*A magyar gazdaság 2015. IV. negyedéves adatai a gyorsuló növekedés jeleit mutatták a megelőző két negyedévhez képest. Ennek oka, hogy a háztartások fogyasztásának bővülése felzárkózott a 2015-ös év eleji mértékhez, továbbá a beruházásokban az uniós pénzek IV. negyedévben kicsúcsosodó felhasználása pozitív átmeneti változást generált. Kedvezőtlen elmozdulás jelentkezett ugyanakkor a külkereskedelmi egyenleg alakulásában. Amíg az import egyenletesen növekedett tovább, az export növekedési indexe az év eleji szinthez képest lassult, és az utolsó negyedévben alulmúlta a behozatal bővülési ütemét. A kivitel lassuló növekedését elsősorban a szolgáltatások (vendéglátás és javítási szolgáltatások, szállítás és raktározás) okozták. Ennek következtében 2015 utolsó negyedévében a külkereskedelmi többlet csak nagyon minimális mértékben járult hozzá a GDP-növekedéshez. A 2015. október–decemberi időszak GDP-bővülését 0,2 százalékponttal magyarázza a nettó export, míg 3 százalékponttal a belső felhasználás. Ez azt jelenti, hogy a növekedés súlypontja eltolódott a hazai fogyasztás és beruházás felé. A belföldi felhasználást a háztartások fogyasztási kiadásának 3,5 százalékos növekedése mellett a tervezett mértéket jelentősen meghaladó közösségi fogyasztás 6,7 százalékos és az utolsó negyedévben csúcsosodó uniós források által felpumpált beruházások 6,5 százalékos bővülése húzta. A mezőgazdaság az év során komoly visszaesést produkált a megelőző év magas bázisához képest, ami az utolsó negyedévben is megjelent az adatokban. Az ipari termelés viszont újabb lendületet vett az év középső két negyedévének lassulása után. Az építőipar továbbra is csak oldalazott a megelőző év azonos időszakával megegyező kibocsátási szinten, tekintve, hogy az uniós pénzből finanszírozott, illetve a nagyvállalati beruházások kifutóban vannak, a lakáspiaci ösztönzők pedig várhatóan csak 2016 második felében gyakorolnak érezhető hatást a gazdaságra. A szolgáltató szektorban lassult a bővülés üteme, de a GDP-növekedéshez való hozzájárulása (1,7 százalékpont) még így is meghaladja az ipari bővülés részesedését (1,6 százalékpont). A beruházások esetében kockázati tényező, hogy a látványos növekedés az államháztartási és az uniós beruházásokhoz kapcsolódik, míg a versenyszféra ágazataiban visszaesés figyelhető meg.*

*A kedvező munkaerőpiaci trendek 2015 IV. negyedévében is folytatódtak, a foglalkoztatás és az aktivitás is jelentősen bővült. A munkanélküliségi ráta mérséklődési üteme nem változott, szintje az év utolsó három hónapjában (szezonálisan kiigazított adatok alapján) 6,3 százalékon állt. A munkaerőpiac feszessége emiatt nőtt, annak ellenére is, hogy a betöltetlen álláshelyek száma nem változott. A bérek éves növekedési üteme elsősorban a közszférában tapasztalható bérrendezéseknek köszönhetően 5,3 százalékra gyorsult, amihez azonban a versenyszférában tapasztalható átlagon felüli, 4 százalékos keresetnövekedés is hozzájárult.*

2015 IV. negyedévében éves szinten megindult Magyarországon a fogyasztói árak emelkedése – bár a növekedés mértéke alacsony volt, a pénzromlás üteme így is jelentősen elmaradt a jegybank inflációs céljától. Az áremelkedés megindulásához hozzájárult a rezsicsökkentés bázisértékbe való beépülése, a növekedés mértékét ugyanakkor fékezte az olajárak további esése. A IV. negyedévben átlag felett drágultak az élelmiszerek, a dohányárak és szeszes italok, valamint a szolgáltatások. Ez utóbbi kategóriában az átlagot meghaladó mértékben nőtt a lakberek, a színház- és mozijegyek valamint a külföldi utazások ára, ami a háztartások javuló jövedelmi helyzetére és növekvő fogyasztási hajlandóságára utal. Éves szinten 2015-ben az infláció Magyarországon  $-0,1$  százalékos volt. Az infláció továbbra is alacsony szintje további monetáris lazításnak adhat teret, azonban lehetséges, hogy ezt a Magyar Nemzeti Bank nem konvencionális eszközökkel (például növekedési hitelprogram, kamatcsere-ügyletek) hajtja végre.

A hazai kockázati környezet az elmúlt negyedévben enyhén javult. A hazai fizetőeszköz erősödött az euróval szemben, a CDS-felár alig emelkedett, és a 10 éves állampapír hozama csökkent. Habár a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa a tél folyamán nem változtatott alapkamatának mértékén, monetáris lazítást eszközölt. Az önfinanszírozási program folytatásához híven ugyanis bejelentette a korábbi irányadó instrumentumának a megszüntetését, azaz a jelenleg 1000 milliárd forintos kéthetes betétállomány leépítését.

A nagy nemzetközi hitelminősítő intézeteknél hazánk besorolása a befektetésre nem ajánlott szint legmagasabbján maradt. Az NHP II. program nagy sikerrel zárult decemberben, hiszen a rendelkezésre álló keretet összességében majdnem teljesen kihasználták.

A Kormány 2016. január 1-től mérsékelte a bankadót az EBRD-vel és az Erstével kötött megállapodása alapján. Ennek értelmében az eddigieknek kevesebb mint a felét vonja el a jövőben a bankszférától.

Legfrissebb előrejelzésünk 2,4 százalékos GDP-növekedéssel számol 2016-ra. 2017-re ennél dinamikusabb, 3,0 százalékos növekedést várunk, amelyhez jelentősen hozzájárulhat a beruházások magára találása az európai uniós források újbóli fokozottabb lehívásának köszönhetően. Ennek hiánya 2016-ban jelentősen visszafogja a növekedést. A gazdaság növekedéséhez 2016-ban és 2017-ben egyaránt pozitívan járul hozzá a fogyasztás bővülése és a nettó export. Előrejelzésünk szerint az export növekedése mindkét évben felülmúlja az importét, ám növekedésük 2017-ben már mérsékeltebb lesz a korábbinál. Ennek oka elsősorban az ipari kapacitások csúcsra járatása miatti növekedési korlát. A fogyasztás esetében különösen 2016-ban számítunk jelentős bővülésre elsősorban a háztartások óvatossági motívumának enyhülése miatt. Ehhez hozzájárulhatnak a továbbra is kedvező munkaerőpiaci folyamatok (növekvő aktivitás és foglalkoztatottság, az alacsonyabb személyi jövedelemadó és a családi adókedvezmények, valamint a növekvő bérek). A bérek emelkedése mindkét évben folyamatos lesz, amely különösen az idén okozhat jelentős reálbér-emelkedést az alacsony inflációs szint miatt. Számításaink szerint a kibocsátási rés

2015 IV. negyedévében bezáródott, és 2016-ban, valamint 2017-ben végig alacsony, de pozitív értéket vesz fel, tehát a magyar gazdaság a potenciális szintje fölé teljesíthet.

Előrejelzésünk szerint a munkaerőpiac növekedése folytatódik, és a foglalkoztatottak száma a jövő év végéig 100 ezer fővel emelkedhet. A növekvő aktivitás miatt a munkanélküliségi ráta csak kismértékben csökken, és éves átlagban idén 6,2, míg jövőre 6,0 százalék körül alakul. Ugyanakkor az aktivitási ráta növekedése apró előrelépés a magyar gazdaság munkaerőpiaci strukturális problémája terén, azaz a jelentős mértékű hosszú távú munkanélküliség és inaktivitás okozta társadalmi terhek mérséklésében. A bruttó bérek növekedési üteme 2016-ban 4,5, míg 2017-ben 4,7 százalékra gyorsul. Utóbbi azonban a növekvő infláció következtében mindössze 2,9 százalékos reálbér-növekedést jelent, szemben az idei évre várható 3,7 százalékkal.

A maginfláció továbbra sem indult jelentős emelkedésnek, bár a IV. negyedévben 0,2 százalékponttal nőtt a megelőző időszakhoz képest, ám értéke így is mindössze 1,4 százalék, kismértékben elmaradva korábbi várakozásainktól. Előrejelzésünk szerint a mutató értéke 2016 végére korábbi előrejelzésünktől elmaradva mindössze 1,9 százalékra, 2017 végére pedig 2,2 százalékra nőhet. Az alacsony maginflációhoz legnagyobb mértékben a mérsékelt külső árnyomás járul hozzá. Jelentősen csökkentettük előrejelzésünket az infláció tekintetében is. A mérsékeltebb infláció oka az alacsonyabb olajár, illetve az élelmiszerek vártnál alacsonyabb áremelkedése. A pénzromlás mértéke az előrejelzés horizontján azonban folyamatosan növekedhet, egyre közelebb kerülve az MNB inflációs céljához. Összességében 2016-ra éves szinten átlagosan 0,8, míg 2017-re 1,8 százalékos inflációt várunk.

Tekintettel a tartósan alacsony külső és belső inflációs környezetre és a stabilan alacsony inflációs várakozásokra, a hazai monetáris politika további lazítást hajthat végre, amelynek egyaránt lehetnek konvencionális és nem konvencionális eszközei. Az alapkamat túlzott csökkentése ellen szól ugyanakkor, hogy a maginfláció nagysága szinte megegyezik az alapkamatéval, és hogy az alacsony inflációs mutatóhoz egyszeri vagy külső tényezők (áfacsökkentés, alacsony olajár) is jelentősen hozzájárulnak. Kérdéses, hogy a Fed milyen ütemben folytatja a megkezdett kamatemelési ciklusát, illetve hogy az EKB tovább lazítja-e politikáját.

## **Az újonnan beérkező adatok a vártnál nagyobb növekedést mutatnak**

### **2,9 százalékkal nőtt a magyar gazdaság 2015-ben**

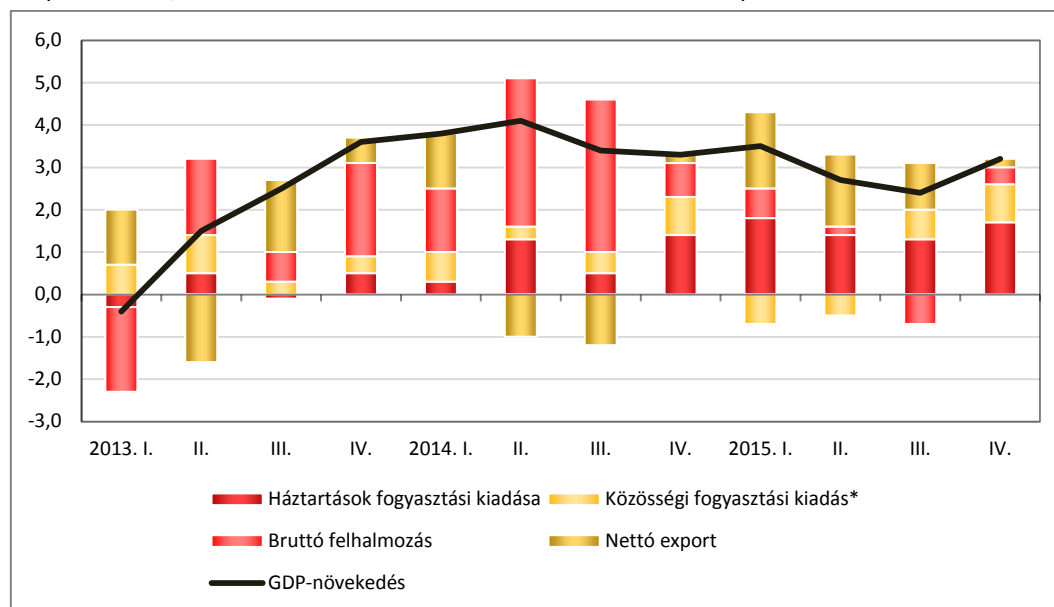
A magyar gazdaság éves növekedési üteme 2015 IV. negyedévében meglepő mértékben gyorsult, megtörve az év korábbi időszakában megindult lassulási trendet. A javuló teljesítmény visszaigazolta várakozásunkat. A KSH által regisztrált 3,2 százalékos éves bázisú

GDP-növekedés egyben azt is jelenti, hogy tizenkét hónap alatt az előrejelzésünknek megfelelően, 2,9 százalékkal nőtt a gazdaság teljesítménye. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított negyedéves bővülés 1 százalék volt, ami felülmúlja az előző három negyedév 0,6 százalékos ütemét. Folytatódik tehát a 2013 óta megindult növekedési trend, amely során a magyar gazdaság a IV. negyedévben mutatott teljesítménye alapján továbbra is dinamikusabban bővült, mint az EU egésze, de a régiós versenytársaktól továbbra is elmaradt.

A GDP felhasználási oldalán a külső tételekben őszi előrejelzésünkhöz képest az import esetében viszonylag egyenletes, míg a kivitel tekintetében lassuló növekedést regisztrált a KSH a IV. negyedévben. Az exportvolumen 7,7 százalékos bővülése elmarad a KSH által felülvizsgált és módosított előző negyedévi teljesítménytől, míg az import 8 százalékos emelkedése megegyezik az előző negyedévével, és meghaladja az év első felében bekövetkezett bővülési ütemet. Egyelőre csak a negyedéves adatokban fedezhető fel ez a lassulás. A tizenkét havi összesített exportbővülés meghaladta mind az előző év ütemét, mind az importbővülés éves mértékét. Így éves szinten 1,2 százalékponttal járult hozzá a külkereskedelmi mérleg többlete a nemzeti jövedelem növekedéséhez. Ez egyben azt jelenti, hogy folytatódott a 2009 óta történő kedvező strukturális elmozdulás a külső egyensúly szempontjából. A lassabb növekedés elsősorban a szolgáltatásexport lassulásában fedezhető fel. A kiviteli forgalom növekedése a bér munka, az üzleti szolgáltatások és a turizmus esetén esett vissza leginkább, bár ez utóbbi növekedése továbbra is átlag feletti. Az import növekedése mellett is tovább szűkült a nyersanyagok és energiahordozók behozatala a csökkenő nyersanyagárak ellenére.

A nettó export változása 2015 IV. negyedévében 0,2 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét. Az év eleje óta nagy léptékben csökkent a külkereskedelem konjunktúrában betöltött szerepe. A belföldi felhasználás összességében 3 százalékponttal segítette a magyar GDP növekedését, ami több mint duplája a harmadik és triplája a második negyedévben mért hozzájárulásnak. Tehát a növekedés súlypontja eltolódott a hazai fogyasztás és beruházás felé.

8. 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 fogyasztási kiadása 2015 IV. negyedévében 3,5 százalékkal bővült éves, míg 0,8 százalékkal negyedéves szinten (szezonalisan és naptárhatással kiigazítva). Az előző negyedév gyenge adata miatt lassuló fogyasztási dinamika ezzel korrigálódott. Ennek okát elsősorban a rendelkezésre álló jövedelem bővülésében látjuk, továbbá a devizahiteles banki elszámolás megindulása is hozzájárult.

A háztartások aggregált bizalmi indexe 2015 utolsó negyedévében fokozatos javulásnak indult, bár még mindig a negatív tartományban áll (vagyis a lakosság többsége inkább pesszimista). Az egyes részmutatók többsége pozitív irányban változott, kivéve a foglalkoztatásra vonatkozó várakozásokat, amelyek esetében az optimizmus lanyhult (de továbbra is pozitív tartományban maradt). Kedvező előjel, hogy a pénzügyi és az általános gazdasági helyzet megítélésében a negyedév során jelentősen csökkent a pesszimizmus.

A közösségi fogyasztás volumene 2015 utolsó negyedévében 6,7 százalékkal volt magasabb az előző év azonos időszakához képest.

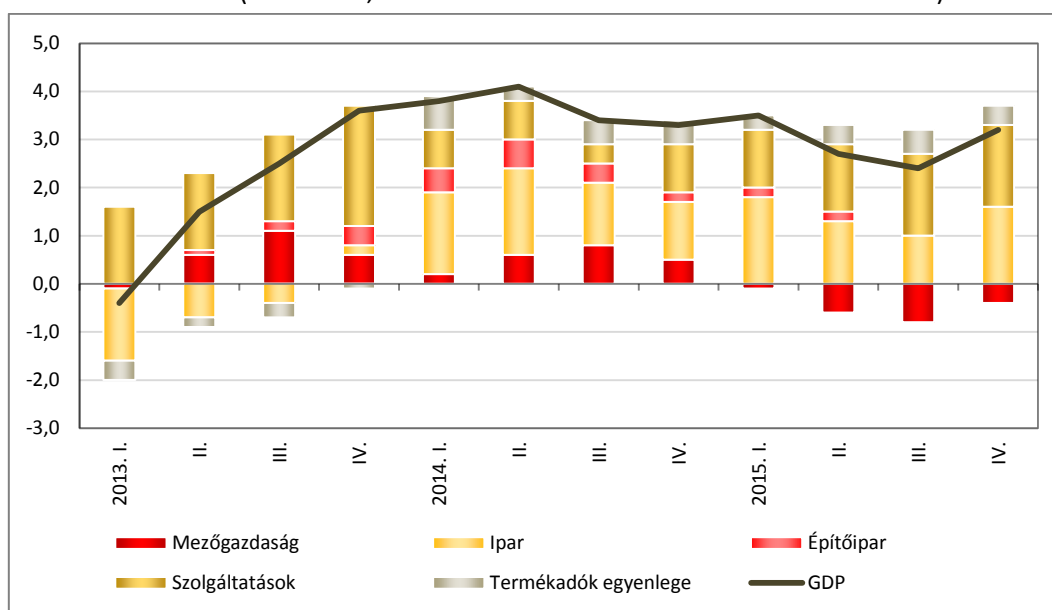
2015. október–december időszakában a nemzetgazdaság beruházási volumene 6,5 százalékkal bővült, amely jelentős növekedés az előző negyedév visszaeséséhez képest. Ennek következtében a beruházások önmagában 1,6 százalékponttal segítették a gazdasági növekedést. Az előző negyedévhez képest – szezonalisan kiigazítva – 1,7 százalékot emelkedtek. Eredeti várakozásunknak megfelelően, de az év második felében némi csúszással az uniós forráslehívások adtak lökést a bruttó állóeszköz-felhalmozásnak. Az év egészében így 1,9 százalékkal bővültek a beruházások. Ez alapvetően az állami szektornak köszönhető, mert a versenyszférában továbbra is visszaesés tapasztalható.

A költségvetési szféra beruházásainak volumene 2015 utolsó negyedében 70 százalékkal volt magasabb az előző év ugyanezen időszakához képest, mivel az uniós pénzek kifizetése jelentős részben átcúsúzott a III. negyedévről a IV.-re. Elsősorban az energetikai, vízügyi, távközlési, közigazgatási, oktatási, egészségügyi, tudományos és művészeti/szórakoztatóipari területen jelent meg a tárgyi eszközbe és immateriális javakba történő beruházás bővülése. Eközben a versenyszféra ágazataiban továbbra is csökken a bruttó állóeszköz-állomány. Éves szinten ez az állománymutató a mezőgazdaságban 29,3 százalékos, a feldolgozóiparban 6, az építőiparban 7,6, a kereskedelem és járműjavítás ágazatban 8,8 százalékos esett. Ez növekedési kockázatokat vetít előre, mivel 2016-ra ismert az uniós források visszaesése, amelyet a versenyszférának kellene pótolnia.

A hazai gazdaság 2015. IV. negyedévi teljesítménye a termelési oldalon a következő képet mutatta. A mezőgazdaság jelentős mértékű, 12,9 százalékos éves visszaesése alapvetően a megelőző év magas bázisának és a rossz időjárásnak köszönhető. Ez a következő negyedévek bázisa szempontjából alacsony kiindulópontot teremt, tehát javíthatja a 2016-os növekedést. Viszont a negyedév növekedését egyedülként rontva 0,4 százalékos vett el a kibocsátás bővüléséből.

Az ipari kibocsátás a megelőző év azonos időszakához képest 7,2 százalékkal nőtt, ami 1,6 százalékpontot tett hozzá a IV. negyedéves növekedéshez. Az előző negyedévhez képest is lendületes, 1,6 százalékos volt a bővülés. A feldolgozóipar éves szinten 6,3 százalékkal bővült, amelyben intenzív szerepet játszott az utolsó negyedév átlag feletti, 7,2 százalékos növekedési üteme. Kiemelkedő teljesítményt nyújtott a járműgyártás, valamint a gumiipar és fémfeldolgozás. Szintén hozzájárult a kedvező adathoz a számítógép- és elektronikai ipar bővülése. Átlag alatt, de fellendülést és bővülést mutat a gyógyszeripar, a textilipar, az élelmiszeripar és a villamos berendezések gyártása. A IV. negyedévben beindult a növekedés a gépgyártásban, de éves szinten összességében kedvezőtlenül alakult az ágazati kibocsátás.

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



Forrás: KSH

Az építőipar kibocsátása az év összességében 2,9 százalékkal bővült, amely az év első felének köszönhető, mert a III. negyedév visszaesése és az október–decemberi időszak 0,3 százalékos növekedése visszafogta az ágazatot. A teljes építőipar szerződésállománya jelentős visszaesést szenvedett el a 2015-ös év során, és ez az év végéig sem változott meg, decemberben 52 százalékon állt az előző évihez képest. Ugyanakkor az új szerződések állománya az év második felében már növekedett, amely a teljes szerződésállomány kedvező alakulását vetíti előre. Az épületekre vonatkozó szerződésállomány zuhanó trendje viszont szeptemberben megfordult, és a teljes IV. negyedév során kitartott a növekedés. Év végére 35,9 százalékkal meghaladta a 2014 végi állományt.

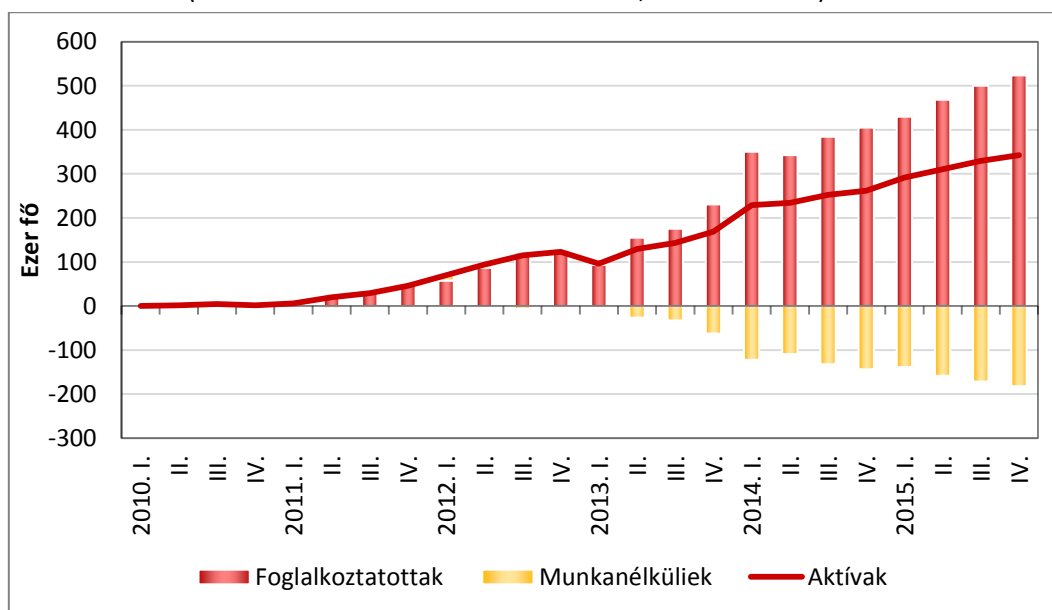
A szolgáltató ágazatok 2015 IV. negyedévében kezdték elveszteni a megelőző negyedévben szerzett lendületüket. Összességében a tercier szektor az utolsó negyedévben 3 százalékkal bővült az előző év ugyanazon időszakához képest, amely az előző negyedévhez viszonyítva 0,7 százalékpontos lassulás. Éves szinten 2,8 százalékos növekedésre volt mindez elegendő. Ezzel együtt a szolgáltatási szektort az 1,7 százalékpontos hozzájárulása a növekedéshez még mindig a legerősebb húzóágazattá tette termelési oldalról. A növekedési ráta szempontjából a fajsúlyos kereskedelem, vendéglátás és javítási szolgáltatások, a szállítás és raktározás, valamint a művészet és szórakoztatás bővülése lassult, míg a közigazgatási, tudományos és K+F szolgáltatások kibocsátása gyorsulva növekedett az utolsó negyedévben.

## Tovább nőtt a foglalkoztatottság

A munkaerőpiac a korábbi negyedévekhez hasonlóan 2015 végén is számottevő mértékben bővült. A szezonálisan kiigazított adatok alapján a foglalkoztatottak száma 23 ezer fővel nőtt,

ami az aktívak 13 ezer fős emelkedésével párosult a bővülő munkakeresletnek köszönhetően. A munkaerőpiaci részvétel gyorsabb bővülését elsősorban demográfiai tényezők akadályozzák, miközben az új munkahelyek létrejöttének belépést ösztönző hatása továbbra sem csökken. A bővülő foglalkoztatás és munkaerőpiaci részvétel eredményeképp a foglalkoztatottak és az aktívak aránya 56,5, illetve 60,3 százalékra nőtt, megdöntve ezzel az előző negyedévben felállított két évtizedes csúcsot.

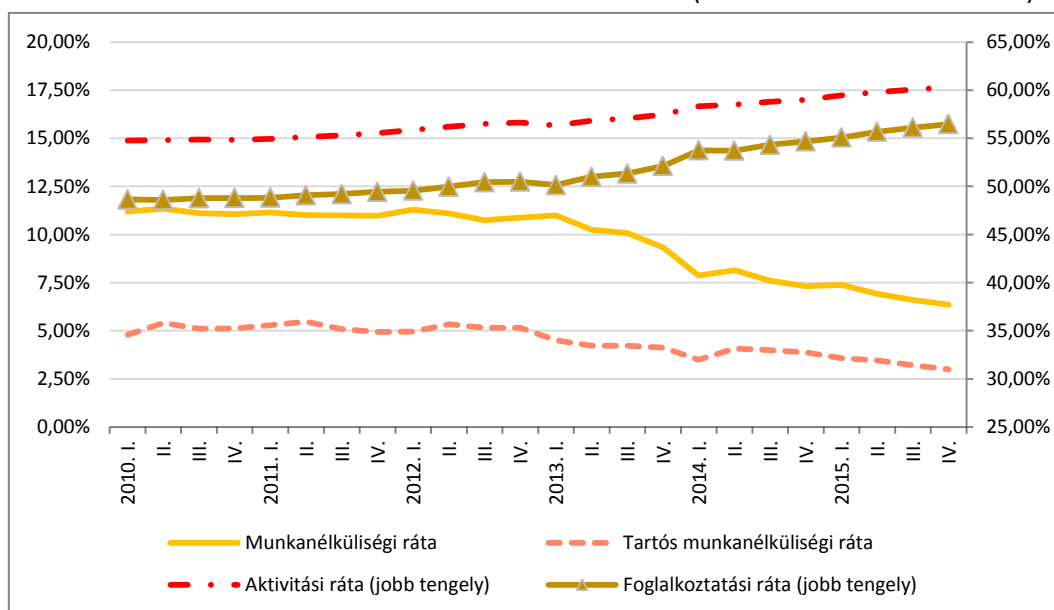
10.ÁBRA: AZ AKTIVITÁS, A FOGLALKOZTATOTTSÁG ÉS A MUNKANÉLKÜLISÉG NEGYEDÉVES ALAKULÁSA (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT ADATOK, 2010. I. = 0)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A KSH intézményi statisztikai alapján a munkaerőpiac bővülésének szinte egésze a 4 főnél nagyobb vállalkozásokhoz köthető, ahol az alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma 22 ezer fővel emelkedett. E bővülésen belül a főszerepet a versenyszférában dolgozók 17 ezer fős növekedése játssza. Ez a kiemelkedő mértékű bővülés feltételezhetően annak köszönhető, hogy az utóbbi negyedévek gazdasági növekedését nagyobb részben a nagyvállalatok teljesítménye okozza, amely átgyűrűzött az alkalmazotti létszámba is. A versenyszféra mellett a költségvetési intézményekben dolgozók száma is nőtt, összesen 3 ezer fővel a tavalyi év utolsó három hónapjában. A közfoglalkoztatás keretében október és december között átlagosan 202 ezer fő dolgozott. Ugyanakkor megjegyzendő, hogy e három hónap folyamán a közfoglalkoztatás nem működött teljes kapacitáskihasználtság mellett, ugyanis a korábbi évektől eltérően a Nemzeti Foglalkoztatási Alap Start munkaprogramra fordított kiadásai nem érték el a 2015-re vonatkozó törvényi előírányt. Az alkalmazotti létszámmal párhuzamosan a ledolgozott munkaórák száma 1,76 százalékkal emelkedett, amelyen belül tovább csökkent a részmunkaidőben ledolgozott órák súlya.

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

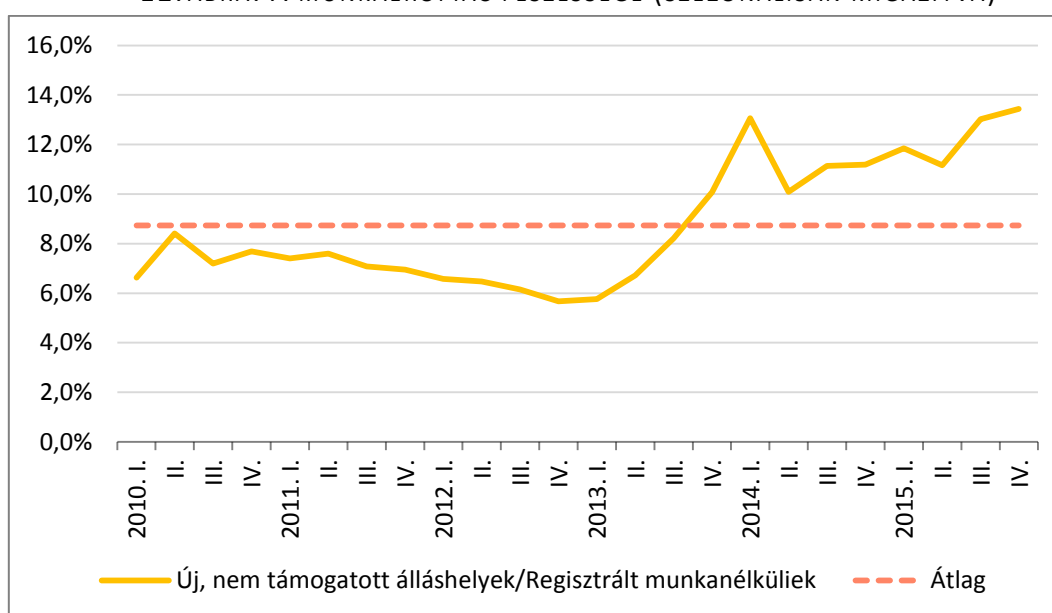


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A kedvező munkaerőpiaci folyamatok eredményeként a munkanélküliek száma 10 ezerrel, 288 ezer főre csökkent, ami a munkanélküliségi ráta 6,3 százalékra való mérséklődését eredményezte a szezonálisan kiigazított adatok alapján. Ez 0,3 százalékpontos csökkenést jelent, amely mértékében nem tér el az előző negyedévékétől.

A munkaerőpiac helyzete az NFSZ adatai alapján is javult. A regisztrált munkanélküliek száma 344 ezer főre csökkent az év végére, ami azt jelenti, hogy a nyilvántartásban lévők száma 27 ezerrel esett vissza a megelőző negyedévhez képest. Azonban némileg árnyalja a képet, hogy a hivatal adatai a keresleti oldalon lassulást mutatnak, ugyanis az újonnan bejelentett nem támogatott álláshelyek száma 2 ezerrel, 46 ezerre csökkent. Mindennek ellenére azonban a munkaerőpiac feszessége nőtt, ami bár kedvezően hat a bérfolyamatokra, ugyanakkor növekvő munkaerőhiányt jelezhet. Viszont a betöltetlen álláshelyek záróállománya szeptember és december között nem változott, ami azt jelenti, hogy a munkaerőhiány rövid távon nem akadályozza jelentős mértékben a munkaerőpiac bővülését.

12. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

A bérek növekedési üteme az év végére jelentősen felgyorsult, a nemzetgazdasági bruttó átlagkereset éves viszonylatban 5,3 százalékkal emelkedett. A gyorsuló növekedési ütem elsősorban a közsfera bértrendjeihez köthető, ahol a rendvédelmi dolgozók illetményemelésének és a szociális szférában dolgozók bérpótlékának köszönhetően az átlagkereset 8,6 százalékkal emelkedett. A versenyszféra béreire a feszesebb munkaerőpiac és a növekvő inflációs várakozások gyakoroltak kedvező hatást, aminek következtében a szektor bruttó béreinek növekedési üteme meghaladta a 4 százalékot. Mivel az év folyamán a bérekre vonatkozó adózási környezet nem változott, így a nettó bérek a bruttó bérekkel megegyező mértékben változtak. Amennyiben figyelembe vesszük a fogyasztói árak alakulását, akkor a reálkeresetek az utolsó negyedévben átlagosan 4,8 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Mivel ez meghaladja a GDP növekedési ütemét, ezért a bérjövodelemek súlya nőtt, ami javítja a bérből élők relatív helyzetét, és pozitív visszacsatolást eredményezhet a háztartások fogyasztásában.

### Továbbra is alacsony infláció jellemzi a magyar gazdaságot

Az év utolsó három hónapjában a fogyasztói árak enyhe emelkedésnek indultak az előző negyedév stagnálása után. Október és december között a Központi Statisztikai Hivatal az árak 0,5 százalékos átlagos növekedését mérte az előző év azonos időszakához képest, amely megfelel decemberi előrejelzésünknek. Az infláció növekedése a IV. negyedévben folyamatos volt, az októberi 0,1 százalékról decemberre 0,9 százalékra emelkedett, majd januárban ugyanezen a szinten maradt, de februárban ismét jelentősen, 0,3 százalékra csökkent. Az inflációs nyomást jelentősen visszafogta az olajárak zuhanása, hiszen a negyedév során az energiahordozók ára újabb mélypontot ért el. Ez az alacsony

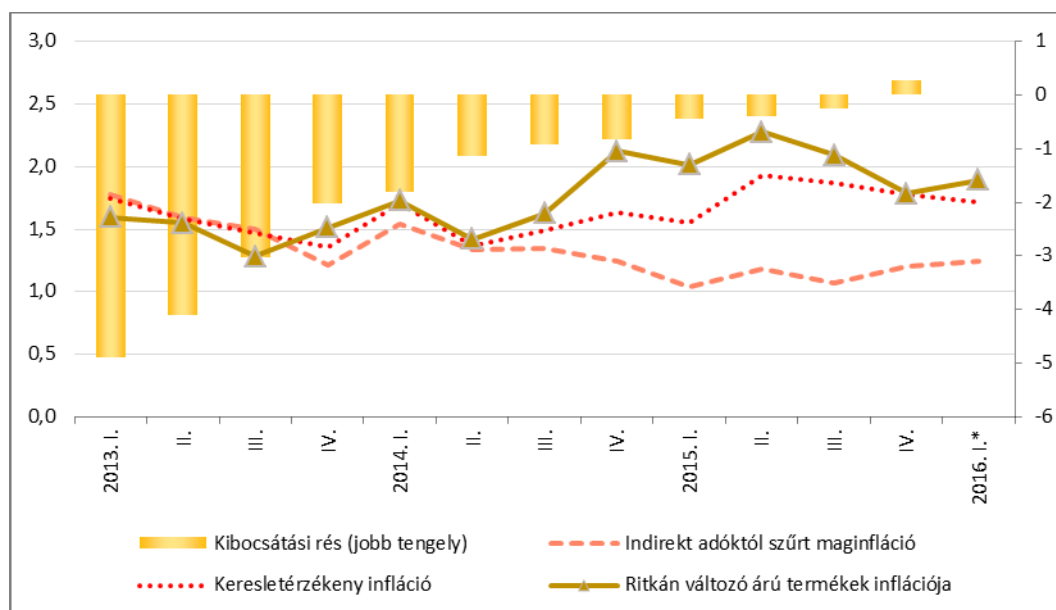
benzinárakon keresztül jelenik meg a fogyasztói árindexben. Növelte ugyanakkor a pénzromlás mértékét a 2015-ös évben tapasztalt rossz mezőgazdasági termés, valamint – a javuló gazdasági helyzet miatt – a tartós fogyasztási cikkek iránti magasabb kereslet. A lassú ütemben, de mégiscsak emelkedő árszínvonal irányába történő elmozdulást segítette a többütemű rezsicsökkentés bázisértékbe való beépülése, amely így már nem okozott deflációs nyomást. Összességében az inflációs folyamatok még a növekedés ellenére is messze elmaradnak a jegybank 2–4 százalékos inflációs célsávjának aljától.

Februárban alig változott a háztartási energia ára az egy évvel korábbihoz képest: a rezsicsökkentés már nem gyakorol hatást az inflációra. A többi termékcsoporthoz viszonyítva továbbra is magas a szeszes italok és dohányárak árának növekedése. Az ebben a termékcsoporthoz mért 2,6 százalékos drágulás ugyanakkor 0,9 százalékponttal elmarad a januári értéktől, köszönhetően annak, hogy a jövedéki adó tavalyi emelése fokozatosan a bázisév adatába kerül. Az élelmiszerek körében mért alacsony, 1,3 százalékos inflációhoz hozzájárult a sertéshús áfájának csökkentése mellett például a tej- és tejtermékek árának mérséklődése is. Azonban a 2015-ös kedvezőtlen időjárás miatt romló terméshozam jelentős áremelkedést idézett elő a cukor, az étolaj, a burgonya, a zöldségek és a gyümölcsök esetében. Kiemelkedő az üzemanyagok árának több mint 10 százalékos csökkenése, ami az inflációt 0,9 százalékponttal mérsékelte. Továbbra is az átlagot meghaladó mértékben nőtt a tartós fogyasztási cikkek (1,8 százalék), illetve a szolgáltatások ára (1,3 százalék). Az előbbi kategóriából érdemes kiemelni a járművek árának 4,2 százalékos emelkedését, míg az utóbbiból a lakbérek, a színház- és mozijegyek, valamint a külföldi utazások árának jelentős növekedését. Mindezen termékek és szolgáltatások árának átlagot meghaladó növekedése a háztartások javuló jövedelmi helyzetére és növekvő fogyasztási hajlandóságára utal.

A tartósan alacsony, így a jegybanki céltól jelentősen elmaradó infláció hatására a lakossági és a vállalati inflációs várakozások továbbra is rendkívül alacsony szintet vetítenek előre. Az MNB adatai szerint a magyar lakosság inflációs várakozásai az elmúlt időszakban 2 százalék alatt maradtak. A mérsékelt inflációs várakozások segíthetik az alacsony inflációs szint fennmaradását a visszafogott árváltoztatási és béremelési döntéseken keresztül. A mérsékelt inflációs nyomást magyarázza a IV. negyedévben már pozitívvá váló, de még alacsony kibocsátási rés.

Korábbi előrejelzésünknek megfelelően a kibocsátási rés (output gap) a IV. negyedévben bezáródott, azaz a gazdaság tényleges kibocsátása most már kismértékben meghaladja a potenciálist. Ez azt jelenti, hogy a gazdaság ciklikus helyzete az előző negyedévekhez képest tovább javult, ami a korábbiaknál magasabb GDP-növekedésnek köszönhető. A mutató a legfrissebb számításaink szerint 2015 IV. negyedévében 0,27 százalékon állt. A kibocsátási rés pozitívvá válása ahhoz vezethet, hogy megjelenik a gazdaságban a keresleti oldali inflációs nyomás, tehát lassan és fokozatosan elmozdulhat az inflációs ráta a jelenlegi nulla közeli szintjéről.

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

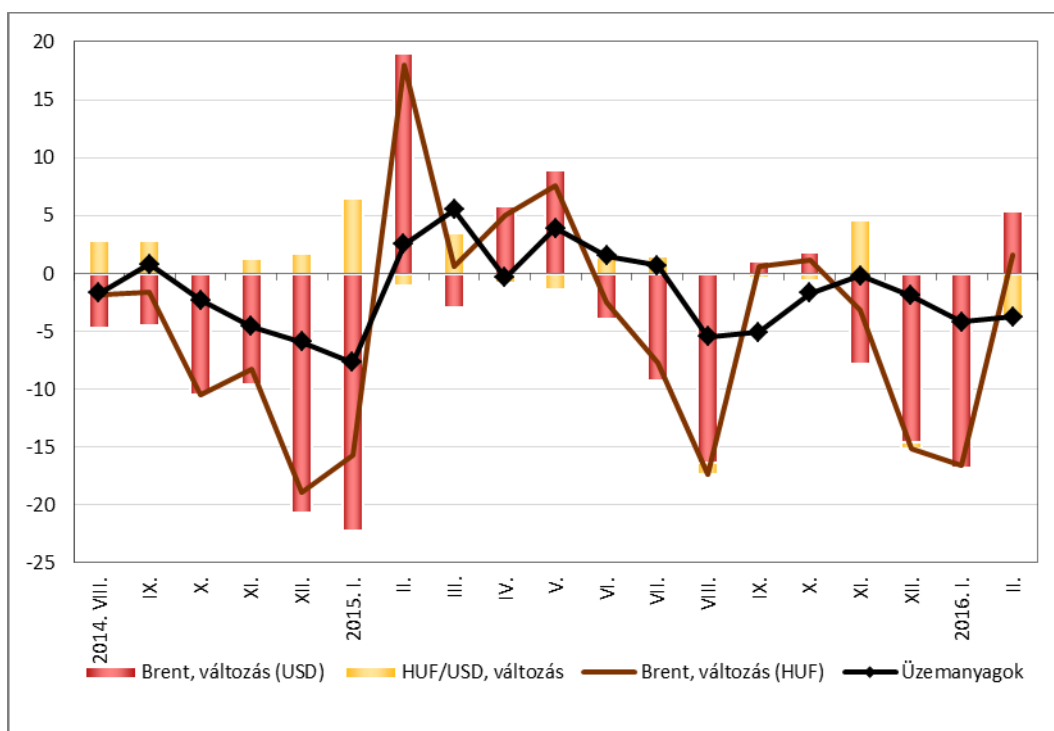


\* Csak a január–februári adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

A jegybank inflációs trendmutatói 2015 utolsó három hónapjában meglehetősen vegyesen alakultak az előző negyedévhez képest: az indirekt adóktól szűrt maginfláció kismértékben növekedett, míg azon termékek inflációja mérséklődött, amelyek ára ritkán változik. Megállt ugyanakkor a keresletérzékeny termékek inflációjának korábbi időszakokban tapasztalható növekedése. A trendmutatók szintje továbbra is elmarad ugyanakkor a jegybank inflációs célsávjának közepétől, a 3 százalékos céltől. A mérsékelt inflációs környezet továbbra is lehetővé teszi az alacsony kamatszint fenntartását, sőt, nem elképzelhetetlen az sem, hogy az idei évben a jegybank további lazítást hajtson végre – akár konvencionális, akár nem konvencionális eszközökkel, amely a gazdaság további növekedését is elősegítheti.

A maginfláción kívüli tételek inflációja 2015 IV. negyedévében negatív, -0,7 százalékos volt. Ehhez jelentősen hozzájárult a járműüzemanyagok árának IV. negyedévben is folytatódó csökkenése: a visszaesés mértéke éves szinten 12,7 százalék volt, ami az olaj világpiaci árának további esésével magyarázható: a Brent típusú kőolaj ára a IV. negyedévben az egy évvel korábbihoz képest 42 százalékkal esett, és ezzel újabb mélypontra jutott. Ez a tétel az inflációt a IV. negyedévben több mint 1 százalékponttal csökkentette. A járműüzemanyagok árának esése 2016 első két hónapjában is folytatódott, a csökkenés ekkor 5,4, illetve 11,2. százalék volt. Az esést mérsékelte a dollár erősödése a forinthez képest: a IV. negyedévben majdnem 15 százalékkal kellett több forintot adni egy dollárért, mint egy évvel korábban. A gyengülés ugyanakkor 2016 első két hónapjában megállt.

14. 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 a negyedik negyedévben 6,3 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva, 0,5 százalékponttal növelve ezzel az inflációt. A mezőgazdasági termelői árak 2015-ben 0,4 százalékkal növekedtek, ami az év második felében, a gyengébb termés miatt bekövetkezett áremelkedésnek köszönhető. Ennek megfelelően a 2016-os év első felében is emelkedő termelői árakra számíthatunk, ami a fogyasztói árakat is kismértékben felfelé mozdíthatja. Összességében tehát a maginfláción kívüli tételek közül az energiaárak lefelé, míg a nyers élelmiszerek ára felfelé hajtották az inflációt.

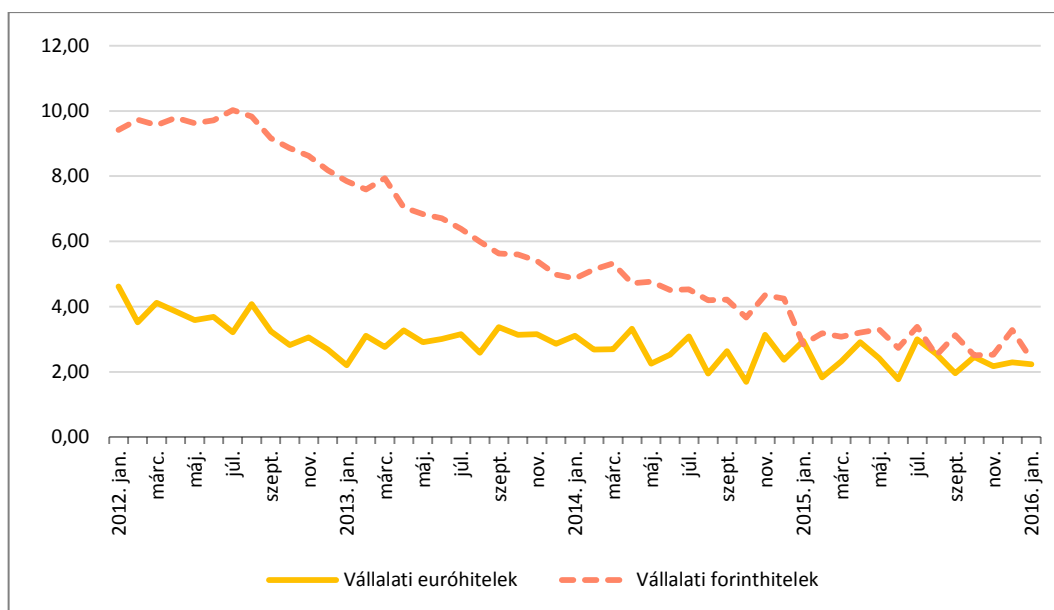
## Alacsony szinten a jegybanki alapkamat

A hazai jegybank december–februári kamatdöntő ülésein nem változtatott irányadó rátájának mértékén. A Monetáris Tanács jegyzőkönyvei alapján az üléseken a tagok mindegyike a kamat tartására szavazott. **Márciusban a jegybank Monetáris Tanácsa azonban, meglepve a piacot, 15 bázisponttal 1,2 százalékosra csökkentette az alapkamatot.** A jegybanki kommunikáció szerint a kamatvágás legalább egy alkalommal folytatódik. Így a kamatciklus végén vélhetően 1,05 százalékon áll meg a jegybanki alapkamat, amely jelenleg a 3 hónapos jegybanki betét instrumentum kamata. További immár nem konvencionális eszköznek tekinthető a kamatfolyosó lefelé tolása és szűkítése, hiszen az O/N betéti kamat -0,05 százalékra, míg az egy napos jegybanki hitelkamat 1,45 százalékra csökkent. A jegybank döntését indoklása szerint az inflációs cél elérése

**érdekében hozta, habár érdekes elem, hogy célként nem az inflációs sávot (2-4 százalék) kommunikálta, hanem annak közepét, a 3 százalékat.**

A hazai jegybanki alapkamat mértékének változatlansága mellett 12 bázisponttal csökkent az november–januári időszakban a vállalatok számára nyújtott forinthitelek kamata. Eközben az euróhiteleké 23 bázisponttal süllyedt. A lakossági szegmensben a fogyasztási hitelek piacán 18 bázisponttal alacsonyabb kamattal lehetett forintban fogyasztási hitelt igényelni 2016 januárjában, mint három hónappal korábban. A lakáscélú hitelek esetén 5 bázispontos a kamatesés.

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

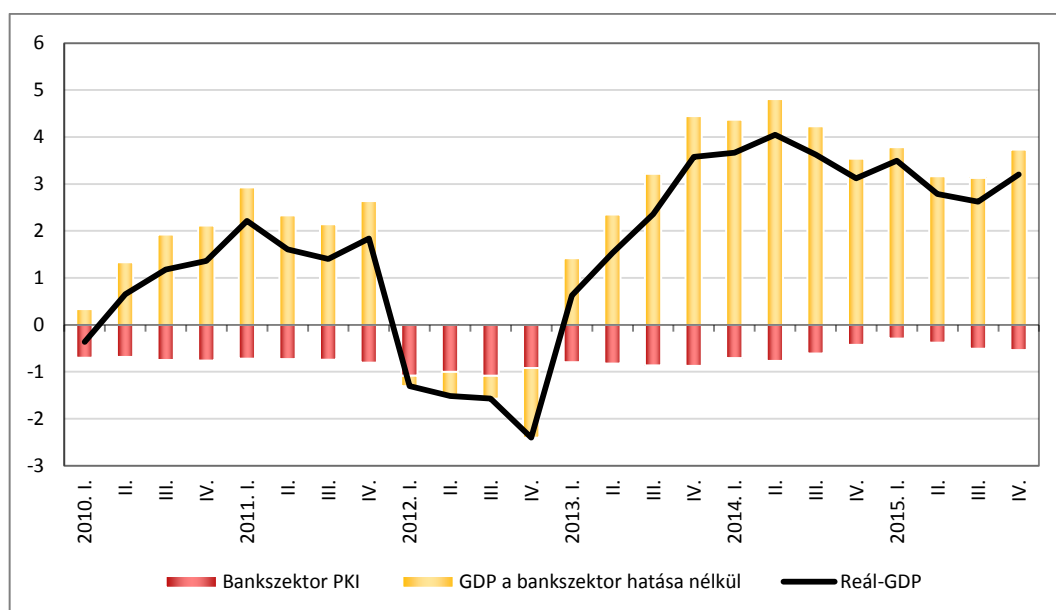


Forrás: MNB

A hitelezés fontosságát az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) is jelzi, mely a bankszektor hitelezési tevékenységén<sup>1</sup> 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 2015 IV. negyedévében a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági teljesítményt fékező hatása jóformán stagnált. A bankszektor teljes jövedelmi hatása bő – 0,5 százalékpontnak felelt meg, vagyis egy egészséges banki hitelezés esetén ennyivel magasabb reál-GDP-val számolhattunk volna 2015 IV. negyedévére vonatkozóan.

<sup>1</sup> Korábban a bankközi kamatot és az árfolyamot is tartalmazta a számítás.

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



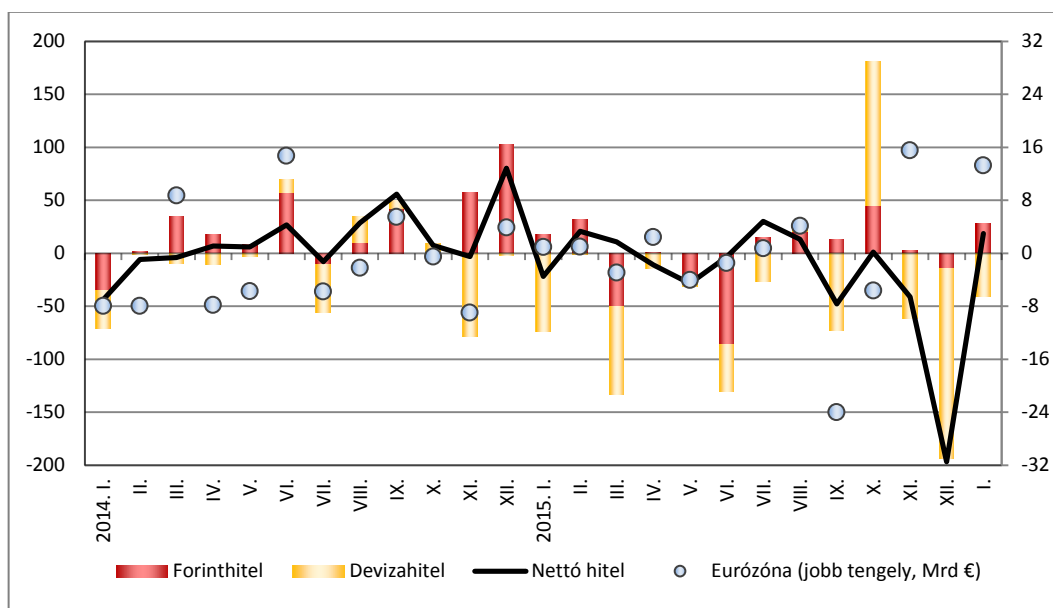
Forrás: MNB

A vállalatoknál 2015 IV. negyedévében a szezonálisan szűrt számok alapján a banki nettó forinthitel-felvétel 33,2 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke –105,7 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként adódóan 2015 negyedik negyedévében a teljes nettó hiteltörlesztés (szezonálisan kiigazítva) így 236,6 milliárd forintnak felelt meg. A vállalati devizahitelek csökkenésének jelentős részét a szanálás alatti MKB év végi portfóliótisztításának keretein belüli leírások adják.

2016 januárjában a vállalati szektor teljes nettó hitelfelvétele (szezonálisan kiigazítva) 18,8 milliárd forint volt.

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves időszora alapján 2015 IV. negyedévében összességében a lakossági szegmensben és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. Az elszámolás következtében a bankok visszafizetései jelentősen csökkentették a hiteladósok tartozását az első fél évben. A III–IV. negyedévre már csak a lezárt végtörlesztéses, továbbá egyes forinthitelek elszámolásai maradtak. Utóbbi esetében fontos kiemelni, hogy a banki perek őszi lezárulását követően sok esetben még csak most történik meg az elszámolás, ami eddig tehát nem lehetett teljes körű. Ebből fakadóan a lakosság számára a későbbi negyedévekben várható banki transzfer.

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

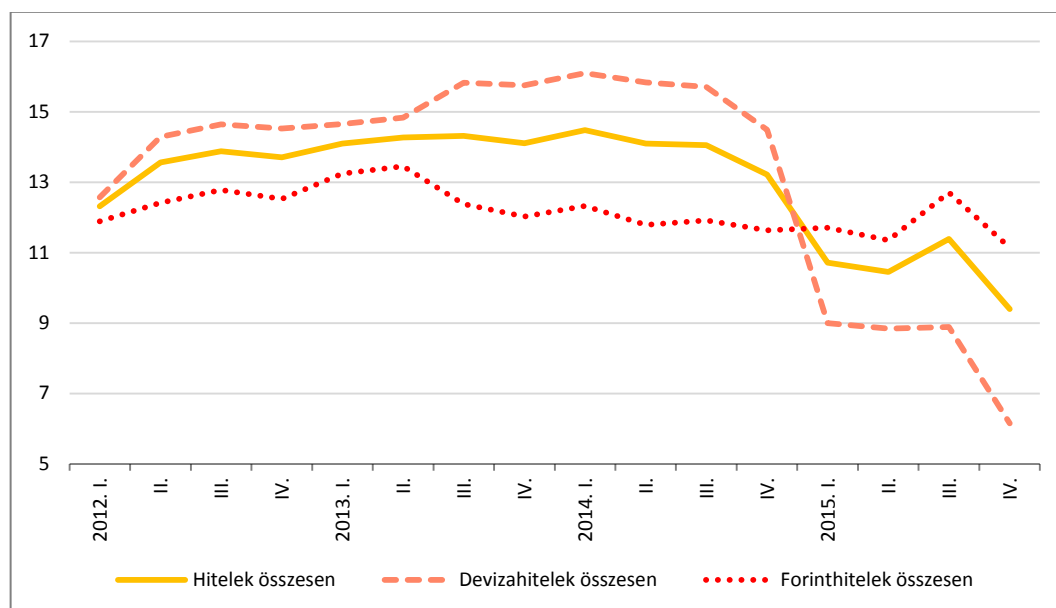


Forrás: MNB, EKB

A lakossági forinthiteleknél a közel 1 százalékpontos NPL-ráta csökkenése egyértelműen az autóhitelek elszámolásának következménye, amely a közel 144 milliárd forinttal csökkenő hitelállomány és a több mint 70 milliárd forinttal csökkenő 90 napon túli késedelmes állomány eredőjeként alakult ki. Az elszámolás során a kapott jóváírás ugyanis a legrégebbi hátralékokat kezelte, így statisztikailag az ügyfelek automatikusan teljesítővé váltak. Az ügyfelek tartozásainak jelentős része – további befizetések nélkül – visszakerül a nem teljesítő hitelek kategóriájába. Ezért minden egyéb változatlansága mellett a jövőben vélhetően majd emelkedik a nem teljesítő hitelek aránya.

Az MNB előzetes adatai szerint 2015 egészében 38,9 milliárd forintos adózás előtti nyereséget és 2,985 milliárd forint adózás utáni veszteséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor még 486 milliárd forintos adózás előtti és 541,1 milliárd forintos adózás utáni veszteséget jelentett, amelynek oka elsősorban az elszámolás miatti céltartalékképzés volt. Az előző év azonos időszakához képest gyengült a kamat-, de javult a jutalékeredmény. Előbbi – elsősorban a fair bankokról szóló törvény által is előidézett kisebb kamatmarzsok következtében – 44 százalékkal kisebb, míg utóbbi 3 százalékkal nagyobb volt az előző év teljes időszakának eredményénél. A bankok tőkeellátottsága 2015-ben javult 2014-hez képest: a tőke megfelelési mutató az előző évhez képest 0,4 százalékponttal, 19,7 százalékra csökkent. A hitelintézetek szavatoló tőkéje 3,7 százalékkal (3088 milliárd forintra), miközben a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg 5,8 százalékkal csökkent, és 2015. december 31-én 15 661 milliárd forintot tett ki.

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

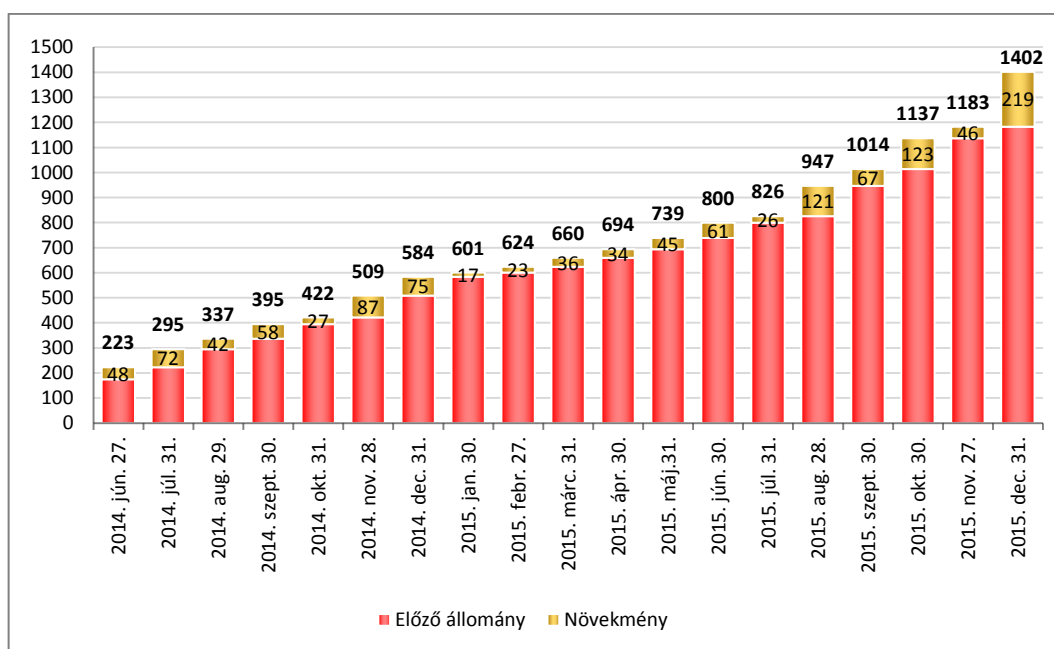


Forrás: MNB, Századvég-számítás

Decemberben a Növekedési Hitelprogram (NHP) keretében a hitelezés jelentősen erősödött. Az NHP II. havi igénybevétele érdemben meghaladja az előző év azonos időszakos értékét. A program kihasználtsága a decemberben kötött új szerződésekkel (219 milliárd) együtt összesen 1402 milliárd forintot tett ki. Ez azt jelenti, hogy az 1000 milliárdos keretet kihasználták és az NHP+ programra eredetileg elkülönített 500 milliárdos keret majdnem teljesen elfogyott. Tekintettel arra, hogy az NHP II. 2015-ben lezárult és az NHP III. bizonyos hitelcélokra már nem vehető igénybe, ezért jó néhány vállalkozás döntött az utolsó hónapban a kedvezményes hitellehetőség felvétele mellett. Az NHP+ konstrukcióban 23 milliárd forintnyi hitelszerződés jött létre az MNB részleges kockázatvállalása mellett.

Az NHP II.-ben leszerződött hitelösszeg 95 százaléka új hitelként került az igénylőkhöz. Ezen belül a beruházási hitelek (és új lízingügyletek) részesedése 61, az új forgóeszközhiteleké 29, az új EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított arány 10 százalék. Megállapítható, hogy a decemberi adatokat is figyelembe véve nőtt a beruházási hitelek aránya (3 százalékponttal), továbbá csökkent a forgóeszközhiteleké (1 százalékponttal) és az EU-s hiteleké (2 százalékponttal) a nem hitelkiváltási célra felvett összegeken belül.

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



Forrás: MNB

Az ágazati eloszlást tekintve a mezőgazdaság (22 százalék), a kereskedelem és javítás ágazat (24 százalék), valamint a feldolgozóipar (19 százalék) részesedése kimagasló, a hitelek továbbra is közel kétharmada erre a három területre irányult.

A 2016-ban indult NHP III. első pillére 300 milliárd forintos keretről szól, amelynél a bankok 0 százalékon kapnak hitelt az MNB-től, míg ők maximum 2,5 százalékon hiteleznek tovább a kkv-k számára. Új elem azonban a devizahitelezés elindítása a kkv-k számára. Itt olyan vállalatok juthatnak devizahitelhez, amelyeknek a bevétele is devizában keletkezik, azaz így nem nyílik, hanem záródik a nyitott devizapozíciójuk. A keret 300 milliárd forintnak megfelelő euróösszeg. A maximálisan felvehető összeg nagysága 1 milliárd forintra csökkent a korábbi 10 milliárd forintról, annak érdekében, hogy minél több vállalkozás jusson hitelhez.

A programmal kapcsolatos kommunikációval kapcsolatban az MNB úgy döntött, hogy 60 milliárdos összeg felett ad tájékoztatást havi rendszerességgel. Ezek szerint az első két hónapban még nem történt meg a keret tizedének lehívása.

Az elmúlt negyedévben a globális pénzügyi környezetben elsősorban a Fed 2015. december 15–16-i kamatemelése emelendő ki a monetáris politikai döntések közül. A piac már várta a kamatemelést, hiszen közvetlenül a döntés előtt 76 százalék árazta a 25 bázispontos szigorítást. Később azonban a Fed nem emelte tovább irányadó kamatát. Történt ugyanis, hogy a Nyílt Piaci Bizottság 10:0 arányban a kamat tartása mellett foglalt állást a Fed 2016. január 26–27-i ülésén. Az indoklás szerint a decemberi ülés óta lassult az amerikai gazdaság növekedése. Kiemelték továbbá, hogy az infláció nem éri el egyhamar a 2 százalékos célt, így nem indokolt a kamat emelése. Míg decemberben a döntéshozók négy kamatemeléssel számolnak 2016-ra vonatkozóan, addig 2016. január végére már a befektetők mindössze 8 százaléka prognosztizált márciusra kamatemelést. Az EKB március

10-én – korábbi jelzésének megfelelően, és látva a kedvezőtlen eurózónás inflációs adatokat – további kamatvágásokat és mennyiségi lazítást eszközölt. Irányadó kamatlábát 0 százalékra, betéti kamatát pedig –0,4 százalékra vágta. Továbbá havi eszközvásárlási programját 80 milliárdra bővítette.

Decemberben az EBRD–Erste-megállapodás alapján elfogadta a parlament a bankadó módosításáról szóló törvényt<sup>2</sup>. Eszerint

- a bankadó számítási alapja továbbra is a 2009. évi mérlegfőösszeg;
- az 50 milliárd forintot meg nem haladó részre változatlanul 0,15 százalék, míg az e feletti mérlegfőösszegre a kulcs 0,53-ról 0,24 százalékra csökkent.

Ennek értelmében a bankadó jóval kisebb összeget von el a bankrendszerből. Egészen pontosan a korábbi 149 milliárd helyett 72 milliárd forintot, amely két fontos dolgot jelent. Egyrészt a költségvetés bevételei között a bankadóból immáron 2016-tól kezdődően 77 milliárddal kevesebb összeg lesz. Másrészt kisebb terhet jelent a bankrendszernek, hiszen jelentősen csökken a bankadó mértéke. Ennek következtében a bankok a nyereségversenyben kisebb tőkeállomány-torzítással vesznek részt az adómódosítás után. Az NGM jelezte, hogy 2016 tavaszán a törvényalkotási szakaszban még foglalkozik a bankadó 2017. évi kialakításának és finomhangolásának kérdésével.

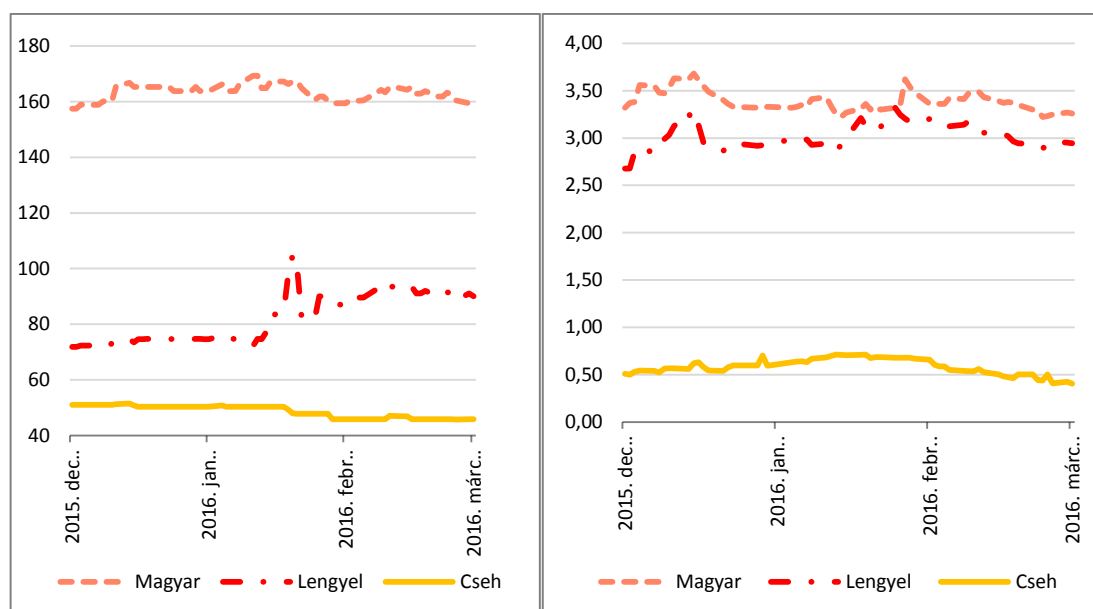
A nagy nemzetközi hitelminősítő intézményeknél hazánk besorolása a befektetésre nem ajánlott szint legmagasabbján maradt. Jelenleg a Moody'snál és a Fitchnél van pozitív kilátása az államadósság besorolásának. 2016. március 4-én a Moody's nem adott ki kommentárt, azaz nem foglalkozott a magyar államadósság felülvizsgálatával. Később **2016. március 18-án pedig a Standard and Poor's nem változtatott a magyar államadósság besorolásán és stabil kilátásán.** A korábbi döntéseknél a hitelminősítő intézetek azt emelték ki, hogy az államadósság csökkenő trendet mutat, és a devizaarány csökken, azaz a forintban kifejezett értéke kevésbé kitett az árfolyam-ingadozásoknak. Továbbá a lakosságot és a bankszektort terhelő, devizában denominált lakáshitelek kivezetésével – amelyet decemberben kiegészített az autóhitelek forintosítása és elszámolása – jelentősen csökkent a magyar gazdaság külső sérülékenysége. Várakozásunk szerint az államadósság devizaarányának további csökkenése esetén jövőre a Fitch lehet az első, amely visszaemeli Magyarországot a befektetésre ajánlott kategóriába. E lépés többek között azért lenne fontos, mert habár a CDS árazása már a jobb minősítésű országokéival egyezik meg, addig a 10 éves állampapírok hozama a besoroláshoz (bóvli kategória teteje) igazodik. A felminősítés tehát alacsonyabb hozamokat és hosszabb távon ezáltal kisebb költségvetési kiadásokat is jelentene. Persze ehhez nem lesz elég egy intézet kedvező döntése, mindhárom hitelminősítő kedvező megítélése hozhat érdemi változást. Tekintettel arra, hogy pozitív

<sup>2</sup> Magyar Közlöny, 201. szám, 2015. december 22. 2015. évi CCXVII. törvény az államháztartás egyensúlyát javító különadóról és járadékról szóló 2006. évi LIX. törvény és egyes adótörvények módosításáról.

kilátást legelőször a Fitch adott a magyar államadósság besorolásának, ezért vélhetően ez a nagy nemzetközi hitelminősítő intézet emeli először befektetési kategóriába azt.

A jegybank önfinanszírozási programjának folytatásaként 2016. április végével megszünteti a kéthetes betétet, amelynek révén 400–800 milliárdos pótlólagos kereslet jelenik meg az állampapírpiacon többféle hatást generálva. Egyrészt a hozamokat lejjebb tolja, másrészt a devizaarányt csökkentheti, továbbá csökkenti a külső sérülékenységet. Ez utóbbiakat pedig a hitelminősítők várhatóan kedvezően fogják értékelni.

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



Forrás: Thomson Reuters

A kedvező folyó fizetési mérleg erősítette, a jegybank monetáris lazítása (a kéthetes betét eltörlése<sup>3</sup>) gyengítette a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamát. E kettő eredőjeként a forint kurzusa az euróval szemben a december eleji 311-ről március elejére 309 forintra változott, 0,4 százalékkal erősödött. A régió devizái közül a cseh korona árfolyama stagnált, míg a lengyel zloty 1,7 százalékkal gyengült az euróval szemben.

A 10 éves forint állampapírok piacán december eleji értékhez képest 6 bázisponttal esett a hozam. Csehországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozama 11 bázisponttal csökkent, míg Lengyelországban jelentősen, 27 bázisponttal emelkedett a hozam. Az országhoz tartozó ötéves magyar CDS értéke 1 egységgel emelkedett az elmúlt három hónap folyamán, amely így 158 bázisponton áll. Mindeközben Csehországban 5 egységgel, 46 bázispont

<sup>3</sup> Az MNB Monetáris Tanácsa 2016. január 12-én döntött arról, hogy 2016. március végétől fokozatosan kivezeti 2016. április 30-ig a kéthetes betétet, amelyet előzőleg 2015. év végéig 1000 milliárd forintra csökkentett.

csökkent, míg Lengyelországban a kockázati megítélés e mutatója 18 egységgel, 90 bázispontra emelkedett. Ez utóbbi növekedés a bankadó lengyelországi bevezetése körüli bizonytalanságot mutatja.

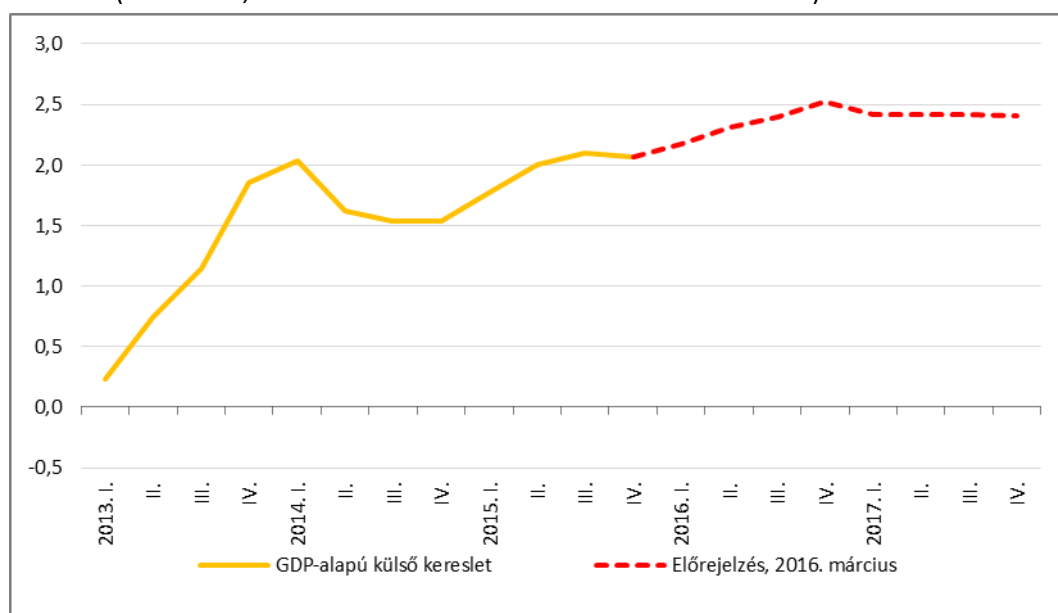
## **A GDP növekedése 2,4 százalék lehet 2016-ban**

### **Feltevéseink alakulása az alappályán**

A magyar export iránt megnyilvánuló, a főbb exportpiacaink GDP-je alapján számított külső kereslet 2015 IV. negyedévében lényegében megegyezett az általunk előre jelzettel. A külső konjunktúra tehát továbbra is javult, az átlagos bővülés mértéke megegyezett az előző negyedévben számított 2,1 százalékkal, tehát a növekvő trend megtört. A legfontosabb külkereskedelmi partnereink közül legnagyobb mértékben Ausztria, Svédország és Szlovénia gazdasági növekedése javult az előző negyedévhez képest, de fontos kiemelni Ukrainát is, ahol ugyan továbbra is recesszió van, ám ennek mértéke a korábbinál kisebb. Legnagyobb exportpiacunk, Németország gazdasága a IV. negyedévben is bővült, ám ennek mértéke elmarad az előző két negyedévben mérttől. A visegrádi országok mindegyike 3 százalék feletti növekedést ért el. A gazdasági teljesítmények javulása azonban a világgazdaságban továbbra is mérsékelt, a következő negyedévekben várhatóan több országban (pl. Kína, Oroszország) lassulhat a konjunktúra. Azonban míg ez Kínában csak kisebb növekedést, addig Oroszországban recessziót jelent.

A rendelkezésre álló adatok alapján a 2016-ra vonatkozó előrejelzésünket alig módosítottuk. December óta több országban is csökkent a várható kereslet növekedésének mértéke. Legfőbb piacunk, Németország várható növekedése kismértékben, 0,1 százalékponttal csökkent. Egyre jelentősebb recesszió várható keleti partnereinknél is, részben az alacsony olajárak, részben az orosz–ukrán konfliktus miatt. E két ország 2016-ra várt növekedése 0,7, illetve 1,0 százalékponttal esett vissza előző előrejelzésünkhöz képest. Az előző előrejelzéshez képest nem módosult, de továbbra is kockázatok rejt Kína gazdasági növekedése. Továbbra is erős konjunktúra várható a régió országaiban – az előrejelzések szerint itt a növekedés valamivel magasabb lesz a korábban vártnál. Az Európai Unió gazdasági teljesítményét a jövőben is fokozhatja a laza monetáris politika és a javuló munkaerőpiaci helyzet, ám Kína, Oroszország és az Egyesült Államok kedvezőtlenebb külső körülményeket teremthet a hazai növekedéshez. Viszont a továbbra is alacsony olajár az olajimportőr országokban többletjövedelmet jelent, amely kedvezően hat rájuk.

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



Forrás: Századvég-számítás

A külső kereslet pályája várakozásaink szerint 2017-ben is pozitív trendet követhet, és az átlagosan várható növekedés nagysága sem tér el jelentősen a 2016-ostól. Meglehetősen vegyesen alakul ugyanakkor a várható növekedés 2016-tal összevetve az egyes országokban. Várakozásaink szerint nem változik a növekedés dinamikája Németországban, Lengyelországban és az Egyesült Királyságban, míg érezhetően gyorsuló növekedésre számíthatunk Belgium, Csehország, Franciaország, Szlovénia, Ukrajna és Oroszország esetében. Az utóbbinál a 2016-ra várt recesszió kismértékű növekedésbe fordulhat. A 2016-osnál kedvezőtlenebb kilátásokra számítunk ugyanakkor például Spanyolország, Svédország és Kína esetében. Az előre jelzett növekedés szempontjából kockázatot jelent az Egyesült Államok várhatóan szigorodó monetáris politikája, amely fékező hatású lehet a növekedésre. Elemzői várakozások szerint ugyanakkor a Fed a korábban vártnál lassabb mértékben emeli majd az irányadó kamat nagyságát. Ezzel szemben az Európai Unióban nem várható restriktív monetáris politikai lépés, sőt lehetséges, hogy az EKB 2017-ben is élénkítést hajt végre nem konvencionális eszközök segítségével. A világgazdaság motorja 2017-ben is a fejlődő régió lehet, amelynek növekedése jóval meghaladja majd a fejlett világét. Kockázatot jelent azonban Kína a vártnál esetlegesen jelentősebb fékeződése, amely az egész világgazdaság növekedését visszavetheti. Mindezeket figyelembe véve azt feltételezzük, hogy a magyar termékek iránt megnyilvánuló külső kereslet növekedése 2017 folyamán is 2,4 százalékos lehet.

A mezőgazdasági termelői árak tekintetében a IV. negyedévben megtört a korábbi időszakok csökkenő trendje: 2013 II. negyedéve óta most először fordult elő, hogy az árak meghaladják az egy évvel korábbit. A mezőgazdasági termelői árak növekedése megfelel a decemberi

előrejelzésünknek, és a rossz terméshozammal magyarázható. Ennek megfelelően 2016-ban a mezőgazdasági termelői árak további (éves szinten átlagosan 1,4 százalékos) emelkedésére számítunk, amelyet 2017-ben kismértékű korrekció (–0,4 százalék) követhet.

A Brent típusú kőolaj jegyzésárának 2015 harmadik és negyedik negyedévében tapasztalt csökkenése 2016 januárjában is folytatódott, a hónap közepére a hordónkénti ár 30 dollár alá süllyedt. Ezt követően lassú árkorrekció volt megfigyelhető, a Brent olaj ára március elejére a 40 dollár/hordó szint közelébe emelkedett. A kőolajpiacot fundamentális oldalról 2016 első két hónapjában két fő tényező mozgathatta. Egyrészt a globális gazdasági növekedésre vonatkozó egyre romló kilátások. Főként a kínai és más feltörekvő országokban tapasztalt és előre jelzett konjunktúraromlás tarthatta nyomás alatt az árakat. Másrészt a Kőolaj-exportáló Országok Szervezetének (OPEC) három országa – köztük Szaúd-Arábia –, továbbá Oroszország tárgyalásokat kezdett a kitermelés szintjének befagyasztásáról. A felek között egyelőre az a megállapodás született, hogy hajlandóak kőolaj-kitermelésüket a 2016. januári szinten rögzíteni, amennyiben Irán és Irak is csatlakozik a megállapodáshoz.

Az olaj árának alakulása erősen bizonytalan még a viszonylag szűk sávban szóródó elemzői várakozásokat figyelembe véve is. A fundamentumok felől tekintve a piaci egyensúly felé történő elmozdulás, azaz az árak lassú korrekciója vetíthető előre. A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) februári előrejelzése szerint<sup>4</sup> a kőolajkereslet 2015-ben tapasztalt napi 1,6 millió hordónyi növekedési üteme 2016-ban 1,2 millió hordóra eshet vissza. Ez elsősorban a kínai, az amerikai és az európai gazdaságok lassulásának következménye lesz.

Kínálati oldalon az IEA az OPEC-en kívüli országok olajkitermelésének (napi 600 ezer hordónyi) visszaesését várja, főként az amerikai palaolaj-termelés apadása miatt. Ezek a termelők a hordónként 50 dolláros ár alatt sem váltak veszteségesse a 2015-ös év tapasztalatai alapján, ami azért figyelemreméltó, mert továbbra is marad alternatívája az OPEC-beszállítóknak.

A megállapodás előtt, januárban az OPEC-országok, valamint Oroszország kőolaj-kitermelése rekordszintre emelkedett. Így valójában a még kérdéses egyezmény a kitermelés csúcskapacitáson való befagyasztását jelenti. A nagy olajexportáló országok túlkínálat ellen irányuló fellépésének hatékonysága és így az esetleges áremelkedés kapcsán a piaci szereplők szkeptikusak, hiszen mindeközben az embargó alól felszabaduló Irán és a lehetőségei alatt kitermelő Irak rohamosan növelni kívánja olajexportját.

A meghatározó elemzőházak várakozásai szerint a Brent olaj hordónkénti jegyzésára 2016-ban átlagosan 35–45 dollár lehet, majd 2017-ben az 50 dollár/hordó-s szint közelébe emelkedhet. Középtávon (2016–2020 között) 40–60 dolláros hordónkénti árról szólnak a prognózisok.

---

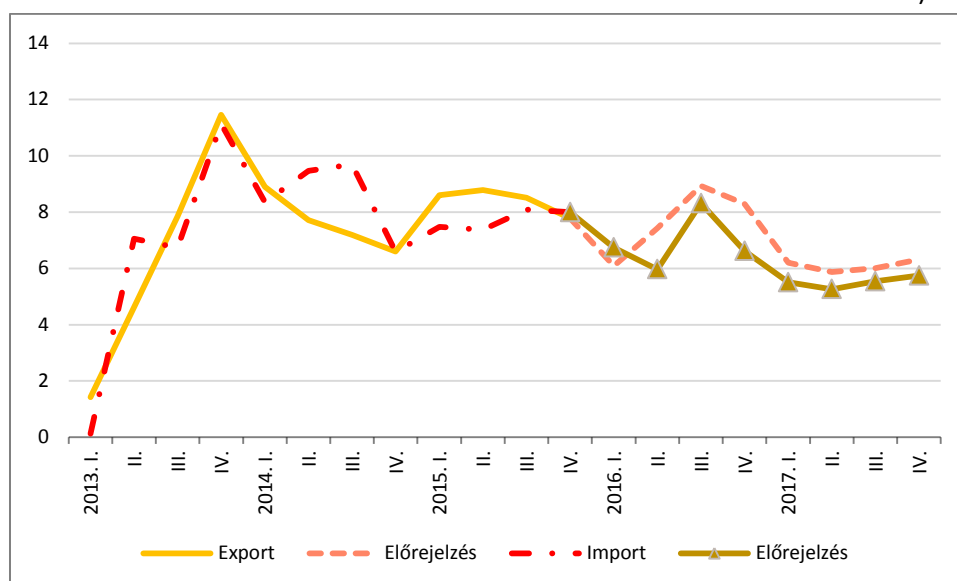
<sup>4</sup> IEA, Oil Market Report, 9 February 2016., <https://www.iea.org/media/omrreports/fullissues/2016-02-09.pdf> (2016. III. 7.).

A határidős indexekre alapuló előrejelzésünk szerint a kőolajár 2016 végére hordónként 42, 2017 végére 45 dollárra emelkedhet.

## Idén a fogyasztás húzhatja a magyar gazdaságot

A IV. negyedévben jelentősen, de a várakozásainktól kismértékben elmaradva bővült a magyar export. A KSH a korábbi negyedévek exportadatait is revideálta, így 2015 első két negyedévében a korábban közzétettnél kisebb, míg a III. negyedévben jobban emelkedett a kivitel volumene. Ez éves szinten mérsékelte az export dinamikáját, amelyet figyelembe vettünk a 2016-ra és 2017-re vonatkozó előrejelzés elkészítésekor is. A magyar termékek és szolgáltatások legfontosabb felvevőpiaca továbbra is Németország, amely alacsony, de pozitív növekedéssel rendelkezik. Növekedésének mértéke az előző negyedévhez képest kismértékben csökkent. Jól teljesítenek ugyanakkor a régió országai: 2015-ben Csehország, Lengyelország, Románia és Szlovákia egyaránt 3,5 százalékos feletti növekedésre volt képes. Ezzel szemben a fontosabb keleti partnereink közül Ukrajna és Oroszország gazdasági teljesítménye 2015-ben visszaesett. Ezt az előbbi ország esetében az ukrán–orosz konfliktus, míg az utóbbinál az alacsony olajárak magyarázzák. A kínai gazdaság továbbra is jelentős ütemben növekszik, ám a növekedés dinamikája folyamatosan lassul, ami negatív kilátásokat jelent az egész világgazdaságra nézve. A magyar export IV. negyedéves növekedése elsősorban a termékeknek köszönhető, a szolgáltatások növekedése az előző negyedévekhez képest lassabb volt. Ehhez részben hozzájárult a turizmus előző negyedévesnél kisebb ütemben bővülő exportteljesítménye is. Mindezeket figyelembe véve 2016-ra az előző előrejelzésünkhöz (7,9 százalékos) képest kisebb, 7,7 százalékos exportbővülést várunk. 2017-ben az export növekedési üteme tovább mérséklődhet, várakozásaink szerint mindössze 6,1 százalékos lesz. A várhatóan alacsonyabb növekedéshez hozzájárul a feldolgozóipari kapacitások magas kihasználtsága, amely korlátot jelent a további növekedés számára.

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



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

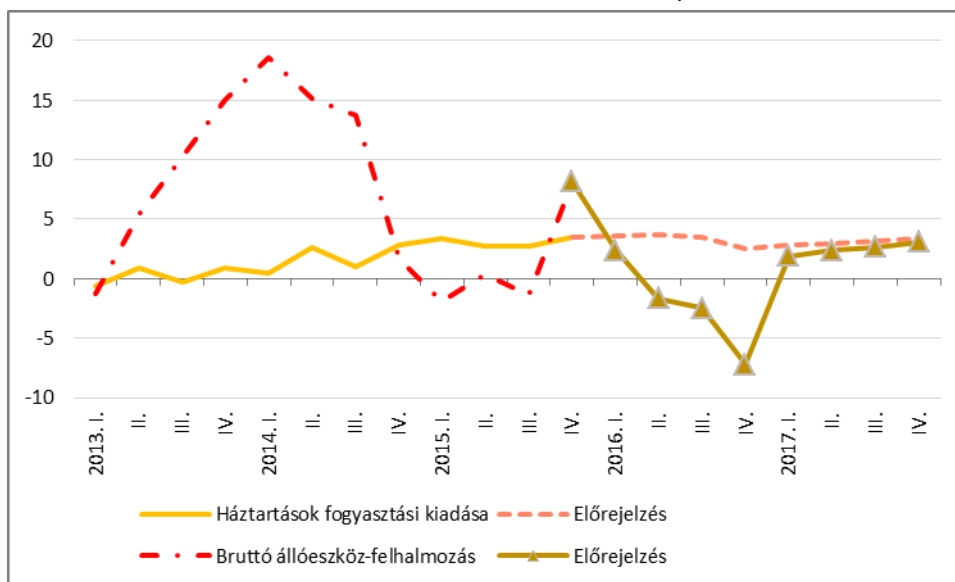
Az exporthoz hasonlóan, bár kisebb mértékben, az import bővülése is minimálisan elmaradt várakozásunktól a IV. negyedévben. E mutató tekintetében a KSH ráadásul felfelé módosította a korábbi negyedévek növekedési ütemét. Előrejelzésünk szerint 2016-ban a behozatal növekedési üteme 6,9 százalékpont lesz. 2017-re ennél is visszafogottabb, de még mindig jelentős, 5,5 százalékos importnövekedést várunk. A lassabb kereskedelem-bővülést egyaránt magyarázza a fogyasztás és az export mérsékeltebb dinamikája.

A nettó export összességében a továbbiakban is pozitívan járulhat hozzá a magyar gazdaság növekedéséhez, de a hozzájárulás mértéke várhatóan csökkenni fog a korábbi időszakokhoz képest az export dinamikájának lassulása miatt.

A háztartások fogyasztási kiadásának növekedése a IV. negyedévben megegyezett a várakozásainkkal. A magas fogyasztás egyaránt köszönhető a banki elszámoltatások nyomán a lakosság növekvő forrásainak, illetve az emelkedő bérszínvonalnak és a csökkenő munkanélküliségnek. 2016-ban a fogyasztás további dinamikus növekedésére számítunk. Erre vonatkozó előrejelzésünket az előző negyedévhez képest csupán kismértékben módosítottuk. A kedvező fogyasztást az eddig bemutatott tényezőkön kívül segítheti a személyi jövedelemadó kulcsának 2016-os csökkentése, valamint a családi adókedvezmények mértékének további növelése is. A IV. negyedévre az előző három negyedévhez képest mérsékeltebb növekedést várunk az erős bázisadat miatt. 2017-ben ezek az intézkedések már kisebb hatással lesznek a fogyasztásra, így a növekedés üteme is kisebb, de pozitív lesz. 2016-ra összességében 3,3 százalékos fogyasztásbővülést várunk, míg a növekedés mértéke 2017-ben 3,1 százalék lehet. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a fogyasztás alakulását jelentősen befolyásolhatják az ár- és bérfolyamatok, hiszen egy, a

vártnál esetlegesen magasabb infláció negatív hatással lehet a reálbérekre, míg a magasabb béremelkedés tovább javíthatja a lakosság jövedelmi helyzetét.

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



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

A közösségi fogyasztás értéke a IV. negyedévben a várakozásainkat meghaladta. Ennek megfelelően 2016-ban is a korábbiaknál kismértékben nagyobb kiadásokra számítunk. Előrejelzésünk szerint 2016-ban a közösségi fogyasztás volumene a 2015-össel azonos mértékben, 0,8 százalékkal növekedhet, amelyet 2017-ben 1,7 százalékos csökkenés követhet. Ezeket az értékeket jelentősen befolyásolhatja a már beharangozott bürokráciacsökkentés, illetve az esetlegesen felmerülő migrációval kapcsolatos kiadások értéke. Továbbá egyelőre nem ismeretes a 2017-es költségvetési terv és az abban megfogalmazott kiadási preferenciák.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás értéke a IV. negyedévben jelentősen meghaladta az elemzői várakozásokat: a bővülés mértéke az előrejelzésünknek több mint kétszerese, 6,5 százalék lett. Ehhez elsősorban a 2007 és 2013 közötti európai uniós költségvetési ciklus forrásainak nagymértékű lehívása, és az ezek nyomán létrejövő beruházások járultak hozzá. A beruházások növekedését segítheti elő a Magyar Nemzeti Bank Növekedési Hitelprogramjának III. üteme is. A hitelprogram új üteme azonban még alig indult be, a rendelkezésre bocsátott források nagysága még nem jelentős, ez az első negyedévben még várhatóan kevésbé járul hozzá a beruházások élénkítéséhez. Az is kérdéses, hogy az e program keretében felvett hitelek mekkora része szolgál majd beruházási célokat.

A beruházások 2016-os dinamikáját több tényező is befolyásolja. A felhasznált európai uniós források nagysága 2016-ban jelentősen elmaradhat az egy évvel korábbtól. Ez különösen a

IV. negyedévben vezet majd jelentős visszaeséshez a magas bázis miatt. Pozitívan befolyásolhatja a beruházások nagyságát a CSOK, a Családi Otthontermelési Kedvezmény. Várakozásaink szerint ez a program 2016 III. negyedévével fejezheti ki gazdaságösztönző hatását. Szintén pozitívan hathat az NHP III. üteme a beruházásokra, ám kérdés, hogy ezt a vállalatok mennyire veszik igénybe. A beruházásokat szintén segíti a továbbra is alacsony alapkamat, illetve a jegybank esetlegesen végrehajtott további lazítása, történjen ez akár konvencionális, akár nem konvencionális eszközzel. 2016-ban összességében a beruházások 2,2 százalékos visszaesésére számítunk.

2017-ben ismét bővíülhet a beruházások volumene. Ehhez jelentősen hozzájárulhatnak az európai uniós források, amelyeket a kormányzat tervei szerint gyorsabb ütemezésben hívnak le, mint az az előző ciklusban történt. Szintén segítheti a beruházásokat a CSOK felfutása, valamint a Magyar Nemzeti Bank laza kamatpolitikája és a nem konvencionális eszközei. Ezen tényezők eredőjeként 2017-ben a beruházások 2,5 százalékos növekedésére számítunk.

A beruházások mértékének csökkenése miatt a beruházási ráta a 2015-ös 21,3 százalék után 2016-ra 20,1, majd 2017-ben 20,0 százalékra mérséklődik a beruházásoknál dinamikusabban növekvő GDP miatt.

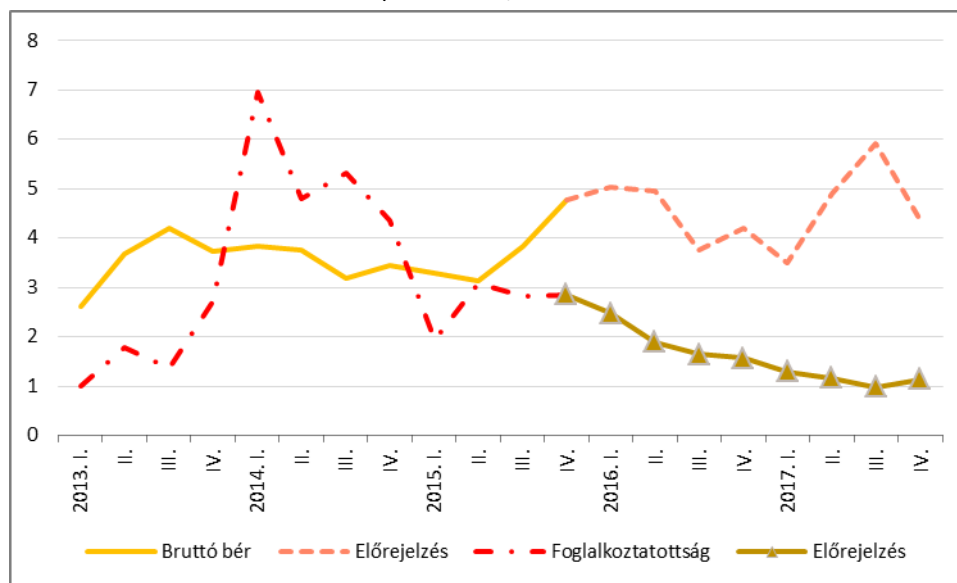
A GDP a IV. negyedévben az általunk vártnál is magasabb mértékben, az előző év azonos időszakához viszonyítva 3,2 százalékkal bővült, és így éves szinten 2,9 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi értéket. Az élénkebb növekedés elsősorban a beruházások vártnál jóval magasabb szintjének volt köszönhető. A kedvező bővülési ütem a következő időszakok várható növekedésére is pozitív hatással lehet. Ennek motorja 2016-ban a fogyasztás és a nettó export lesz. Ezzel szemben 2017-ben ennél kiegyensúlyozottabb növekedésre számíthatunk, akkor már a fogyasztás is pozitívan járulhat hozzá a bővüléshez.

A 2016-oshoz képest a 2017-es növekedés nagyobb (3,0 százalék) és kiegyensúlyozottabb lehet. Az év során egyaránt számítunk a fogyasztás és a beruházások növekedésére, de további javulás várható a nettó exportban is, igaz, hogy az export és az import dinamikája is mérséklődik majd.

A monetáris politika 2016-ban és 2017-ben egyaránt okozhat meglepetéseket: kérdéses, hogy a Fed folytatja-e, és ha igen, milyen ütemben kamatemelési ciklusát, illetve hogy az EKB tovább lazít-e a politikáján.

A munkaerőpiac javuló trendje az idei és a jövő évben is folytatódik. A kedvező konjunkturális környezet következtében a magánszektor által foglalkoztatottak száma 2016-ban mintegy 40 ezer fővel nőhet. A rá következő 2017-es év folyamán a felgyorsuló gazdasági növekedésnek köszönhetően még további 60 ezer új állás megjelenésére van potenciálisan lehetőség a versenyszférában. Így összességében az előrejelzési időhorizont végéig a vállalkozások akár 100 ezer új munkahely létrejöttéhez járulhatnak hozzá. Mindez kiegészül a közszférában dolgozók számának összesen 25 ezer fős emelkedésével.

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



Forrás: Századvég-számítás

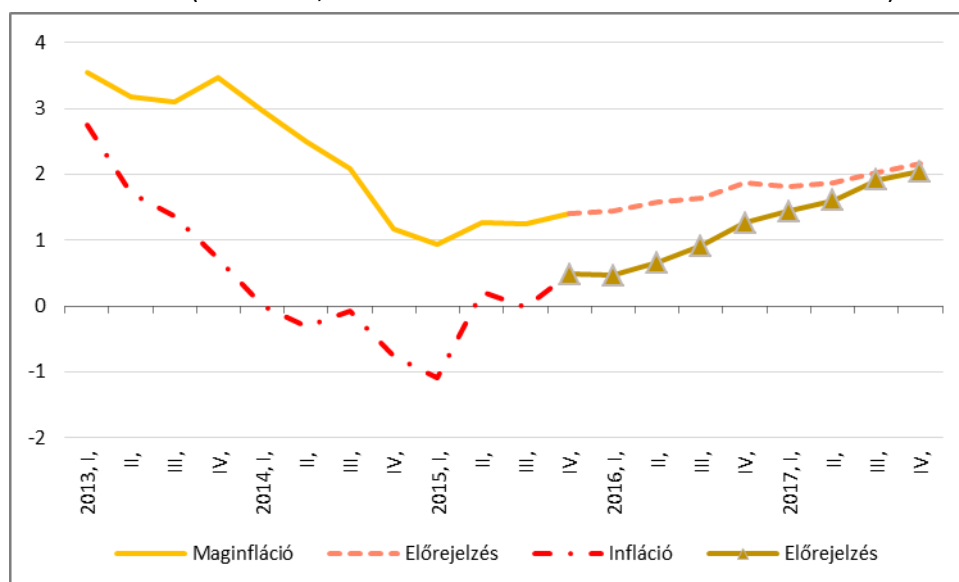
A munkaerőpiac kínálati oldalát tekintve az aktivitás is számottevően bővíthet az elkövetkező két évben. A bővülő munkakereslet és az egyre feszesebbé váló munkaerőpiac belépést ösztönző hatása várhatóan mérsékelten erősödik, amit csak kis részben ellensúlyoz a munkaképes korú lakosság csökkenése. Mindezek eredőjeként az aktívak száma a foglalkoztatással közel megegyező mértékben, 90 ezer fővel növekedhet. Így összességében a munkanélküliségi ráta csökkenése a tavalyi évhez viszonyítva mérsékeltebb ütemben folytatódik, és a munkanélküliek aránya 2016 végére 5,9, míg az azt követő évben pedig 5,7 százalékra csökkenhet.

A bruttó nemzetgazdasági átlagbér továbbra is jelentős mértékben emelkedik 2016-ban és 2017-ben egyaránt. Az éves növekedési ütem idén 4,5, jövőre pedig 4,7 százalék körül alakul, amely a 2015-ös adathoz viszonyítva némi gyorsulást jelent. A kedvező bérfolyamatokat a közszférában tapasztalható és többéves időtávon megvalósuló bérrendezések, valamint a versenyszféra béreit felhajtó feszes munkaerőpiac és az egyes ágazatokban egyre inkább tapasztalható munkaerőhiány idézi elő. A reálbérek tekintetében 2016-ra 3,7, míg 2017-re 2,9 százalékos növekedést prognosztizálunk. A lassuló reálbér-növekedési ütemet a jövőre várható inflációs környezet okozza, ugyanis az leértékeli a közszféra nominális értékben rögzített béremeléseinek hatását.

A maginfláció növekedése a IV. negyedévben a vártnál némileg mérsékeltebb lett. A január–februári inflációs adatok szintén a maginfláció stagnálását mutatják. Az alacsony maginflációhoz hozzájárul az olajárak alacsony szintje, a mérsékelt inflációs várakozások és a visszafogott külső inflációs környezet. Ez utóbbi esetében a kedvezőtlenebb világgazdasági konjunktúra miatt továbbra sem várható érezhető növekedés. Számításaink szerint a

maginfláció 2016-ban éves szinten 1,6 százalékos lehet, míg az utolsó negyedéves értékét 1,9 százalékosra becsüljük. A mutató értéke 2017-ben tovább növekedhet: várakozásaink szerint éves átlagban 2,0 százalékosra számíthatunk, az utolsó negyedéves érték pedig 2,2 százalékos lesz. Ezzel a maginfláció értéke 2017 második felében bekerülhet az MNB inflációs célsávjába, de a sáv közepétől még mindig távol marad.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Előrejelzésünk szerint a fogyasztói árindex értéke a teljes előrejelzési horizonton elmarad a maginfláció mértékétől, ugyanakkor a két mutató közötti különbség fokozatosan csökken, és 2017 II. fél évében gyakorlatilag eltűnik. Ennek oka a maginfláción kívüli korábbi költségsokkok bázisba kerülése. A mérsékelt inflációhoz jelentősen hozzájárul az olajárak alacsony szintje: a nyersanyag negyedik negyedéves átlagára 2004 óta nem látott szintre süllyedt, és a mérséklődés 2016 első felében is folytatódhat, majd ezt követően az ár a 2015 végi szintjén stabilizálódhat. Szintén a kisebb infláció irányába hat az energiaárak befagyasztása (a rezsicsökkentés hatása már elmúlt), illetve a sertéshús áfájának csökkentése.

A 2016-ra vonatkozó inflációs előrejelzésünk értéke 0,8 százalékos. Ez egyben azt is jelenti, hogy az infláció 2016-ban nem éri el a 2 százalékos értéket, vagyis az MNB célsávja alatt marad. A mérsékeltebb inflációs várakozásaink összhangban vannak a maginflációra vonatkozó alacsony előrejelzésünkkel. 2017-re vonatkozóan alacsony, de növekvő inflációt várunk. A mutató értéke átlagosan 1,8 százalékos lesz, és a IV. negyedévre eléri a jegybank inflációs célsávjának az alját is.

A tartósan alacsony inflációs környezetnek és inflációs várakozásoknak köszönhetően az MNB várhatóan továbbra is alacsony szinten tartja az alapkamatot, tehát nagyobb

valószínűségét látjuk egy további lazításnak, mint egy szigorításnak. Amennyiben a jegybank döntéshozói lazítás mellett határoznak, akkor ennek egyaránt lehetnek konvencionális és nem konvencionális eszközei. Mivel a magyar monetáris politikát jelentősen befolyásolják az EKB döntései, ezért az EKB által bejelentett újabb lazítások az MNB-t is hasonló lépések megtételére ösztönözhetik, és a jegybanki kommunikáció is erre utal. A további kamatcsökkentés ellen szól ugyanakkor a közeljövőben, hogy kérdéses a kamatcsatorna hatékonysága. Ugyanis a kamatok további csökkentése nem biztos, hogy képes lesz ösztönözni a keresletet. A kamatok tartása mellett szól továbbá, hogy az alacsony inflációt részben egyszeri vagy külső tényezőknek (áfacsökkentésnek, olajáresésnek) köszönhető, amelyek a magyar alapkamat hatókörén kívül esnek. A legvalószínűbbnek azt tartjuk, hogy a magyar monetáris politika az alapkamatot tovább csökkenti: értéke 1,05 százalék lehet, de az sem kizárt, hogy 1 százalék alá kerül.

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

*Az államháztartás központi alrendszere a 2015. évi előzetes adatok szerint 1218,6 milliárd forint hiánnyal zárt. A központi költségvetés 1195,9 milliárd forintos hiányt, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 24,9 milliárd forintos deficitet, az elkülönített állami pénzalapok 2,2 milliárd forintos többletet halmoztak fel. Az év végére tervezett (módosított) hiánycélnál 326,2 milliárd forinttal magasabban alakult a pénzforgalmi hiány, aminek legfontosabb oka, hogy a – korábban megítélt, de teljes egészében még nem folyósított – közel 560 milliárd forint uniós forrás késett, emiatt a bevételi oldal egyes sorai alulteljesültek. A fennakadás így ideiglenes hatást gyakorolt a költségvetésre, azonban a maastrichti szabályok értelmében ezeket teljesült tételként kell országunknak elszámolnia. Másrészt az év egészében domináló kedvező gazdasági trendek és a kormányzati intézkedések gazdaságfehérítő hatásának eredményeképp 848 milliárd forinttal felülteljesültek a főbb adóbevételek, javítva az egyenleget. Összességében az államháztartás GDP-arányos hiánya a tervezettnél is kedvezőbben alakulhat, előzetes becslések szerint akár 1,8 százalék körüli értéken állhat majd a mutató.*

*Az idén a tervezett felett realizálódhatnak a gazdálkodói befizetések, a fogyasztási típusú adók és a lakossági adóbevételek is. A kiadási oldalon a 2016. költségvetés elfogadása után bejelentett Családi Otthontermelési Kedvezmény lakásépítési támogatásait megemelő kiadási tétellel korrigáltunk. Összességében a kormányzati tervekben szereplő, a GDP 2 százalékát kitevő deficit alatti, 1,6 százalékos hiánnyal számol intézetünk. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 71,4 százalékos szintet várunk. Így a jelenleg hatályos államadósság-szabály várakozásunk szerint teljesül.*

*Magyarország befektetői megítélése a külső hatások miatt alapvetően javult az elmúlt negyedévben: alig emelkedett a CDS-felár, a forint erősödött az euróval, a svájci frankkal és a dollárral szemben is. A hozamgörbe alakja kedvezően módosult, hiszen csökkentek a hosszú lejáratokhoz tartozó hozamok, míg emelkedtek a rövid hozamok. A likviditásbőség hatására a hazai rövid hozamok jelentősen alulmúlják a jegybanki alapkamatot, ami alapvetően a jegybanki eszközből kiszoruló nagy likviditásbőséggel és részben a kamatcsökkentési várakozásokkal magyarázható. Az MNB igyekszik a pótlólagos állampapírpiazi keresletet a hosszabb hozamok irányába terelni a 3, 5 és a 10 éves futamidejű kamatcsere- (IRS) ügyletekkel. A jegybanki devizatartalék 31,3 milliárd euró körüli értékre csökkent.*

*A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások egyenlege 2015 III. negyedévében az előző negyedévhez képest jelentősen emelkedett. A jövedelemkiáramlás mértéke alig csökkent, míg az EU-transzferek beáramlása kismértékben nőtt negyedéves bázison. Az ország nettó finanszírozási képessége összességében az előző negyedév szintje alatt maradt,*

azaz 9 százalék volt a GDP-arányos mutató. Külső pozíciókra vonatkozó előrejelzésünkben a reálgazdasági aktívum szerepének mérsékelt növekedését, míg jövőre csökkenését várjuk a nettó finanszírozási képesség alakulásában. Negatív irányban hat a jövedelmi hiány fejlődése, amit tavaly ellensúlyozott az EU-transzferek beáramlása, de utóbbi volumene 2016-ban már jelentősen csökken, míg 2017-ben magasabban alakul. 2016-ra 7,6, jövőre 8,4 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk.

## Csökkenő államadósság

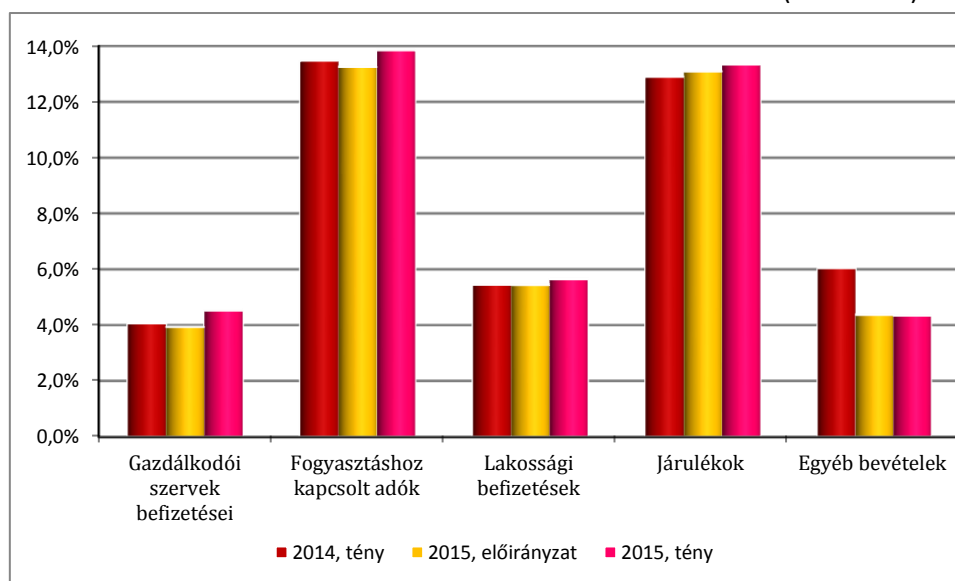
### 2015-ben a vártnál alacsonyabb lett a hiány

Januárban megjelent az államháztartás központi alrendszerének 2015. évi pénzforgalmi mérlege. A következőkben azt vizsgáljuk, hogy a fontosabb bevételi és kiadási mérlegsorok hogyan teljesültek tavaly az eredeti előirányzatokhoz, illetve a 2014. évi tényadatokhoz képest. A lényeges folyamatok, a legfontosabb kiadási és bevételi tételek alakulására vonatkozó tendenciák kiolvashatók, amelyek feltárásával az elemzés további részében kivetítést készítünk a 2016. évi teljesülésre vonatkozóan is.

### A vártnál magasabb adóbevételek

A 2015. évben a központi költségvetés befolyó 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 326,2 milliárd forinttal haladta meg a 2014. évit. A tavalyiról az idei évre a gazdálkodószervek befizetései esetében 14,9, a fogyasztáshoz kapcsolt adók soron 6, míg a lakosságtól származó befizetések 7 százalékkal nőttek.

26. ÁBRA: AZ EGYES ADÓBEVÉTELEK ALAKULÁSA A GDP ARÁNYÁBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: MÁK

A gazdálkodószervek befizetéseit főként a társaságiadó-befizetések növekedése és a bányajáradék címen befolyt bevételek csökkenése alakította. A bázisévhez képest 39 százalékkal emelkedett a társasági adóból származó bevétel, de növekedtek a befizetések a kisadózók tételes adója mérlegsoron is (28,8 százalék). Kedvezően alakultak az egyéb központosított bevételek is, a tavalyi év azonos időszakához képest közel 64,5 milliárd forinttal emelkedtek a befizetések (19,7 százalék), aminek első számú oka a 2015 januárjától ezen a soron jelentkező időalapú útdíjból származó bevétel. A bányajáradék sor a Brent kőolaj árának csökkenése miatt 28 milliárd forint bevételkiesést könyvelt el (44,5 százalék) a tavalyi év azonos időszakához képest.

A fogyasztási befizetések emelkedése mögött az általános forgalmi adó 8,2 százalékos és a jövedéki adó 8,6 százalékos, a tavalyi év azonos időszakához mért bevétel növekedése áll. Ezt kiegészíti, hogy a lakosság által befizetett személyi jövedelemadó is magasabb (6,2 százalék). Az általános forgalmi adó növekedésének oka a bevezetésben említett gazdasági növekedés, másrészt az online pénztárgépek és az EKÁER bevezetése, amelyek a gazdaság fehéredését segítették. A jövedéki adó emelkedésének legfőbb oka az alacsonyabb üzemanyagárak okozta keresletélénkülés és az adónem év eleji átalakítása.

### **A devizahitel-adósok tartozásának forintosítása csökkentette a lakástámogatáshoz köthető kiadásokat**

A kiadási oldal vizsgálatánál fontos megemlíteni az egyedi és normatív támogatások, valamint a lakásépítési támogatások alakulását. Az egyedi és normatív támogatások soron a bázisidőszakokhoz képest megemelkedtek a kifizetések, ami a helyközi személyszállítási szolgáltatások korábbi költségtérítéseinek elszámolásához és az Eximbank Zrt. kamatkiegyenlítéséhez kapcsolódó magasabb mértékű kifizetésekhez köthető.

A lakásépítési támogatásra fordított kiadások csökkenése folytatódott, ami a devizahitel-adósok tartozásállományának forintosítására és az árfolyamgát rendszerének folyamatos kivezetésére vezethető vissza.

A kiadási oldalon továbbá a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok fontosak. A kiadási sor három altételre bontható, amelyek közül a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadásai sor az előirányzatot 11,4 százalékkal haladta meg. A felfutás oka a 2007–2013-as programozási időszak végső lezárása volt, ami miatt a vártnál is több uniós forrást tudtak az ország gazdasági szereplői lehívni.

A szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásainak részletes elemzésétől eltekintünk, mert a teljesítés megközelítőleg az előzetes tervekkel megegyezően történt. A 2015. évi teljesítés 13,4 százalékkal magasabban alakult, mint a 2014. évi összeg (1087,4 milliárd forint), és 12,3 milliárd forinttal (1,1 százalék) haladta meg a 2015. évi törvényi módosított előirányzatot (1220,4 milliárd forint).

A tétel harmadik összetevője a költségvetési szervek kiadásai, amely 2015-ben 4443,3 milliárd forinton teljesült. Ez a megelőző, 2014. évinél (4169,1 milliárdról) 6,6 százalékkal magasabb, és a 2015. évi módosított előirányzathoz képest jelentősen, 32,1 százalékkal túlteljesült (3362,4 milliárd forinttal). Az intézmények működési költsége 2454,8 milliárd forint volt, amelyet személyi juttatásokra, szociális hozzájárulási adóra és a munkaadókat terhelő járulékokra fordítottak. Eben az időszakban dologi kiadásokra 1285,7 milliárd forintot, beruházásokra pedig 428,2 milliárd forintot fordítottak. A fennmaradó részt alapvetően a felújítások, az ellátottak pénzbeli juttatásai, az egyéb működési és felhalmozási célú kiadások alkották.

2015. július 1-jétől átlagosan 30 százalékos illetményemelésre került sor a rendvédelmi és a honvédelmi életpályák hatálybalépésével, illetve 5 százalékos béremelésben részesültek az ezekben az ágazatokban foglalkoztatott közalkalmazottak is. A szociális ágazatban (decemberig tartó) bérkiegészítésre került sor 2015. július 1-jével. A kiadásokban szerepet játszottak a fekvőbeteg-szakellátást nyújtó közfinanszírozott egészségügyi szolgáltatók tartozásának rendezésére az 1226/2015. (IV. 20.) Korm. határozatban biztosított 60,0 milliárd forint terhére történt kifizetések is.

### **Akár 1,8 százalékgig is csökkenhetett a hiány 2015-ben**

Az államháztartás központi alrendszere a 2015. évi előzetes adatok szerint 1218,6 milliárd forint hiánnyal zárt. A központi költségvetés 1195,9 milliárd forintos hiányt, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 24,9 milliárd forintos deficitet, az elkülönített állami pénzalapok 2,2 milliárd forintos többletet halmoztak fel. Az év utolsó hónapját a központi alrendszer 247,8 milliárd forint deficitel zárta. Az év végére tervezett (módosított) hiánycélnál 326,2 milliárd forinttal magasabban alakult a pénzforgalmi hiány, aminek legfontosabb oka, hogy a – korábban megítélt, de teljes egészében még nem folyósított – közel 560 milliárd forint uniós forrás késett, emiatt a bevételi oldal egyes sorai alulteljesültek. A fennakadás így ideiglenes hatást gyakorolt a költségvetésre, azonban a maastrichti szabályok értelmében ezeket teljesült tételként kell országunknak elszámolnia. Másrészt az év egészében domináló kedvező gazdasági trendek és a kormányzati intézkedések gazdaságfehérítő hatásának eredményeképp 848 milliárd forinttal felülteljesültek a főbb adóbevételek, javítva az egyenleget. Összességében az államháztartás GDP-arányos hiánya a tervezettnél is kedvezőbben alakulhat, előzetes becslések szerint akár 1,8 százalék körüli értéken állhat majd a mutató.

### **Csökkenő kamatkiadások és államadósság**

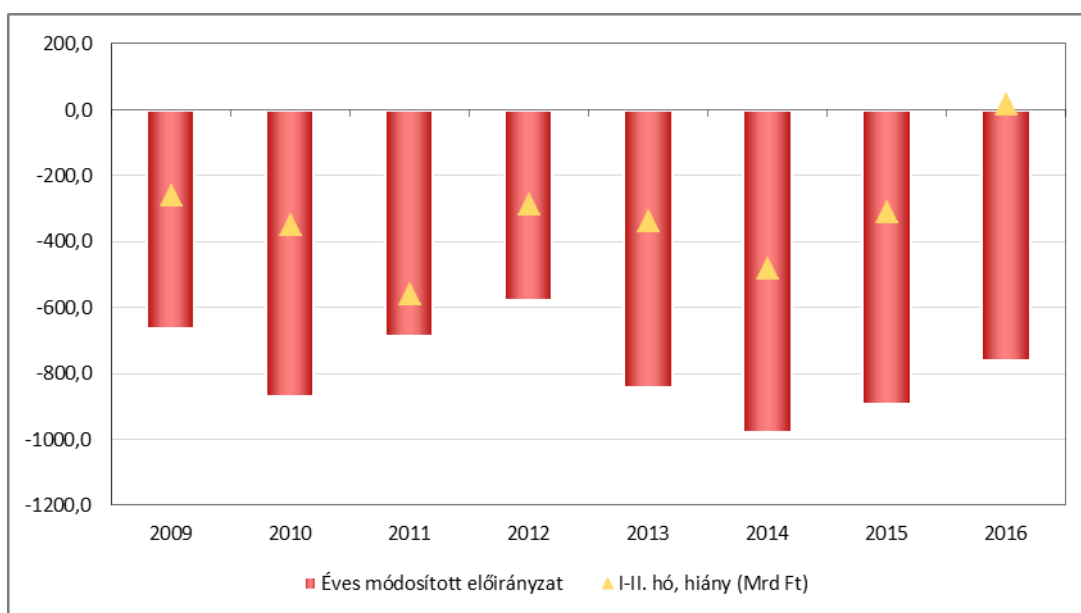
A kamatkiadások 2015-ben 140,1 milliárd forinttal alacsonyabbak, a kamatbevételek pedig 232,5 milliárd forinttal magasabbak voltak, mint az előző évben. A nettó kamatkiadás (973,3 milliárd forint) így összességében 38,1 milliárd forinttal lett alacsonyabb a bázisévhez képest. A kamategyenleg a 2015. évi törvényi előirányzathoz képest 14 milliárd forinttal kedvezőbben alakult.

Az év utolsó időszakában az adósságállomány részben a már említett (késő) uniós források megelőlegezése miatt megnövekedett, az ezzel járó kockázatokra pedig intézetünk fel is hívta a figyelmet. A legfrissebb adatok szerint decemberről januárra a KESZ-állomány drasztikus csökkentése következett be, így a felhalmozott adósságállomány is lecsökkent.

### Többlettel zárt 2016 első két hónapjában a költségvetés

Az év első két hónapjában az államháztartás központi alrendszere 14,8 milliárd forint többlettel zárt, szemben a tavalyi 310,7 milliárd forintos hiánnyal. A központi alrendszer kiemelkedő eredménye – 1998 óta nem volt erre példa – a központi költségvetés 63,7 milliárd forintos hiányából, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjainak 36,3 milliárd forintos és az elkülönített állami pénzalapok 42,2 milliárd forintos többletéből ered. Az első kéthavi teljesüléshez a februári egyenleg maga 77,4 milliárd forintos deficitet járult hozzá, ami lényegesen alacsonyabb az elmúlt év azonos időszakának 256,9 milliárd forintos hiányánál.

27. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ KÉTHAVI HIÁNYÁNAK ALAKULÁSA 2009 ÉS 2016 KÖZÖTT



Forrás: NGM, MÁK

Az egyenleget pozitívan befolyásoló tényezők között elsősorban az adó- és járulékbévételek (pl.: jövedéki adó, szja, járulékok) növekedését, valamint a kiadási oldal csökkenését kell megemlíteni. Tekintve, hogy az első kéthavi adatokból megalapozott következtetéseket nem lehet levonni, ráadásul az elmúlt évekhez hasonlóan a kiadások és bevételek teljesülésének időben eltérő eloszlása miatt a hiány pályájának lefutása idén sem időarányos, éves prognózisunkat a 2015. évi tényadatokra, valamint az aktualizált makrogazdasági modellünkre építve készítettük.

## Bevételek

A központi költségvetés első két havi 1560,3 milliárd forintos bevétele 61,5 milliárd forinttal haladja meg a tavalyi év azonos időszakában beérkező összeget. A megnövekedett bevételek az alrendszer mindhárom nagy alkotóegységénél tetten érhető, amiket a következőkben részletesen áttekintünk.

A bázisév azonos időszakához viszonyítva a gazdálkodói szervek befizetései 46,4 milliárd forinttal megnövekedtek, ami nagyjából a társasági adó felülteljesüléséből fakad. A társasági adóból az év első két hónapjában 95,9 milliárd forint bevétel keletkezett, ami 41,3 milliárd forinttal haladja meg a tavalyi februárét. A jelentős emelkedés mögött főképp a kedvező gazdasági folyamatok állnak. Az eredményességhez hozzátartozik, hogy a vállalkozások az év utolsó hónapjában az esedékes adóelőlegeik és adóelőleg-kiegészítéseik terhére közel 40 milliárd forint összegben rendelkeztek sport-, film- és előadó-művészeti szervezetek támogatásáról. A felajánlásokból 29,1 milliárd forint pénzforgalmi kiutalására csak idén januárban került sor, ezért a januári bevételkiesést egy egyszeri tételként kell értelmezni, ami további optimizmusra ad okot.

***Várakozásaink szerint a társasági adóból származó bevételek tartósan a tervezett felett teljesülnek. A bevételeket ugyanakkor csökkenti a növekedési adóhitel-kedvezmény<sup>5</sup> keretében a tavalyi év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőség és a fent említett egyszeri tétel, ennek okán 40 milliárd forint kiesést várunk az idei költségvetésben. A két ellentétes folyamat eredményeként összesen a társaságiadó-bevételek 144 milliárd forintos felülteljesülésére számítunk.***

A bányajáradék 4,3 milliárd, a hitelintézeti járadék 6,8 millió forintra esett vissza. A bányajáradék-bevételek hosszú ideje tartó csökkenését a Brent kőolaj árának tartósan alacsony szinten ragadása magyarázza, a hitelintézeti járadék gyenge teljesülése mögött pedig az államilag támogatott hitelek csökkenése áll.

***A kőolaj árának jövőbeli alakulásában nincs szakértői konszenzus, azonban az idei költségvetési előirányzat 68 dolláros hordónkénti árral kalkulál, amit a jelenlegi helyzetben – figyelembe véve a forward árakat – erősen felülbecsültnek tartunk. Intézetünk a bányajáradék 8 milliárd forintos alülteljesülésére számít.***

Az egyenleget pozitív irányba tolják az egyéb központosított bevételek, amelyek 13,2 százalékkal növekedtek (6,8 milliárd forinttal). A tételen belül kiemelkedő a bázisidőszakhoz képest 9,7 százalékkal növekedett elektronikus útdíjból származó bevétel. Hasonlóan növekvő tendenciát látunk a kisvállalati adó befizetéseinél, ami a 2015. év februári értékhez képest 64,1 százalékos növekedést produkált.

---

<sup>5</sup> Az adóévi adózás előtti eredménynek a megelőző adóév adózás előtti eredményét meghaladó része után az adót a következő két adóév során kell megfizetni.

***A kisvállalkozói adónemeket áttekintve láthatjuk, hogy az egyszerűsített vállalkozói adó stagnálása mellett a kisadózók tételes adója és a kisvállalati adó bevétel növekedése áll, ami túlmutathat az adónemek közötti átrendeződésen. A folyamat mögött állhat a vállalkozói réteg szélesedése, másfelől elképzelhető, hogy a gazdaságfehérítés, mint folyamatosan jelen lévő kormányzati szándék, arra sarkallja a szürkegazdasági szereplőket, hogy az új szabályokat megelőzve kifehéritsék tevékenységüket. Modellünk alapján így az egyszerűsített vállalkozói adó 10 milliárd forintos felülteljesülését és a másik két kisvállalati adónem teljesülését prognosztizáljuk.***

A fogyasztásiadó-bevételek 2015 azonos időszakához képest 2,7 százalékkal emelkedtek. A tavalyi év fogyasztásbővülése folytatódik, ami az általános forgalmi adó beáramlásában is nyomon követhető, a sor 5,8 százalékkal múlja felül a 2015. februárit. A jövedéki adó 1,9, a pénzügyi tranzakciós illeték bevételei 7,2 milliárd forinttal csökkentek. Az előbbi csökkenése mögött a szeszes italok és egyéb termékek kisebb forgalma áll. 2015-ben a népegészségügyi termékadót az alkoholtermékekre is kiterjesztették, ezért 2014 decemberében készleteik felduzzasztásába kezdtek a gazdasági szereplők, ez pedig pozitívan befolyásolta az elmúlt év első két hónapjának bevételeit. A pénzügyi tranzakciós illeték csökkenése háttérben pedig az illetékköteles tranzakciók körét érintő, 2015 januárjában életbe lépő jogszabályváltozások bevételre gyakorolt hatása húzódik meg.

***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 idei évben bevezetett intézkedéssel korrigáltuk. A fogyasztásbővülés adóbevétel-generáló hatását árnyalja a tartósan alacsony olajárból következő veszteség, amely mellett meg kell említeni a sertéstőkehús és az új építésű lakások áfatartalmának 27 százalékról 5 százalékra történő lecsökkentését. Mindezen tényezőket figyelembe véve 2016-ban a költségvetés áfabevételének 32, a jövedékiadó-befizetések 64 milliárd forintos túlteljesítését várjuk.***

A lakosság befizetéseinél, hasonlóan a fogyasztási adókhoz, szintén folytatódik az előző év kedvező gazdasági trendje. A növekvő foglalkoztatásnak köszönhetően az szja-bevételek 4,1 százalékkal emelkedtek meg.

***Az idei évben a személyi jövedelemadó mértéke az eddigi 16 százalékról egységesen 15 százalékra csökken, továbbá a két gyermek után járó összes családi adókedvezmény a korábbi – gyermekenkénti – havi 10 ezer forintról 12,5 ezer forintra emelkedik. A két intézkedés személyi jövedelemadót csökkentő hatását ellensúlyozza a fogyasztásra gyakorolt pozitív hatásuk és a Családi Otthontermelési Kedvezmény munkahelyteremtő hatása is. Összességében a lakossági befizetéseknél 28 milliárd forintos többletbevételre számítunk, 3 milliárd forint többlet a személyi jövedelemadó során és 25 milliárd forintra az egyéb lakossági befizetések kapcsán.***

## Kiadások

A központi költségvetés első két havi kiadásai 1624,1 milliárd összegben teljesültek, ez 254,5 milliárd forinttal alacsonyabb, mint az elmúlt év azonos időszakában. A csökkenés mögött egyrészt a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadásai, másrészt az egyedi és normatív támogatások, a szociálpolitikai menetdíj-támogatások és a lakásépítési támogatások mérséklődése áll. A csökkenés összhangban áll a kormányzati szándékkal, miszerint a kiadásokat nominális értékben is mérsékelni kell.

Az egyedi és normatív támogatások kiadásait java részben a közösségi közlekedés finanszírozására kifizetett összeg dominálta. A tétel a bázisidőszakhoz képest 6 százalékot emelkedett.

A szociálpolitikai menetdíj-támogatás 7,1 százalékkal emelkedett a bázisidőszakhoz képest. A lakásépítési támogatások 27,2 százalékos csökkenése már korábban is jellemző volt, így a csökkenés a keresleti oldal szerkezetének átalakulását jelzi. A lakásépítési támogatások csökkenése mögött elsősorban a devizahitel-adósok tartozásállományának 2015 februárjában történt forintosítása áll. További eltérés a bázisidőszakhoz képest a 2015 júliusában indult Családi Otthonteremtési Kedvezmény, aminek hatása az idei évben kezd majd igazán kibontakozni.

***A szociálpolitikai menetdíj-támogatás igénybevétele becslésünk szerint az idei évben ismét alulmúlja majd az előirányzatot, megközelítőleg 10 milliárd forinttal. Más a helyzet a lakástámogatásokkal kapcsolatban, mivel a Családi Otthonteremtési Kedvezmény kiterjesztéséről jóval a 2016. költségvetési törvény elfogadása után döntött a Kormány. Kutatóintézetünk becslése szerint emiatt a lakásépítési támogatások előirányzata túlteljesül, azonban a megfelelő információ birtokában csak az év második felében, nagyobb mennyiségű igénybevétel után tudunk biztos költségvetési hatással számolni. Első negyedéves kalkulációnkban átvesszük a Nemzetgazdasági Minisztérium Családi Otthonteremtési Kedvezményre vonatkozó számításait, és modellünkben 150 milliárd forintos kiadási tétellel kalkulálunk.***

A kiadási oldalon átcsoportosítás történt a Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap (NCSSZA) jövedelempótló és jövedelemkiegészítő szociális támogatásai és az államháztartás alrendszerének támogatásai között. A helyi önkormányzatok támogatását csökkentette a segélyezési ellátások járási hivatalokhoz történt áttelepítése, ami 2015 januárjától az NCSSZA kiadásai között jelenik meg. Az átcsoportosításon túl az NCSSZA kiadásait megnöveli, hogy a járási feladatokra az idei évben több forrást fordít a kormányzat, míg az önkormányzat kiadásainak csökkenését az óvodapedagógusi bérek, valamint az egyes fejlesztési jogcímek támogatásának emelése kompenzálja.

A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok február végi egyenlege 126,8 milliárd forinttal javult. Az előirányzatok bevételei növekedtek, kiadásai pedig

csökkentek. A bevételek növekedéséhez elsősorban a központi költségvetési szervek bevételeinek 10,4 százalékos bővülése járult hozzá. Ezt az Országos Egészségbiztosítási Pénztár által az intézmények részére utalt támogatás és a Belügyminisztérium „Tömeges bevándorlás kezeléséhez kapcsolódó kiadások” sor terhére történt utalásai okozták. A kiadási oldalt az uniós támogatások kétirányú folyamatai alakították. A szakmai fejezeti kezelésű előirányzatokon belül a hazai forrásból finanszírozott kifizetések 41,9 százalékkal felülmúlták az előző évi azonos időszakot, e mögött az egyes megyei jogú városok fejlesztése, közútfenntartás, az útdíjrendszerek működtetésére és a tömeges bevándorlás kezelésével kapcsolatos kiadásokra fordított összegek állnak. Az uniós programok előirányzatain az év első két hónapjában 98,3 milliárd forint kiutalás történt, ami 204,3 milliárd forinttal alacsonyabb, mint a 2015. évi azonos időszaki kifizetés. Ezt a 2007–2013-as programozási időszak végleges lezáródása és a jelenlegi, 2014–2020-as időszak lassú felfutása magyarázza.

***A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásain a tavalyi évhez képest a Kormány lefelé korrigált. A változás irányát továbbra is megfelelőnek tartjuk. Korábbi várakozásunkat arra építettük, hogy a 2007–2013-as európai uniós költségvetési időszak ütemezése után a jelenlegi időszakban a forráslehívások ismét az utolsó évekre koncentrálódhatnak. Ez alapján az következett volna, hogy a 2014-ben indult új tervezési időszakhoz kötődő projektek érdemi beindulása csak 2016 második felében várható, annak minden additív következményével. Tekintettel arra, hogy a kormányzat szándéka a forráslehívások felgyorsítása, így korábbi várakozásainkat felülbírálvá helybenhagytuk az előirányzatban foglaltakat.***

### Kamategyenleg

A kamatbevételek az év első két hónapjában 11,7 milliárd forintos szintet értek el, a kamatkiadások pedig 119,7 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkiadás összességében 108 milliárd forintos hiánnyal zárt. Az első két havi nettó kamatkiadás 20,5 milliárd forinttal lett alacsonyabb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva, ami a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutásával magyarázható.

### Egyenleg és államadósság

A 2016. évi költségvetésben szereplő bevételi és kiadási előirányzatok vizsgálata után a költségvetési törvényben előirányzott 2 százalékos GDP-arányos deficittel szemben 0,4 százalékos eltéréssel számolunk, prognózisunk 1,6 százalékos hiányt tartalmaz.

1. táblázat: A 2016-os költségvetést övező kockázatok (eltérés az egyenlegtől)

| Kockázat                | Mrd Ft | A GDP arányában (%) |
|-------------------------|--------|---------------------|
| Gazdálkodói befizetések | 146    | 0,4%                |
| Fogyasztási adók        | 96     | 0,3%                |
| Lakossági befizetések   | 28     | 0,1%                |

|                                            |             |              |
|--------------------------------------------|-------------|--------------|
| <b>Bevételi oldal összesen</b>             | <b>270</b>  | <b>0,8%</b>  |
| <b>Szociálpolitikai menetdíj-támogatás</b> | <b>-150</b> | <b>-0,4%</b> |
| <b>Lakásépítési támogatás</b>              | <b>10</b>   | <b>0,0%</b>  |
| <b>Kiadási oldali kockázatok</b>           | <b>-140</b> | <b>-0,4%</b> |
| <b>Összesen</b>                            | <b>130</b>  | <b>0,4%</b>  |

Forrás: Századvég-számítás

Intézetünk előrejelzése szerint a 2015 végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re, és a költségvetési hiányra vonatkozó, a KESZ-állomány 2015. december 15-i szintjével kalkulálva – a GDP 73,2 százalékára csökkenhet. Ez a fent említett államadósság-szabályok mindegyikének eleget tesz.

## A 2017-es költségvetés sarokpontjai

Az év elején a szaktárca is megerősítette, hogy április végéig – immáron második alkalommal – benyújtja az Országgyűlésnek a költségvetési törvény tervezetét, így a parlament még a tavaszi ülésszak során elfogadhatja a jövő évi büdzsét.

A 2017. évi költségvetésitörvény-javaslat, valamint az idei konvergenciaprogram csak jelen tanulmányunkat követően készül el. Ezért a 2016. évi költségvetési előrejelzésünkéből, mint bázisból kiindulva technikai kivetítést készítünk a 2017. évre vonatkozóan. A kivetítés intézetünk aktuális makrogazdasági előrejelzésére épül, felhasználtuk ugyanakkor az eddig nyilvánosságra került, költségvetést érintő bejelentéseket, valamint az idei költségvetésitörvény-javaslatban megfogalmazott célkitűzéseket és az abban található indikatív tábla számait. A központi alrendszerre vonatkozó kivetítésünket egyrészt a tavalyi teljesülésekre és tervekre, másrészt intézetünk az idei évre vonatkozó előrejelzésére alapoztuk. Az önkormányzatok gazdálkodásának egyenlegére, valamint az ESA-hídra vonatkozó kormányzati prognózis figyelembevételével állt elő az államháztartás egészére vonatkozó, eredményszemléletű GDP-arányos hiányprognózisunk.

A következő évi költségvetésre vonatkozóan vannak más részleteiben ismert és számszerűsített friss intézkedések, amiket röviden bemutatunk. A már a kormányzati kommunikációban szereplő, de nem kiforrott intézkedések, – mint a Klebelsberg Intézményfenntartó Központ megszüntetése, az európai uniós források átütemezése, a cafeteria rendszer átalakítása – nem képzik vizsgálódásunk részét, ezeket csak a későbbiekben tudjuk elemezni.

Bankadó, bővülő családpolitikai támogatások és ismételt gazdaságfehérítő intézkedések

A Kormány az EBRD-vel és Erstevel megkötött megállapodása értelmében 2015-ben bejelentette a – köznyelvben bankadó néven ismert – pénzügyi szervezetek különadójának csökkentését. A törvénybe foglalt bankadó fizetéséhez kapcsolódó változtatásokat azonban decemberben, még azok hatályba lépése előtt vissza kellett vonni. A Kormányzat Európai

Unióval folytatott párbeszéde új változtatásokat hozott, amely alapján a hitelintézetek bankadójának a felső, 50 milliárd forintos adóalap (korrigált mérlegfőösszeg) feletti része 0,53 százalékról 0,31 helyett 0,24 százalékra csökkent, az alsó kulcs 0,15 százalékon maradt. A kulcs csökkentéssel szemben az adóalap megváltoztatására történő szándék nem valósult meg, így a 2014-es helyett a 2009-es korrigált mérlegfőösszeget kell továbbra is figyelembe venni. A kormányzati kommunikáció szerint a tárgyalások továbbra is folynak az adóalap megváltoztatásáról, az adókulcs jövő évben (az előzetes tervekkel megegyezően) tovább csökken 0,21 százalékra.

A hatékony állami folyamatok kialakítása már régóta napirenden lévő teendő a mindenkori Kormány listáján. A célkitűzések között kiemelten kezelik a hatékonyságnövelést és a kiadáscsökkentést, fontos szempont továbbá az ügyintézési idő lerövidítése, és a bürokratikus folyamatok egyszerűsítése. A felsorolt célokkal összhangban a Kormány meghirdette bürokráciacsökkentő programját. Az érintett intézmények pontos köre még nem ismert, azonban azt már tudni lehet, hogy egy részük jogutóddal, míg másik részük jogutód nélkül szűnik meg. A költségcsökkentés vonatkozásában még nem nyilvánosak a számszerű tervek, azonban úgy az idej, mint a jövő évi költségvetés szempontjából fontos szerepet játszhat az intézkedés.

A kormányzat 2010-ben prioritásként kitűzött, családokat támogató gazdaságpolitikája folytatódik. Ennek értelmében a családi adókedvezmény 2019-ig évente, lépcsősen emelkedik majd. A családi adókedvezmények egyenletes, évenkénti emelkedésének eredményeként a kétgyermekes családok esetében a 2015-ben havi 10 000 forintos kedvezmény 2019-ig 20 000 forintra növekszik.

A korábban bevezetett pedagógusi életpályamodellnek köszönhetően az érintettek a 2013–2014-es tanévben a teljes bérnövekedésük 60 százalékát kapták meg, ami a 2018–2019. éves tanévig évenként lépcsőzetesen további 10–10 százalékos emeléssel egészül ki. Prognózisunk alapján a 2017. évben ez megközelítőleg 30, 2018-ban pedig további 25 milliárd forint személyi juttatást jelent, ami többletkiadás a költségvetés számára.

A múlt év júliusában bevezetett, az idei év februárjában pedig végleges formáját elnyert Családi Otthonteremtési Kedvezmény, mint jelentős szociálpolitikai eszköz befolyásolhatja a következő években a támogatásra jogosult magyar családok életét. A gyermekes családok lakáscélú terveik megvalósításához az állam egy komplex támogatási csomaggal járul hozzá, amelyet a vissza nem térítendő állami támogatás mellett a kamattámogatott lakáshitel valamint az államilag támogatott lakáskassza rendszere alkot. Mindez egyrészt a gyermekvállalási kedv erősítésében, másrészt a már gyermekes családok életkörülményeinek javításában játszik majd jelentős szerepet, amelyeknek több közvetlen és közvetett gazdasági hatása lehet. A költségvetés szempontjából a program, és a programot kiegészítő lakás-áfa csökkentés rövidtávú vonzatai érdemes vizsgálni. A CSOK-nak köszönhetően a lakásépítések száma megnövekszik, ami ugyan csökkentett általános forgalmi adó bevételeket jelent, de

foglalkoztatás élénkítő hatása miatt a személyi jövedelemadó és a munkához kapcsolódó járulékok oldaláról többletbevételt hoz. A lakásépítési támogatások sor többletkiadásait így már rövidtávon részben kompenzálja a program gazdaságélénkítő hatása, de a költségvetés kiadásai a program igénybevételeitől függően így is több 10 milliárddal terhelhetik a költségvetést.

Március első felében hatályba lépett a társaságiadó-törvény és a sporttörvény módosítása, amelyek szerint tovább növelhető a sportcélra történő támogatás. A látványsportok és az adófelajánlás mellett most már a magyar olimpiához kapcsolódó pályázati folyamat segítéséhez is hozzájárulhat bármely vállalat. Az új támogatási forma teljesen független a többi adókedvezménytől, egyedül az általános igénybevételei szabály vonatkozik rá, miszerint a megállapított társasági adó 70 százalékáig vehető igénybe. A támogatást kizárólag az olimpiai pályázat lebonyolításáért felelős nonprofit gazdasági társaságnak lehet felajánlani, melynek feladata a 2024. évi XXXIII. Nyári Olimpiai és XVII. Paralimpiai Játékok budapesti rendezésére vonatkozó pályázat lebonyolítása, amely tehát már a társasági adóból is támogatható. A kedvezmény igénybevétele 2016-2017. évekre együttesen 19 milliárd forint összegben maximalizáltak, így ennél magasabb semmiképp sem lehet a kieső társasági adó összege.

Bejelentésre került az online pénztárgépek következő lépésben történő kiterjesztése. A rendeletmódosítás szeptember 30-tól kötelezővé teszi az online pénztárgépek használatát többek között a gyógyszertárak, a gépjármű-javítási, karbantartási, a gépjárműalkatrész-kiskereskedelmi, a motorkerékpár-alkatrész kereskedelmet és javítást, plasztikai sebészeti tevékenységet végzők, a diszkót, illetve tánctermet működtetők valamint a ruházati tisztítók esetében vagy például azoknál, akik különböző, fizikai közérzetet javító és testedzési vagy utazási szolgáltatásokat nyújtanak. Az érintettek köre 2017 január 1-jétől a taxis személyszállítást és pénzváltási tevékenységet végzőkkel bővül. A változtatás az előzetes kormányzati becslések szerint 30 ezer új online pénztárgép üzembe helyezése várható, ami az intézkedés gazdaságfehérítő hatásnak köszönhetően évente 20–30 milliárd forint többletbevételt generálhat.

### **A 2017. évi GDP-arányos hiány 1 százalékon teljesülhet**

Az önkormányzatok gazdálkodása, valamint az ESA-híd tekintetében elfogadtuk a kormányzati előzetes becslést, így összességében a kormányzat által a Konvergenciaprogramban prognosztizáltnál 0,7 százalékponttal alacsonyabb, 1 százalékos GDP-arányos hiánnyal számolunk 2017-re.

#### *2. táblázat: A 2017-es költségvetést övező kockázatok (eltérés az egyenlegtől)*

| Eltérés,<br>milliárd<br>forint | Eltérés a<br>GDP száza-<br>lékában |
|--------------------------------|------------------------------------|
|--------------------------------|------------------------------------|

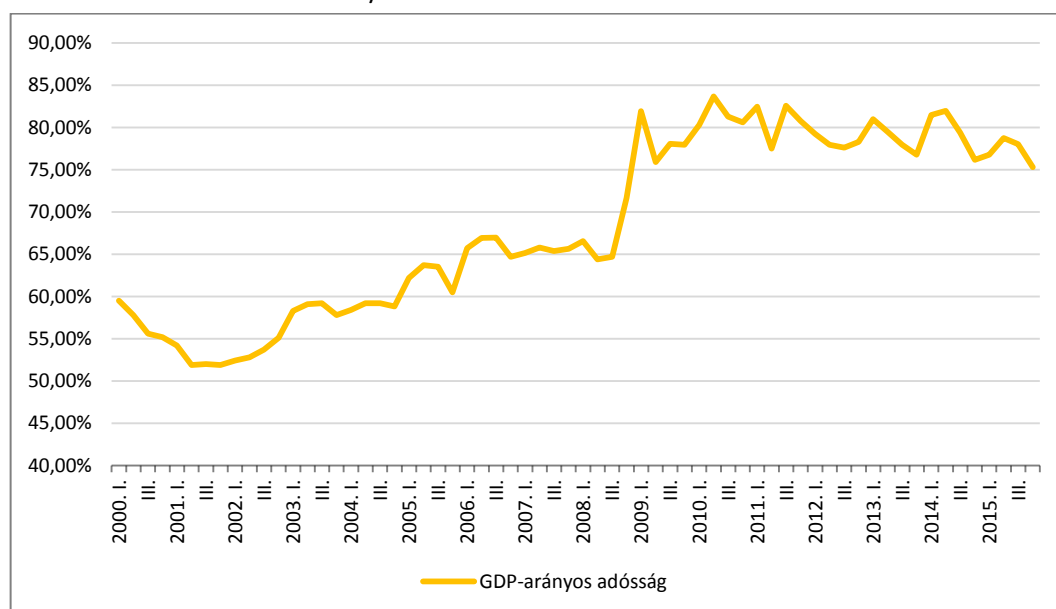
|                                                                  |              |             |
|------------------------------------------------------------------|--------------|-------------|
| <b>BEVÉTELEK</b>                                                 | <b>1 359</b> | <b>3,7%</b> |
| Gazdálkodó szervek befizetései                                   | 188          | 0,5%        |
| Fogyasztáshoz kapcsolt adók                                      | 185          | 0,5%        |
| Lakosság befizetései                                             | 141          | 0,4%        |
| Költségvetési szervek és szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok | 845          | 2,3%        |
| <b>KIADÁSOK</b>                                                  | <b>1 105</b> | <b>3,0%</b> |
| Szociálpolitikai menetdíjtámogatás                               | -20          | -0,1%       |
| Lakásépítési támogatások                                         | 200          | 0,5%        |
| Költségvetési szervek és szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok | 925          | 2,5%        |
| <b>ESA HÍD</b>                                                   | <b>0</b>     | <b>0,0%</b> |
| <b>KORMÁNYZATI SEKTOR ESA EGYENLEGE</b>                          | <b>254</b>   | <b>0,7%</b> |

*Forrás: 2015. évi konvergenciaprogram, Századvég-számítás*

## A hozamgörbe laposabb lett

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2015 negyedik negyedévében 25 393 milliárd forint volt, ami a GDP 75,3 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 76,2 százalék után. Az adósságot a negyedik negyedévben 606 milliárd Ft nettó adósságtörlesztés csökkentette, míg a 88 milliárd Ft árfolyamveszteség növelte azt.

28. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



*Forrás: Eurostat, MNB*

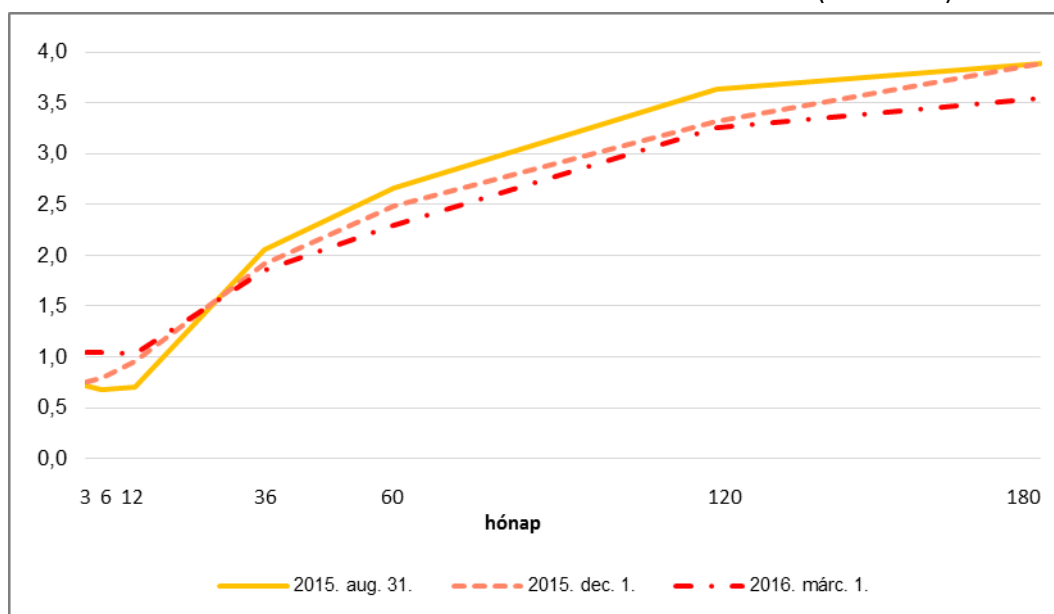
Az állampapírpiazi aukciókon elért hozamok a futamidő függvényében eltérően alakultak. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében 39 bázisponttal, az egyévesnél 4 bázisponttal nőttek a hozamok. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 16 bázispontos, míg az 5–10 éves lejárat esetében 25–33 bázispont közötti, jelentős

hozamesés volt megfigyelhető. A 15 éves állampapíroknál egy alkalommal volt kibocsátás a vizsgált időszakban, amelynek hozama jelentősen (52 bázisponttal) alatta maradt a tavaly novemberi kibocsátáskori hozamának. Mind az állampapírok, mind a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során előfordult olyan eset (összesen 15 alkalommal), amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben csak kilenc alkalommal (nyolcszor diszkontkincstárjegy-aukciójánál, míg egy alkalommal az 5 éves államkötvények aukciójánál), de összességében mindkét értékpapírcsoportban markáns többletkibocsátás mutatkozott a december–februári időszakban.

Az MNB igyekszik a kamatcsere- (IRS) ügyletekkel a hosszabb hozamok felé terelni a piaci szereplőket annak érdekében, hogy a likviditás ne a rövid lejáratoknál csökkentse csak a hozamokat, hanem a hosszabb lejáratoknál is megjelenjen. Ezen az eszközön keresztül ugyanis meg tud jelenni az a likviditás a 3, az 5 és a 10 éves futamidejű kötvényeknél is, amely a jegybanki eszközből kiszorult. A kamatcsereügyletben részt vevő bankok nemcsak növelték hosszabb lejáratú állampapír-állományukat, hanem vállalták, hogy ezt a magasabb kitettséget hosszabb ideig fenntartják.

A másodlagos piac hozamgörbéje az utóbbi negyedévben a korábbihoz képest jelentősebben módosult. A hozamgörbe rövid futamidejű végén 30 bázisponttal emelkedett a hozam, míg a hosszú futamidejű végén (a 15 éves állampapíroknál) 35 bázisponttal csökkent. A rövid hozamok (8–30 bázisponttal) emelkedtek, míg a hosszú futamidőknél (6–35 bázisponttal) csökkentek. Annak köszönhetően maradt a hozamgörbe rövid vége a kamatvágások közepette is az alapkamat (3 hónapos betét) szintje alatt (30 bázisponttal), hogy továbbra is nagy a likviditásbőség, továbbá, hogy a jegybank jelezte, kész alkalmazni konvencionális eszközt, azaz kamatvágást is az inflációs cél elérése érdekében. Az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány 3920 milliárdról 3680 milliárd forintra csökkent, ami nem jelentett nagy nyomást az euró/forint árfolyamra.

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



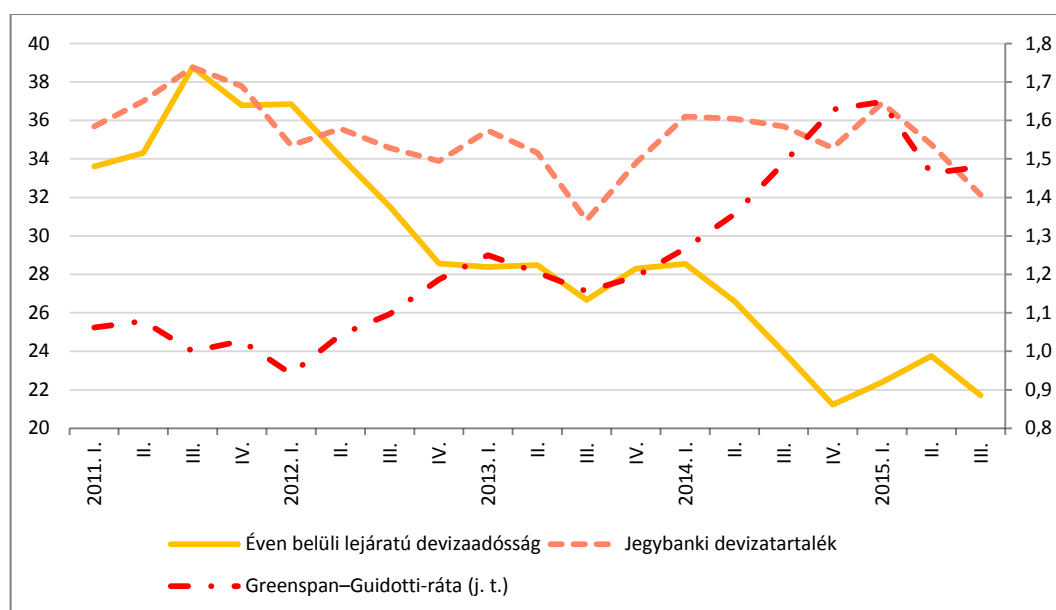
Forrás: ÁKK Zrt.

Az ÁKK 2016. évi finanszírozási tervében a legelső kitüntetett cél az államadósság GDP-arányos mértékének további csökkentése. A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők és kiemelten a lakosság körében. 2016. január végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 3707 milliárd forintra emelkedett. Az euróban denominált prémium államkötvénnyel (P€MÁK) együtt a teljes volumen közel 4276 milliárd forint. Az államadósság devizaaránya tovább csökkent, az október végi 33,6 százalék után 2015. január végén 32,0 százaléknak felelt meg, és eleget tesz a 2016. évi finanszírozási tervben meghatározott 25–35 százalékos sáv előírásának. A maximális devizaarány tehát 35 százalék, szemben a 2015. évi 40 százalékos aránnyal. A cél az, hogy a devizaarány tovább csökkenjen, amelyet az ÁKK a devizalejáratok jellemzően forintpiacról történő megújításával szeretne elérni.

A gazdaságpolitikai döntéshozóktól különböző tervek láttak napvilágot arra vonatkozóan, hogy melyik devizában és mekkora arányban bocsásson ki az ÁKK kötvényt. Magyarországnak 2016-ban 5,2 milliárd dollárnyi devizalejáratot kell fedeznie. A tavaly decemberben megjelent finanszírozási terv szerint az ÁKK 1 milliárd eurónyi devizakötvény kibocsátásával számol, ennek kisebb része lehet jüankötvény. Vagyis a mostani dollár- vagy eurókötvény valószínűleg néhány százmillió euró lesz. Egy sor devizakötvény lejáratára 2016 tavaszára és nyarára esik (500 millió angol font: 2016. március 30., 200 millió svájci frank: 2016. május 20., 1 milliárd euró: 2016. július 18.), ezért érdemes lehet Magyarországnak ezeket megelőzően a megújítás biztosítása érdekében még március–áprilisban kilépnie a devizakötvény-piacra.

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2015. június vége óta az MNB devizatartalékai tovább csökkentek, és 2015. szeptember végén 32,1 milliárd eurót tettek ki. Az apadás jelentős részét magyarázza a deviza-jelzáloghitelek forintosításához kapcsolódó devizacsere-ügyletek lejáratát, illetve lejárat előtti lezárását. Éven belüli devizakötelezettségekről a legutolsó adat 2015. III. negyedévről ismert. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékai jóval magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei. A Kormány és a jegybank az autóhitelek forintosítása mellett döntött. Ennek értelmében a bankok részére 591,9 millió svájci frankot ajánlott fel a konverzióhoz devizatartalékaiból augusztus 24-én tendereztetés formájában. Konverziónál az augusztus 19-én érvényes hivatalos svájcfrank-árfolyamot (287,2) alkalmazzák. Ez a tétel csökkenti a jegybanki devizatartalékot, az EU-transzferek és a nettó export azonban növelik azt. A mutató nevezője – a rövid lejáratú külföldi adósság – az elmúlt időszakban jelentősen csökkent. Az ennek eredőjeként kialakuló 1,48-os Greenspan–Guidotti-ráta jóformán stagnált az előző negyedévhez képest, és továbbra is nagy mozgásteret enged a jegybank számára tartalékainak további csökkentésére. A jegybanki devizatartalékokról ismert legutolsó adat a 2016. január végi 31,3 milliárd euró, amely további csökkenést jelent.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

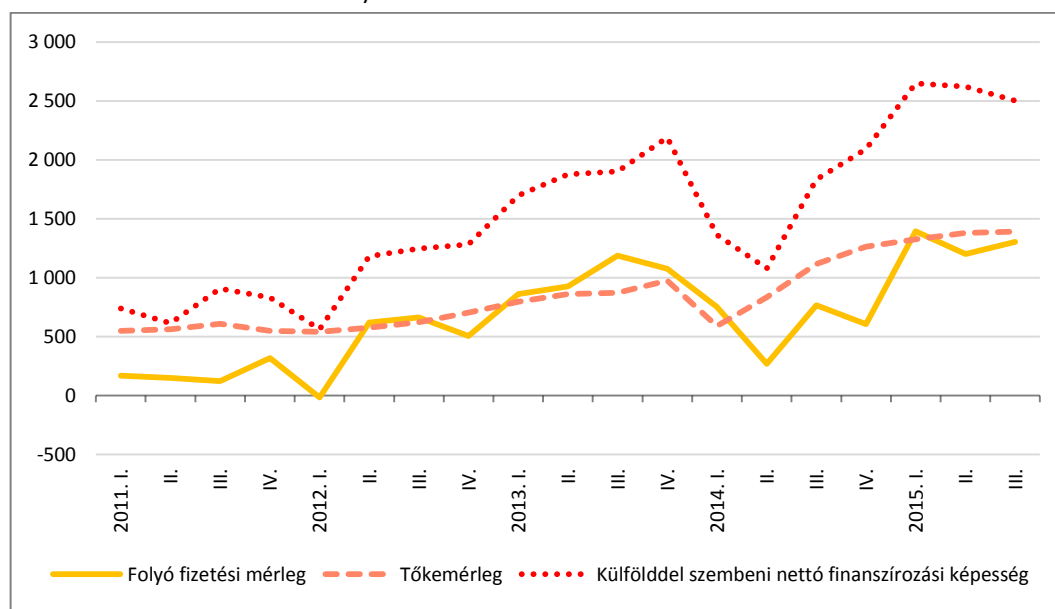
## Nőtt a folyó fizetési mérleg egyenlege 2015 III. negyedévében

A folyó fizetési mérleg szezonálisan kiigazított egyenlege 2015 III. negyedévében 103 millióval, 1304 millió euróra nőtt az előző negyedévhez képest. A növekedés egyrészt az áruforgalom szezonálisan kiigazított egyenlegének közel stagnálásával (10 millió euróval, 919 millió euróra nőtt), másrészt a szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege jelentős

(142 millió eurós) növekedésével magyarázható. Az elsődleges jövedelmek negatív egyenlege 30 millióval, 986 millió euróra, míg a másodlagos jövedelmek negatív egyenlege 7 millióval, 97 millió euróra zsugorodott. A tőkemérleg egyenlege a 11 milliós növekedés után 1930 millió euróra emelkedett.

Az EU-transzferek beáramlásának adatát vizsgálva összesen 4711 millió euró volt az Európai Unióval szembeni egyenleg 2015 III. negyedévében, ami az elsődleges és a másodlagos jövedelmek, valamint a tőkemérleg EU-val szembeni egyenlegeiből áll össze. A folyó és tőkemérleg együttes egyenlegéből számított külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség 2763 millió euróra nőtt, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 2502 millió eurót tett ki, ami a negyedéves GDP 9 százaléka.

31.ÁBRA: A KÜLFÖLDDEL SZEMBENI NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG (MILLIÓ EURÓ, SEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: MNB

A Magyarországra irányuló legnagyobb FDI-beáramlás az európai országok közül Máltáról valósult meg 2015 harmadik negyedévében, 258 millió euró értékben. A második legtöbb Ausztriából (210 millió euró) és a harmadik Írországból (156 millió euró) érkezett. Az amerikai kontinenst vizsgálva a tőke elsősorban beáramlott, ha az észak-amerikai országokat, és inkább kiáramlott, ha a közép-amerikai országokat elemezzük. Továbbá közel nullás (-0,4 millió eurós) egyenleg figyelhető meg a dél-amerikai országok relációjában. Az ágazati bontást vizsgálva a legnagyobb hozzájárulása az FDI bevonzásához a feldolgozóiparnak (303 millió), az egyéb szolgáltatásoknak (254 millió euró) és az információ és kommunikáció ágazatnak (245 millió euró) volt. Az FDI-tranzakciók egyenlege belföldön összességében 1079 millió eurót tett ki.

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

| A befektetés régiója         | 2014. III. név. | 2014. IV. név. | 2015. I. név. | 2015. II. név. | 2015. III. név. |
|------------------------------|-----------------|----------------|---------------|----------------|-----------------|
| <b>Európa</b>                | 435,1           | 1 745,8        | 236,5         | -166,8         | -506,8          |
| <b>Amerika</b>               | 225,8           | 436,4          | 47,8          | -835,2         | 599,6           |
| <b>Ázsia</b>                 | 259,9           | 7,7            | -75,5         | -2,2           | 957,3           |
| <b>Afrika</b>                | 7,9             | -1,1           | -3,8          | -9,6           | 11,1            |
| <b>Ausztrália és Óceánia</b> | -23,4           | -0,7           | -11,5         | -5,7           | -4,0            |
| <b>Nem azonosított</b>       | 18,1            | 20,7           | 18,0          | -213,7         | 21,9            |
| <b>Összesen</b>              | 923,3           | 2 208,8        | 211,4         | -1 233,3       | 1 078,9         |

*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 533,0 millió eurót tett ki, ezért a nettó FDI-beáramlás mértéke 2015 III. negyedévében 545,9 millió euró volt.

Az előző negyedéves tendenciával megegyezően a nemzetgazdaság bruttó adósságállománya csökkent. 2015 III. negyedévének végére 83,5 milliárd eurónak felelt meg a mutató, ami 4,3 milliárd euróval alacsonyabb az előző negyedévi adatnál. Ez a csökkenés elsősorban az államháztartási hitelállomány csökkenésére vezethető vissza. Ha az előző év harmadik negyedéves adatával vetjük össze, akkor 5,5 milliárd eurós csökkenés figyelhető meg.

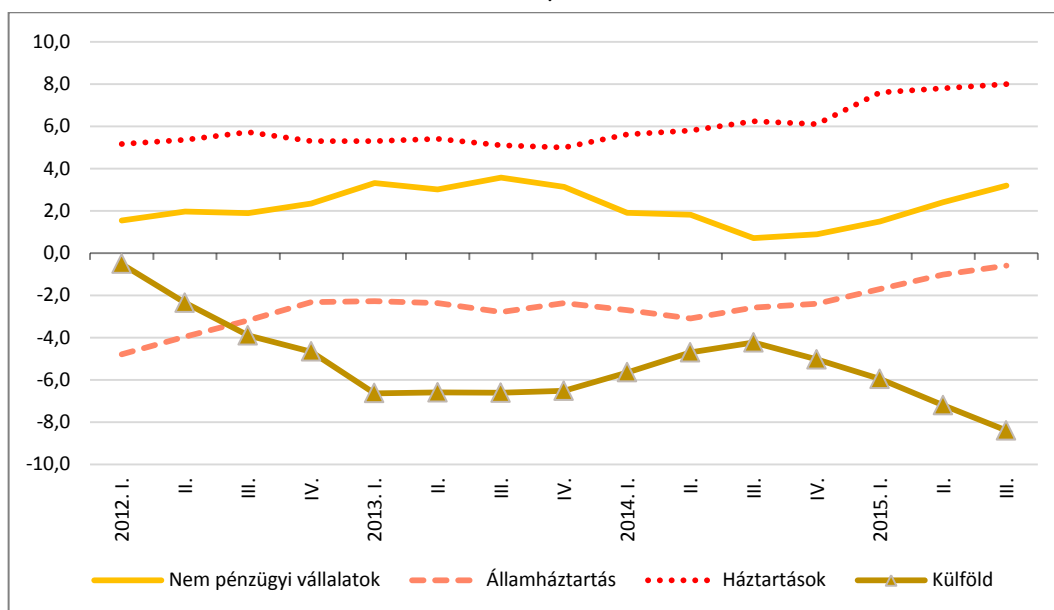
A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 8,4 százalékát tette ki a 2015 harmadik negyedévével záruló elmúlt egy évben, ami 1,2 százalékpontos növekedést jelent a 2015 második negyedévével záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2015. július–szeptemberben az államháztartás finanszírozási igénye 0,4 százalékponttal, a GDP 0,6 százalékára csökkent. A háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 0,2 százalékponttal, 8 százalékra emelkedett, amelyet a forintosítás ugyan nem érintett, de az elszámolás miatt javult. A nem pénzügyi vállalatok nettó pénzügyi megtakarítása 0,8 százalékponttal nőtt, és a GDP 3,2 százalékán zárt a vizsgált időszakban.

A háztartások negyedévi nettó finanszírozási képességére növelő hatással volt, hogy a devizahitelek egy részének forintosítása után az elszámolásra a harmadik negyedévben került sor. Ennek mértéke azonban kisebb, mint a korábbi negyedévekben. A nettó pénzügyi megtakarítások növekedését az előző negyedévhez képest a pénzügyi eszközök kisebb bővülése és a tartozások nagyobb csökkenése határozta meg. A nettó finanszírozási képességet növelte, hogy megkezdődött a Quaestor-károsultak kártalanítása, így nőtt a háztartások pénzügyi eszközeinek állománya. A háztartások pénzügyi eszközei közül a legnagyobb mértékben a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokba történő befektetések emelkedtek. A hitelintézeti kötvényeknél csökkenés, míg a lakossági állampapíroknál jelentős

emelkedés figyelhető meg. Mind a rövid, mind pedig a hosszú lejáratú állampapíroknál emelkedés figyelhető meg, de annak mértéke a rövid lejáratú állampapíroknál jelentősebb. A harmadik negyedévben folytatódott a háztartások hiteltartozásának csökkenése. Az ingatlan- és a fogyasztási hitelek esetében is nettó törlesztő volt a háztartási szektor. Folytatódott tehát a mérlegalkalmazkodási folyamat. A hitelezés felfutására talán a CSOK keretében kerülhet majd sor.

A külföldiek pénzügyi eszközeik közül elsősorban az államháztartással szemben fennálló követeléseiket csökkentették, a jelentős mértékű nettó állampapír-eladás révén. Emellett jelentősen csökkent a hazai hitelintézetekben elhelyezett betétek, illetve a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott tulajdonosi hitelek állománya is. A kötelezettségeket tekintve összességében csökkent a külföldiek rezidens szektorokkal szembeni tartozása. A betétek és a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok között ebben a negyedévben átrendeződés figyelhető meg, jelentős mértékben nőtt a betétekből, ugyanakkor csökkent az értékpapírokból szerzett forrás. Ebben a negyedévben bővültek a nem pénzügyi vállalatok külföldi részvénybefektetései, és növekedett az EU-támogatások miatti tartozás is.

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



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

Előrejelzésünk szerint növekedést várunk mind az export, mind az import volumenét tekintve. 2016-ban az export dinamikája lassul, továbbá érdemi árfolyamgyengüléssel nem számolunk. A jövedelemkiáramlás a tartósan kedvező hazai gazdasági kilátásokkal és a külföldi vállalatok profitabilitásának javulásával összhangban erős marad az előrejelzési horizonton. 2016-ban már jóval alacsonyabb szintű EU-transzferekkel, jövőre ennél jóval nagyobb mértékű forrásbeáramlással számolunk. 2015-ben a reálgazdaság és az EU-transzferek beáramlása okozta a nettó finanszírozási képesség erősödését, míg 2016-ra a nettó export pozitív hatásának erősödése valószínűsíthetően nem fogja tudni ellensúlyozni

az EU-transzferek várt nagy visszaesését. Mindezen hatások eredőjeként a 2016. évre 7,6 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk, míg a mutató 2017-ben 8,4 százalékra emelkedhet.

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

*A magyar gazdasági teljesítmény alakulásáról készítette elemzését az Európai Bizottság februárban, az MNB márciusban, Intézetünket követően hozta nyilvánosságra, míg a Kormány legfrissebb makrogazdasági előrejelzését a tavaly áprilisban kiadott konvergencia program tartalmazza. Intézetünk mostani előrejelzését ezekkel vetjük össze, de felhívjuk a figyelmet, hogy az eltérésekben jelentős szerepet játszik az előrejelzések közt eltelt idő. Az első negyedévben készített három elemzés közel azonos főbb makrogazdasági folyamatokat valószínűsít, a legfőbb eltérés a beruházások mérséklődésének nagysága körül adódik. Az előrejelzések szerint a GDP-növekedésének motorja továbbra is a belső tételek, azon belül is a lakossági fogyasztás lehet, amit a nettó export folyamatosan csökkenő mértékben, ám támogathat a következő két évben. Az év első hónapjaiban tovább csökkenő világpiaci olajár hatására Intézetünk és az MNB is a korábban vártnál alacsonyabb, 1 százalék alatti inflációt valószínűsít 2016 átlagában, ami jövőre az energiaárak bázisba épülésének hatására 2 százalék közelébe emelkedhet. Az elemzői konszenzus alapján a foglalkoztatás tovább javulhat a következő években, főként az aktivitási ráta emelkedésének és a versenyszféra folyamatos állományfejlesztésének hatására. A javuló munkaerőpiaci helyzet és a stabil gazdasági növekedés miatti magasabb adóbevételek hatására valamennyi előrejelzés legfeljebb 2 százalékos költségvetési hiányt valószínűsít 2016–2017 során, aminek hatására az ország adósságrátája továbbra is dinamikusán csökkenhet.*

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

Az Európai Bizottság legutóbbi előrejelzése 2016. februárban került nyilvánosságra, az MNB március végén publikálta legújabb prognózisát.<sup>6</sup> A Kormány a tanulmány készítésének időpontjában még nem nyújtotta be a 2017. évi költségvetésről szóló törvényjavaslatát és az idei konvergenciaprogramot, ami tartalmazná a kormányzat legfrissebb makrogazdasági prognózisát és az államháztartási folyamatok alakulását. A legutóbbi, részletes előrejelzést a 2015 áprilisában benyújtott konvergencia program tartalmazza.<sup>7</sup> A fenti előrejelzéseket a Századvég Gazdaságkutató Zrt. 2016. március közepén nyilvánosságra hozott legfrissebb várakozásával vetjük össze. Felhívjuk a figyelmet, hogy az eltérésekben jelentős szerepet játszik az előrejelzések közt eltelt idő.

Az elemzésünkben szereplő előrejelzések szerint a hazai kibocsátás továbbra is növekedési pályán maradhat a következő években, főként a lakossági fogyasztás továbbra is bővülő

---

<sup>6</sup> Európai Bizottság [2016]: European Economic Forecast Winter 2016. 2016. február; Magyar Nemzeti Bank [2016]: Inflációs jelentés. 2016. március.

<sup>7</sup> Magyarország Kormánya [2015]: Magyarország Konvergencia Programja 2015–2018, 2015. április.

ütemének köszönhetően. Intézetünk és az MNB előrejelzése is ezt a csökkenő személyi jövedelemadó mellett főként a háztartások mérlegalkalmazkodását követő oldódó óvatossági motívumával indokolja, a jegybank szerint az utóbbi években elhalasztott tartós fogyasztási cikkek vásárlása jelentős fogyasztásbővülést eredményezhet. A világgazdaság lassuló növekedése ellenére valamennyi előrejelzés a hazai exportvolumen jelentős, 6 százalékot meghaladó növekedésére számít a következő években. Összességében a nettó export így pozitív mértékben járulhat hozzá a magyar gazdaság bővüléséhez, ám a külső tényezők növekedést ösztönző hatása folyamatosan csökkenhet az előrejelzési horizonton. A GDP növekedési ütemére vonatkozó előrejelzések közötti eltérés főként a beruházási aktivitás megítéléséből fakad. Idén Intézetünk és az Európai Bizottság is a beruházások volumenének 2 százalék körüli mérséklődésére, miközben az MNB 0,3 százalékos bővülésre számít. A jelentős eltérést az előző uniós tervezési ciklus 2015-ben kifutó forrásainak gyorsított lehívása miatti bázishatás indokolja. Intézetünk és az EB szerint ezt idén még nem képes ellensúlyozni az új ciklus forrásainak beruházást ösztönző hatása, ezzel szemben az MNB az új ciklus forrásainak gyorsabb ütemű idei lehívását prognosztizálja. A jegybank szerint a kieső volument az oldódó hitelezési korlátok miatt főként a belföldre termelő vállalatok beruházásai és a bővülő ingatlanfejlesztési aktivitás ellensúlyozhatja.

4. táblázat: A főbb makrogazdasági és államháztartási mutatókra vonatkozó előrejelzések (2016)

|                                            | 2016              |         |      |           |
|--------------------------------------------|-------------------|---------|------|-----------|
|                                            | Európai Bizottság | Kormány | MNB  | Századvég |
| <b>GDP-növekedés (% , év/év)</b>           | 2,1               | 2,5     | 2,8  | 2,4       |
| <b>Infláció (% , év/év)</b>                | 1,7               | 1,6     | 0,3  | 0,8       |
| <b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>           | 6,0               | 6,2     | 6,5  | 6,0       |
| <b>Költségvetési egyenleg (GDP %-ában)</b> | -2,0              | -2,0    | -1,8 | -1,6      |
| <b>Bruttó államadósság (GDP %-ában)</b>    | 74,3              | 73,9    | 73,0 | 73,2      |

*Forrás: European Economic Forecast Winter 2016, Magyarország Konvergencia Programja 2015–2018, MNB, Századvég-számítás*

Az éves fogyasztóiár-indexre vonatkozó előrejelzések jelentős eltérést mutatnak. Az Európai Bizottság előrejelzése még nem számolt a kőolaj világpiaci árának év elején látott további csökkenésével, amit az MNB és Intézetünk 1 százalék alatti átlagos inflációja is alátámaszt. Mindkét előrejelzés a mérsékelt inflációs környezetet a korábban vártnál alacsonyabb maginflációval és az alacsony importált inflációval magyarázza, az MNB Intézetünkénél alacsonyabb inflációs prognózisa a tartósan alacsony inflációs várakozások feltételezésén alapul. A továbbra is nyomott nyersanyagárak következtében várhatóan következő előrejelzésében az Európai Bizottság és a Kormány is egy százalék közelébe csökkenti inflációs várakozását.

Valamennyi előrejelzés a munkaerőállomány fokozatos bővülésével számol. Az Európai Bizottság előrejelzése külön kiemeli, hogy az állománynövekedés a közfoglalkoztatás

bővülése mellett a versenyszféra folyamatosan emelkedő foglalkoztatásának eredménye. Az MNB várakozása szerint a 2017 végéig fokozatosan 300 ezerre növekedhet a közfoglalkoztatási program keretében alkalmazottak létszáma, az egyre feszesebbé váló munkaerőpiac következtében csökkenhet a részmunkaidőben foglalkoztatottak aránya. A jegybank és Intézetünk várakozása szerint idén a nemzetgazdasági átlagbér 4,5–4,6 százalékkal nőhet, míg az EB visszafogottabb 3,5 százalékos bérfejlesztés valószínűsít. Az előrejelzések alapján az idei év átlagában 6–6,5 százalékos lehet a munkanélküliségi ráta.

Az előrejelzések alapján konszenzusos álláspont a költségvetési hiány további mérséklődése, a várakozások az 1,6–2 százalék közötti sávba esnek. Az Európai Bizottság előrejelzése az adócsökkentések bevétel mérséklő hatását a GDP 0,7 százalékára teszi, ám megítélése szerint ezt több tényező együttesen képes lehet ellensúlyozni. Várakozásuk szerint a kedvező konjunkturális helyzet miatti csökkenő szociális kiadások, az államadósság korábbinál alacsonyabb kamatterhe és a kevesebb uniós forrás miatti visszaeső állami önrész is a költségvetés kiadási oldalát csökkentheti. Az MNB a 2015–2016 közötti hiányszám csökkenését vártnál kedvezőbb adóbevételi folyamatokkal, valamint az egyedi bevételek (állami földek értékesítése, növekedési adóhitel) hatásával indokolja. Ezen tételek elsődleges egyenleget csökkentő hatásán túl a hiányszámot a jegybank elemzése alapján az Önfelhalmozási Programja is jelentősen támogatja. Az MNB elemzésében az Országvédelmi Alap teljes felhasználásával számol. Előrejelzésünk a társasági és forgalmi adók jelentős felülteljesítésével számol, előbbi a CSOK idénre várt kiadást növelő hatásával egyezhet meg.

A 2017. évet illetően is tapasztalhatók kisebb különbségek az egyes előrejelzések között. Az MNB és a Századvég, vagyis a két legfrissebb prognózis a gazdasági növekedést 3 százalékosra várja, de nem tér el ettől jelentősen a kormány tavalyi, 3,1 százalékos prognózisa sem, míg az Európai Bizottság ennél kisebb mértékű, 2,5 százalékos bővülésre vár. A kedvező gazdasági növekedéshez mind a négy elemzés szerint pozitívan járulhat hozzá a fogyasztás bővülése: ennek növekedési ütemét a prognózisok 2,5 és 3,1 százalék közé teszik – e tekintetben Intézetünk a legoptimistább. Bár a különböző prognózisok megegyeznek abban, hogy 2017-ben a beruházások bővülni fognak, a növekedés ütemében jelentős eltérések mutatkoznak: a két szélsőséget tekintve Intézetünk mindössze 2,5 százalékos, míg a Kormányzat 6,4 százalékos bővülést vár. Ezt nagyban befolyásolja majd az uniós források lehívásának üteme, illetve az ezek segítségével megvalósuló beruházások. Mindegyik előrejelzés a külkereskedelem további élénkülésével számol, ám abban eltérés tapasztalható az egyes prognózisok között, hogy az export vagy az import növekedési rátája lesz nagyobb. Intézetünk a legoptimistább e tekintetben: a másik három intézethez képest alacsonyabb importbővülésre számítunk, tehát az export növekedési rátája előrejelzésünk szerint meghaladja az importét. Ezzel szemben az MNB szerint a két növekedési ráta azonos lesz 2017-ben, míg az Európai Bizottság és a Kormány előrejelzései szerint az import növekedési rátája meghaladhatja az exportét. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a nettó

export hozzájárulása a gazdasági növekedéshez mind a négy intézet szerint pozitív, de a korábbi időszakokhoz viszonyítva mérsékeltebb lesz. Összességében az előrejelzések azzal számolnak, hogy 2017-ben a gazdasági növekedéshez leginkább a fogyasztás és a beruházás járulhat hozzá.

5. táblázat: A főbb makrogazdasági és államháztartási mutatókra vonatkozó előrejelzések (2017)

|                                              | 2017              |         |      |           |
|----------------------------------------------|-------------------|---------|------|-----------|
|                                              | Európai Bizottság | Kormány | MNB  | Századvég |
| <b>GDP-növekedés (% , év/év)</b>             | 2,5               | 3,1     | 3,0  | 3,0       |
| <b>Infláció (% , év/év)</b>                  | 2,5               | 2,5     | 2,4  | 1,8       |
| <b>Munkanélküliségi ráta (%)</b>             | 5,2               | 5,8     | 6,3  | 5,8       |
| <b>Költségvetési egyenleg (a GDP %-ában)</b> | -1,9              | -1,7    | -1,7 | -1,0      |
| <b>Bruttó államadósság (a GDP %-ában)</b>    | 72,4              | 71,3    | 72,0 | 71,4      |

Forrás: European Economic Forecast Winter 2016, Magyarország Konvergencia Programja 2015–2018, MNB, Századvég-számítás

Az inflációs előrejelzések esetében közel hasonlóak az intézetek várakozásai. A négy intézet előrejelzése szerint 2017-ben az éves infláció elmaradhat a jegybank 3 százalékos céljától, de az Európai Bizottság, a Kormány és az MNB előrejelzése szerint a mutató a  $3 \pm 1$  százalékos célsávban lehet. Intézetünk szerint a célsávot csak az év második felében érheti el a mutató értéke. Az elemzések összevetésekor fontos kiemelni, hogy a Kormány előrejelzése régebben, még magasabb olajár mellett készült, ez tehát indokolhatja a magasabb inflációs várakozást. Az MNB modelljében az endogén kamatpálya feltevése – és így további kamatvágások feltételezése – okozhat magasabb inflációt. Az infláció szempontjából azonban kockázatot jelent az olajárak alakulása, amelyet ilyen időtávon meglehetősen nehéz előrejelezni.

A tárgyalt előrejelzések 2017-ben a munkaerőpiac további erősödésével számolnak, melynek legfőbb ismérve a munkanélküliségi ráta további csökkenése. Míg a Kormány és a Századvég 5,8 százalékos aránnyal számol, addig az MNB ennél pesszimistább, míg az Európai Bizottság optimistább. Az MNB előrejelzése 6,3 százalékos munkanélküliségi rátával számol, amely magasabb, mint a 2016 márciusában mért érték. Az MNB prognózisa is azzal számol azonban, hogy a munkanélküliségi ráta tovább csökken, az aktivitás pedig tovább nő 2017-ben. Az előrejelzések között egyetértés van abban, hogy a munkaerőpiac feszebbé válik, ám az ebből fakadó eltérő bérdinamikák befolyásolhatják a versenyszféra munkaerő-keresletét is, ami az aktivitás és a munkanélküliség alakulására is hatással van.

Mind a négy intézet előrejelzése megegyezik abban, hogy a 2017-ben várható hiány a maastrichti kritériumok által meghatározottnál kedvezőbb, tehát 3 százalék alatti lesz. A négy intézet előrejelzése közül azonban Intézetünk a legalacsonyabb, mindössze 1 százalék, míg a másik három intézet a hiányt 1,7 és 1,9 százalék közöttire várja. Az eltérést több tényező is okozhatja, amely az Európai Bizottság és a Kormány előrejelzéseinek esetén

magyarázható a prognózisuk korábbi elkészültével. Az Intézetünk által várt alacsonyabb hiányhoz hozzájárulhat a vártnál alacsonyabb 2015-ös hiány (tehát jobb bázis érték), az alacsonyabb kamatkiadások (ezt segítheti a várt felminősítés és ezzel a hatással az Európai Bizottság is számol) valamint a beharangozott, de végleges formájában még nem ismert bürokráciacsökkentés. Kockázatot jelentenek ugyanakkor a hiány szempontjából a kormányzat által bevezetendő esetleges további keresletélénkítő intézkedések valamint a Családi Otthonteremtési Kedvezményhez kapcsolódó kiadások – ezek felfutásával számol az MNB előrejelzése. Összegzésként ugyanakkor lényeges kiemelni, hogy mind a négy intézet azzal számol, hogy a GDP-arányos költségvetési hiány 2017-ben tovább csökken, valamint hogy a GDP arányos államadósság is legalább 1 százalékponttal mérséklődik.

## Kockázati forgatókönyvek

*A Századvég Gazdaságkutató Zrt. által felállított makroprognózis alappályáját számos pozitív és negatív kockázat övezi. A következőkben ezért bemutatunk két alternatív – a gazdasági növekedés és a költségvetés alakulása szempontjából pozitív és negatív – forgatókönyvet. Az optimista scenárió esetén a magyar termékek és szolgáltatások iránt megnyilvánuló külső kereslet lesz nagyobb az alappályához képest. Ez elsősorban a bővülő exporton keresztül hat a gazdaságra, de az így keletkező többletjövedelem a fogyasztást és a beruházást is pozitívan befolyásolja. Ennek eredményeként az alappályához képest a GDP növekedése 0,3–0,4 százalékponttal lehet nagyobb 2016-ban, illetve 2017-ben, de a költségvetési hiány is mérsékeltebb lehet az eredetnél. A pesszimista forgatókönyvben a világpiaci olajár ismét növekedésnek indul, és 2017 végére visszatér a 2014 első felét jellemző szintre. Ez a magasabb infláción kívül hatással van a reálgazdaságra is: a lakosságnak a magasabb benzinárak miatt kevesebb elkölthető jövedelme marad, illetve a magyar termékek és szolgáltatások iránt megnyilvánuló külső kereslet dinamikája is lassul, mivel legfontosabb külkereskedelmi partnereink gazdasági növekedése mérséklődik. A pesszimista forgatókönyv bekövetkezése esetén a gazdasági növekedés 2016-ban 0,2, míg 2017-ben 0,4 százalékponttal lehet alacsonyabb az alappályához képest. A kisebb bevételek magasabb költségvetési hiányhoz és államadóssághoz vezetnek, a növekvő infláció miatt pedig a Magyar Nemzeti Bank kamatemelésre kényszerülhet.*

## Fellendülő világgazdaság

Optimista forgatókönyvünk szerint a magyar termékek és szolgáltatások iránti kereslet növekedése a vártnál nagyobb lesz 2016-ban és 2017-ben. Ehhez egyaránt hozzájárulhat a fejlődő világ gyorsabb növekedése (gondoljunk például Kínára, ahol az elemzők a korábbinál mérsékeltebb bővüléssel számolnak), az Európai Unió fellendülése, amelyet az EKB egyre lazább monetáris politikája is segíthet, valamint az Egyesült Államok növekedése, amelyet a vártnál lassabb, esetlegesen elmaradó monetáris szigorítás támogathat.

A magyar termékek és szolgáltatások iránti, a vártnál nagyobb kereslethez természetesen hozzájárulhatnak országspecifikus tényezők is. Itt érdemes megemlíteni a turizmus növekvő szerepét, illetve az uniós forrásból megvalósuló beruházásokat, amelyek elősegíthetik olyan termelőkapacitások létrejöttét, amelyek exportra termelő vállalatok kapacitásainak bővítését segítik elő.

Magyarországon a külkereskedelem különösen nagy szereppel bír: hazánk kis nyitott gazdaságként a világgazdaság minden rezdülését megérzi, továbbá az elmúlt időszak gazdasági növekedésének egyik fő hajtóereje a nettó export bővülése volt. A magasabb export ugyan nyersanyagszükséglete miatt növeli az importot is, de a nettó export növekedése nyomán hozzájárul a magasabb gazdasági teljesítményhez, ami magasabb

foglalkoztatáshoz és bérekhez vezethet, illetve további beruházásokra ösztönözheti a vállalatokat.

6. táblázat: Az optimista forgatókönyv melletti makropálya (százalék és százalékpont)

|                                                         | 2016            |                         | 2017            |                         |
|---------------------------------------------------------|-----------------|-------------------------|-----------------|-------------------------|
|                                                         | Optimista pálya | Eltérés az alappályától | Optimista pálya | Eltérés az alappályától |
| Bruttó hazai termék (volumenindex)*                     | 2,7             | 0,3                     | 3,4             | 0,4                     |
| A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*       | 3,5             | 0,2                     | 3,3             | 0,2                     |
| Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*           | -2,1            | 0,1                     | 2,7             | 0,2                     |
| Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*        | 8,2             | 0,5                     | 6,8             | 0,7                     |
| Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*      | 7,3             | 0,4                     | 6,1             | 0,6                     |
| A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró) | 9,5             | 0,1                     | 10,8            | 0,3                     |
| Fogyasztóiár-index (%)                                  | 0,9             | 0,1                     | 2,1             | 0,3                     |
| A jegybanki alapkamat az időszak végén                  | 1,05            | 0                       | 1,05            | 0,0                     |
| Munkanélküliségi ráta (%)*                              | 5,9             | -0,1                    | 5,7             | -0,1                    |
| A bruttó átlagkereset alakulása (%)*                    | 4,6             | 0,1                     | 5,0             | 0,3                     |
| A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában    | 5,4             | 0,1                     | 5,3             | 0,1                     |
| Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában        | 7,6             | 0                       | 8,5             | 0,1                     |
| Az államháztartás egyenlege a GDP százalékában          | 0               | 1,6                     | 0,0             | 1,0                     |
| GDP-alapon számított külső kereslet*                    | 3,6             | 1,2                     | 3,6             | 1,2                     |

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás

Az export értéke tehát a magasabb külső kereslet miatt a teljes előrejelzési horizonton nagyobb lesz az alappályán várthoz képest. A magasabb export az ipar magasabb kibocsátásához vezet, amely részben a magasabb munkaerő-állományon, részben a kapacitások jobb kihasználásán keresztül valósulhat meg. A magasabb munkakereslet kis mértékben növelheti a béreket is, valamint várhatóan nagyobb aktivitást és foglalkoztatottságot eredményez. Ez a lakosság nagyobb rendelkezésre álló jövedelme mellett nagyobb fogyasztást jelent. A vállalatokhoz – különösen azokhoz, amelyek exportra is termelnek – befutó nagyobb megrendelések a vállalatokat további beruházásokra serkenthetik. Az optimista forgatókönyvben a valutaárfolyam jelentős változásával és a pénzpiaci kondíciók érdemi módosulásával az optimista forgatókönyvben nem számolunk.

Az optimista forgatókönyv szerint tehát a gazdaság növekedése az alappályához képest 2016-ban 0,3 százalékponttal magasabb, 2,7 százalék lehet, míg 2017-ben 0,4 százalékponttal haladhatja meg az alappályában számítottat, tehát 3,4 százalékot tehet ki. A fogyasztás bővülése a két évben 0,2—0,2 százalékponttal haladhatja meg a várt értéket, tehát a növekedés üteme 3,5, illetve 3,3 százalék lehet. A vártnál 0,1-0,2 százalékponttal jobban alakulhat a beruházások változásának üteme is. A növekvő nettó exportnak köszönhetően kis mértékben javulhat a folyó fizetési mérleg egyenlege is.

Számításaink szerint a termékek és szolgáltatások iránt megnyilvánuló nagyobb kereslet az inflációt is kis mértékben felfelé módosítja, azonban ez még így is jelentősen elmarad a jegybank céljától, így az alappályához képest további beavatkozást a jegybank részéről nem várunk az optimista forgatókönyv esetén sem. Az optimista forgatókönyv szerint a költségvetési hiány is kisebb lehet a vártnál: 2016-ban 1,5, míg 2017-ben 0,8 százalék.

## Drasztikusan emelkedő olajárak

Az elmúlt másfél évben a világpiaci olajárak jelentősen csökkentek, ám úgy tűnik, hogy az utóbbi időben ez a csökkenés megállt, sőt egy minimális növekedés is tapasztalható. A pesszimista forgatókönyvben azzal számolunk, hogy az olajárak csökkenő tendenciája megfordul, és 2017 végére ismét eléri a hordónkénti 110 dolláros szintet. Ez az olajár-szint nem lenne újdonság: 2013-ban, illetve 2014 első felében is közel ennyibe került egy hordó olaj. A magasabb olajárat okozhatja például az, ha a kőolajtermelő országok megállapodnak a termelés csökkentéséről. Magyarország az olaj nettó importőre, tehát a nyersanyag árának drasztikus emelkedése negatív hatással lehet a gazdasági folyamatokra.

Az olaj árának növekedése magasabb inflációhoz vezethet. A nagyobb infláció azonban nem csak Magyarországon jelenhet meg, hiszen a külső infláció is nagyobb lehet, amely az import útján hazánkba kerülő termékek árait növelheti. A magasabb olajárak nyomán a lakosság reálértékben kevesebbet tud fogyasztásra költeni, hiszen a magasabb olajár nagyobb benzinárakhoz is vezet. A magasabb olajár a vállalatok számára is káros, hiszen a termelési tényezőik megdrágulnak, profitjuk csökken. Ez visszavetheti a beruházásaikat is.

Feltevésünk szerint a magasabb olajár csökkenti a magyar termékek és szolgáltatások iránt megnyilvánuló külső keresletet is: legfontosabb külkereskedelmi partnereink (például Németország) szintén az olaj nettó importőrei, így az ő gazdasági növekedésüket is fékezheti az olajárak ismételt emelkedése.

7. táblázat: A pesszimista forgatókönyv melletti makropálya (százalék és százalékpont)

|                                                           | 2016              |                         | 2017              |                         |
|-----------------------------------------------------------|-------------------|-------------------------|-------------------|-------------------------|
|                                                           | Pesszimista pálya | Eltérés az alappályától | Pesszimista pálya | Eltérés az alappályától |
| <b>Bruttó hazai termék (volumenindex)*</b>                | <b>2,2</b>        | -0,2                    | <b>2,6</b>        | -0,4                    |
| <b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*</b>  | <b>3,1</b>        | -0,2                    | <b>2,4</b>        | -0,7                    |
| <b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*</b>      | <b>-2,3</b>       | -0,1                    | <b>2,0</b>        | -0,5                    |
| <b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*</b>   | <b>7,3</b>        | -0,4                    | <b>5,5</b>        | -0,6                    |
| <b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*</b> | <b>6,5</b>        | -0,4                    | <b>4,9</b>        | -0,6                    |
| <b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege</b>            | <b>8,8</b>        | -0,6                    | <b>9,2</b>        | -1,3                    |

| (milliárd euró)                                      |      |      |     |      |
|------------------------------------------------------|------|------|-----|------|
| Fogyasztóiár-index (%)                               | 1,5  | 0,7  | 3,2 | 1,4  |
| A jegybanki alapkamat az időszak végén               | 1,15 | 0,10 | 1,5 | 0,40 |
| Munkanélküliségi ráta (%)*                           | 6,0  | 0,0  | 5,9 | 0,1  |
| A bruttó átlagkereset alakulása (%)*                 | 4,3  | -0,2 | 4,8 | 0,1  |
| A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában | 4,6  | -0,7 | 4,1 | -1,1 |
| Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában     | 6,9  | -0,7 | 7,3 | -1,1 |
| Az államháztartás egyenlege a GDP százalékában       | 0    | 1,6  | 0,0 | 1,0  |
| GDP-alapon számított külső kereslet*                 | 2,0  | -0,4 | 2,0 | -0,4 |

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás

A pesszimista forgatókönyv esetén a gazdasági növekedés az alappályához képest 0,2—0,4 százalékponttal kisebb, 2016-ban 2,2, 2017-ben pedig 2,6 százalék lesz. A pesszimista forgatókönyv esetén várható gyengébb gazdasági teljesítményhez egyaránt hozzájárul a fogyasztás, illetve a beruházások kedvezőtlenebb dinamikája. A drasztikus olajár-emelkedés feltételezése mellett a fogyasztás növekedése 0,2, illetve 0,7 százalékponttal maradhat el az alappálya értékétől 2016-ban, illetve 2017-ben. A fogyasztás növekedéséhez elsősorban a magasabb infláció miatt alacsonyabb reáljövedelem járul hozzá. Míg a bruttó jövedelem a gazdaság gyengébb teljesítménye miatt a pesszimista forgatókönyv esetén 2016-ban, illetve 2017-ben 0,2 százalékponttal alacsonyabb, illetve 0,1 százalékponttal magasabb lehet az alappályához képest, addig a reáljövedelem növekedése 0,9, illetve 1,3 százalékponttal elmaradhat az olajárak drasztikus emelkedése nélkül várttól.

A beruházások bemutatása előtt meg kell néznünk, hogy hogyan alakulhat az infláció pesszimista forgatókönyv esetén. A pénzromlás üteme számításaink szerint 2016-ban 0,8 helyett 1,5, míg 2017-ben 1,8 helyett 3,2 százalék lehet. Hasonlóan alakul ugyanakkor a maginfláció is részben az olajárak másodkörös inflációs hatása, részben a magasabb importált infláció miatt. Itt a 2016-os 1,6 százalékos, illetve a 2017-es 2,0 százalékos érték helyett 2,0, illetve 2,6 százalékos pénzromlásra számítunk. A növekvő infláció a jegybankot az irányadó kamat növelésére ösztönözheti, aminek eredményeként 2017 végére a kamat mértéke 1,45 százalék lehet. A magasabb alapkamat, illetve pénzpiaci hozamok ugyanakkor fékezhetik a beruházások növekedési ütemét. Emiatt a pesszimista forgatókönyv bekövetkezése esetén az alappályához képest 0,5 százalékponttal kisebb beruházás-növekedést várunk 2017-ben.

A magasabb olajár a drágább import és az alacsonyabb exportteljesítmény miatt rontja a folyó fizetési mérleg egyenlegét. Az olajárak drasztikus emelkedését követően számításaink szerint az államháztartás ESA-hiánya 2016-ban a GDP 1,5, míg 2017-ben a GDP 0,8 százaléka lehet.

## Táblázatok

8. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban (alappálya)

|                                                                | 2015        |      | 2016 |      |      |             | 2017 |      |      |      |             |
|----------------------------------------------------------------|-------------|------|------|------|------|-------------|------|------|------|------|-------------|
|                                                                | éves        | I.   | II.  | III. | IV.  | éves        | I.   | II.  | III. | IV.  | éves        |
| <b>Bruttó hazai termék (volumenindex) *</b>                    | <b>2,9</b>  | 2,6  | 2,7  | 2,6  | 1,8  | <b>2,4</b>  | 2,8  | 2,9  | 3,1  | 3,3  | <b>3,0</b>  |
| <b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*</b>       | <b>3,1</b>  | 3,6  | 3,7  | 3,5  | 2,5  | <b>3,3</b>  | 2,9  | 2,9  | 3,2  | 3,4  | <b>3,1</b>  |
| <b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*</b>           | <b>1,9</b>  | 2,4  | -1,7 | -2,5 | -7,2 | <b>-2,2</b> | 1,9  | 2,4  | 2,6  | 3,1  | <b>2,5</b>  |
| <b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*</b>        | <b>8,4</b>  | 6,1  | 7,4  | 8,9  | 8,3  | <b>7,7</b>  | 6,2  | 5,9  | 6,0  | 6,3  | <b>6,1</b>  |
| <b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*</b>      | <b>7,8</b>  | 6,7  | 6,0  | 8,3  | 6,6  | <b>6,9</b>  | 5,5  | 5,3  | 5,5  | 5,7  | <b>5,5</b>  |
| <b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b> | <b>8,1</b>  | 2,6  | 2,2  | 2,2  | 2,5  | <b>9,4</b>  | 2,9  | 2,4  | 2,4  | 2,8  | <b>10,5</b> |
| <b>Fogyasztóiár-index (%)</b>                                  | <b>-0,1</b> | 0,5  | 0,7  | 0,9  | 1,3  | <b>0,8</b>  | 1,4  | 1,6  | 1,9  | 2,0  | <b>1,8</b>  |
| <b>A jegybanki alapkamat az időszak végén</b>                  | <b>1,35</b> | 1,20 | 1,05 | 1,05 | 1,05 | <b>1,05</b> | 1,05 | 1,05 | 1,05 | 1,05 | <b>1,05</b> |
| <b>Munkanélküliségi ráta (%)*</b>                              | <b>6,8</b>  | 6,2  | 6,0  | 5,9  | 5,9  | <b>6,0</b>  | 5,9  | 5,8  | 5,8  | 5,7  | <b>5,8</b>  |
| <b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)*</b>                    | <b>4,2</b>  | 5,0  | 5,0  | 3,8  | 4,2  | <b>4,5</b>  | 3,5  | 4,9  | 5,9  | 4,4  | <b>4,7</b>  |
| <b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>    | <b>4,6</b>  | –    | –    | –    | –    | <b>5,3</b>  | –    | –    | –    | –    | <b>5,2</b>  |
| <b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>        | <b>9,9</b>  | –    | –    | –    | –    | <b>7,6</b>  | –    | –    | –    | –    | <b>8,4</b>  |
| <b>Az államháztartás egyenlege a GDP százalékában</b>          | <b>-1,8</b> | –    | –    | –    | –    | <b>-1,6</b> | –    | –    | –    | –    | <b>-1,0</b> |
| <b>GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*</b>     | <b>2,0</b>  | 2,2  | 2,3  | 2,4  | 2,5  | <b>2,4</b>  | 2,4  | 2,4  | 2,4  | 2,4  | <b>2,4</b>  |

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

9. táblázat: Alternatív forgatókönyvek 2016–2017-ben az alappályához képest

|                                                                | 2016        |             |         |                  |         | 2017        |             |         |                  |         |
|----------------------------------------------------------------|-------------|-------------|---------|------------------|---------|-------------|-------------|---------|------------------|---------|
|                                                                | Alappálya   | Optimista   | Eltérés | Pesszi-<br>mista | Eltérés | Alappálya   | Optimista   | Eltérés | Pesszi-<br>mista | Eltérés |
| <b>Bruttó hazai termék (volumenindex)*</b>                     | <b>2,4</b>  | 2,7         | +0,3    | 2,2              | −0,2    | <b>3,0</b>  | 3,4         | +0,4    | 2,6              | −0,4    |
| <b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*</b>       | <b>3,3</b>  | 3,5         | +0,2    | 3,1              | −0,2    | <b>3,1</b>  | 3,3         | +0,2    | 2,4              | −0,7    |
| <b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*</b>           | <b>−2,2</b> | −2,1        | +0,1    | −2,3             | −0,1    | <b>2,5</b>  | 2,7         | +0,2    | 2,0              | −0,5    |
| <b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*</b>        | <b>7,7</b>  | 8,2         | +0,5    | 7,3              | −0,4    | <b>6,1</b>  | 6,8         | +0,7    | 5,5              | −0,6    |
| <b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*</b>      | <b>6,9</b>  | 7,3         | +0,4    | 6,5              | −0,4    | <b>5,5</b>  | 6,1         | +0,6    | 4,9              | −0,6    |
| <b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b> | <b>9,4</b>  | 9,5         | +0,1    | 8,8              | −0,6    | <b>10,5</b> | 10,8        | +0,3    | 9,2              | −1,3    |
| <b>Fogyasztóiár-index (%)</b>                                  | <b>0,8</b>  | 0,9         | +0,1    | 1,5              | +0,7    | <b>1,8</b>  | 2,1         | +0,3    | 3,2              | +1,4    |
| <b>A jegybanki alapkamat az időszak végén</b>                  | <b>1,05</b> | 1,05        | 0,00    | 1,15             | +0,1    | <b>1,05</b> | 1,05        | 0,0     | 1,45             | +0,4    |
| <b>Munkanélküliségi ráta (%)*</b>                              | <b>6,0</b>  | 5,9         | −0,1    | 6,0              | 0       | <b>5,8</b>  | 5,7         | −0,1    | 5,9              | +0,1    |
| <b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)*</b>                    | <b>4,5</b>  | 4,6         | +0,1    | 4,3              | −0,2    | <b>4,7</b>  | 5,0         | +0,3    | 4,8              | +0,1    |
| <b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>    | <b>5,3</b>  | 5,4         | +0,1    | 4,6              | −0,7    | <b>5,2</b>  | 5,3         | +0,1    | 4,1              | −1,1    |
| <b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>        | <b>7,6</b>  | 7,6         | 0,0     | 6,9              | −0,7    | <b>8,4</b>  | 8,5         | +0,1    | 7,3              | −1,1    |
| <b>Az államháztartás egyenlege a GDP százalékában</b>          | <b>−1,6</b> | <b>−1,5</b> | +0,1    | <b>−1,5</b>      | +0,1    | <b>−1,0</b> | <b>−0,8</b> | 0,2     | <b>−0,8</b>      | 0,2     |
| <b>GDP-alapon számított külső kereslet*</b>                    | <b>2,4</b>  | 3,6         | +1,2    | 2,0              | −0,4    | <b>2,4</b>  | 3,6         | +1,2    | 2,0              | −0,4    |

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás