

Makrogazdasági elemzés és előrejelzés a Költségvetési Tanács részére

2015. április

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A tanulmány a Költségvetési Tanács megbízásából készült.

A jelentést Virováczy Péter kutatásicsoport-vezető szerkesztette.

A jelentés egyes részeit készítette: Isépy Tamás, Lay Csaba, Quittner Péter, Pálvölgyi Zsigmond és Virováczy Péter.

A felhasznált adatbázis április 3-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

Előszó	1
Vezetői összefoglaló	2
Nemzetközi környezet	4
<i>Változatlan gazdasági növekedés az EU-ban.....</i>	<i>4</i>
<i>Kedvező trendek az eurózóna munkaerőpiacán</i>	<i>6</i>
<i>Az infláció negatív tartományba süllyedt az unióban</i>	<i>7</i>
<i>Továbbra is fennmarad a globális likviditás.....</i>	<i>7</i>
<i>Csökkenő pályára állhat az unió adósságállománya</i>	<i>11</i>
A magyar gazdaság jelenlegi helyzete és rövid távú kilátásai	16
<i>Az újonnan beérkező adatok szerkezetváltozást jeleznek</i>	<i>18</i>
A gazdasági növekedés gyorsult az utolsó negyedévben	18
Több évtizedes csúcsra nőtt a foglalkoztatási ráta	23
Az éves infláció a negatív tartományban maradt	25
Újból kamatot vágott a Magyar Nemzeti Bank	28
<i>A GDP-növekedés 2015-ben is 3 százalék felett maradhat.....</i>	<i>34</i>
Feltevéseink alakulása az alappályán	34
Idén a fogyasztás, jövőre a nettó export húzza a gazdaságot.....	37
A külső és belső egyensúlyi helyzet értékelése, várható alakulása	44
<i>Javult Magyarország kockázati megítélése</i>	<i>45</i>
<i>Javult a külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség.....</i>	<i>48</i>
<i>A kormányzati várakozással egyezően alakulhat a 2015. évi hiány</i>	<i>51</i>
A bevételek terven felül alakulhatnak	52
A kiadások is meghaladhatják a tervezettet	53
Teljesíthető a hiánycél.....	54
Jelentősen csökken a változatlan árfolyamon számolt államadósság	55

<i>Az adócsökkentések ellenére is csökkenhet a hiány 2016-ban</i>	<i>55</i>
<i>A társasági adó, a bankadó és a vagyonértékesítések várt csökkenése ellenére dinamikusan nőhetnek az adóbevételek</i>	<i>56</i>
<i>Az EU-projektek kifizetése miatt csökkenés várható a kiadási oldalon.....</i>	<i>58</i>
<i>A 2016. évi GDP-arányos hiány 2 százalék alatt teljesülhet.....</i>	<i>59</i>
<i>Változtatást igényel a stabilitási törvény adósságszabálya.....</i>	<i>59</i>
A Kormány, az Európai Bizottság, az MNB és a Századvég Gazdaságkutató Zrt. előrejelzéseinek összevetése.....	61
Kockázati forgatókönyvek	65
<i>Tartósan alacsony olajár, kedvező pénzügyi környezet</i>	<i>65</i>
<i>Magasabb kockázati prémium, hatástalan EKB</i>	<i>67</i>
Táblázatok	69

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, elemezve az eltérések okait.

A tanulmány elemzési adatbázisa 2015. április 1-jén zárult le, míg az előrejelzéshez felhasznált adatbázist március 11-én zároltuk, így elemzésünk, valamint előrejelzésünk alappályája az addig beérkezett statisztikai adatokra támaszkodik. Ebből fakadóan a 2015. március 11. óta megjelent információkat és azok várható hatását az alappályára nem tartalmazza. Ennek fényében tehát nem kalkuláltunk a Magyar Nemzeti Bank azon döntésével, mellyel rugalmasabbá tette az inflációs célkövetés rendszerét, vagyis a 3 százalékos jegybanki célhoz egy ± 1 százalékpontos célsávot rendelt. Ez elsősorban a várt monetáris politikai lépéseket és azok gazdasági hatásait befolyásolja. Ugyanakkor a feltételezéseken alapuló alternatív scenáriókban már figyelembe vettük a fenti változást.

A tanulmány időzítésének legfőbb oka, hogy a Kormány a 2016. évi költségvetési törvény tervezetét 2015. április végén 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 2014. évi T/1794., Magyarország 2015. évi központi költségvetéséről szóló törvényjavaslatban szereplő, 2018-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 2016. évi költségvetési törvény tervezetét 2015. április végén 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 2014. évi T/1794., Magyarország 2015. évi központi költségvetéséről szóló törvényjavaslatban szereplő, 2018-ig tartó kitekintésre támaszkodtunk. Így a bemutatott költségvetési pálya egy technikai kivetítésnek tekinthető.

A Századvég Gazdaságkutató Zrt. prognózisa szerint a gazdaság növekedési üteme 2015-ben is 3 százalék felett maradhat, amit jövőre egy mérsékeltebb év követhet. A tavalyi év végén tapasztalt kiegyensúlyozott szerkezet fennmaradásának köszönhetően a belső és külső tényezők a teljes előrejelzési horizonton pozitívan hatnak a GDP-növekedésre. A gazdasági teljesítményt idén elsősorban a fogyasztás, jövőre újból az export vezérelheti. A kivitel növekedése tartósan felülmúlja az importét, köszönhetően az erőre kapó nemzetközi gazdasági környezetnek, miközben a behozatalt várhatóan nem éri a tavalyihoz hasonló egyedi sokkok (pl. gáztározók feltöltése).

A fogyasztás erősödő növekedését 2015-ben a rendelkezésre álló jövedelem jelentős emelkedése biztosítja, amit piaci és gazdaságpolitikai intézkedések egyaránt indokolnak. Az alacsony kamat- és inflációs környezet emeli a fogyasztási hajlandóságot, amit a munkaerőpiaci folyamatok tartós javulása is segít. Az emelkedő aktivitás és foglalkoztatottság mellett a munkanélküliségi ráta 2016-ban már 7 százalék alá süllyedhet. Emellett idén a forintosítás és a bankok elszámoltatása szintén növeli az elkölthető jövedelmet. A beruházások idei, mérsékeltebb ütemű növekedését a versenyszféra mellett az uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások továbbra is segítik. Jövőre ugyanakkor a korábbi uniós tervezési időszak lezárása miatt a beruházások visszaesésére számítunk.

Mindezen hatások eredőjeként a magyar gazdaság jövőre már a potenciális szintje felett teljesíthet, vagyis a 2015-ben záródó kibocsátási rés 2016-ban enyhén pozitív lehet. A Századvég Gazdaságkutató Zrt. megítélése szerint a GDP-növekedés 2015-ben elérheti a 3,1 százalékot, míg jövőre a 2,4 százalékot.

Az éves infláció idén a maginfláció és a jegybanki célszint alatt marad, majd 2016 folyamán fokozatosan közelíti azt. A 2015. évi árfolyamatokat főként a negatív olajársokk, a mérsékelt

inflációs várakozások és az alacsony importált infláció határozzák meg. Jövőre ugyanakkor az infláció felpörög az emelkedő maginfláció, a korábbi költségsokkok bázisba kerülése és a maginfláción kívüli tételek áremelkedése miatt. A globális és a hazai nyomott inflációs környezet, az alacsony inflációs várakozások és hazánk kedvező pénzpiaci megítélése a monetáris lazítás irányába mutatnak. Szintén ezt erősítik az elmúlt hónapok nemzetközi monetáris intézkedései: az EKB mennyiségi lazítása és a Lengyel Központi Bank kamatvágása. A Századvég Gazdaságkutató Zrt. szerint az MNB az elkövetkező hónapokban több lépésben, akár 1,5 százalékra is csökkentheti az irányadó rátát.

A kiegyensúlyozott pálya mentén haladó gazdasági növekedés nem veszélyezteti Magyarország külső finanszírozási képességét, és bár a GDP-arányos mutató 2015-ben tetőzhet, továbbra is magas szinten marad. Ez elsősorban a reálgazdasági aktívum szerepének erősödésével magyarázható, miközben jövőre az EU-transzferek beáramlása a korábbi években megszokottnál alacsonyabb mértékű lesz.

Az idén a tervezett felett realizálódhatnak a gazdálkodói befizetések és a fogyasztási típusú adók, de kockázatot látunk a járulékbefizetések teljesülésében. Kiadási oldalon a tovább gyorsuló EU-s támogatási kifizetések nyomán jelentősen felülteljesülhetnek a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai. Az előirányzatnál kedvezőbben alakulhatnak a szociálpolitikai kiadások és a kamategyenleg. Összességében a kormányzati tervekkel egyező, a GDP 2,4 százalékát kitevő deficittel számolunk. Ugyanakkor egyes, az egyenleget negatívan befolyásoló kockázatok némiképp árnyalják a kilátásokat. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében a tavalyi 2 százalékpont feletti csökkenést követően idén 1,4 százalékpont körüli javulást várunk. Így a jelenleg hatályos államadósság-szabály várakozásunk szerint teljesül.

2016-ban az egységes, 10 százalékos társaságiadó-kulcs várható bevezetésével, valamint a bankadó mértékének csökkentésével számolva is jelentősen bővülnek az adó- és járulékbefizetések. Ennek háttérében a jövőre is dinamikusan növekvő gazdaság, valamint a fogyasztási kiadás markáns nominális bővülése húzódik meg. Számottevően javítja a hiánnyal kapcsolatos kilátásokat, hogy a 2007–2013-as tervezési ciklushoz kapcsolódó EU-s projektek 2015-ben kifutnak. A csökkenő hazai költségvetési társfinanszírozásnak betudhatóan a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai több mint 400 milliárd forinttal eshetnek vissza jövőre. A fentiek, valamint a javuló gazdasági kilátások a kormányzat által tavaly októberben vártnál 0,2 százalékponttal alacsonyabb, 1,9 százalék körüli államháztartási deficitet eredményezhetnek. A változatlan és a piaci árfolyamon számolt államadósság egyaránt közel 2 százalékponttal csökkenhet, így az Alaptörvényben foglalt, valamint az EU egyhuzados szabálya szerinti adósságkritérium egyaránt teljesülhet. A stabilitási törvényben szereplő adósságképlet ugyanakkor a GDP mintegy 0,9 százalékát kitevő egyensúlyjavító intézkedést követelne meg, ezért az adósságszabály módosítása vagy hatályon kívül helyezése elkerülhetetlenné válik.

Nemzetközi környezet

Tavaly az utolsó negyedévben az USA növekedési üteme enyhén csökkent, míg az Európai Unióban nem változott érdemben. Utóbbi régió növekedése folyamatosan gyorsulhat idén, ám várhatóan nem éri el az amerikai bővülés ütemét. Az EKB januárban kibővítette eszközfelvásárlási programját, így az eurózóna tagállamainak adósságleveleit is vásárolhatja az euróövezet központi bankja. Az európai mennyiségi lazítás pozitív hatással lehet az európai tőkepiacokra, a döntés legnagyobb nyertesei a közép-európai tőzsdék lehetnek. Több rövid lejáratú európai állampapír is negatív lejáratig tartott hozam mellett forgott az elmúlt hónapokban, miközben a legtöbb európai állam CDS-felára csökkent. Az idei évben tovább erősödött a dollár, miközben a svájci jegybank feloldotta a svájci frank euróhoz való rögzítését, ami komoly károkat okozott a valutapiacokon. Az USA kedvező munkaerő-piaci adatainak köszönhetően nyár közepén indulhat a Fed kamatemelési ciklusa, amit késleltethet az olajárcsökkenés miatti nyomott inflációs környezet. Az unióban folytatódhat a lassú fiskális konszolidáció, a tagállamok többségének javulhat a költségvetési hiánya. A hiány csökkenésével párhuzamosan a tagállamok többségében csökkenhet az államadósság is: az unióban tavaly, az euróövezetben idén tetőzhet a fennálló államadósság szintje.

Változatlan gazdasági növekedés az EU-ban

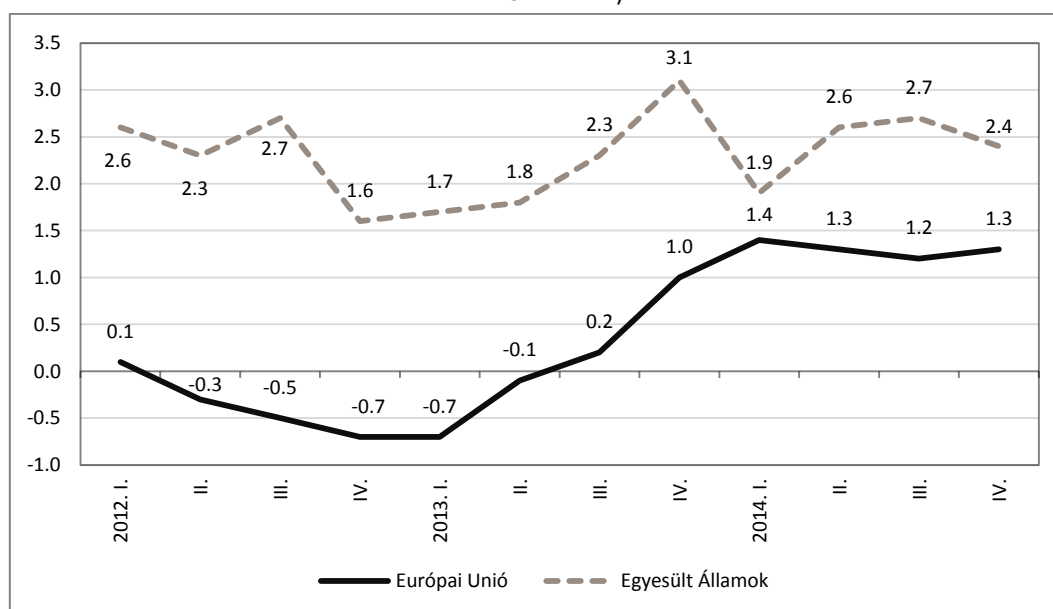
Az Európai Unió gazdasági teljesítményét tükröző negyedik negyedéves adatok enyhén gyorsuló gazdasági növekedésről tettek tanúbizonyságot: a harmadik negyedévben látott 1,2 százalékos bővülés után az év/év alapú uniós GDP-mutató 1,3 százalékra emelkedett a tavalyi év utolsó három hónapjában (1. ábra). Október–decemberben az éves bázisú uniós növekedés mögött főként a fogyasztás és a kormányzati kiadások bővülése áll, melyek rendre 0,9 és 0,3 százalékponttal járultak hozzá a GDP emelkedéséhez. A növekedést támogatta a beruházások és a nettó export bővülése is, ám mindkettő szerény, 0,1-0,1 százalékpontos mértékben emelte az uniós GDP növekedési ütemét.

Az Egyesült Államok gazdasági teljesítménye 2014. október–decemberben éves összevetésben 2,4 százalékos bővülést mutatott, ami 0,3 százalékponttal marad el a harmadik negyedéves mutatótól. A csökkenés mögött a nettó export növekedést támogató szerepének visszaesése áll: az erős dollár miatt is az export növekedési üteme 3,8-ről 2,1 százalékra esett, míg az import bővülése 3,4-ről 5,5 százalékra emelkedett. A nettó exporton kívül valamennyi tétel támogatóan hatott a növekedésre: főként a lakásépítések növekvő volumenének és a kormányzati kiadások élénkülésének következménye, hogy a GDP növekedési üteme csak visszafogott mértékben csökkent.

Az Európai Bizottság februárban közzétett előrejelzése szerint az idei év során az unióban folytatódik a válságból való lassú kilábalás, a GDP-növekedés éves üteme 1,7 százalékot tehet ki 2015 folyamán. A növekedést továbbra is a belső tételek, főként a fogyasztás támogatja, ami egymagában 1,1 százalékpontnyi GDP-növekedést indukál. Bár 2015

folyamán emelkedik a beruházások növekedést támogató szerepe, a GDP-bővüléshez való 0,6 százalékpontos hozzájárulása elmarad a korábban várttól, így a beruházások előreláthatóan nem tudják betölteni a korábban előre jelzett katalizátor szerepét. A gyenge nemzetközi keresletnek és az EU főbb exportpiacai gyengélkedésének köszönhetően az unió export- és importteljesítménye várhatóan kiegyenlíti egymást, így a nettó export nem befolyásolja az unió gazdasági bővülését. Az unióval ellentétben az amerikai gazdaság dinamikus fejlődést mutathat, az ország 2015-re várt 3,5 százalékos növekedési üteme következtében tovább távol az USA és az EU közötti kibocsátási olló. A növekedés motorjai 2014-hez hasonlóan idén is a belső tétel lehetnek, amit főként a csökkenő olajár és a javuló munkaerő-piaci környezet támogat, míg a dollár erősödésének következtében évek óta először a nettó export negatívan érintheti a GDP-bővülést.

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



Forrás: Eurostat, BLS

A gyenge globális konjunktúra, valamint a növekvő geopolitikai kockázatok következtében bár sérülékeny az unió gazdasági bővülése, az Európai Bizottság négy faktort azonosított, melyek képesek lehetnek ellensúlyozni a külső kockázatok hatását. Az olaj világpiaci árának éles esése támogatja a fogyasztást, bár ennek pozitív hatását csökkenti az alacsony uniós infláció okozta deflációs veszély. Az euró tavaly év végétől tartó, több fontosabb valutával szembeni leértékelődése támogathatja az uniós exportot, bár a bizottság meglátása alapján a nettó exportot jobban javíthatná az EU felvevőpiacainak dinamikus bővülése. Az EKB kamatdöntő bizottsága által január 22-én kibővített eszközvásárlási program (QE) a monetáris kondíciók enyhítésén, így az árjellegű hitelezési feltételek oldásán keresztül segítheti az uniós beruházásokat, amit tovább erősít a bizottság által novemberben meghirdetett beruházási terv. A Juncker-tervként emlegetett gazdaságélénkítő csomag

315 milliárd euró értékű (az uniós GDP közel 2,5 százaléka) infrastrukturális fejlesztést generálhat 2015 és 2017 között, ami a beruházás élénkítésén túl a kis- és középvállalkozásokat is támogathatja.

Előrébb tekintve, 2016-ban tovább folytatódhat az öreg kontinens gazdasági bővülése: a bizottság várakozásai szerint a GDP növekedési üteme 1,9 százalékot tehet ki. A növekedésben közel azonos súlya lehet a beruházásnak és a fogyasztásnak, míg a nettó export hatása továbbra is semleges lehet. Az amerikai gazdaság 2016. évi bővülése alacsonyabb lehet az ideinél, melynek oka a dollár erősödése miatt a szűkülő nettó export gazdasági növekedést visszafogó ereje, valamint az olajárcsökkenés pozitív hatásainak bázisba épülése. A várt 3,2 százalékos növekedés így is magasabb az uniósnál, azaz az elkövetkező években is fennmaradhat a jelentős növekedési különbség.

Kedvező trendek az eurózána munkaerőpiacán

2014 III. negyedévében tovább folytatódtak a kedvező foglalkoztatási trendek Eurózában. Az eurózában egy év alatt 0,6 százalékkal bővült a foglalkoztatás, főként a szolgáltató szektorban mért 0,9 százalékos növekedésnek köszönhetően. A foglalkoztatás bővülésével párhuzamosan javultak mind az uniós, mind az euróövezeti munkanélküliségi ráták is. Mindkét gazdasági régió munkanélküliségi rátája 2013 áprilisa óta csökkenő trendet mutat, az uniós ráta februári 9,8 százalékos értéke 0,7 százalékponttal alacsonyabb a tavalyi év második hónapjában mértnél. Főként a déli államok magas munkanélküliségi adatai miatt az eurózában 11,3 százalék volt a munkanélküliségi ráta februárban, ami 0,5 százalékponttal csökkent egy év alatt. Az eurózána javuló munkaerő-piaci adatai mögött egységes folyamatok húzódnak meg: mind a magas munkanélküliséggel küzdő államok (Spanyolország, Portugália, Ciprus), mind a stabil munkaerőpiacal bíró gazdaságok (Ausztria, Németország) csökkenteni tudták munkanélküli-állományukat, így nem szűkültek a két országcsoport közötti munkaerő-piaci különbségek. Az Európai Bizottság legfrissebb, februári előrejelzése szerint 2015 során mind az eurózában, mind az unióban 0,7 százalékkal bővülhet a foglalkoztatottság, míg a munkanélküliségi ráták érdemben nem változnak a februári értékekhez képest.

A visegrádi három munkaerőpiacát is kedvező folyamatok jellemezték az elmúlt hónapokban. A cseh munkanélküliségi ráta historikus, 6 százalékos átlaga alá csökkent, 2015 során enyhén javuló foglalkoztatás mellett a munkanélküliségi arány valószínűsíthetően érdemben nem változik. Mind a lengyel, mind a szlovák munkaerőpiacon dinamikusán, 1,5–2 százalékkal nő a foglalkoztatottak állománya, miközben 2014-ről 2015-re várhatóan 0,5–0,7 százalékponttal csökken a munkanélküliségi ráta.

Az Egyesült Államokban 2010 szeptembere óta tart a dinamikus foglalkoztatásbővülés, a versenyszférának köszönhetően 2013-ról 2014-re 2,3 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak

állománya. A munkanélküliségi ráta februárban 5,5 százalékon állt, ami 1,2 százalékponttal alacsonyabb a tavalyi év azonos időszakának mutatójánál. Janet Yellen, a Fed elnöke szerint a jelenlegi munkanélküliségi adatok közel járnak az amerikai gazdaság természetes munkanélküliségi rátájához, ami teret nyithat a kamatkondíciók esetleges szigorítása előtt.

Az infláció negatív tartományba süllyedt az unióban

Az idei év inflációs folyamatait főként az olaj árának drasztikus esése határozta meg. A nyersolaj hordónkénti világpiaci ára januárban megközelítette a 45 dolláros árszintet, amire a válság kitörése óta nem volt példa. Január közepe óta a csökkenő trend megfordulni látszik, február közepe és március vége között az olajár 55–60 dollár körül stabilizálódott. Az alacsony olajár a bázishatáson keresztül komoly deflációs nyomást helyez a fejlett gazdaságok többségére, miközben a maginflációs mutatók is alacsonyan állnak.

Az Egyesült Államokban 2009 októbere után januárban ismét negatív tartományba süllyedt a fogyasztói kosár éves bázisú árváltozása. A fogyasztói árak 0,9 százalékos csökkenése mögött egyértelműen az energiaárak, azon belül is az üzemanyagok fogyasztói árának éves szinten mért 35 százalékos mérséklődése áll, a maginflációs mutatók az elmúlt hónapokban stabilan 1,5–2 százalék között ingadoztak. Az eurózónában és az unióban deflációt mértek 2015 első hónapjaiban, bár január óta abszolút értékben nő a mutatók értéke. A javulás ellenére mérsékeltek maradhatnak az inflációs folyamatok, az 1 százaléknál kisebb maginflációs mutatók a nulla közeli inflációs környezet fennmaradását valószínűsítik.

Februárban a visegrádi három mindegyikében negatív tartományban tartózkodott a pénzromlás üteme, a maginflációs mutatók 1 százalék alatt, de pozitív tartományban maradtak. A deflációs veszély leginkább a lengyel gazdaságot fenyegeti: februárban az éves infláció –1,3 százalékot tett ki, miközben a maginfláció is 0,2 százalékra csökkent.

Az előrejelzési horizonton mind az Európai Unió, mind az euróövezet esetében rendkívül alacsony infláció várható. Az Európai Bizottság mindkét régióban zéró közeli inflációt valószínűsít 2015 egészére. 2016-ban a munkaerőpiac élénkülése, valamint a bázishatás következtében az infláció jelentősen emelkedhet, ám várhatóan nem éri el a 2 százalékos inflációs célt.

Továbbra is fennmarad a globális likviditás

Idei első, január 22-ei ülésén az EKB Kormányzótanácsa kibővítette a bank eszközfelvásárlási programját. A 2016 szeptemberéig meghosszabbított program keretében ezentúl az eurózóna tagállamai által kibocsátott magas minőségű állampapírokat is vásárolhat az EKB, valamint a havi felvásárlások értékét is megnövelte a kormányzótanács 60 milliárd euróra. A mennyiségi lazítás bejelentését az EKB az alacsony középtávú inflációs várakozással indokolta, valamint megítélésük szerint a program a pénzügyi eszközök hozamait mérsékli,

ami pozitív hatással lehet az eurózóna hitelezési folyamataira is. Utóbbit támogathatja, hogy a tanács változtatott a júniusban meghirdetett, célzott hosszú finanszírozási (TLTRO) program feltételein is, és eltörölte a refinanszírozási kamatláb fölötti 10 százalékpontos felárat. Így az EKB kamatkondícióinak változatlansága esetén a 2015 folyamán esedékes négy lehívási alkalmon az eurózóna kereskedelmi bankjai 0,05 százalékos kamatláb mellett igényelhetnek forrást kis- és közép vállalkozási hitelportfóliójuk bővítésére.

Az EKB mennyiségi lazításának kibővítését vegyes érzelmekkel fogadta a piac. Nehéz megjósolni a program hosszú távú hatását, de az angolszász és a kontinentális európai pénzügyi rendszerek különbsége miatt kétséges, hogy a program tud-e az amerikai és brit mennyiségi lazításhoz hasonló gazdaságélénkítő hatást kifejteni. Megítélésünk szerint a program növelheti az inflációt, valamint az euró leértékelésén keresztül támogathatja az eurózóna exportját. A bejelentés nem okozott különösen nagy volatilitást az állampapírok piacán, így valószínűsíthető, hogy a befektetők már korábban beárzták a bejelentés hatását.

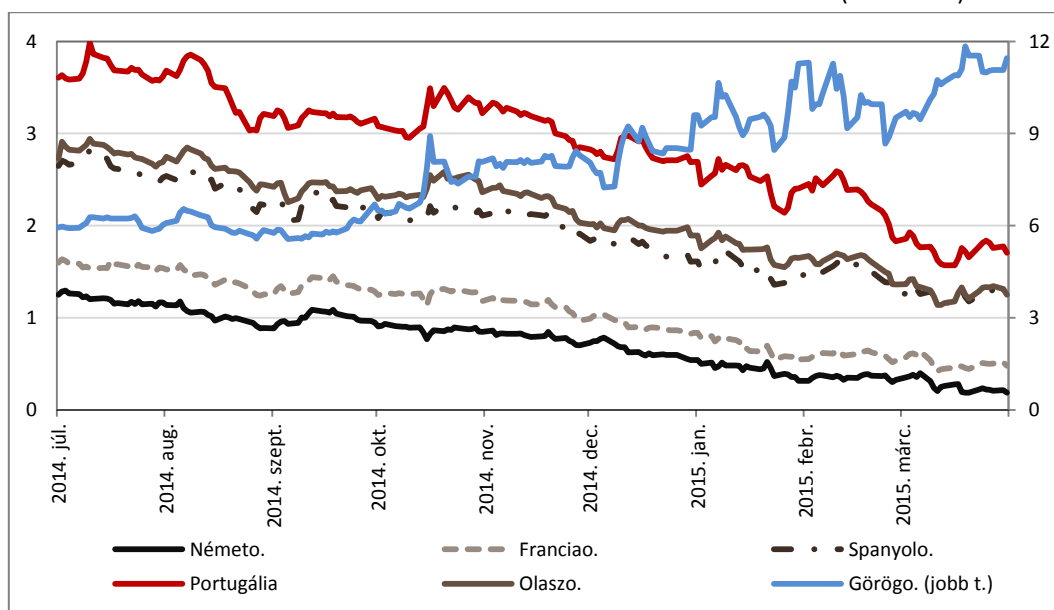
A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak az uniós országok jelentős része számára szinte változatlanok maradtak 2014 vége óta. Az eurózóna több perifériális tagállamának és pár kelet-közép-európai országnak azonban jelentősen csökkent a CDS-felára. Előbbire jó példa Portugália és Olaszország, ahol rendre 62 és 29 bázisponttal csökkent a mutató értéke, míg hazánknak 47, Romániának és Szlovéniának 15-15 bázisponttal javult a csőd-kockázati felára. Komoly volatilitást mutatott az orosz országkockázat-megítélés, mely átlagosan napi 19 bázispontos változást mutatott. Január végén az ötéves orosz CDS-felár meghaladta az 550 bázispontot, ami kirívóan magas ahhoz képest, hogy 2014 azonos időszakában a felár 160–180 bázispont között mozgott, bár március végéig a felár 370 bázispontra csökkent.

Az elmúlt negyedévben a globális likviditásbőség hatására lassan, trendszerűen csökkentek a 10 éves európai állampapírhozamok. A hozamok zsugorodása mögött egyrészt az EKB mennyiségi lazításával kapcsolatos várakozások, másrészt az alternatív, biztonságos befektetési lehetőségek hozamának csökkenése állhat. 2015. január eleje és március vége között az állampapír-piaci hozamok csökkenése igazán a perifériális államoknak kedvezett. A 10 éves állampapírok átlagos kamatlába Spanyolországban 38, Olaszországban 64, míg Portugáliában 99 bázisponttal csökkent. Utóbbi tagállam január közepén 5,5 milliárd euró értékben bocsátott ki hosszú lejáratú állampapírokat, miközben 14 milliárd eurónyi kereslettel szembesült. A japán államadósság 10 éves kamatlába egyszer sem haladta meg a 0,5 százalékot 2015 első negyedévében, miközben a hasonló lejáratú idejű amerikai állampapírok referenciahozama 2 százalék körül ingadozott.

Az európai állampapír-piaci trendektől leginkább Görögország tért el: a 10 éves görög állampapírok volatilitása közel hatszor nagyobb volt, mint az olasz, spanyol és portugál értékpapíroké. A görög hozamokat a negyedév során szinte kizárólag a görög választások eredményei és a görög mentőcsomag február végén esedékes részének visszafizetése

körülötte bizonytalanság határozta meg. Január utolsó hetében, a Sziriza párt győzelmét követően egy hét alatt 280 bázisponttal növekedtek a 10 éves hozamok, míg Janisz Varufakisz február 3-ai beszéde hatására, amikor elvetette Görögország adósságleírás iránti igényét, egy nap alatt 150 bázisponttal esett a 10 éves állampapír kamatlába. A február végén esedékes törlesztőrészlet négy hónappal való eltolása és a görög kormány által benyújtott, rövid távú strukturális terveket tartalmazó dokumentum elfogadását követően egy nap alatt 128 bázispontot esett a 10 éves elvárt hozam.

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

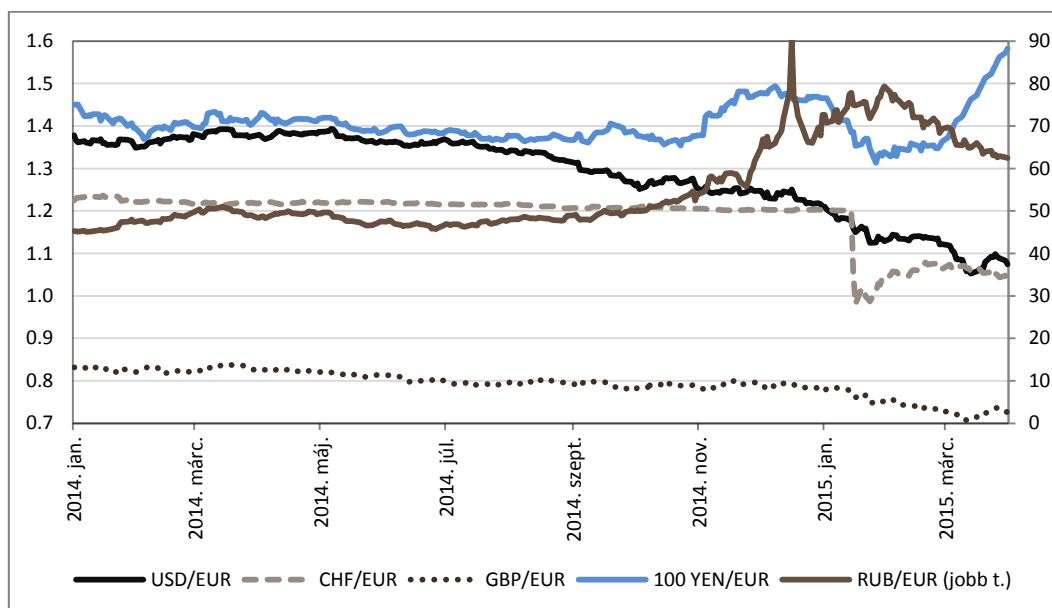


Forrás: Thomson Reuters

Az EKB lazító monetáris politikája, a több tagállamban is érvényes negatív betéti kamatláb, valamint az olajár esése miatti alacsony inflációs környezet hatására több, biztonságosnak tekinthető európai országban is negatívak a rövid távú állampapírok lejáratig tartott hozamai. A JP Morgan számításai szerint február elején közel 1500 milliárd euró értékű állampapírról mondható el, hogy a jelenlegi körülmények között veszteséget jelent tartani őket. Negatív kamatláb érvényesül a német és dán állampapírokra hatéves lejárat alatt, míg a holland, osztrák, svéd és finn állampapírokra öt-, a francia és belga papírokra mindez négyéves lejáratig érvényes. Az elsőre ésszerűtlennek tűnő negatív hozam melletti állampapírtartásnak három fő motivációja lehet: ha az infláció a várakozások szerint tovább csökken, a befektetők reálértelemben nyereséget könyvelhetnek el negatív nominális kamatlábak mellett is. Az EKB és a svájci jegybank esetében is negatív hozam mellett lehet lekötni az extra likviditást, így nem jár komoly alternatív költséggel a biztonságosnak tekinthető állampapír-piaci befektetés – nem véletlen, hogy február elején 13 éves lejáratig negatív hozamok mellett kereskedtek a svájci államkötvényekkel. Végül, várhatóan a befektetők jó része arra számít, hogy az EKB mennyiségi lazítása során a rövid lejáratú

hozamok még lejjebb süllyednek, így a jelenlegi negatív hozam mellett is profittal tudják eladni a portfóliójukban lévő államkötvényeket.

3. ÁBRA: AZ EURÓ FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAM-INGADOZÁSA



Forrás: Thomson Reuters

2015 első negyedében igen volatilis képet mutatott a valutapiac, főként a svájci jegybank január 15-ei ülését követően. Korábbi kommunikációjával ellentétben a bank tanácsa a beáramló tőke okozta túlzott jegybanki veszteségre hivatkozva azonnali hatállyal megszüntette a svájci frank euróhoz való rögzítését, valamint $-0,75$ százalékra csökkentette az irányadó kamatrátáját. A plafon megszüntetésének hatására percek alatt 40 százalékkal gyengült az euró a svájci frankhoz viszonyítva, az euróra helyeződő nyomás hatására ideiglenesen lefagyott a valutapiac. A döntés többmilliárdos veszteséget okozott a tőkepiacokon, miközben komolyan rontotta a svájci exportszektor versenyképességét. Január közepe és február vége között szinte folyamatosan gyengült a svájci frank az euróhoz viszonyítva, amiben aktív szerepet játszhatott a svájci jegybank, mely a döntést követően kilátásba helyezte a svájci frank leértékelődését célzó intervenció lehetőségét. Az idei első negyedév meghatározó eleme volt a dollár valamennyi főbb valutával szembeni erősödése, ami mögött a Fed közelgő kamatemelése, az európai és japán monetáris lazítás hatása állhat. A rubel leértékelődését az orosz–ukrán konfliktus miatti szankciók hatásán túl az olaj árának esése okozta – ezt támasztja alá, hogy a 2013. év eleje óta az olaj ára és a rubel árfolyama közötti igen erős, $0,93$ -ot meghaladó korreláció mérhető.

Az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed kamatdöntő szerve nem változtatott irányadó rátáján, így az továbbra is a 0 és $0,25$ százalék közötti sávban mozog. Bár a Nyílt Piaci Bizottság (FOMC) megítélése szerint a nominális munkabérek bővülési üteme elmarad a kívánatos szinttől, a februári $5,5$ százalékos kitévő munkanélküliségi ráta nem sokkal marad el a hosszú egyensúlyi szintet jelentő $5,0$ – $5,2$ százalékos természetes munkanélküliségtől. Az

USA dinamikus gazdasági bővülésének és alacsony munkanélküliségi rátájának következtében egyre közelebb a Fed kamatemelési ciklusának kezdete: várakozásunk szerint az első emelés a Nyílt Piaci Bizottság júniusi vagy szeptemberi ülésén lehetséges. Szenátusi meghallgatásán Janet Yellen a várható kamatemelés kezdetére vonatkozó iránymutatása szerint a monetáris kondíciók szigorítása nem kezdődik addig, amíg a Nyílt Piaci Bizottság közleményében jövőre tekintő kamatpályával kapcsolatban szerepel a „türelmes” szó. Mivel a kamatdöntő testület legutóbbi, márciusi gyűlését követő közleményből kikerült a jelző, a kamatkondíciók bármelyik ülést követően módosulhatnak.

Az EKB mennyiségi lazításának és a nyomott inflációs környezet hatására több környező jegybank is mérsékelte irányadó rátáját. Márciusban a Lengyel Nemzeti Bank 2-ről 1,5 százalékra csökkentette alapkamatát, de közleményében befejezettnek nyilvánította lazítási ciklusát. Márciusi ülésén a Román Nemzeti Bank 25 bázisponttal, 2 százalékra vágta irányadó rátáját, ami összességében 1 százalékponttal csökkent az elmúlt fél évben.

Jól teljesítettek a tőkepiacok az elmúlt negyedévben a globális likviditásbőségnek köszönhetően. Év eleji értékéhez képest 22 százalékos növekedést mutatott fel a német DAX tőzsdeindex, míg a japán Nikkei 225 10, a közép-európai blue chip részvényeket tömörítő CETOP 20 index 11,7 százalékkal növelte értékét. Az európai piacok növekedése mögött főként az EKB eszközvásárlási programjának mennyiségi bővülése állhat, amihez több, az állampapírpiacnál tapasztalt anomália köthető: a legmagasabb befektetési kategóriába sorolt Nestlé egyes kötvényei a negyedév során szintén negatív kamatláb mellett forogtak. Az orosz–ukrán konfliktusnak, a görög mentőcsomag körüli bizonytalanságnak és az európai pénzcsoport megnyitásának az egyik legnagyobb nyertese a közép-európai részvénypiac lehet, ami viszonylag leértékelt volt az utóbbi években.

Csökkenő pályára állhat az unió adósságállománya

Várhatóan idén mind az Európai Unióban, mind az eurózónában folytatódhat a korábbi évekre jellemző lassú ütemű költségvetési konszolidáció. Az euróövezetben felgyorsulhat az államháztartás kiadási oldalának csökkentése, ami miatt idén 0,4 százalékponttal lehet alacsonyabb a költségvetési hiány a 2014-re várt 2,6 százalékos deficitnél. Az Európai Bizottság februári előrejelzése szerint az unióban idén a bevételi oldal 0,2, míg a kiadási oldal 0,5 százalékponttal csökkenhet, összességében 2,6 százalékos lehet a hiány. 2016-ban mindkét gazdasági régióban folytatódhat a kiadási oldal dinamikus, míg a bevételi oldal enyhe csökkentése, aminek következtében tovább javulhatnak a költségvetési mutatók. A várakozások szerint az unióban tavaly tetőzött, míg az eurózónában idén tetőzhet az államadósság szintje.

A tavalyi évre vonatkozó 2014. őszi és az idei februári bizottsági előrejelzések közötti legnagyobb módosítás Dánia esetében történt. A korábban előre jelzett 1 százalékos hiány

helyett várhatóan a GDP 1,8 százaléka tehető többlete lehet a dán költségvetésnek. A hirtelen növekedés mögött a nyugdíjrendszer strukturális reformja áll. A 2013-ban bevezetett új rendszer egyik komoly, egyszeri állami bevételeket generáló tétele 20 százalékos tőkeadót vet ki azokra, akik a 67 évre emelt korhatár előtt vonulnak nyugdíjba. A dán kormány szerint a változtatás nem érinti a nyugdíjrendszer hosszú távú fenntarthatóságát, viszont komoly egyszeri bevételeket generál 2013 és 2019 között. A kormány várakozásánál gyorsabb ütemben folyik be az átalakításból származó bevétel: ennek hatása a tavalyi költségvetési hiány 2,8 százalékpontos javulása. A nyugdíjakra kivetett adó gyors ütemű befolyása ellenben negatívan érinti az idei és a 2016-os államháztartási egyenleget is, mivel a kormányzat a költségvetés tervezése során azokkal a későbbiekben számolt. Így az Európai Bizottság szerint az idei dán költségvetési hiány az ősszel előre jelzett 2,3 százalékról 2,8 százalékra növekedhet, míg a 2016 végére várt költségvetési egyenleg a korábban várt 2 százalékról 2,7 százalékra romolhat.

Dánián kívül két ország zárta költségvetési többlettel a tavalyi évet. Luxemburg többlete 0,3 százalékponttal javult a korábbi előrejelzésekhez képest, ami főként az unió közös kasszájához való alacsonyabb hozzájárulásnak köszönhető. Németország tavalyi költségvetési többlete a GDP 0,2 százalékaról 0,4 százalékra nőtt, valamint az előrejelzés szerint a korábban várttal ellentétben idén is szufficitessé lehet az államháztartás. Bár középtávon a költségvetés kiadási oldalára komoly nyomást helyezhet a gyermektámogatási juttatások, valamint a nyugdíjak és a költségvetési szerveknél dolgozók bérének emelése, a bizottság szerint az alacsony hozamkörnyezet és a német gazdasági növekedés fellendülése miatt a bevételi oldal bővülése ezt képes kompenzálni. A német strukturális egyenleg az előrejelzési horizont egészen 0,5 és 1 százalék között alakulhat, valamint a GDP-arányos államadósság gyors, 2 és 3 százalékpont közötti éves ütemben csökkenhet.

Az őszi várakozásokhoz képest jelentősen, a GDP 1 százalékát kitevő ütemben romlott Szlovénia költségvetési egyenlege, ám a tavalyi év végére valószínűsített 5,4 százalékos hiány így is komoly javulás a bankrendszer feltőkésítése miatt kiugró, 14,6 százalékos hiánnyal záruló 2013-as költségvetési évhez képest. A hiánynövekedés mögött a Ljubljanska Banka betéteseinek állami kártalanítása áll, ám a bankrendszer miatti költségvetési kiadások nem valószínűsíthetőek a közeljövőben. A szlovén parlament által decemberben elfogadott törvénytervezet létrehozta a bankok által feltőkésített bankszanálási alapot, ami a később esetlegesen felmerülő költségeket hivatott kiegyenlíteni. 2015-ben a szlovén költségvetés hiánya várhatóan 2,9 százalékra csökken, főként az állami kiadások, azon belül is a bérköltségek csökkentésének köszönhetően. A központi költségvetés adóssága idén tetőzhet, a gazdasági növekedés és a középtávon valószínűsített enyhe elsődleges többlet következtében a szlovén államadósság csökkenő pályára állhat.

Bár uniós összevetésben még mindig magasnak számít Franciaország 4,3 százalékos költségvetési hiánya, a bizottság előrejelzései szerint stabilizálódhat a francia költségvetés. A

korábbi előrejelzésekhez képest jelentősen javultak Franciaország államháztartási kilátásai: idén 0,4, míg jövőre 0,6 százalékponttal lehet alacsonyabb a hiány, mint ahogyan azt novemberben valószínűsíteni lehetett. A javulás mögött a kiadási oldal korábbi évekhez viszonyított relatív alacsony, 1,5 százalékos növelése áll, amit támogatnak az alacsony kamatkörnyezet pozitív reál- és államháztartási hatásai, valamint a kedvező makrogazdasági folyamatok is. A költségvetési egyenleg várható javulása ellenére a francia hiány továbbra is a maastrichti kritériumként megfogalmazott 3 százalék fölött maradhat, így az előrejelzési horizonton Franciaország végig túlzottdeficit-eljárás alatt állhat.

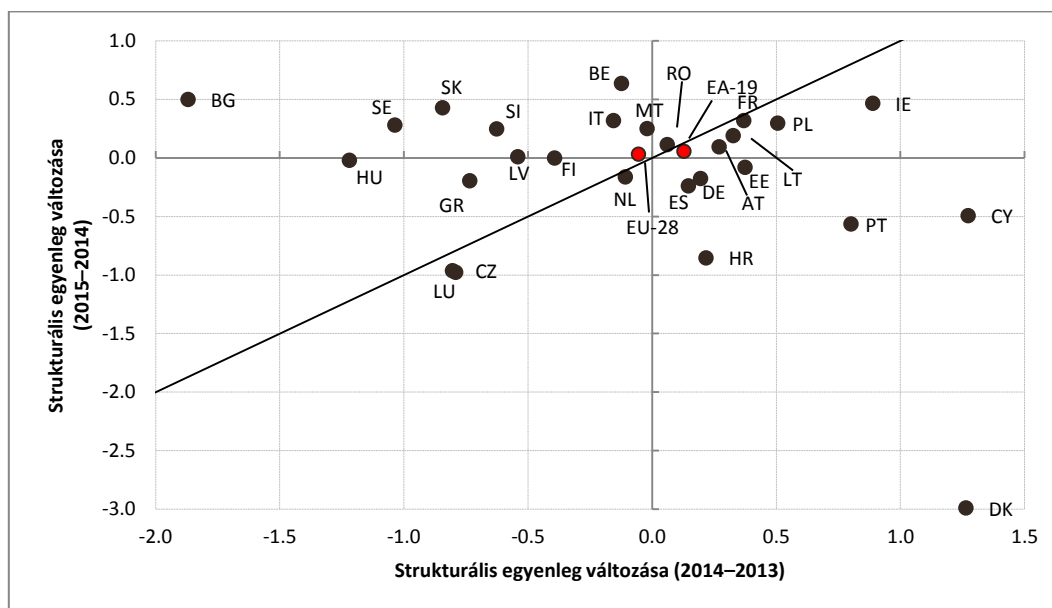
Az uniós államok többségében kedvező irányú költségvetési változások láthatók, az tagállamok várhatóan több mint fele 2014-ről 2015-re javítani tudja strukturális egyenlegét. A strukturális egyenlegek alapján a legnagyobb javulást az unióban tavaly a nyugdíjrendszer változtatása miatt Dánia, valamint Ciprus érte el 1,3-1,3 százalékpontos deficitcsökkenéssel. A déli szigetország így 2013 után ismét élen járt a strukturális egyenleg javításában, ami főként az adóbeszedés hatékonyságnövekedésének és a ciprusi jegybank magas osztalékfizetésének az eredménye. Ellenben 2014-ről 2015-re az uniós átlagot meghaladó mértékben, 0,5 százalékkal romolhat Ciprus strukturális egyenlege. A költségvetési egyenleg stabilizálása következtében idén 115,2 százalékon tetőzhet a déli szigetország államadóssága, ami a folyamatosan növekvő elsődleges egyenleg következtében dinamikus csökkenhet az elkövetkező években.

A tavalyi évhez képest a legnagyobb mértékben Dánia strukturális egyenlege változott meg, a nyugdíjreformból származó állami bevételek nem várt gyorsaságú befolyása miatt. A magas költségvetési hiánnyal küzdő Horvátország mellett két állam, Luxemburg és Csehország esetében közelítette meg a strukturális egyenleg romlása az 1 százalékpontot. Utóbbiban idén a költségvetés kiadási oldala 2 százalékponttal gyorsabban növekedhet, mint a bevételi. A cseh kormányzat komoly forrásokat szán hadseregének modernizálására, növelni kívánja az egészségügyi kiadásokat, valamint a nyugdíjak emelése mellett 3,5 százalékos bérfejlesztést kíván végrehajtani az állami alkalmazottak körében. A kiadási oldal növelése ellenére a költségvetés bevételi oldala komoly forrásoktól esik el. A fogyasztáshoz kötött bevételeket csökkenti egy új, 10 százalékos áfakulcs bevezetése, a jövedelmet terhelő állami bevételeket a nyugdíjasok és a többgyermekes családok tervezett adójóváírása mérsékelheti. Az új adókulcs jelenleg csak a könyvekre, gyógyszerekre és babaélelmiszerekre terjed ki, ám a cseh kormányzat 2016-ra a jelenlegi középső, 15 százalékos kulcs alá eső termékek körét is 10 százalékos áfakulccsal kívánja adóztatni, amivel egyidejűleg kivezeti a 15 százalékos adókulcsot.

A strukturális egyenleg romlása Luxemburg esetében az IT-szektorra érintő uniós adózási környezet változásának a következménye. A korábbi szabályozás értelmében az interneten történő értékesítés esetén az áfát azon tagországban kellett megfizetni, amelyben a szolgáltató központja működött. Mivel Luxemburgban a forgalmi adó 15 százalékos értéke a

legalacsonyabb volt az uniós tagországok között, több IT-vállalat (Microsoft, eBay, Amazon) is ide helyezte európai székhelyét. A 2015. január elsejétől életbe lépő új szabályozás értelmében viszont a forgalmazó abban a tagállamban köteles megfizetni a termékadást terhelő forgalmi adót, amelyben a vevő rezidens. A kieső adóbevétel a luxemburgi GDP 1,5 százalékára tehető, amit a kormányzat 2 százalékpontos áfakulcsnöveléssel, valamint 2016-tól egy, a GDP 0,6 százalékára tehető kiigazító csomaggal kíván ellensúlyozni.

4. ÁBRA: A 2014-ES ÉS A 2015-ÖS KONSZOLIDÁCIÓ MÉRTÉKE A STRUKTURÁLIS HIÁNY ALAPJÁN AZ UNIÓS ÁLLAMOKBAN



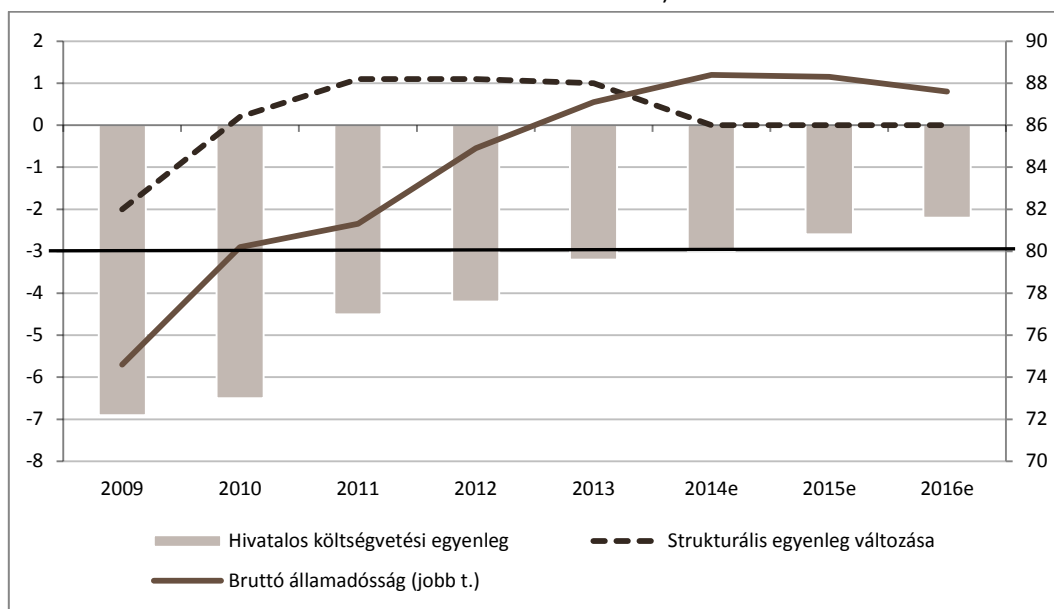
Megjegyzés: Litvánia 2015. január 1-jei csatlakozásának következtében az euróövezeti mutató 19 tagország fiskális adatát foglalja magában. Forrás: AMECO adatbázis

A 2016-os előrejelzések körül nagy a bizonytalanság, mivel egyelőre kevés érdemi intézkedést hoztak arra az évre. Az előrejelzések szerint 2015-höz képest mindössze Horvátországnak és Írországnak romolhat a költségvetési egyenlege, míg 10 tagállam is 0,5 százalékpontot elérő ütemben csökkentheti hiányát. Az egyenlegek javulása mögött két fő motívum húzódik meg: a tagállamok többsége elkötelezett a költségvetés kiadási oldalának csökkentése mellett, valamint a várakozások alapján a 2016 során tovább gyorsuló, európai szintű gazdasági növekedés az állami bevételek növekedésén keresztül csökkentheti a tagállamok költségvetési hiányát. A pozitív folyamatokat némileg rontja, hogy az unió öt legnagyobb kibocsátású tagállamából három sem teljesíti a maastrichti kritériumként meghatározott 3 százalékos hiányszintet. A francia költségvetési egyenleg idén és jövőre is 4,1 százalékos hiányt mutathat, ellenben a spanyol és brit hiány 2 százalékponttal csökkenhet 2014 és 2016 között.

Az eurózána adósságpályájára vonatkozó becslés enyhén javult, így a tavaly év végi állomány a GDP 94,3 százaléka körül alakulhatott. Az előrejelzések szerint az adósságráta idén enyhe növekedést követően tetőzhet. Az unióban a mutató 88,4 százalékra növekedett, az Európai

Bizottság szerint ugyanakkor az adósság idén csökkenő pályára állhat. Az adósságképzés 2016-tól mindkét gazdasági régióban folytatódhat, ami egyszerre köszönhető az elsődleges egyenlegek javulásának és a nominális GDP növekedésének is.

5. ÁBRA: AZ EURÓPAI UNIÓ BRUTTÓ ÁLLAMADÓSSÁG-RÁTÁJA ÉS KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEGEI (SZÁZALÉK A GDP ARÁNYÁBAN)



Forrás: European Economic Forecast Winter 2015

A novemberi előrejelzéshez képest a tavalyi év végi adósságállományban nagyobb, 1,5 százalékpontot meghaladó felülvizsgálat egyedül Bulgáriát érintette a tagországok közül. A tavalyi mutató nem várt revízióját a kiadási oldal túlköltekezése mellett a tervektől elmaradó áfa- és jövedékiadó-bevételek támogatták. A bolgár államadósság így 8,7 százalékponttal emelkedett 2013-ról 2014-re, az államháztartás hiányának finanszírozása mellett a pénzügyi rendszer stabilizálása miatt is. Az előrejelzési horizont végén, 2016-ban 11 tagország államadóssága maradhat a maastrichti kritériumként meghatározott 60 százalékos szint alatt, míg az eurózóna 7 tagállamának lehet magasabb az államadóssága, mint a bruttó hazai kibocsátása.

A magyar gazdaság jelenlegi helyzete és rövid távú kilátásai

A magyar gazdaság 2014 IV. negyedévében pozitív meglepetést okozott, mivel 3,4 százalékra gyorsult a GDP-növekedés. A tavalyi év egészben így 3,6 százalékkal bővült a GDP volumene, amivel Magyarország ledolgozta a válságot követő visszaesést. A tavalyi utolsó negyedévi növekedést a belső kereslet mellett újra segítette a nettó export, ami 0,6 százalékponttal emelte az éves GDP-bővülés ütemét. Ennek legfőbb oka az export fellendülése, amit nagyban segített a turizmus, míg az import mérséklődő ütemben bővült. A dinamikus gazdasági növekedést a korábbi negyedévekkel ellentétben október–decemberben már a fogyasztás vezérelte, ami 1,9 százalékkal bővült év/év. A háztartások fogyasztási kedvének élénkülését a rendelkezésre álló jövedelem bővülése húzta, azonban a mérlegalkalmazkodás és az óvatossági megtakarítások továbbra is korlátozó tényezők. A bruttó állóeszköz-felhalmozás csupán 1,9 százalékkal bővült, ami messze elmarad az éves átlagos teljesítménytől. Az erőteljes lassulás elsődleges oka az állami szféra beruházásainak visszaesése, amely összefüggésben lehet a választások okozta egyszeri hatások kifutásával. A versenyszféra mérséklődő beruházási teljesítménye mögött elsősorban technikai hatás állhat. A belföldi felhasználás együttesen 2,8 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez az utolsó negyedévben. A termelési oldalon kiegyensúlyozott a növekedés: a főbb nemzetgazdasági ágak hozzáadott értéke bővült, ám általános jelenség a lendület mérséklődése. Ez alól kivétel a terciér szektor, ahol 2,4 százalékos bővülést mértek a belső és a külső kereslet fellendülésével összhangban. A mezőgazdaság 12,1 százalékkal bővült, míg az ipar 4 százalékos teljesítménye mögött az exportra termelő feldolgozóipari ágazatok állnak. Az építőipari hozzáadott érték növekedése folytatta trendszerű mérséklődését, ami mögött az állami beruházások visszaesése áll, ám a lakáspiac elmozdult a mélypontról.

A pozitív munkaerő-piaci folyamatok 2014 utolsó negyedévében is folytatódtak: az aktívak és a foglalkoztatottak száma bővült, utóbbi mutató évtizedes csúcson tartózkodott. Emellett a munkanélküliek száma is csökkent, így a munkanélküliségi ráta 7,3 százalékra esett. A Beveridge-görbe alapján azonban a munkaerőpiac feszesége enyhült, amelynek tekintetében 2014 IV. negyedéve trendfordulónak tekinthető. A nettó reálkeresetek éves szinten 4,4 százalékkal emelkedtek, ami a fogyasztás bővülésében is éreztette hatását.

A hazai fogyasztói árak 2014 IV. negyedévében 0,8 százalékkal csökkentek. A rendkívül nyomott inflációs környezet elsősorban a negatív olajársokk következtében állt elő. Emellett árleszorító hatással bírt a szabályozott árak folytatódó csökkenése és a továbbra is negatív kibocsátási rés. A lakosság inflációs várakozásai 2 százalék körül stabilizálódtak, ami egybeesik a középtávú inflációs trendmutató értékével. A globális kockázatkerülés ellenére a hazai kockázati környezet az elmúlt negyedévben jelentősen javult. A Fed nem változtatott monetáris politikáján, az EKB mennyiségi lazítást vezetett be, így a likviditásbőség nőtt. A hazai fizetőeszköz közel 1 százalékkal erősödött az euróval szemben, a CDS-felár az elmúlt három hónapban összességében historikus mélypontjára süllyedt, és a 10 éves állampapírok hozama is jelentősen csökkent. A hazai jegybank télen a 2014. júliusi bejelentésének megfelelően nem változtatott az alapkamaton, de kilátásba helyezte a monetáris kondíciók további lazítását a márciusi inflációs jelentés függvényében.

A vállalatok hitelezésében az NHP II. iránt a novembertől februárig tartó időszakban csökkent az érdeklődés. Az MNB Monetáris Tanácsa döntött az NHP+ bevezetéséről, amelynek keretében a magasabb hitelkockázatú kkv-k is kedvező kamatozású hitelhez juthatnak. Az MNB az új lakossági hitelek kérdéskörét az adóssághék 2015. január 1-jei bevezetésével rendezte. A svájci frank alapú jelzáloghitelesek nem érintette a svájci frank januári drasztikus erősödése, mivel hiteleiket már rögzített árfolyamon forintosították.

Legfrissebb előrejelzésünk szerint a magyar GDP 2015-ben is 3 százalék felett növekedhet, amit jövőre egy mérsékeltebb év követhet. A belső és a külső tényezők a teljes előrejelzési horizonton pozitívan befolyásolják a GDP-növekedést, amit idén a fogyasztás, jövőre az export vezérelhet. A kivitel növekedése 2015–2016-ban felülmúlja az importét, köszönhetően az élénkülő globális keresletnek. Idén a fogyasztás erősödő növekedését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése biztosítja, amit piaci és gazdaságpolitikai intézkedések egyaránt indokolnak. Az alacsony kamat- és inflációs környezet emeli a fogyasztási hajlandóságot, melyet a munkaerő-piaci folyamatok tartós javulása is segít. A beruházások mérséklődő növekedését a versenyszféra mellett az uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások idén továbbra is segítik. Jövőre ugyanakkor a korábbi uniós tervezési időszak lezárása miatt a beruházások visszaesésére számítunk. A magyar gazdaság jövőre a potenciális szintje felett teljesíthet, vagyis a 2015-ben záródó kibocsátási rés 2016-ban enyhén pozitív lehet. Összességében idén 3,1, jövőre 2,4 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk.

A munkaerőpiac helyzetének jelentős javulását várjuk a következő két évben: az aktívák száma 60 ezer, a foglalkoztatottaké 110 ezer fővel nőhet 2016 végéig. A munkanélküliségi ráta 2015-ben átlagosan 7,4, 2016-ban 6,8 százalék körül alakul. A feszesebb munkaerőpiac ellenére a béremelkedés ütemének lassulására számítunk.

A maginfláció 2015 I. negyedévében érheti el mélypontját, majd azt követően egy tartós emelkedő trendre számítunk. A korábbi előrejelzésünknel idén jóval alacsonyabb szűrt inflációt várunk, tekintettel a tényadatokra, a negatív ársokkokra és az importált infláció csökkenésére. A mutató jövő évi emelkedését a sokkok bázisba kerülése, a nemzetközi szinten is emelkedő árszínvonal és a keresleti oldali inflációs nyomás lassú felépülése vezérli. Az infláció tartósan elmaradhat a maginflációtól, mely idén a közműdíjcsökkentések mellett főként az olajárak zuhanásának hatását tükrözi. A pénzromlási ütem fokozatos erősödésére számítunk, ami 2016 végére megközelítheti az inflációs cél szintjét. Ennek oka az emelkedő maginfláció mellett a költségsokkok bázisba kerülése és a maginfláción kívüli tételek áremelkedése. A fogyasztóiár-index idén 0,3, jövőre 2,6 százalékon állhat.

A globális és a hazai nyomott inflációs környezet, a gazdaság ciklikus pozíciója, az alacsony várakozások és hazánk kedvező pénzpiaci megítélése a monetáris lazítás irányába mutatnak. Szintén ezt erősítik az elmúlt hónapok nemzetközi monetáris intézkedései. Meglátásunk szerint az MNB idén akár 1,5 százalékra is csökkentheti az irányadó rátát. Hosszabb tartás után a kamatemelési ciklust 2016 folyamán kezdheti a jegybank.

Az újonnan beérkező adatok szerkezetváltozást jeleznek

A gazdasági növekedés gyorsult az utolsó negyedévben

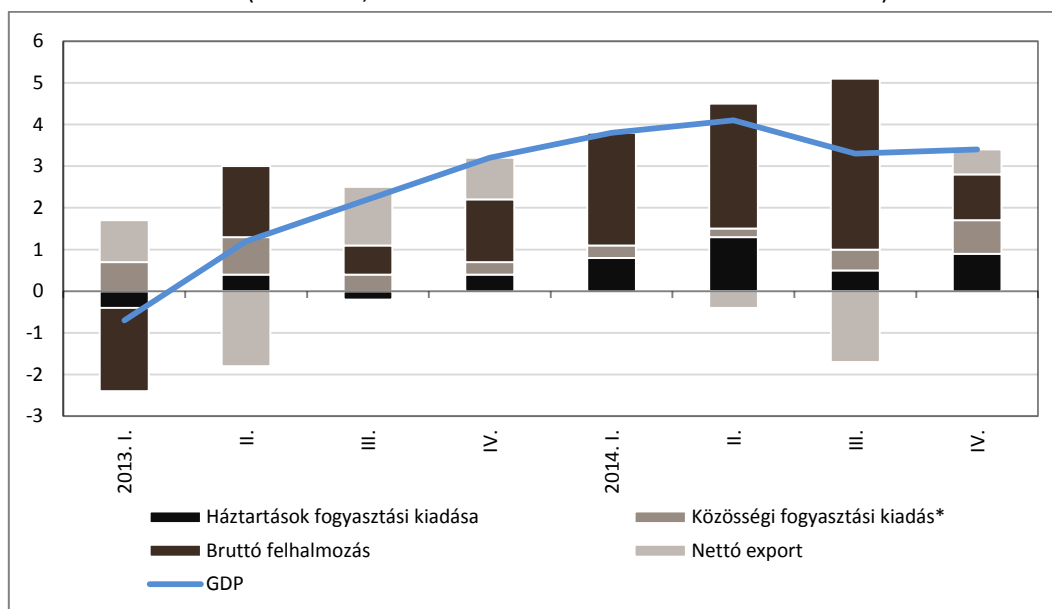
A magyar gazdaság 2014 IV. negyedévében több szempontból is pozitív meglepetést okozott. Egyrészt a várt lassulással szemben a GDP növekedési üteme gyorsulni tudott mind éves, mind negyedéves összevetésben. Emellett maga a bővülés rátája kedvezőbben alakult még a legoptimistább várakozásnál is. A KSH adatai szerint a magyar gazdaság 2014. október–decemberben – szezonálisan és naptárhatással kiigazítva – negyedéves bázison 0,8 százalékkal növekedett. Ennek hatására az előző év azonos időszakához képest a bruttó hazai termék volumene 3,4 százalékkal bővült. A tavalyi év egészében így a hazai GDP még az általunk vártnál is dinamikusabban, 3,6 százalékkal nőtt. A magyar gazdaság így ledolgozta a válságot követő visszaesést: a GDP volumene gyakorlatilag elérte a válság előtti szintet.

A GDP felhasználási oldalán a külső tételek összességében kedvezőbben alakultak a gazdasági növekedés szempontjából. A legfontosabb változás az előző negyedévekhez viszonyítva, hogy az importvolumen bővülése a IV. negyedévben megegyezett a kivitel dinamikájával: mindkettő 9,4 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakának bázisán. Az import növekedési üteme némileg lassult, ezzel szemben az exportvolumen éves indexe 1,5 százalékponttal erősödni tudott. Ez egyúttal azt is jelenti, hogy az export magasabb szintje miatt a külkereskedelmi aktívum tovább bővült. Az export dinamikus emelkedésének egyik mozgatórugója a cserearány javulása, ami a forint leértékelődésére vezethető vissza. Az előző negyedévhez képest gyorsuló exportdinamika mögött a szolgáltatások erős exportteljesítménye (pl. a turizmus) áll. Az áruforgalom esetében termékcsoportok szerint vizsgálva az export bővülése továbbra is a hazai autóipar és a beszállítói hálózat emelkedő teljesítményéhez köthető. A gépek és szállítóeszközök intenzív külkereskedelme azonban nemcsak az uniós, hanem a bővülő amerikai és ázsiai kapcsolatokból is profitált. A feldolgozott termékek gyorsuló kiviteli dinamikája az autóipar mellett a vegyiparnak is köszönhető. Az élelmiszeripar teljesítményét továbbra is korlátozza az orosz embargó: a IV. negyedévben az export volumene éves bázison csökkent.

A hazai import volumenének október–decemberi éves növekedése mögött az erősödő belső felhasználás és az energiahordozók jelentős behozatala áll. A gáztározók feltöltése az első negyedév óta zajlik, ami a IV. negyedévben is folytatódott. Emellett a kőolaj és kőolajtermékek importja is fokozódott, melyben az orosz beszerzések csökkenését az iraki és uniós szállítások pótolták. Október–decemberben a járműiparhoz és a hozzá kapcsolódó beszállítói ágazatokhoz kötődő behozatal is bővült. A feldolgozott termékek között a gyógyszerek és gyógyszerészeti termékek, valamint a szerves vegyi termékek importja tovább élénkült. A lakossági fogyasztáshoz kötődő termékek (pl. ruházati cikk, lábbeli) behozatali volumene is számottevően növekedett az elmúlt negyedévben. A IV. negyedévben a nettó export változása 0,6 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés

ütemét. A 2014. év egészében ezzel szemben 0,4 százalékponttal fogta vissza a gazdasági teljesítményt.

6. ÁBRA: A FELHASZNÁLÁSI TÉTELEK HOZZÁJÁRULÁSA A GDP NÖVEKEDÉSÉHEZ
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



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

A belföldi felhasználás továbbra is segítette a magyar GDP növekedését, azonban ennek mértéke az előző negyedévekhez képest visszafogottabb volt. A IV. negyedévben 2,8 százalékponttal járult hozzá a bruttó hazai termék éves bázisú bővüléséhez, míg 2014 egészében 4 százalékpontos volt ez a mérték. A hazai növekedés szerkezete így a tavalyi utolsó negyedévben már kiegyensúlyozottabb volt, mint az év egészében.

A háztartások fogyasztási kiadása 2014 IV. negyedévében 1,9 százalékos bővülést mutatott, vagyis az előző negyedévben tapasztalt lassulás csak átmenetinek bizonyult. Negyedéves összevetésben a szezonálisan és naptárhatással kiigazított ráta 0,5 százalékkal bővült, vagyis a növekedés üteme visszatért az első fél évben megfigyelt tempóra. Az elmúlt negyedévben tapasztalt kedvező folyamat így bizakodásra adhat okot a 2015. évi fogyasztásbővülés tekintetében. Fontos megjegyezni, hogy a háztartások fogyasztásának emelkedése továbbra is elmarad a rendelkezésre álló jövedelem bővülési ütemétől. A családi adókedvezményekkel számított nettó reálbér ugyanis 5,2 százalékkal bővült a IV. negyedév folyamán. Az ettől elmaradó fogyasztásbővülés azt jelzi, hogy a háztartások adósságállományának leépítése még korlátozza a fogyasztást, valamint az óvatossági megtakarítások is mérséklék a fogyasztási kiadások fellendülését.

A háztartások különböző bizalmi indexei 2014 utolsó három hónapjában némileg romlottak vagy az előző negyedévi szint közelében maradtak. Ezzel az összes mutatónál a 2012 közepe óta tartó javuló tendenciát egy enyhe csökkenő vagy stagnáló trend váltotta fel. A bizalmi indikátorok így is többéves csúcsuk közelében maradtak. A várható általános gazdasági

helyzet megítélésének negatív tartományban levő, szezonálisan kiigazított indikátora romlott. Ezzel szemben a pénzügyi helyzet jövőbeni megítélésére vonatkozó mutató bár negatív maradt, de enyhén javult. Vélhetően itt érhető tetten, hogy a belső gazdasági folyamatok kedvezőek, ám a külgazdasági feszültségek rányomják bélyegüket a kilátásokra. Mindezeket figyelembe véve a gazdasági helyzet rövid távon számos bizonytalanságot rejt, melyek főként külső forrásból táplálkoznak. Az elkövetkező hónapokban döntő lesz eme feszültségek alakulása, valamint az, hogy a gazdaság egyes területein tapasztalt lanyhuló teljesítményt más szektorok képesek lesznek-e ellensúlyozni. Ebben nagy szerep hárulhat a lakossági fogyasztásra, melynek a beruházások eddigi, gazdaságot dinamizáló hatását kellene felváltania. Ebben a tekintetben a tavalyi utolsó negyedév pozitív üzenetet hordoz.

2014. október–decemberben az előző negyedévekkel ellentétben nem a bruttó állóeszköz-felhalmozás, hanem a fogyasztás volt a gazdaság motorja. A beruházások 0,5 százalékpontot kitevő GDP-hozzájárulása közel kétéves mélypontot jelent. A bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene éves szinten 1,9 százalékkal bővült a IV. negyedévben, ami rendkívüli mértékben elmarad a 2014 egészében mért 12 százalékos növekedési ütemtől. Negyedéves bázison a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok alapján tovább lassult a beruházás növekedése, a tavalyi utolsó negyedévben 0,4 százalékot regisztrált a KSH.

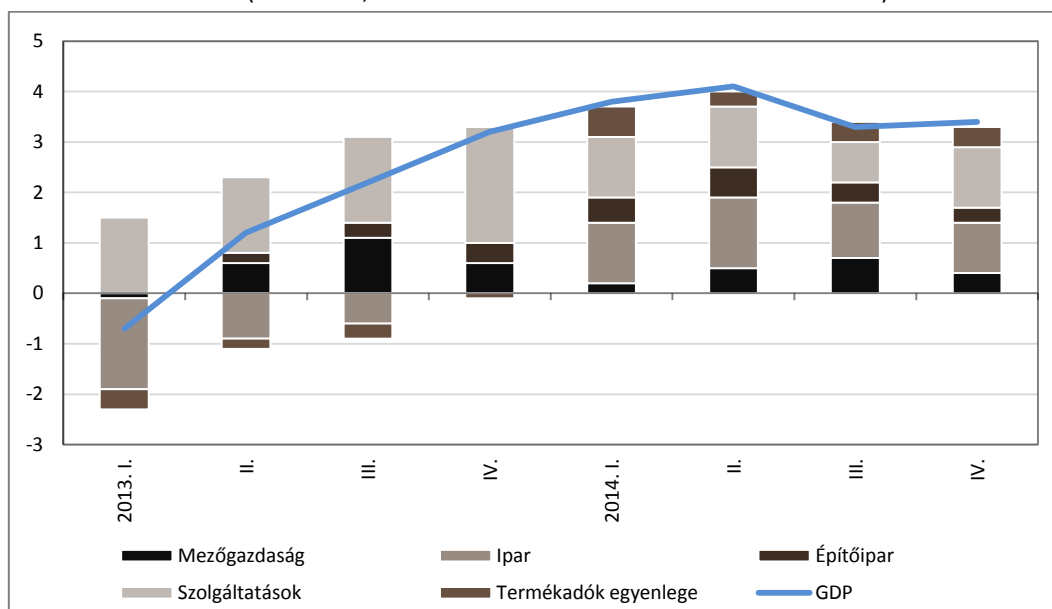
A költségvetési szféra beruházási volumene a kiugró III. negyedév után 18 százalékos visszaesést mutatott október–decemberben. A beruházási teljesítmény zsugorodására a szektorban 2012 óta nem volt példa. Ennek oka, hogy az uniós források vezérelte beruházási dömping időzítése választáscentrikus volt. A versenyszférában is a beruházási teljesítmény lanyhulását regisztráltuk: 7,1 százalék volt az éves volumenindex. A mérséklődő beruházási teljesítmény mögött elsősorban technikai hatás állhat. A beruházások 2014 egészében a versenyszférában 15, a költségvetési szektorban 6,5 százalékkal bővültek. Összességében a nemzetgazdaság beruházási tevékenysége tavaly 14, az utolsó negyedévben 1,9 százalékkal növekedett éves bázison. A gép- és berendezésberuházások október–decemberben közel 7, míg az év egészében 24 százalékkal bővültek. Az építési beruházások 1,6 százalékkal visszaestek az utolsó negyedévben, így 2014-ben 8,6 százalékos volt a volumenindex.

A beruházások IV. negyedévi év/év indexe iparáganként meglehetősen eltérő képet mutat. A nagy súlyú nemzetgazdasági ágak közül a szállítás, raktározás bővült leginkább (19 százalék). Ezt az infrastruktúrát és a járműparkot érintő fejlesztések vezérelték. A kórházak bővítése, felújítása következtében jelentősen bővült (17,1 százalék) a humán egészségügy, szociális ellátás ág beruházása. Uniós projektekhez köthető a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás 15,7 százalékos beruházási teljesítménye. A mezőgazdaságban és a kereskedelemben főként az NHP segítségével nőttek a beruházások. A feldolgozóiparban mért, 4,1 százalékos kitevő csökkenés elsősorban a bázishatás következménye. Szintén technikai hatás – és az új projektek hiánya – miatt zuhant 30,6 százalékkal a közigazgatás, védelem, kötelező társadalombiztosítás beruházási volumene.

A szezonálisan és naptárhatással kiigazított beruházási ráta az előző év azonos időszakához képest 0,6 százalékpontos emelkedést mutat Magyarországon. Ezzel 2014 záró negyedében már 21,4 százalékon állt a mutató. Az elmúlt négy negyedévi átlag 21,2 százalékos beruházási rátát jelez, amely felülmúlja az uniós és a lengyel arányt is, ugyanakkor még elmarad a szlovák és cseh mutatóktól.

A hazai gazdaság 2014. október–decemberi teljesítménye a termelési oldalon továbbra is kiegyensúlyozott maradt. Két nemzetgazdasági ág kivételével (pénzügyi, biztosítási tevékenység és közigazgatás) az összes ágban növekedett a bruttó hozzáadott érték. A mezőgazdaság hozzáadott értéke a IV. negyedévben bő 12 százalékkal emelkedett, köszönhetően a kedvező időjárásnak és terméseredménynek. Az agrárium az éves bázisú GDP-növekedéshez 0,4 százalékponttal járult hozzá az utolsó negyedévben, míg 2014 egészében ez az arány 0,5 százalékpontot tett ki.

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



Forrás: KSH

Az építőiparban folytatódott a lassuló trend, így az ágazat hozzáadott értékének növekedési üteme elmaradt a korábbi negyedévek két számjegyű értékétől. A IV. negyedévben az éves bázisú növekedés 6,2 százalékot tett ki, míg negyedéves összevetésben 0,3 százalékkal nőtt az építőipari volumen. Az ágazat 0,3 százalékponttal járult hozzá az éves GDP-növekedés rátájához az utolsó negyedévben, míg az év egészében 0,5 százalékponttal. A trendszerű lassulás mögötti legfőbb ok a bázishatás, illetve az uniós forrásokból megvalósuló infrastrukturális fejlesztések egyre mérséklődő hozzájárulása. Az utolsó negyedévben a két építményfőcsoport közül csupán az egyéb építmények esetében regisztráltak növekedést, ami 2014 egészében az építőipar motorja volt. Ezzel szemben az épületek építése visszaesett október–decemberben, amire legutóbb 2012-ben volt példa. Történt ez annak ellenére, hogy

a lakásépítés már túljutott a mélypontján: 2014 egészében 15 százalékkal több új lakás épült, mint egy évvel korábban. Az év második felében tapasztalt lassulás ellenére az építőipar jó évet zárt: 14,2 százalékkal nőtt a termelés 2014-ben. Ennél jóval alacsonyabb növekedésre számíthatunk idén, mivel a választási évre időzített nagyprojektek bázisba kerülése visszaveti a mutatót. Szintén ebbe az irányba mutat, hogy a 2015 januárjában kötött új szerződések volumene közel 29 százalékkal maradt el az egy évvel korábbtól, míg az építőipari vállalkozások meglévő szerződésállománya 20,6 százalékkal volt kisebb, mint 2014 első hónapjában. Az építőipar bizalmi indexe is hónapok óta romlik, idén márciusban közel másfél éves mélypontra süllyedt.

Az ipar hozzáadott értéke 2014 IV. negyedévében is bővült, de itt is megfigyelhető a teljesítmény mérséklődése. Az előző év azonos időszakának bázisán 4 százalékkal bővült az ipari volumen, míg a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok csupán 0,4 százalékos növekedést jeleznek az előző negyedévhez képest. A mérsékeltebb teljesítményt a feldolgozóipar, ezen belül is a járműipar, továbbá a hozzá kötődő ágazatok vezérelték. Az ipar bővülését a tavalyi év többi részéhez hasonlóan az utolsó negyedévben is az exportértékesítés húzta, ami a IV. negyedévben 6 százalékkal emelkedett éves szinten. A belföldi értékesítés 0,3 százalékos év/év növekedést regisztrált október–decemberben. Mindkét esetben az előző negyedévhez képest alacsonyabb rátát mértek. Az ipari hozzáadott érték emelkedését a feldolgozóipar vezérelte: itt 5,5 százalékos (az előző negyedévtől elmaradó) év/év növekedés volt. Negyedéves szinten a feldolgozóipari hozzáadott érték 1,5 százalékkal bővült. A feldolgozóiparon belül kiemelkedő növekedést regisztrált a járműgyártás és a hozzá kapcsolódó beszállítói ágazatok sora. Emellett átlag felett bővült a textilipar és a vegyipar. Az ipar a IV. negyedévben 1, 2014 egészében 1,2 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét.

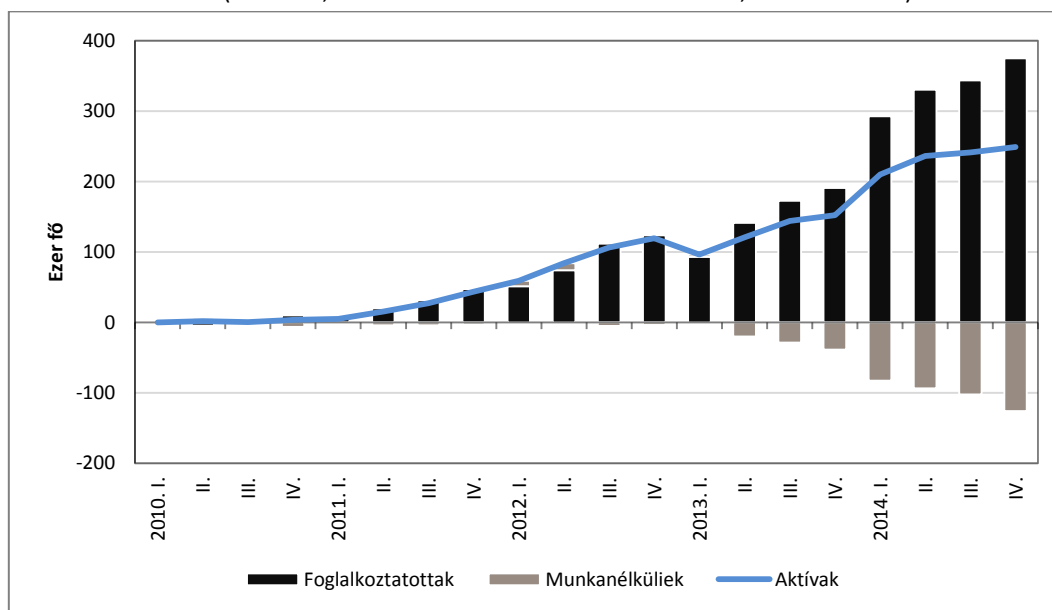
A szolgáltatások bruttó hozzáadott értékének növekedése 0,7 százalékponttal, 2,4 százalékra gyorsult. A tercier szektor egésze 1,2 százalékpontos GDP-hozzájárulásával a legnagyobb hozzájáruló volt a termelő ágak közül a IV. negyedévben. A gyorsulás párhuzamba hozható a háztartások fellendülő fogyasztásával. Szinte az összes szolgáltató ág bővült, kivétel a pénzügyi, biztosítási tevékenység és a közigazgatás. Előbbi területen a lakosság adósságleépítési folyamatát még nem tudta ellensúlyozni a vállalati szféra növekvő hitelfelvétele. Az ingatlanügyletek esetében október–decemberben közel 1 százalékos emelkedést mértek, összefüggésben a lakáspiac kilábalásával. A kereskedelem, szálláshelyszolgáltatás és vendéglátás mint a legnagyobb súlyú szolgáltatói ágak a tavalyi évet kiugró, 4,6 százalékos bővüléssel zárták. Ez összefüggésben áll a turizmus fellendülésével, ami a felhasználási oldalon a szolgáltatásexportban jelentkezett. A szállítás, raktározás ág hozzáadott értéke 4,7, az információ, kommunikációé 2,3 százalékkal növekedett.

Több évtizedes csúcsra nőtt a foglalkoztatási ráta

Az aktivitás két éve tartó folyamatos emelkedése 2014 IV. negyedévében folytatódott, az aktívak száma 8 ezer fővel nőtt szezonálisan kiigazítva. Az év utolsó három hónapjában átlagosan 4 millió 450 ezer ember dolgozott vagy keresett munkát. Az 58,8 százalékos aktivitási ráta bő 0,1 százalékponttal haladja meg az előző negyedévit. A növekedés a kedvező gazdasági helyzetnek, az alacsony munkanélküliségnek köszönhető, ami a nagyobb munkaerő-kereslet révén az inaktívokat a munkaerőpiacra való belépésre ösztönzi.

A dinamikusan bővülő munkaerő-keresletet jelzi a foglalkoztatottak számának jelentős emelkedése, ami a szezonálisan kiigazított adatok alapján több mint 30 ezer fővel nőtt 2014 IV. negyedévében. Az év utolsó három hónapjában a 15–74 éves népesség 54,6 százaléka dolgozott valamilyen formában. Ez összesen 4 millió 125 ezer embert jelent, ami újabb több évtizedes csúcs. Az eddigi időszakokkal ellentétben a bővülés kizárólag a privát szférának köszönhető: a foglalkoztatás az év végére annak ellenére bővült, hogy a közfoglalkoztatottak száma majdnem 15 ezer fővel esett vissza a beszükülő erre fordítható források miatt.

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

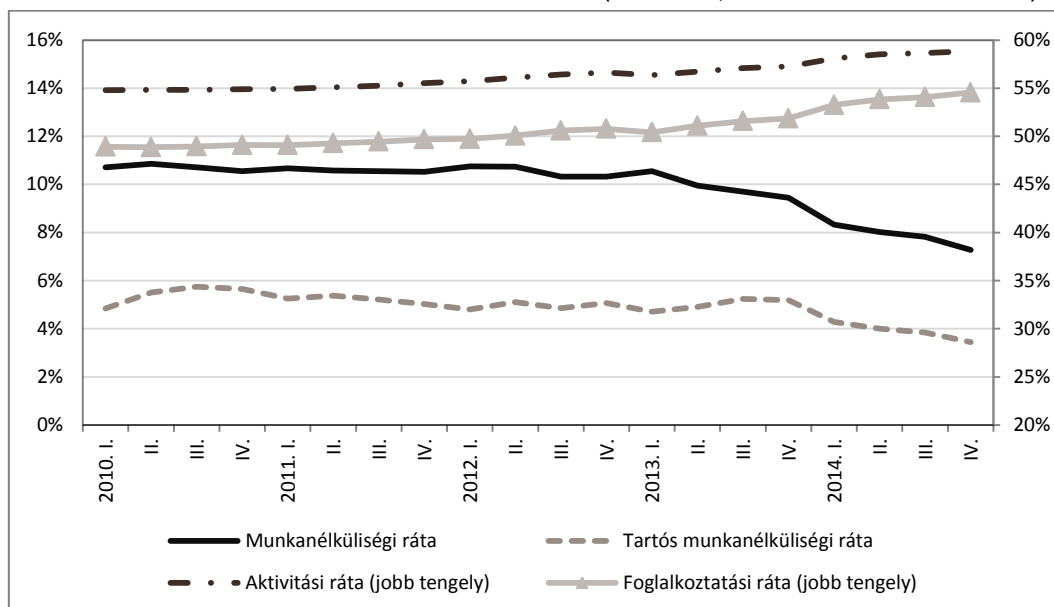


Forrás: KSH, Századvég-számítás

Az intézményi statisztikák alapján is folytatódtak a pozitív munkaerő-piaci folyamatok: a 4-nél több alkalmazottat foglalkoztató szervezeteknél a dolgozók száma majdnem 9 ezer fővel emelkedett. Ez az adatforrás is a magánszféra bővülésben játszott főszerepét támasztja alá. A versenyszektorban dolgozók száma 10 ezer fővel emelkedett, ami ellensúlyozta a költségvetési szektor 1 ezer fős visszaesését. A kedvező konjunkturális helyzetből fakadó emelkedő munkakereslet mindkét adatforrás szerint a versenyszférának köszönhető. A pozitív tendenciákat a ledolgozott munkaórák száma is alátámasztja, ami az elmúlt egy évben 2,6 százalékkal nőtt. A piaci szereplők gazdaságba vetett bizalmát jelzi, hogy a

munkaerőpiac szerkezete eltolódott a teljes munkaidőben ledolgozott munkaórák felé, ami az elmúlt 12 hónapban 3,1 százalékkal emelkedett, szemben a részmunkaidőben ledolgozott munkaórák több mint 4 százalékos visszaesésével.

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

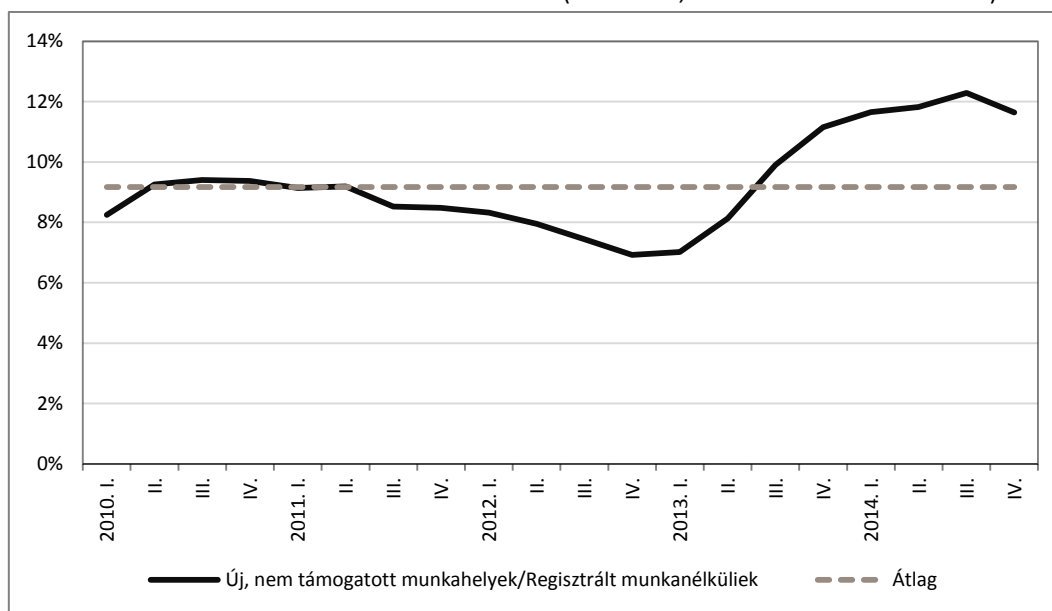


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A munkaerőpiac javuló helyzete a munkanélküliség alakulásában is tetten érhető: az állásnélküliek száma 3 hónap alatt közel 24 ezer fővel csökkent. A munkanélküliségi ráta így 7,3 százalék alá esett, ami utoljára 2007-ben volt ennyire alacsony. Emellett kiemelendő, hogy a tartósan munkanélküliek aránya is csökkenő tendenciát mutat, ami azt jelzi, hogy a pozitív folyamatok őket is érintik, így nem szorultak ki a munkaerőpiacról, és képesek voltak elhelyezkedni a bővülő munkaerő-kereslet következtében.

Ezzel ellentétes képet mutat a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (NFSZ) adata, ami alapján a munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma kevesebb mint 4 ezer fővel nőtt, az újonnan bejelentett nem támogatott álláshelyek száma pedig kétezerrel csökkent. Az eltérések a különböző adatfelvételi módszerekből és a szezonális kiigazításból származhatnak. A különbség kizárólag a munkanélküliek számában jelenik meg: az új, nem támogatott álláshelyek alakulása konzisztens a KSH-éval. Az NFSZ adatai szerint a munkaerőpiac feszessége több mint 2 év után először enyhült a IV. negyedévben. A Beveridge-görbe alapján, a munkaerőpiac feszességének szempontjából 2014 október–decembere trendfordulónak tekinthető.

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



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

A lazább munkaerőpiac ellenére a keresetek éves növekedési üteme felgyorsult 2014 IV. negyedévében: a nemzetgazdasági bruttó átlagbér 3,7 százalékkal volt magasabb az egy évvel korábbinál. A gyorsuló bérnövekedés elsősorban az állami szektorban dolgozókhoz köthető. Itt a keresetek az előző negyedéves stagnálás után az év utolsó három hónapjában a versenyszféra béreivel megegyező ütemben nőttek. Ennek egyik oka a közfoglalkoztatás csökkenése okozta összetételhatás, míg a másik a nem rendszeres keresetek kiugró növekedése. A közsféra béralakulása ellensúlyozta a versenyszféra folyamatait, ahol az előző negyedévi 4-ről 3,7 százalékra lassult a növekedési ütem. A nettó bérek alakulása a bruttó keresetekéhez hasonló volt, ugyanis az adózási környezet nem változott számottevő mértékben. Ha figyelembe vesszük a fogyasztói árak alakulását, akkor a munkavállalók nettó reálbérei átlagosan 4,4 százalékkal emelkedtek 2014 utolsó negyedévében, ami a fogyasztás bővülésében is érezte hatását.

Az éves infláció a negatív tartományban maradt

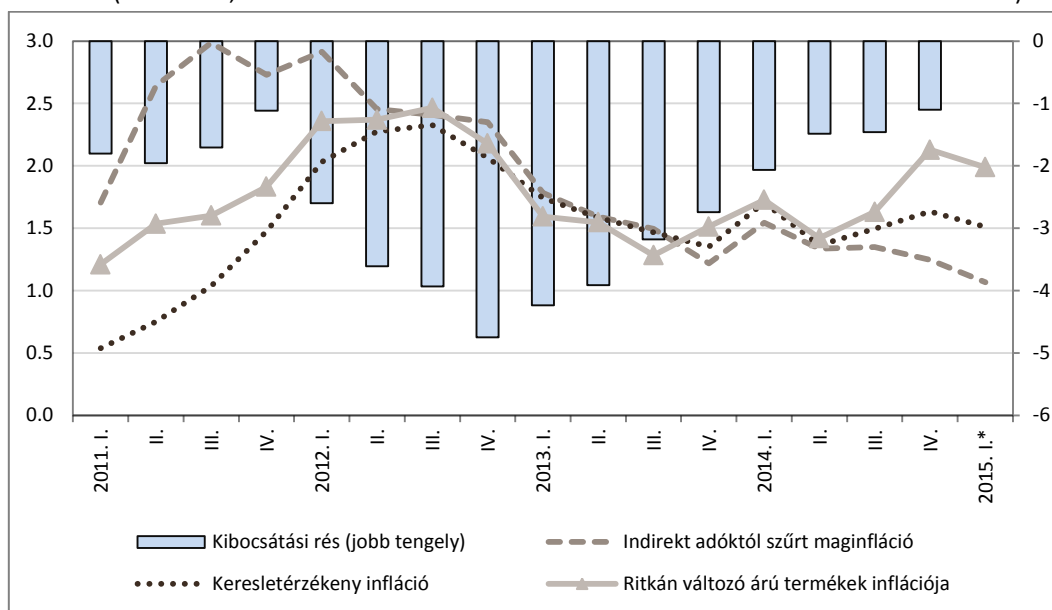
Az infláció 2014 IV. negyedévében is negatív volt: éves összevetésben a fogyasztói árak 0,8 százalékos csökkenését regisztrálta a KSH, ami a decemberi előrejelzésünknel nagyobb áresést jelent. Az éves árcsökkenés üteme az október–decemberi időszakban hónapról hónapra erősödött. Ez a tendencia januárban folytatódott: az éves infláció –1,4 százalékot tett ki. Februárban azonban 1 százalékra mérséklődött az áresés üteme. A 2014 utolsó negyedévében tapasztalt negatív infláció az olajársokk begyűrűzésének következménye volt. Emellett természetesen érezte árleszorító hatását a korábbi közműdíjcsökkentés, aminek utolsó hulláma még teljes mértékben megjelent az árfolyamatokban. A februárban tapasztalt

mérséklődés az újból emelkedő olj árakkal hozható összefüggésbe. Mindezek fényében az inflációs folyamatok messze elmaradnak a jegybank 3 százalékos célszintjétől.

Január–februárban a háztartási energia ára 5,2 százalékkal csökkent éves összevetésben. Emellett árleszorító hatással bírt a ruházkodási és a tartós fogyasztási cikkek 0,5-0,5 százalékos áresése. Utóbbi esetében érdemes kiemelni, hogy annak ellenére csökkentek az árak, hogy a forint éves összevetésben jelentősen gyengült a vezető devizákkal szemben, miközben ezek a termékek jellemzően importból származnak. Itt is tetten érhető a globálisan nyomott inflációs környezet hatása. Az élelmiszerek ára 0,5 százalékkal zsugorodott az elmúlt két hónapban. Ellenben jelenleg is árfelhajtó hatású a szolgáltatások áremelkedése, ahol az idei év első két hónapjában a tavalyi átlagnál magasabb inflációt mértek. Ennek oka az egészségügyi, a pénzügyi és a közlekedési szolgáltatások jelentősebb drágulása volt. Utóbbi esetében a díjköteles úthálózat bővítése és a megtett úttal arányos úthasználati díjak emelése jelentkezett az árfolyamatokban. A pénzügyi szolgáltatásoknál tapasztalt emelkedés a tavaly februári ingyenes készpénzfelvétel bázisból való kiesésének következménye.

Szintén az alacsony inflációs környezet fennmaradását segítette az inflációs várakozások stagnálása. Az MNB számításai szerint az elmúlt hónapokban a magyar lakosság várakozásai 2 százalék körül stabilizálódtak. Ez a szint az inflációs céllal konzisztens várakozásoknak felel meg, így mindez a visszafogott árazási és bérezési viselkedésen keresztül elősegíti a középtávú inflációs céllal összhangban lévő inflációs környezet középtávú fennmaradását. A IV. negyedévben szintén deflációs hatással bírt a továbbra is negatív kibocsátási rés. Mivel a gazdaság tényleges teljesítménye elmaradt a potenciális szintjétől, vagyis a gazdaság keresleti korlátokkal szembesült, így érvényesült ennek árleszorító hatása.

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

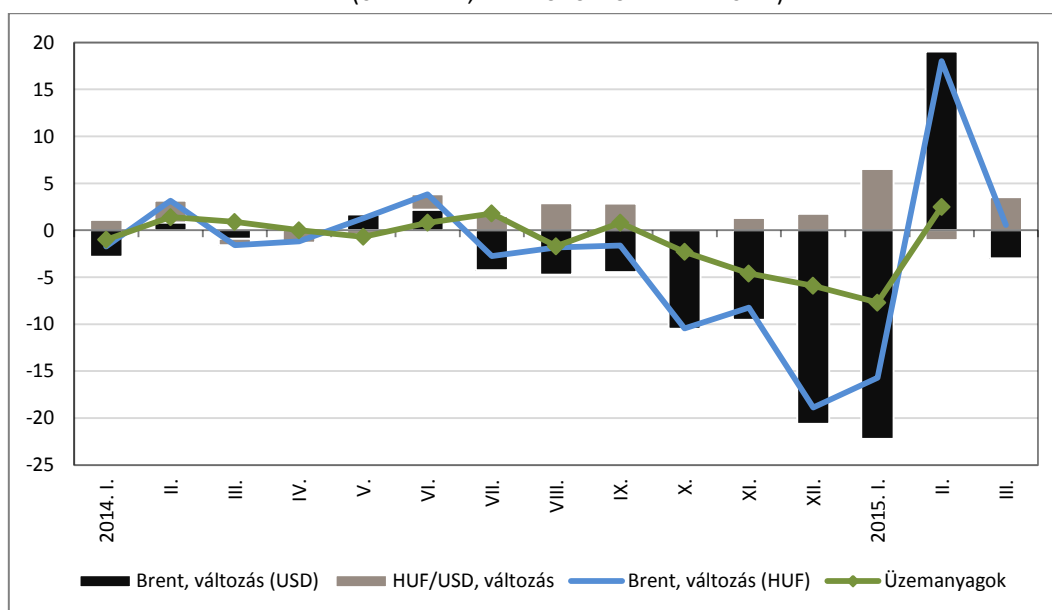


* Csak a január–februári adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

A kibocsátási résre vonatkozó számításainkat jelentősen befolyásolták a beérkező új adatok és azok gazdasági folyamatokról mutatott összképe. Decembéri becslésünkhöz képest a revízió pozitív irányú volt, vagyis a korábbi számításainknál szűkebb kibocsátási rést kalkuláltunk. Mindazonáltal továbbra is negatív az eltérés a tényleges és a potenciális GDP között. Az output gap a legfrissebb számításaink szerint 2014 IV. negyedévében tovább mérséklődött és $-1,1$ százalékon állt. A gazdaság ciklikus helyzete így az előző negyedévhez képest javult, köszönhetően az újból erősödő gazdasági teljesítménynek, mely jelentősen meghaladta a potenciális kibocsátás növekedési rátáját. Meglátásunk szerint a kibocsátási rés 2015 végére bezáródhat. Ezt követően várható a keresleti korlátok megszűnése és némileg erősödő keresleti oldali inflációs nyomás.

Az MNB inflációs trendmutatói a IV. negyedévben vegyesen mozogtak, bár az indirekt adóktól szűrt maginfláció kivül a többi mutató nőtt. Az egyes indikátorok szintjei így is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek. Februárban ugyanakkor a mutatók emelkedtek, ami trendfordulóra utalhat. A ritkán változó árú termékek inflációja 2 százalék körül alakult az elmúlt hónapokban, vagyis a lakossági várakozásokkal összhangban van a középtávú inflációs mutató. Összességében az indikátorok arra utalnak, hogy tartósan nyomott inflációs környezet várható hazánkban, ami megágyazhat egy újabb kamatvágási ciklusnak.

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



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

A maginflációs kosáron kívüli termékek és szolgáltatások együttes éves áremelkedési üteme az infláció csökkenésének irányába mutat. Ennek egyik forrása a negatív olajársokk hatására zuhanó üzemanyagár volt. Október–decemberben éves összevetésben 4,1 százalékkal esett a termékkör ára, míg január–februárban 16 százalékkal. Az idei év első két hónapjában az üzemanyag áresése önmagában 1,3 százalékponttal fogta vissza az éves inflációt. A

fogyasztók azonban nem élvezhették az olajársokk teljes hatását, mivel a forint folytatta a tavaly május óta tartó leértékelődését a dollárral szemben: januárban a historikus csúcsnak számító 273 forint volt a kurzus. Ez fékezte az energiahordozó árzuhanásának begyűrűzését. A Brent hordónkénti ára a januári 49 dolláros mélypont után februárban emelkedett, a dollár stabilizálódott, így hosszú idő után újból nőtt az üzemanyagok ára havi összevetésben.

Az élelmiszerek ára az elmúlt három hónapban összességében tovább csökkent éves bázison: az év első két hónapjában 0,5 százalékkal. Ennek egyik okát továbbra is az orosz embargó árleszorító hatásában látjuk. Erre a folyamatra erősített rá a mezőgazdasági termelői árak alakulása: 2014 egészében 6,1 százalékkal csökkent a termékkör ára az előző év azonos időszakának bázisán. Az áresés üteme ugyanakkor a tavalyi év eleje óta folyamatosan mérséklődik. Vélhetően a termelői árak éves összevetésben még 2015-ben is csökkenhetnek, összhangban az oroszországi élelmiszer-beviteli tilalommal. Emellett például a cukor világpiaci ára is meredek esést mutat, vagyis az élelmiszerek további mérsékelt áresésére számítunk rövid távon. A fentieket és a rezsicsökkentést figyelembe véve, a maginfláción kívüli költségoldali inflációs hatások együttesen lefelé irányuló nyomást helyeztek az inflációra az elmúlt hónapokban.

Újból kamatot vágott a Magyar Nemzeti Bank

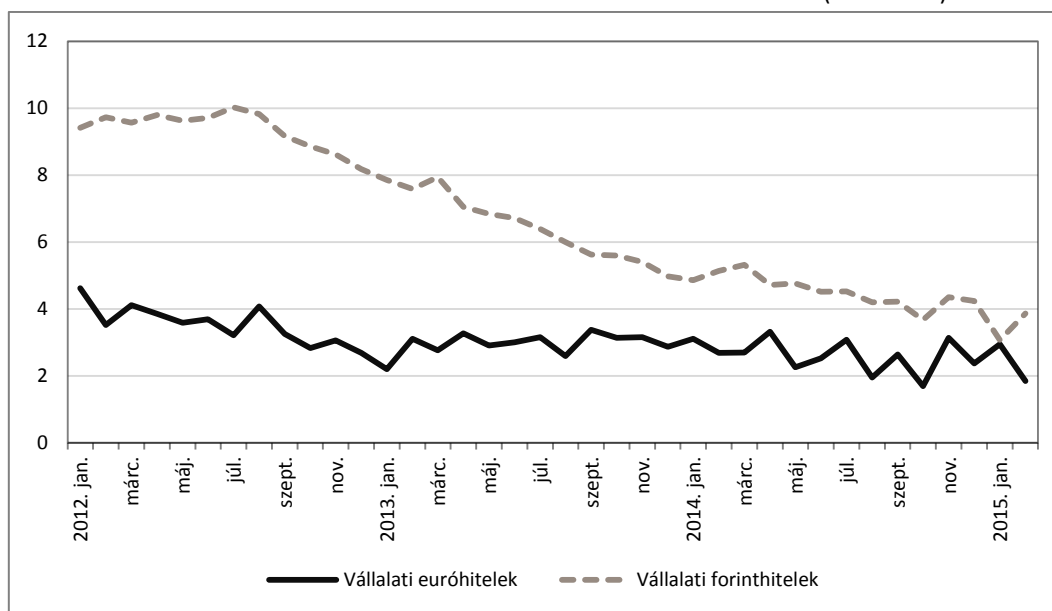
A magyar jegybank Monetáris Tanácsa a 2015. márciusi inflációs jelentés ismeretében csökkentette alapkamatát 1,95 százalékra, azaz a 2014. júliusban véget ért kamatvágási ciklust követően egy újabbra kezdett, és 15 bázisponttal csökkentette az irányadó rátát. Ezt a döntést az inflációs és a pénzpiaci folyamatok egyaránt alátámasztották. A jegybank ezzel együtt az inflációs célkövetés rendszerének rugalmasabbá tételéről is döntött: a 3 százalékos inflációs cél fenntartása mellett egy ± 1 százalékpontos toleranciasávot jelölt ki. Meglátásunk szerint ez azt a célt szolgálhatja, hogy a jegybanknak nem szükséges azonnal reagálnia az inflációs nyomás erősödésére, így később kezdhet bele a monetáris szigorításba.¹ Ez egyben azt is jelenti, hogy a kedvező kamatkörnyezet hosszabb ideig segítheti a gazdasági növekedést.

A hazai jegybanki alapkamat februárig tartó változatlansága mellett² összességében 19 bázisponttal emelkedtek a november–februári időszakban a vállalatok számára nyújtott forinthitelek kamatai, miközben az euróhitelekéi közel azonos mértékben, 15 bázisponttal nőttek. A lakossági szegmensben a fogyasztásihitel-piacon 224 bázisponttal magasabb kamattal lehetett forint fogyasztási hitelt igényelni 2015 februárjában, mint négy hónappal korábban. A lakáscélú hitelek esetén azonban 34 bázisponttal tehető a kamatesés.

¹ Mivel a 2015. márciusi prognózisunk megalkotásakor még nem állt rendelkezésünkre ez az információ, így ezzel nem tudtunk kalkulálni az alappályán. Ugyanakkor a későbbiekben bemutatandó alternatív forgatókönyvekben már figyelembe vettük a toleranciasáv hatását.

² A márciusi kamatdöntés hitelkamatokra gyakorolt hatását adatok hiányában nem állt módunkban elemezni.

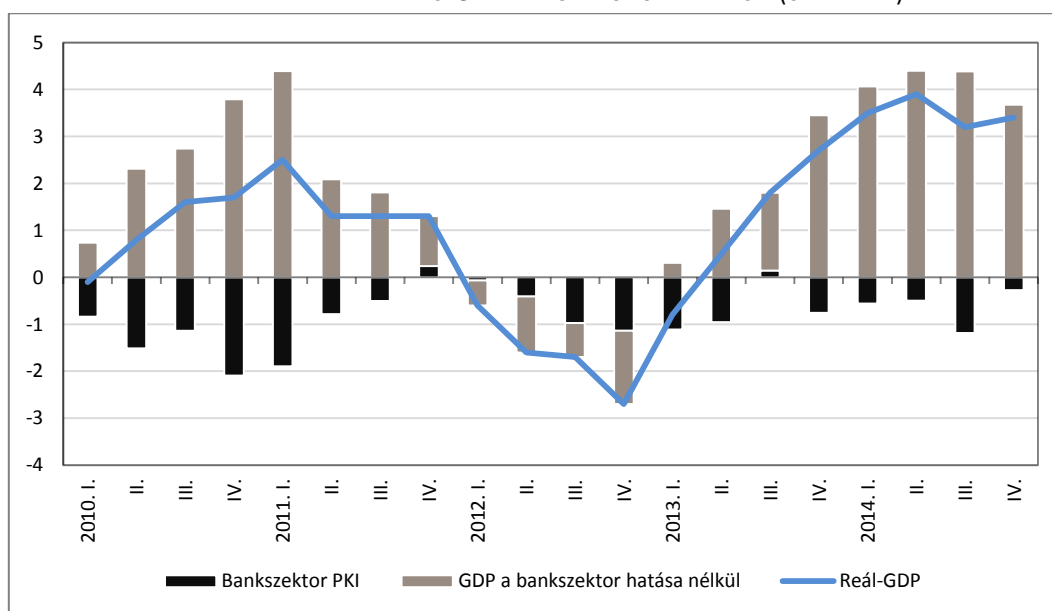
13. ÁBRA: A VÁLLALATI ÚJ HITELEK KAMATAINAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

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

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



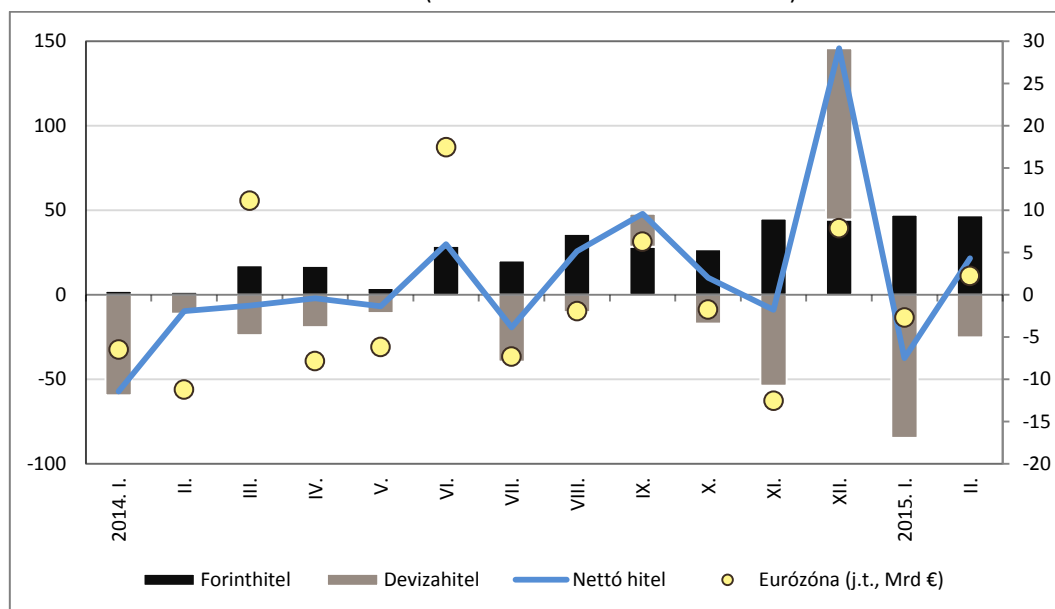
Forrás: MNB

A jegybank számításai szerint 2014 IV. negyedévében a kedvező kamatkörnyezetben a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági teljesítményt fékező hatása mérséklődött. A bankszektor teljes hatása ezzel bő -0,3 százalékpontnak felelt meg, vagyis egy egészséges

banki hitelezés esetén ennyivel magasabb reál-GDP-vel számolhattunk volna 2014 záró negyedévére vonatkozóan. Ugyanakkor a bankrendszer a vállalati hitelezésen keresztül először gyakorolt pozitív hatást a növekedésre a válság kitörése óta. A 2013 és 2014 negyedik negyedéve közötti időszakban a PKI vállalati részindexe 0,1 százalékpont értékű, azaz ennyivel járult hozzá a vállalati hitelezés a reál-GDP javulásához.

A vállalatoknál 2014 negyedik negyedévében a szezonálisan szűrt számok alapján a banki nettó forinthitelfelvét 116,3 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke 30,6 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként adódóan 2014 záró negyedévében a teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan kiigazítva) így 146,9 milliárd forintnak felelt meg. A vállalati szektor teljes nettó hiteltörlesztése 2015 januárjában – szezonálisan kiigazítva – 37,5 milliárd forintnak felelt meg, míg februárban már ismét nettó hitelfelvevő volt a vállalati szektor 21,6 milliárd forinttal.

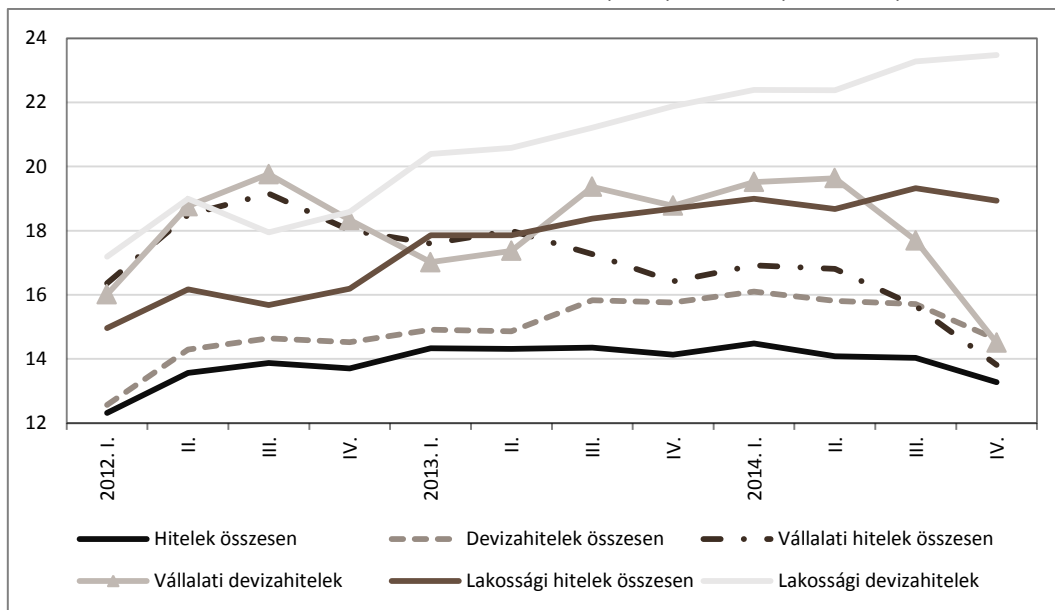
15. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD FT ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves időszora alapján 2014 IV. negyedévében összességében mind a lakossági, mind a vállalati szegmensben csökkent a 90 napon túl késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. Továbbra is legmagasabb a lakossági devizahiteleknél volt (23,5 százalék) a teljes állományhoz viszonyított ráta, míg a legalacsonyabb a vállalati forinthiteleknél (13,2 százalék). Amennyiben csak a forinthitelek mutatóját nézzük, úgy újra kedvező folyamatot látunk: 11,9-ről 11,6 százalékra csökkent az NPL-ráta, továbbá az összes devizahitelnél 1,1 százalékponttal, 14,6 százalékra süllyedt. A teljes hitelállomány esetében kismértékben csökkent az NPL-ráta: 14,0-ről 13,3 százalékra.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

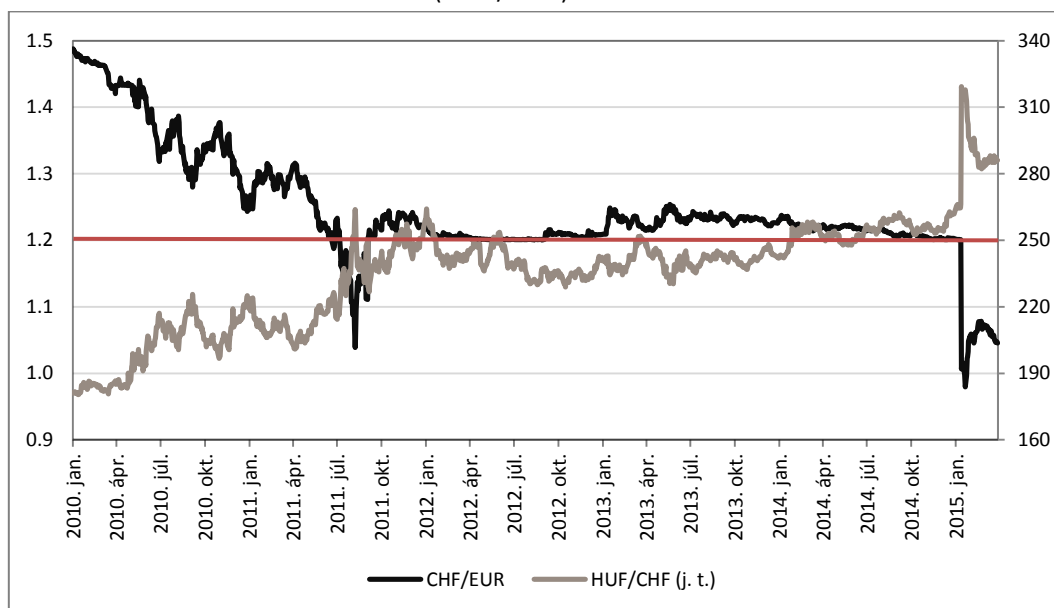
A lakosság újbóli túlzott eladósodását megakadályozandó az MNB 2015. január 1-jén életbe léptette az adósságféket. A szabályozás a jövedelemarányos törlesztőrészlet mutatóját (JTM) és a hitelfedezeti mutatót (HFM) definiálja. A szabályozás lényege, hogy minden, 200 ezer forintot meghaladó lakossági forinthitel felvételekor vizsgálni kell, hogy a törlesztőrészlet nem haladja meg a leendő adós igazolt, legális nettó jövedelmének az 50 százalékát. A magas (havi nettó 400 ezer forintot meghaladó) jövedelmű ügyfelek esetében ez a küszöb 60 százalék. A devizahiteleknél sokkal szigorúbb a szabály: a JTM felső korlátja euróban felvett hitel esetén 25, a magas jövedelműeknél 30 százalék, egyéb, devizában felvett hitel esetén 10, ill. 15 százalék. Ez a lépés az újbóli devizahitelezés elterjedésének vet gátat. A HFM a jelzáloghiteleknél a fedezet (lakásérték) arányában korlátozza a felvehető hitel nagyságát. A mutató jelzáloghiteleknél forintban 80, euróban 50, egyéb devizában 35 százalékos korlátot jelent.

A svájci frank euróárfolyamának elengedése 2015. január közepén rendkívüli turbulenciákat okozott a devizapiacokon. A Svájci Nemzeti Bank (SNB) még 2011. szeptember 6-án árfolyamküszöböt vezetett be. Az 1,2 CHF/EUR árfolyamnál nem alakulhatott ki erősebb frankárfolyam, mivel a jegybank kivédhette azt euró vásárlásával és a svájci frank eladásával. A döntést az SNB azzal magyarázta, hogy a túl erős svájci frank – amit a menedékvaluta szerep váltott ki – deflációs veszélyt okoz. Továbbá visszaveti az exportot, és a külföldi vállalkozások egy része pedig a magasabb munkaerőköltségek miatt elhagyhatja Svájcot.

2015. január 15-én az SNB teljesen váratlanul eltörölte az árfolyamküszöböt, aminek hatására a svájci frank árfolyama azonnal közel 30 százalékos erősödést ért el. A jegybank egyrészt az amerikai dollár jelentős erősödésével indokolta a döntést, másrészt azzal, hogy a gazdaság szereplőinek elegendő idejük volt alkalmazkodni a svájci frank erősödési folyamatához. Az

1,2-es árfolyam tartásához a jegybanknak folyamatosan svájci frankot kellett nyomtatnia és eurót vennie, aminek következtében az alpesi ország devizatartalékai 478 milliárd euróra növekedtek. Az árfolyamküszöb eltörlése és a svájci frank erősödése rendkívüli veszteséget is okozott a tartalékok átértékelődése miatt. Az EKB egy héttel az SNB-döntést követő ülésén mennyiségi lazítást (QE) vezetett be, amelynek következtében az euró gyengült a frankkal szemben.

17. ÁBRA: A FORINT SVÁJCI FRANK ÁRFOLYAMÁNAK (CHF/HUF) ÉS A SVÁJCI FRANK EURÓÁRFOLYAMÁNAK (EUR/CHF) ALAKULÁSA



Forrás: MNB

Sokan és sok aspektusból a lépés drasztikusságát emelik ki, ami igaz is, hiszen az SNB nem egyeztetett előre az IMF-fel, és a lépés jelentős vállalati bukásokat idézett elő. A piacon ezek után a legváratlanabb jegybanki lépésekre is „fel kell készülni”. A devizapiacokon azonban ennek a lépésnek van egy piactisztító hatása is. Nagyobb kockázati letéteket követelnek meg az egyes szolgáltatók a határidős devizapiacokon a befektetőktől, azaz az SNB lépését követő heves árfolyammozgások a befektetőket és a szolgáltatókat óvatosságra és a vállalt árfolyamkockázatok csökkentésére ösztönözheti. A forint svájci frank árfolyama jelentősen gyengült, amire azonban a Kormány, az MNB és a Magyar Bankszövetség 2014. novemberi forintosítási megállapodása után került sor. Ennek értelmében 256,47 forintos árfolyamon átváltották a svájci frank alapú jelzáloghiteleket, így ezek az adósok mentesültek közel 700 milliárd forintos veszteség alól.

Az MNB adatai szerint 2014 egészében 54 milliárd forintos adózás előtti veszteséget jelentett a bankszektor, amely így az idei évet összesen 369 milliárd forintos veszteséggel zárta. Az utolsó negyedévben időarányosan gyengült a kamateredmény, de javult a jutalékeredmény az előző negyedévhez képest. A kamateredmény csak 0,7 százalékkal maradt el az egy évvel korábbi értéktől, míg a jutalékeredmény 8,2 százalékkal meghaladta azt. A hitelintézetek a

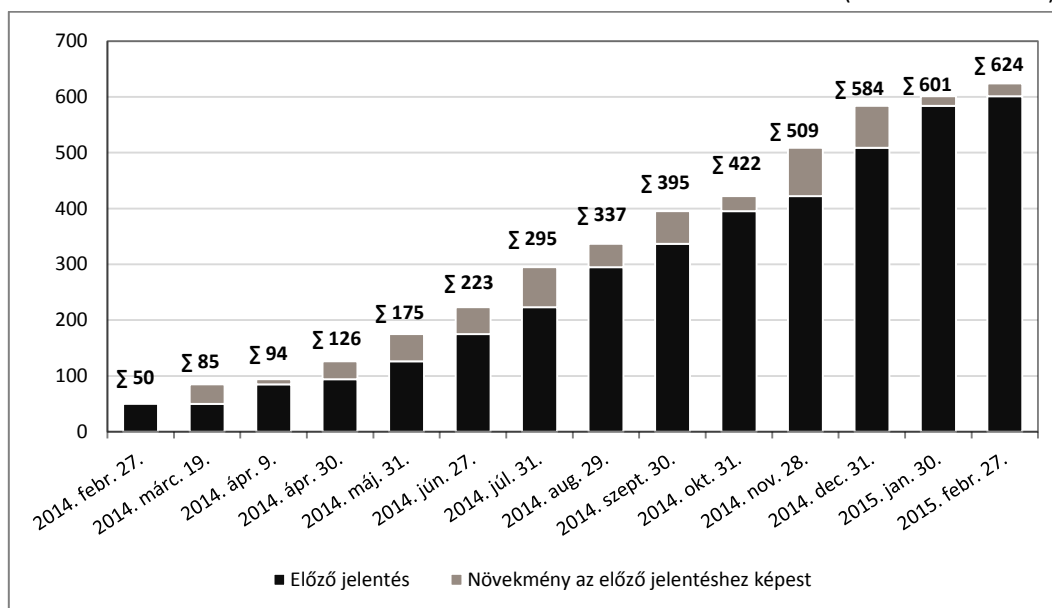
IV. negyedévben további 78 milliárd forint (a 2014. április–december időszakban összesen 588 milliárd forint) céltartalékot képeztek az árfolyamrész alkalmazásának semmissége, ill. az egyoldalú szerződésmódosítások miatt várható veszteségekre. A bankok tőkeellátottsága kismértékben zsugorodott, mivel a tőkeegyelelési mutató az előző negyedévihez képest 0,5 százalékponttal, 17,3 százalékra csökkent. A hitelintézetek szavatoló tőkéje 2,8 százalékkal (82 milliárd forint) esett, miközben a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg alig változott, és 2014. december 31-én 16 324 milliárd forintot tett ki.

A Monetáris Tanács 2015. február 18-án egy, az NHP-hoz kapcsolódó, így azzal számos tekintetben megegyező, de azzal párhuzamosan futó különálló konstrukció, az NHP+ elindítása mellett döntött. A Magyar Nemzeti Bank az NHP+ konstrukcióban egy 500 milliárd forintos keretösszeget bocsát a hitelintézetek rendelkezésére 2015. december végéig. Az NHP+ keretében a jegybanktól igénybe vett 0 százalékos refinanszírozási hitelek ugyanúgy kis- és középvállalkozások hitelezésére fordíthatók, maximum 2,5 százalékos kamatláb mellett. Az új hitelprogram azonban kiegészül egy fontos feltétellel annak érdekében, hogy az NHP-ből kiszoruló vállalatok hitelpiaca is normalizálódjon. Az NHP+ keretében megkötött hitelszerződéseknél az MNB a hitelezési veszteségek 50 százalékát átvállalja a hitelintézetektől, de legfeljebb 5 évig, és évente legfeljebb az egyes hitelintézetek által az ezen konstrukció keretében fennálló hitelportfólió 2,5 százalékának erejéig. Ez azt jelenti, hogy ha a teljes keretet lehívják, akkor a jegybank maximum évi 12,5 milliárd forintos (5 év alatt 62,5 milliárd forintos) veszteséget szenvedhet el. Az NHP+ keretében nyújtott forintlikviditás minden hitelintézet számára azonos feltételek mellett érhető el. Az MNB a 2015. március 16-ával indult NHP+ konstrukcióval arra nyújt ösztönzést a bankoknak, hogy a csökkenő hitelkockázati költségek hatására ne csak a jó, hanem a kvv-hitelpiac legnagyobb részét kitevő közepes hitelképességű ügyfeleknek is fix kamatú, hosszú futamidejű finanszírozást nyújtsanak.

Az év eleji hónapokban a hitelezést jellemző szezonális miatt az NHP igénybevétele visszafogottabb. A tavaszi hónapokban azonban a hitelezés felfutására lehet számítani, továbbá az NHP második szakaszának havi igénybevétele érdemben meghaladja az előző év azonos időszakának értékét. A program kihasználtsága a december–februárban kötött új szerződésekkel (115 milliárd forint) együtt számolva összesen 624 milliárd forintot tett ki. Az eddig leszerződött hitelösszeg 97 százaléka új hitelként került az igénylőkhöz. Ezen belül a beruházási hitelek (és új lízingügyletek) részesedése 63 százalék, az új forgóeszközhiteleké 26 százalék, míg az új EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított arány 11 százalék. A nagy bankok kihelyezéseinek felét teszik ki a beruházási hitelek, míg a kis és közepes bankoknál, valamint a takarékszövetkezeteknél a hitelek túlnyomó többsége ilyen célú. Az EU-s hitelek nyújtásával főként a nagy bankok foglalkoznak a programban. Vállalatméret szerint tekintve megállapítható, hogy a mikrovállalkozások hitelfelvétele közel

80 százalékban új beruházási hitelekre irányul, míg a kis- és közepes vállalkozásoknál 50 százalék körüli az új beruházási hitelek részesedése.

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



Forrás: MNB

Az ágazati eloszlást tekintve a mezőgazdaság, a kereskedelem, javítás és a feldolgozóipari ágazatok részesedése kimagasló, a hitelek közel háromnegyede erre a három területre irányult. Véleményünk szerint az NHP II. 1000 milliárd (a maradvány jelenleg 376 milliárd Ft), továbbá az NHP+ 500 milliárd forintos hitelkeretének jelentős része a jelenlegi tendenciákat figyelembe az év végéig elfogyhat. Ha a bankok alapos hiteladós-minősítés után – különösen az NHP+ programban – nyújtanak hitelt a vállalkozásoknak, akkor a megfelelő volumenű és struktúrájú, döntően tehát beruházásokat elősegítő hitelezés jelentősen ösztönözheti a gazdaság növekedését.

A GDP-növekedés 2015-ben is 3 százalék felett maradhat

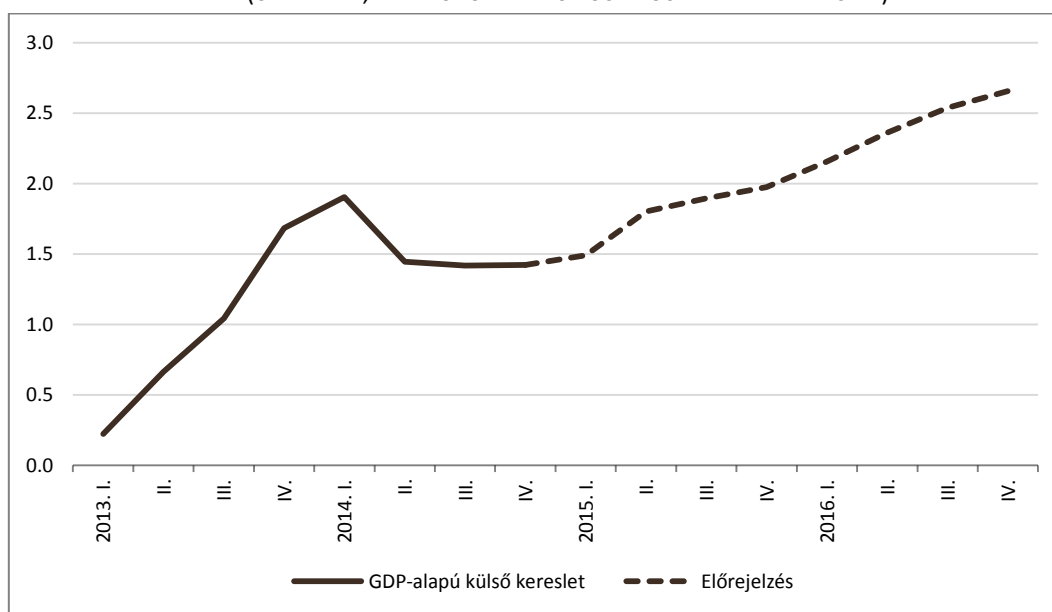
Feltevéseink alakulása az alappályán

A magyar export iránt megnyilvánuló, GDP-alapú külső kereslet a tavalyi IV. negyedévben összességében pozitív meglepetést okozott. Legjelentősebb külkereskedelmi partnereink, melyek döntően az EU-tagországok, meglehetősen vegyes teljesítményt mutattak fel. Ugyanakkor hazánk legnagyobb partnere, Németország jól teljesített. A német gazdaság negyedéves bázison nem várt mértékben tudott növekedni, ami kedvezően hatott a magyar exportra. Más fontosabb országokban azonban lanyhult a konjunktúra. Összességében a külső keresletünk növekedési rátája bár nem esett vissza, de lényegében három negyedéve stagnál, és továbbra is elmarad a historikus átlagától. Mindazonáltal az unió és az euróövezet megkezdte a lassú kilábalását, amit a monetáris politika további lazítása és a munkaerőpiac

folyamatos emelkedése támogathat, ami végső soron kedvező hatást gyakorolhat a magyar kivitelre is.

A kedvező évvárás hatására mérsékelt optimizmussal tekintünk a 2015. évi folyamatokra. A fejlett régiókra jellemző gazdasági előrejelzések összességében javulást mutattak a korábban vázoltakhoz képest. Ugyanakkor az ukrán–orosz konfliktus elhúzódása, az egyéb geopolitikai feszültségek és Kína gazdasági növekedésének tartós lassulása ezt a hatást ellensúlyozza globális szinten. Továbbá közrejátszik ebben az olajárak tartós visszaesése, amely egyrészt az importáló országokat kedvezően, ám az olajtermelő államokat negatívan érintheti. A fentieket figyelembe véve a világkereskedelemben is a korábban előre jelzettnél mérsékeltbb bővülésre lehet számítani. A kedvezőtlen hatásokat némileg ellentételezi az adósságállományok folytatódó leépítése és az alkalmazkodó monetáris politika. A globális likviditásbőség továbbra is fennmaradhat a Fed kilátásba helyezett monetáris szigorítása ellenére is. Ezt ugyanis ellensúlyozza az EKB és a japán jegybank monetáris lazítása. Mindezeket figyelembe véve márciusi alappályánkon az aggregált külső kereslet 1,8 százalékos növekedését prognosztizáljuk 2015-ben.

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



Forrás: Századvég-számítás

A külső kereslet pályája feltevésünk szerint 2016-ban folytathatja az idei évben megkezdett felívelését. Ennek magyarázata a munkaerő-piaci helyzet javulása, a tartósan mérsékelt olajár, továbbá a hitelezési helyzet konszolidációja. Utóbbi folyamatot nagyban segítheti az EKB mennyiségi lazítása és a Juncker-terv megvalósítása. Főbb partnereink belső keresletének fellendülését a rendelkezésre álló jövedelem bővülése is támogatja, többek között a tartósan alacsony inflációs környezet következtében. A fejlett országok gazdasági aktivitásának fellendülése így némileg kiválthatja a fejlődő régiók, elsősorban Kína lassuló

növekedését. Hosszabb távon a geopolitikai feszültségek oldódására is számítunk. Mindezeket figyelembe véve azt feltételezzük, hogy a magyar termékek iránt megnyilvánuló külső kereslet 2016 folyamán tovább erősödhet: legfőbb külkereskedelmi partnereink súlyozott GDP-növekedése éves szinten elérheti a 2,4 százalékot.

A mezőgazdasági termelőiár-indexre vonatkozó feltevésünket 2015-re a IV. negyedévi tényadat, valamint az egyre nyomottabb külső infláció határozza meg. Ezek együttes hatása, valamint az orosz embargó miatti túlkínálat következtében 2015-ben az alappályán a termelői árak 4 százalékos csökkenésével kalkulálunk. 2016-ban a technikai hatás és az általánosan is emelkedő inflációs nyomás miatt 2,9 százalékos áremelkedésre számítunk.

A Brent típusú nyersolaj ára drasztikusan visszaesett 2014 IV. negyedévében és 2015 első két hónapjában. Ezen időszak leforgása alatt az olaj ára 100 dollár/hordó körüli magasságból 50 dollár/hordó körüli szintre esett vissza.

Az alacsony olajáraknak kedvez, hogy az Egyesült Államokban több évtizedes csúcsra nőtt az olajtartalékok állománya, ami kínálati nyomás alá helyezi az árakat. A példátlan növekedés hátterében az áll, hogy a kereskedők, kihasználva az alacsony árakat, jelentős készleteket halmoznak fel, amit később kívánnak értékesíteni a piacon. Tovább folytatódik az olajkitermelő országok között vívott harc a piaci részesedésért, ennek tükrében Szaúd-Arábia növelte a 2015-re tervezett kitermelését az előző évihez képest, ami szintén nyomás alá helyezi az energiahordozó árát. A helyzetet tetézi, hogy a keresleti kilátások továbbra is gyengék, ami azt sejteti, hogy a kínálati többletet nem tudja kompenzálni a kereslet bővülése. Az olajár-emelkedés irányába ható legjelentősebb tényező, hogy a romló jövedelmezőségi kilátások következtében egyre több palaolaj- és palagázprojektet állítanak le, illetve halasztanak el, ami előbb-utóbb a kínálati oldalon is éreztetheti a hatását. Ezenkívül valószínűsíthető, hogy idővel az olajkitermelő országok közötti piaci verseny is enyhül, mivel az olajárak jelenlegi szintje gyakorlatilag az összes jelentős olajkitermelő ország költségvetésének károkat okoz.

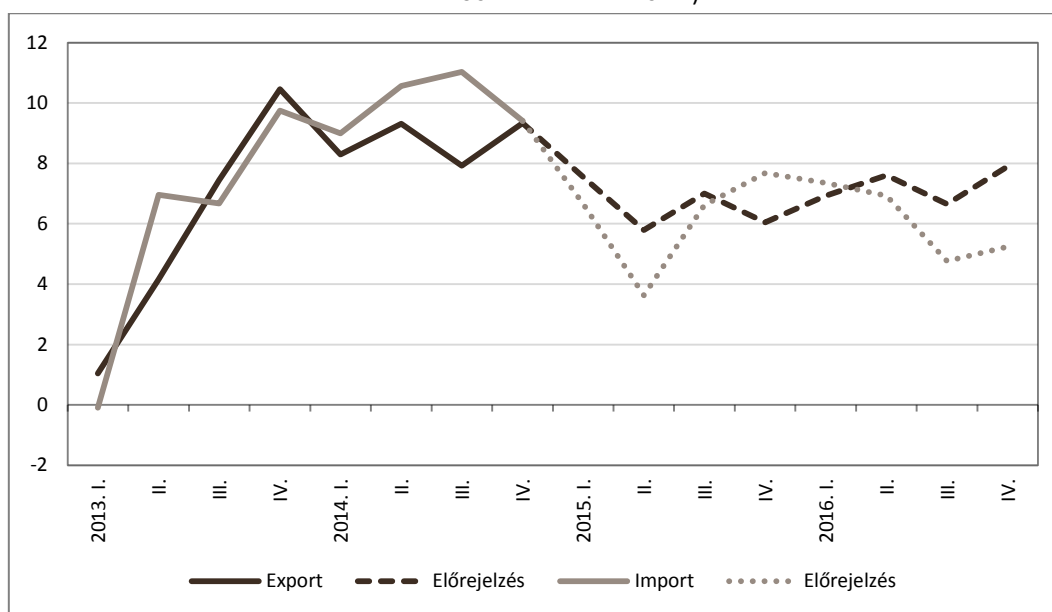
A határidős jegyzések azt mutatják, hogy 2015 I. negyedévében túljut az olaj ára a mélypontra, és ezt követően már emelkedés lesz tapasztalható. Ezt a spot árak változása is alátámasztja, februárban ugyanis már kisebb korrekciónak lehettünk tanúi. Míg januárban még a 45 dollár/hordó szintet is súrolta a Brent ára, addig március elején már inkább a 60 dollár/hordó közeli ár volt a jellemző.

Rendkívül szórnak a nemzetközi szakértők által publikált előrejelzések, ami azt mutatja, hogy nagy a bizonytalanság. Gyors ár-növekedés véleményünk szerint nem várható a piacon, a határidős árak alapján mi enyhe növekedés mellett, 60 dollár/hordó körüli átlagárakkal számolunk 2016 végéig.

Idén a fogyasztás, jövőre a nettó export húzza a gazdaságot

A magyar export teljesítménye várakozáson felüli volt a IV. negyedévben, mely elsősorban a német gazdasági fellendülés következménye. A dinamikus bővülő exporthoz jelentősen hozzájárult a forint leértékelődése is. Az idei évre vonatkozó előrejelzésünkre ez önmagában pozitív hatást gyakorolna, mivel a főbb külkereskedelmi partnereink, elsősorban Németország várhatóan erősödő teljesítményt nyújtanak idén. Általánosságban a fejlett országok némileg kedvezőbb konjunkturális kilátásait azonban árnyalja a fejlődő országokban várt lanyhább bővülés, a korábbi előrejelzéseknél mérsékeltbb világkereskedelmi aktivitás. Rövid távon nem látszanak enyhülni az ukrán–orosz és egyéb geopolitikai konfliktusok sem. Ez utóbbiak és a 2014. évi magas bázis mind a hazai exportnövekedés lassuló dinamikáját vetítik előre idénre. Összességében 2015-ben 6,6 százalékos exportvolumen-bővülést prognosztizálunk. Jövőre a főbb partnereink belső keresletének erősödésével és a konfliktusok enyhülése miatt bővülő kereskedelmi aktivitás hatására felfelé ívelhet az exportnövekedés pályája. Összességében 2016-ban a kivitel 7,3 százalékos emelkedését várjuk.

20. 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 importvolumen növekedése a IV. negyedévben lassult, de továbbra is markánsnak mondható. Ez elsősorban a jelentősen emelkedő exporthoz, valamint a fellendülő fogyasztási aktivitáshoz köthető. Az alappályán ennek ellenére is jelentősen lassuló importdinamikára számítunk. A folyamat oka, hogy a tavalyi évben számos egyedi hatás befolyásolta az import alakulását: a gáztározók feltöltése és egyéb energiahordozók felhalmozása. Így a tavalyi évi magas bázis, valamint a mérsékeltbb beruházási dinamika a behozatal visszafogottabb alakulását implikálják. Ezzel szemben a bővülő fogyasztás és export következtében

megnövekedhet az ország importigénye. Mindezeket számszerűsítve, 2015-ben 6,1 százalékos importbővülést jelzünk előre. Jövőre hasonló mértékű növekedésre számítunk, mivel a beruházások visszaesését és a fogyasztási dinamika mérsékelődését ellensúlyozza az export fellendülése és a némileg erősödő árfolyam.

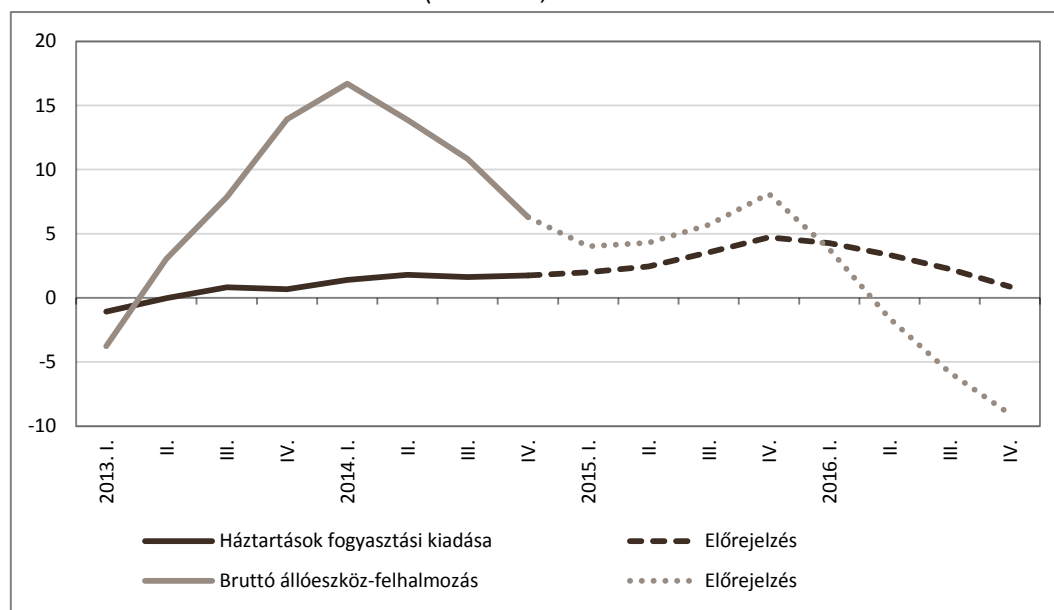
A fentiek alapján a hazai külkereskedelem áruforgalmi egyenlege a teljes előrejelzési horizonton tovább bővíthet, tekintettel arra, hogy az export dinamikája végig meghaladja a behozatalét. Az erősebb exportteljesítmény miatt így 7,2 milliárd eurót kitevő aktívumra számítunk 2015 egészében. A külkereskedelmi olló kinyílása következtében 2016-ban már a 9 milliárd eurót is megközelítheti az egyenleg. A nettó export változása így a teljes előrejelzési horizonton emeli az év/év GDP-növekedést.

A háztartások fogyasztási kiadása gyorsuló ütemben bővült a IV. negyedévben, vagyis újból a fogyasztási kedv emelkedését regisztrálhattuk. Mindez kedvező előjelnek tekinthető, ahogyan a legfrissebb kiskereskedelmi statisztikák is a fogyasztás bővülésére utalnak. A 2014. évhez képest emelkedő fogyasztási dinamika elsősorban a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének bővüléséből fakad. Az aktivitás, a foglalkoztatottság növekedése és a reálbérek emelkedése a versenyszféra folyamatai mellett gazdaságpolitikai intézkedéseknek is köszönhető: bérrendezések (tanárok és rendvédelmi dolgozók), valamint a közfoglalkoztatási program bővítése. Mindezek mellett egyedi pozitív sokkok is a fogyasztás fellendülését okozzák. A kormányzat intézkedésének következtében pont került a devizahitelek helyzetének rendezésére: a forintosítás és a bankok elszámoltatása következtében idén jelentősen emelkedik az elkölthető jövedelem. Emellett lassan véget érhet a mérlegalkalmazkodás folyamata is, valamint az óvatossági megtakarítások is csökkenhetnek. A tartósan alacsony inflációs és kamatkörnyezet, valamint az olajárak jelentős esése összességében szintén pozitívan hat a fogyasztás alakulására az alappályán.

Mindezeket figyelembe véve a 2014. évi 1,6 százalék után 2015-ben 3,2 százalékkal emelkedhet a háztartások fogyasztási kiadása. Az év folyamán erősödő dinamika oka, hogy a lakosság elkölthető pénzeszközeinek jelentősebb növekedése csak az év második felétől jelentkezik.³ 2016-ban a fogyasztási dinamika lassulása várható, elsősorban a rendkívül magas 2015. évi bázis következtében. Emellett a mérsékelt reálbér-emelkedés is szerepet játszik a folyamatban, amelyet ellensúlyozhat a már enyhén élénkülő lakossági hitelfelvétel, valamint a családi adókedvezmény várható bővítése. A fentiek fényében jövőre 2,7 százalékkal bővülő fogyasztással kalkulálunk.

³ A közfoglalkoztatás jelentős, mintegy 40 ezer fős bővítése, valamint az egyes, állami alkalmazottakat érintő bérrendezés egyaránt 2015 júliusától lépnek életbe. Továbbá a bankok elszámoltatásából fakadó visszafizetés vagy adósságleírás (törlesztőrészlet-csökkenés) is csak fokozatos ütemben megy végbe.

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



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

A közösségi fogyasztás esetében a teljes előrejelzési horizonton enyhe visszaeséssel számolunk: idén 0,3, jövőre 0,6 százalékkal csökkenhet a volumen. A közösségi fogyasztás mérséklődésének oka, hogy a természetbeni társadalmi juttatások és a kormányzati fogyasztás egyaránt zsugorodhat mindkét évben.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás növekedési üteme a tavalyi év utolsó három hónapjában rendkívüli mértékben visszaesett. A jelentős lassulás azonban meglátásunk szerint csak egy átmeneti folyamat lesz, így összességében még az idei évben is a beruházások bővülésével számolunk. Ennek oka egyrészt, hogy az NHP mellett idén elindul az NHP+ is, amelynek kifejezetten az a célja, hogy a kockázatosabb beruházásokat is támogatni tudja. Így összességében a tavalyi évi magas bázis ellenére is emelkedhet a versenyszféra bruttó állóeszköz-felhalmozása. A várhatóan alacsonyabb kamatkörnyezet szintén pozitív ösztönzőt jelenthet az előző évhez képest. Az állami szféra oldaláról sem várjuk a beruházások visszaesését. A 2015. évi költségvetésben ugyanis az uniós forráslehívás esetében az előző évi tényhez képest a tervszám 300–400 milliárd forintot kitevő többletfelhasználást jelez. A kormányzat határozott szándéka, hogy a Magyarország számára rendelkezésre álló teljes uniós forráskeretet kihasználja, mivel a 2007–2013-as tervezési időszak forrásai még ez év végéig felhasználhatóak. Amennyiben a teljes keret felhasználása megtörténik, úgy mindenképpen a bruttó állóeszköz-felhalmozás további bővülésére lehet idén számítani. Összességében tehát 2015-ben a versenyszféra némileg erősödő beruházási teljesítménye és az uniós forrásból finanszírozott állami fejlesztések további emelkedése miatt 5,5 százalékos beruházásbővülésre számítunk.

A jövő évre vonatkozó beruházási dinamikára a versenyszféra oldaláról érdemi hatást gyakorolhat, hogy a jelenlegi szabályozás szerint az NHP és az NHP+ programok esetében a lehívásra rendelkezésre álló idő 2016. június 30-án lezárul. Emellett negatív hatást gyakorolhat a magas bázis és az emelkedő kamatkörnyezet is, amelyet némiképp ellensúlyozhat a növekvő hitelezési kedv. Az állami beruházási teljesítmény esetében jelentős törést okozhat a felgyorsított uniós lehívások okozta idei évi magas bázis, valamint az, hogy 2016-ban már csak az új uniós tervezési időszakra (2014–2020) rendelkezésre álló források biztosítottak, vagyis megszűnik az idén még tapasztalható szimultán forráslehívás lehetősége. Mindezek következtében a nemzetgazdasági beruházások 3,2 százalékos visszaesését prognosztizáljuk 2016-ban. Mivel a beruházások idén még meghaladják a GDP-növekedést, így a beruházási ráta emelkedésére számítunk, ám a jövő évi megtorpanás a mutató csökkenését okozza. Így 2015-ben 22, jövőre 21 százalékos lehet a beruházási ráta.

A GDP 2014 IV. negyedében mutatott, dinamikus – a fogyasztás és a nettó export vezérelte – erősödő növekedése pozitív meglepetést okozott. A fentebb tárgyalt részfolyamatok és a magas bázis azonban a növekedési ütem enyhe lassulását vetítik előre 2015-ben. A növekedés elsődleges motorja idén a háztartások fogyasztási kiadása lehet. Ugyanakkor kiegyensúlyozott növekedési szerkezetre, vagyis a belső és külső forrásokra egyaránt támaszkodó gazdasági teljesítményre számítunk. A bruttó hazai termék 3,1 százalékos növekedését várjuk.

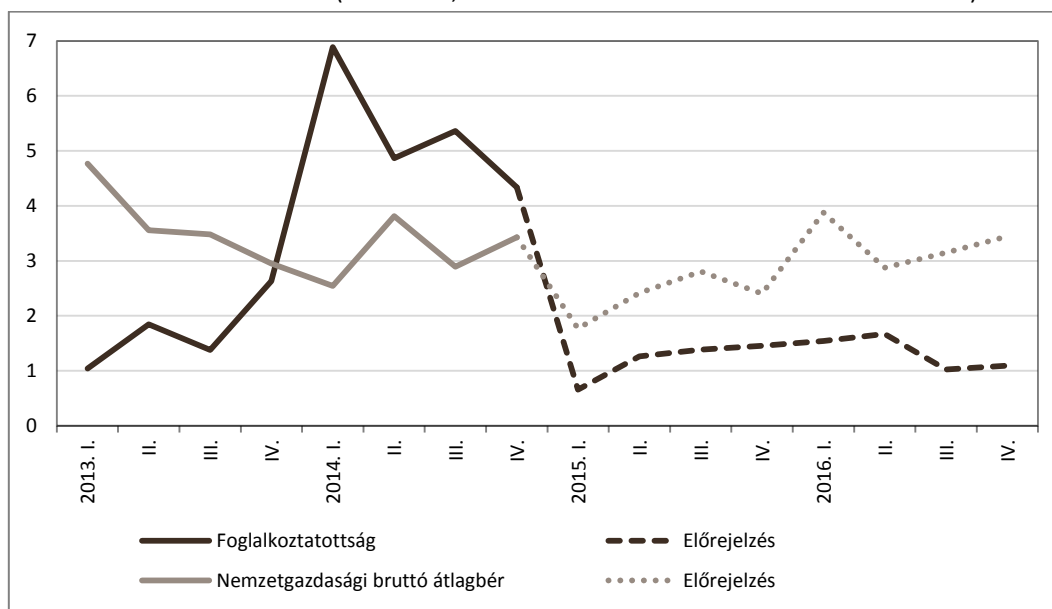
A jövő évi gazdasági kilátások némileg kedvezőtlenebb képet festenek a 2014–2015. évi folyamatokhoz képest. Bár a fellendülő külső konjunktúra és az emelkedő külkereskedelmi aktívum jelentősen segíti a GDP-növekedést, ez nem tudja teljes egészében kiváltani a belső felhasználás bővülésének várható lassulását. A technikai hatás a fogyasztás és a beruházás dinamikáját egyaránt visszaveti, sőt utóbbi esetében a visszaesés mérsékli is az év/év GDP-növekedés ütemét. Várakozásunk szerint jövőre a belső felhasználás így is pozitívan járul hozzá a növekedéshez, de annak elsődleges hajtóereje a külgazdasági teljesítmény lesz. A magyar gazdaság növekedési üteme 2016-ban 2,4 százalékos lehet. Összességében azonban így is a potenciális szintje felett teljesíthet a magyar gazdaság, vagyis a 2015-ben záródó kibocsátási rés 2016-ban enyhén pozitív lehet.

A munkaerő-piaci folyamatokra vonatkozó előrejelzésünket elsősorban a várakozásunk szerint tartósan kedvező makrogazdasági környezet befolyásolta. A 2015. évi aktívabb kormányzati foglalkoztatáspolitikai (közfoglalkoztatotti létszám emelése, a Munkahelyvédelmi Akció folytatása) és a versenyszféra növekvő munkakereslete ösztönzi a munkaerőpiacra belépőket, így az aktivitás 2016 végéig folyamatosan emelkedik. Az aktívak száma az elkövetkező két évben akár 60 ezer fővel is emelkedhet, így már 2016 elején meghaladhatja a 4,5 millió főt.

A foglalkoztatottak száma az előrejelzési horizont végéig várakozásunk szerint 110 ezer fővel is emelkedhet, 2015-ben 1,2, míg 2016-ban 1,3 százalékos bővülést prognosztizálunk. Ennek

köszönhetően 2016 IV. negyedévében több mint 4,2 millió fő dolgozhat majd valamilyen formában. A bővülésben közel azonos szerep jut a magánszektornak és az állami szférának, ugyanis mindkettő esetében a foglalkoztatotti létszám megközelítőleg azonos mértékű emelkedése várható.

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



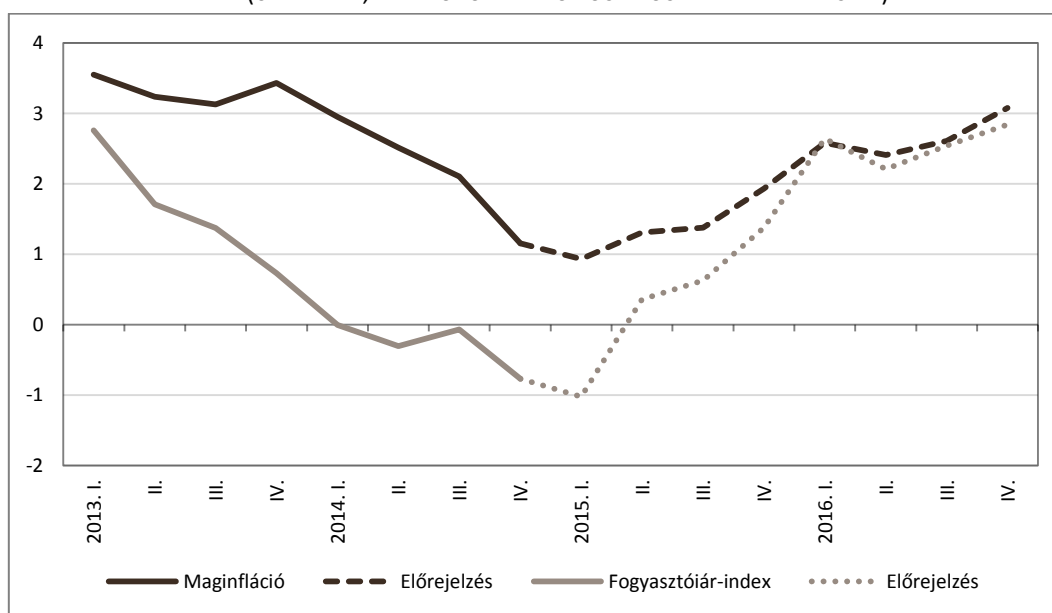
* Szezonálisan kiigazított adatokból számított indexek. Forrás: KSH, Századvég-számítás

A javuló munkaerő-piaci helyzet a munkanélküliségi rátában is megnyilvánul: a foglalkoztatottak számának az aktívakét meghaladó bővülése következtében több mint 1 százalékponttal csökken a mutató tavaly év végétől 2016 IV. negyedévéig. A ráta mérséklődése többnyire egyenletesen alakul, nagyobb mértékű csökkenés egyedül 2015 őszi várható, amikor a bővülő közfoglalkoztatásnak köszönhetően az állástalanok aránya 0,5 százalékponttal esik vissza. Mindezek figyelembevételével a munkanélküliek aránya 2015-ben átlagosan 7,4, míg 2016-ban 6,8 százalék körül alakul.

A bérek alakulására vonatkozó előrejelzésünket nagyban befolyásolta az árfolyamatok várható alakulása. A 2015-re prognosztizált alacsony infláció önmagában csökkenti a bérek növekedési ütemét, amelyek várakozásunk szerint idén 2,3 százalékkal nőnek. A reálértéken számított keresetbővülés így is 2 százalék körül alakul 2015-ben. Ugyanakkor az azt követő évben a reálbérek növekedési üteme jelentősen, 0,8 százalékra mérséklődik, ami a közfoglalkoztatás bővülésének és az állami bérek lassú emelkedésének tulajdonítható. A nettó reálbérek a családi adókedvezmény kiterjesztésének következtében ennél nagyobb ütemben növekedhetnek. A bruttó reálbérek növekedése az előrejelzési horizonton elmarad a GDP növekedési ütemétől, ami azt jelzi, hogy a munkavállalók alkuereje az egyre feszesebb munkaerőpiac ellenére gyenge marad 2015–2016-ban.

A maginfláció alakulására vonatkozó várakozásunkat elsősorban negatív impulzusok befolyásolták az idei év tekintetében. A globálisan alacsony inflációs folyamatok (importált infláció) és a maginfláción kívüli tételeknél mutatkozó negatív ársokkok másodkörös hatásai (pl. feldolgozott élelmiszerek árcsökkenése) 2015-ben összességében még nyomott maginflációt eredményeznek. Várakozásunk szerint a szűrt inflációs ráta az idei I. negyedévben érheti el mélypontját, ezt követően egy trendszerű emelkedés kezdődik. Annak ellenére is alacsony maradhat a maginfláció idén, hogy a kibocsátási rés a legfrissebb becslésünk szerint egyre szűkül, sőt idén már bezárulhat. Azonban ennek 2015 folyamán még nem lesz érdemi árfelhajtó hatása, melynek okát az alacsony szinten stabilizálódó inflációs várakozásokban és a globálisan is nyomott árfolyamatokban látjuk. Jövőre a maginflációs mutató a célszint közelébe emelkedik, a korábbi sokkok bázisba kerülése, a nemzetközi szinten erősödő árnyomás és a keresleti oldali infláció lassú erősödése nyomán. Összességében idén 1,4, míg jövőre 2,7 százalék lehet a maginflációs mutató.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az éves bázisú fogyasztóiár-index a legfrissebb előrejelzésünk szerint a teljes előrejelzési horizonton a maginflációs mutató alatt tartózkodik. A maginfláción kívüli termékek árai tehát idén és jövőre is visszafogottan alakulhatnak. A 2015. évi inflációt az emelkedő maginfláció mellett az éves szinten jelentős mértékű olajáresés, valamint a közműdíjak csökkentése befolyásolja. Emellett árleszorító hatást generál a mezőgazdasági termékek esetében várt árcsökkenés, összhangban az orosz embargó fennmaradásával. Ehhez hozzájárul továbbá az EKB monetáris lazítása, mely az importált inflációt mérsékelheti az árfolyamon keresztül. A fentieket figyelembe véve a 2015. évre várt fogyasztóiár-index növekedése 0,3 százalék lehet. Jövőre az olajárak emelkedése már árfelhajtó hatással bír, továbbá a mezőgazdasági

termelői árak is emelkedhetnek. A rezsicsökkentés bázisba kerülése szintén inflációt gerjesztő folyamat. A fentiek következtében 2016-ban gyorsuló ütemű, az év végére a jegybanki célszintet megközelítő, éves átlagban 2,6 százalékos inflációt várunk.

Meglátásunk szerint a globálisan és a hazai gazdaságban fennmaradó, nyomott inflációs környezet, a gazdaság ciklikus pozíciója, az alacsony inflációs várakozások és hazánk kedvező pénzügyi megítélése a monetáris lazítás irányába mutatnak. Ezt erősíti a világszerte egyre támogatóbb monetáris politika: az EKB kötvényvásárlási programjának elindítása, a japán lazítás, továbbá a Lengyel Nemzeti Bank kamatvágása. Mindezeket szem előtt tartva várakozásunk szerint idén márciustól több lépésben, 1,5 százalékra mérsékelheti a Monetáris Tanács a magyar jegybanki alapkamatot. A rendkívül alacsony kamatszint kitarthat az év végéig, azonban 2016-ban a jegybank már megkezdheti a kamatemelési ciklust, mivel a monetáris politika számára releváns időhorizonton érdemi inflációs nyomás keletkezik a gazdaságban. A szigorítás hatására 2016 végére a hosszú távú egyensúlyi szint közelében, 3 százalékon állhat az irányadó ráta.

A külső és belső egyensúlyi helyzet értékelése, várható alakulása

Magyarország befektetői megítélése javult az elmúlt hónapokban. Az S&P egy fokozattal feljebb minősítette hazánk államadósságának besorolását. A Fed nem változtatott monetáris kondícióin. Az EKB januári döntése értelmében az államkötvényekre is kiterjedő havi 60 milliárd eurós vásárlásra a piacok március 9-től számíthatnak, így globálisan nő a likviditásbőség. A másodpiaci hozamgörbe rövid vége – december elejéhez képest – stagnált, míg a hosszú vége markánsan lefelé módosult, így laposabbá vált. A likviditásbőség hatására a hozamgörbe rövid végén a hozamok jelentősen alulmúlják a jegybanki alapkamatot, ami egyben további kamatvágási várakozásokat is jelent, ugyanakkor a piaci szereplők egyre inkább választják az egy évnél hosszabb lejáratokat, ami az ország kockázati megítélésének javulását jelzi. A jegybanki devizatartalék 35 milliárd euró körüli értékre csökkent.

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege 2014 IV. negyedévében az előző negyedévhez képest markánsan nőtt. A jövedelemkiáramlás mértéke kismértékben emelkedett, míg az EU-transzferek beáramlása jelentősen bővült negyedéves bázison. Összességében az ország nettó finanszírozási képessége javult az előző negyedévhez képest: 8,3-ról 10 százalékra emelkedett a GDP-arányos mutató. Külső pozíciókra vonatkozó előrejelzésünkben idén és jövőre is a reálgazdasági aktívum szerepének jelentősebb növekedését várjuk a nettó finanszírozási képesség alakulásában. Negatív irányban hat a jövedelmi hiány fejlődése, amit ellensúlyoz az EU-transzferek beáramlása, de utóbbi volumene 2016-ban már csökken. A 2015. évre 8,5, míg 2016-ban 8,0 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk.

Az idén a tervezett felett realizálódhatnak a gazdálkodói befizetések és a fogyasztási típusú adók, kockázatot látunk ugyanakkor a járulékbefizetések teljesülésében. Kiadási oldalon a tavalyi évhez hasonlóan a tovább gyorsuló EU-s támogatási kifizetések nyomán jelentősen felülteljesülhetnek a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai, és ismét az előirányzatnál kedvezőbben alakulhatnak a szociálpolitikai kiadások, valamint a kamategyenleg. Összességében a kormányzati tervekkel egyező, a GDP 2,4 százalékát kitevő deficittel számolunk. Ugyanakkor egyes, az egyenleget negatívan befolyásoló kockázatok némiképp árnyalják a kilátásokat. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében a tavalyi 2 százalékpont feletti csökkenést követően idén 1,4 százalékpont körüli javulást várunk. Így a jelenleg hatályos államadósság-szabály várakozásunk szerint teljesül.

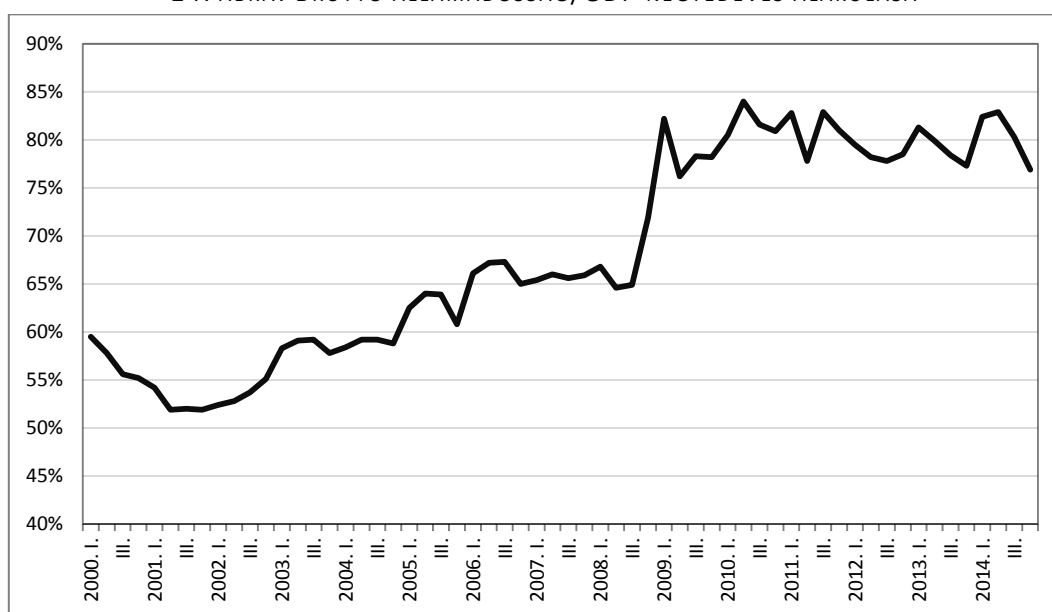
2016-ban az egységes, 10 százalékos társaságiadó-kulcs várható bevezetésével, valamint a bankadó mértékének csökkentésével számolva is jelentősen bővülnek az adó- és járulékbefizetések. Ennek hátterében a jövőre is dinamikus növekvő gazdaság, valamint a fogyasztási kiadás markáns nominális bővülése húzódik meg. Számottevően javítja a hiánnyal kapcsolatos kilátásokat, hogy a 2007–2013-as tervezési ciklushoz kapcsolódó EU-s projektek 2015-ben kifutnak. A csökkenő hazai költségvetési társfinanszírozásnak betudhatóan a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai több mint 400 milliárd forinttal eshetnek vissza jövőre. A fentiek, valamint a javuló gazdasági kilátások a kormányzat által tavaly októberben vártnál

0,2 százalékponttal alacsonyabb, 1,9 százalék körüli államháztartási deficitet eredményezhetnek. A változatlan és a piaci árfolyamon számolt államadósság egyaránt közel 2 százalékponttal csökkenhet, így az Alaptörvényben foglalt, valamint az EU egyhuzados szabálya szerinti adósságkritérium egyaránt teljesülhet. A stabilitási törvényben szereplő adósságképlet ugyanakkor a GDP mintegy 0,9 százalékát kitevő egyensúlyjavító intézkedést követelne meg, ezért az adósság szabály módosítása vagy hatályon kívül helyezése elkerülhetlenné válik.

Javult Magyarország kockázati megítélése

Az idei év negyedik negyedében az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 24 521 milliárd forint volt, ami a GDP 76,9 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 77,3 és a szeptemberi 80,3 százalék után. Az adósságot 739 milliárd forint nettó hiteltörlesztés csökkentette, míg 142 milliárd forint árfolyamveszteség növelte a negyedik negyedévben. 2 milliárd euró adósságot törlesztett Magyarország október végén az Európai Uniótól 2008 őszén felvett hitelből. A kifizetés után az Európai Unió felé már alig 1,5 milliárd euró tartozás maradt, ami a hitelmegállapodás szerint 2016 második negyedében lesz esedékes. Ezenfelül az adósságállomány forintban kimutatott értékének növekedését magyarázza a 2013. év végi 296,91 HUF/EUR árfolyamtól 2014. december végén jelentősen gyengébb devizaárfolyam (314,89 HUF/EUR) is.

24. ÁBRA: BRUTTÓ ÁLLAMADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

Véleményünk szerint elsősorban az EKB mennyiségi lazításának hatására a forint árfolyama tartósan viszonylag stabil maradhat, így a csökkenő devizaarány mellett az adósságráta jelentősebb csökkenését várjuk jövő év végére.

A Moody's változatlanul hagyta Magyarország államadósságának besorolását március elején, míg a Standard and Poor's egy fokozattal feljebb, „BB+”-ra minősítette azt. Ennek

következtében mindhárom nagy nemzetközi hitelminősítőnél a befektetési kategória alatt egy fokozattal, a „bóvli” kategória legfelső szintjén található a hazai állampapírok besorolása. Továbbra is a legfőbb kritika és a további felminősítés akadályá lehet a nominálisan és régiós összevetésben is magas államadósság/GDP ráta és a magas külső tartozásállomány. A következő fontosabb esemény a hitelminősítői piacon a Fitch május 22-ei értékelése lesz.

A Fed nem változtatott monetáris politikáján. Az EKB 2015. január 22-én jelentette be monetáris lazítási programját, és 2015. március 9-én kezdte meg az állampapír-vásárlásokat. Ennek értelmében az intézet havi 60 milliárd euró értékben vásárol állampapírokat 2016 szeptemberéig. A globális likviditásbőség így tovább növekszik, hiszen a Bank of Japan évi 80 ezer milliárd jenre bővítette eszközvásárlásait.

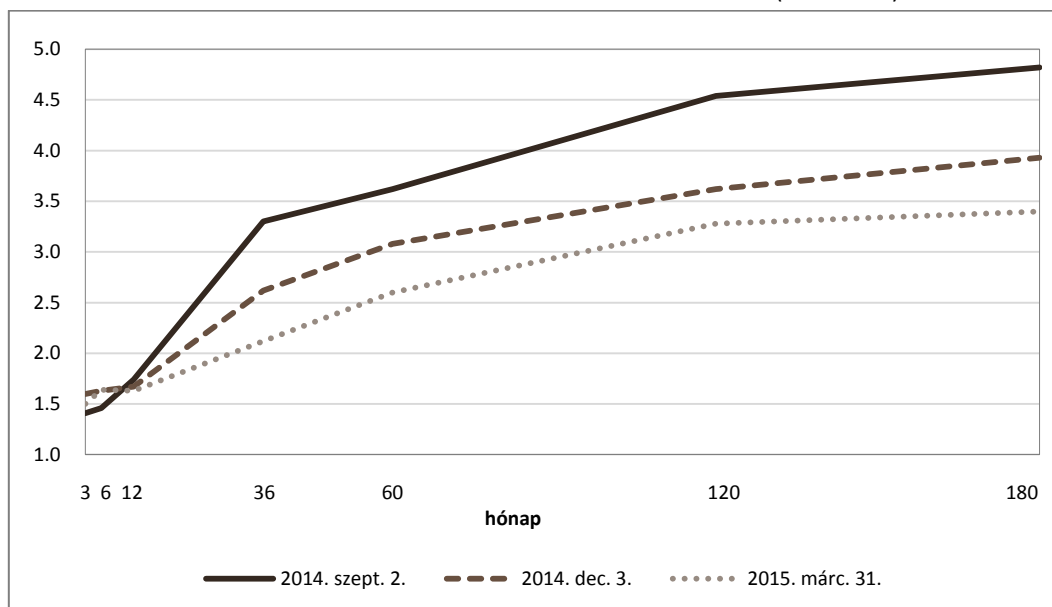
Az 5 éves magyar CDS értéke 164 bázispontos december eleji értékéről 136 bázispontra csökkent 2015. március végére. Lengyelországban és Csehországban alacsonyabb bázisról alig változott a CDS a vizsgált időszakban. A forint árfolyama az euróval szemben erősödött az elmúlt hónapok folyamán, míg egy svájci frankért és egy dollárért több forintot kellett adni: egy euró 299, egy svájci frank 286, míg egy dollár 279 forintba került március végén; utóbbi két érték a historikus csúcs közelében áll. A forint svájci frank árfolyama azért gyengült ilyen mértékben, mert a Svájci Nemzeti Bank 2015. január 15-én feloldotta a korábban 1,2 CHF/EUR árfolyamküszöböt. Kitekintve a régióra a cseh korona 0,3, míg a lengyel zloty árfolyama 2,1 százalékot erősödött az euróval szemben a vizsgált időszakban.

Az állampapír-piaci aukciókon elért hozamok a futamidő függvényében különbözőképpen alakultak. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében 4 bázisponttal nőttek, míg az egyévesnél 3 bázisponttal csökkentek a hozamok. Továbbá az államkötvények (3–10 éves lejárat) esetében 18–35 bázispont közötti, markáns csökkenés volt megfigyelhető. Mind a diszkontkincstárjegyek, mind az állampapírok kibocsátása során előfordult olyan eset, amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben csak hat alkalommal (3-3 alkalommal diszkontkincstárjegy-aukciónál és az állampapírok kibocsátásánál), összességében azonban mindkét értékpapírcsoportban markáns többletkibocsátás mutatkozott a december–február időszakban.

A másodpiaci hozamgörbe december elejéhez képest március végére jelentősen módosult. A jegybanki alapkamat 15 bázisponttal, 1,95 százalékra csökkent. A kedvező hazai pénzügyi hangulat miatt a piaci szereplők egy része hosszította portfóliójának átlagos hátralévő futamidejét, ezért a hozamok a hozamgörbe rövid végén szinte változatlanok maradtak, míg jelentősen csökkentek a hosszú végén, ezáltal a hozamgörbe laposabbá vált. Továbbá a hozamgörbe hosszú végének csökkenő hozamaihoz hozzájárult, hogy nemzetközi összehasonlításban még magasabbak a magyar hozamok, és egy kamatvágás egyértelműen a hosszú papírok árfolyamait emeli meg nagyobb mértékben. A hozamgörbe rövid végén 4–10 bázispont között csökkentek a hozamok. A hosszabb futamidők esetében 34 és 53 bázispont közé tehető a hozamesés. Az, hogy a hozamgörbe rövid vége a márciusi

kamatvágás óta eltelt időszakban is az alapkamat szintje alatt maradt (32–45 bázisponttal), a nagy likviditásbőségnek tudható be, és annak, hogy a piaci szereplők a hazai jegybank döntésére mint egy újabb kamatvágási ciklus első lépésére tekintenek.

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



Forrás: ÁKK Zrt.

A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők körében. 2015. február végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 2490 milliárd forintra emelkedett. Az államadósság devizaaránya tovább csökkent, az október végi 39 százalék után 2015. február végén 35 százaléknak felelt meg, és eleget tesz a 2015. évi finanszírozási tervben meghatározott 40 százalékos (szemben a 2014. évi 45 százalékos) maximumnak.

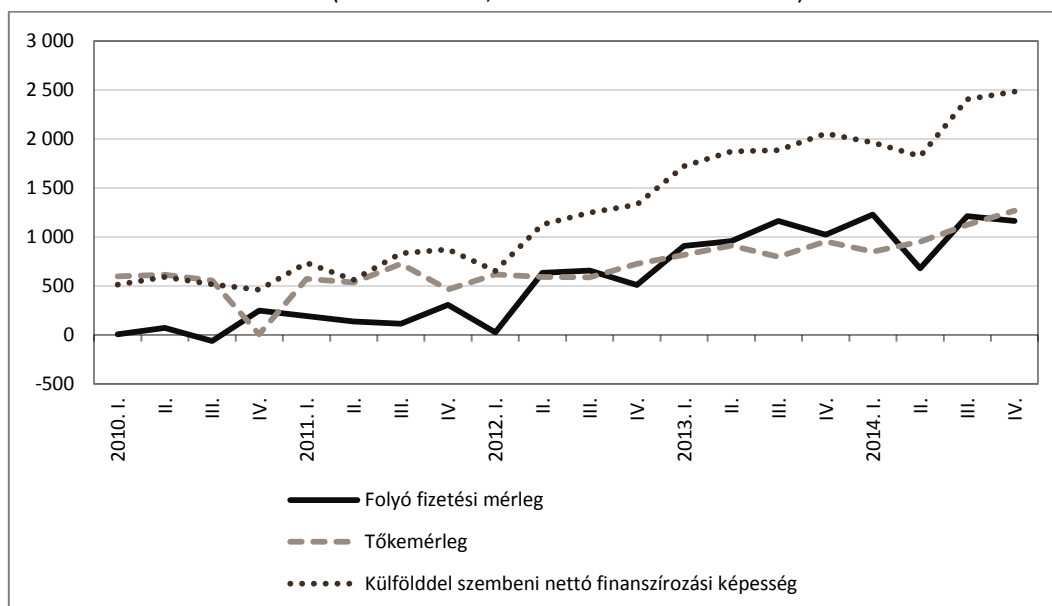
Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2014. szeptember vége óta az MNB devizatartalékai kismértékben csökkentek, és december végén 34 578 millió eurót tettek ki. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz jegybanki tartalékai (markánsan) magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei, ezen a forintosítás keretében a bankrendszernek felajánlott közel 8 milliárd euró sem változtat. Egyrészt az összeg egy része csak elnyújtva csökkenti a devizatartalékokat (előreláthatólag 3 év alatt), másrészt az EU-transzferek növelik azt, harmadrészt pedig a mutató nevezője – a rövid lejáratú külföldi adósság – 20,9 milliárd eurót tesz ki. Az 1,65-os ráta nagy mozgásteret enged a jegybank számára tartalékainak esetleges későbbi óvatos csökkentésére.

Javult a külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség

A folyó fizetési mérleg szezonálisan kiigazított egyenlege 2014 IV. negyedévében összesen 48 millióval, 1163 millió euróra nőtt az előző negyedévhez képest. A növekedés egyrészt az áruforgalom egyenlegének bővülésével magyarázható. Az áruforgalom többletének szezonálisan kiigazított növekedése (59 millió euró) az importnál (81 millió euró) nagyobb mértékben növekedő export (132 millió euró) eredményeképpen alakult ki. Másrészt a szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege is pozitív irányba változott: összesen 51 millióval, 1324 millió euróra nőtt. Az elsődleges jövedelmek negatív egyenlege 38 millióval, 622 millió euróra zsugorodott, míg a másodlagos jövedelmek negatív egyenlege 135 millióval, 259 millió euróra bővült. A tőkemérleg egyenlege a 143 milliós növekedés hatására 1268 millió euróra emelkedett.

Az EU-transzferek beáramlásának szezonálisan kiigazított értékéről az MNB nem közöl adatot, így csak a nyers adatot vizsgálhatjuk. Összesen 2412 millió euró volt az Európai Unióval szembeni egyenleg 2014 IV. negyedévében, amely egyenleg az elsődleges, a másodlagos jövedelmek és a tőkemérleg EU-val szembeni egyenlegeiből állítható össze. 2014 III. negyedévének nyers adata 1418 millió eurót tett ki. A folyó és tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség 2878 millió euróra nőtt, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 2484 millió eurót tett ki, ami a negyedéves GDP 10 százaléka.

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



Forrás: MNB

A legnagyobb FDI-beáramlás Magyarországra Németországból valósult meg 2014 IV. negyedévében, 1083 millió euró értékben, a második Franciaország (680 millió euró) és a

harmadik legnagyobb európai ország Hollandia (367 millió euró) előtt. Az amerikai kontinensen a tőke elsősorban az észak-amerikai országokból érkezett az előző negyedévek negatív tőkeáramlásai után, az USA-ból, továbbá Kanadából. Az „FDI külföldön” egyenlege 757 millió eurót tett ki, ezért a nettó FDI-beáramlás mértéke a negyedik negyedévben kiemelkedően magas, 1420 millió euró volt. Az ágazati bontást vizsgálva a legnagyobb a hozzájárulása a feldolgozóiparnak (1773 millió euró), a pénzügyi, biztosítási tevékenységnek (686 millió euró) és az információ és kommunikációnak (548 millió euró) volt.

1. táblázat: A Közvetlen tőkebefektetések Magyarországon tranzakciók régióbontásban, egyenleg (SCV vállalatok és átfolyó tőke nélkül, millió euró)

A befektetés régiója	2014. I.	2014. II.	2014. III.	2014. IV.
Európa	134,0	-1137,2	425,0	1775,3
Amerika	118,4	-418,2	216,0	372,5
Ázsia	133,9	45,8	264,6	5,1
Afrika	318,6	45,3	8,1	-1,3
Ausztrália és Óceánia	-19,1	33,7	-23,5	-0,8
Nem azonosított	19,0	-171,4	23,0	26,3
Összesen	704,8	-1602,0	913,1	2177,0

Forrás: MNB

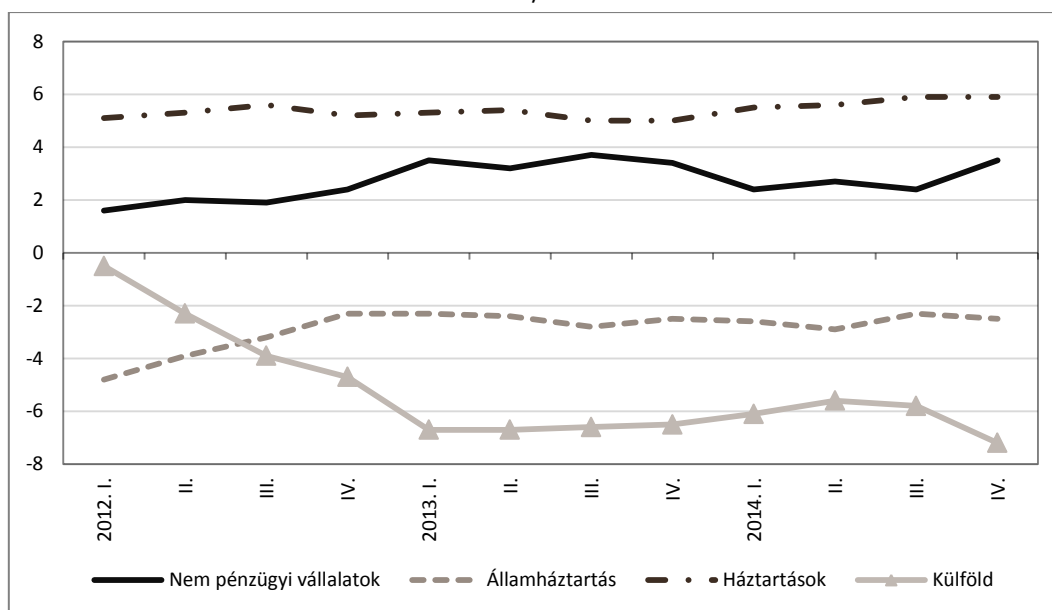
Az előző negyedéves tendenciával megegyezően a nemzetgazdaság bruttó adósságállománya csökkent. 2014 IV. negyedévének végére 86,6 milliárd eurónak felelt meg ez a mutató, ami 2,2 milliárd euróval (döntően az EU-tól felvett hitel törlesztése) alacsonyabb az előző negyedévi adatnál. Ha az előző év negyedik negyedéves adatával vetjük össze, akkor 2,7 milliárd eurós csökkenés figyelhető meg.

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 7,2 százalékát tette ki a 2014 negyedik negyedévével záruló elmúlt egy évben, ami 1,4 százalékpontos növekedést jelent a 2014 harmadik negyedévével záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2014 október–decemberében az államháztartás finanszírozási igénye 0,2 százalékponttal, a GDP 2,5 százalékára nőtt, miközben a háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 5,9 százalékon stagnált, és a vállalatok pénzügyi megtakarítása 1,1 százalékponttal, a GDP 3,5 százalékára nőtt.

2014 IV. negyedévében a háztartások készpénz- és folyószámla-állománya emelkedett. Ezenfelül a tárgyidőszakban megfigyelhető a háztartások külföldi eszközökbe történő befektetései növekedése, valamint a hosszú lejáratú állampapírok és a nem pénzügyi befektetési jegyek tranzakcióból eredő állománynövekedése. A háztartások pénzügyi eszközei közül csökkenés volt tapasztalható a rövid lejáratú értékpapírok, a pénzügyi befektetési jegyek és az egyéb követelések esetében. A kötelezettségeket tekintve a háztartási devizahitel-törlesztés tovább folytatódott, azonban a korábbi negyedévekben tapasztalt élénkülő forinthitel-felvétel megállt. Az eszközöket tekintve a külföldiek

folyószámlabetétekbe, hosszú lejáratú értékpapírokba és hazai tulajdonú vállalatok részvényeibe fektettek be, valamint jelentős mértékben nyújtottak hazai szereplőknek rövid lejáratú hiteleket. Ugyanakkor nagy arányban csökkent a hosszú lejáratú hitelek és az egyéb követelések állománya, döntően a központi kormányzat hitel-visszafizetése és az európai uniós támogatások felhasználása következtében. A külföldiek a kötelezettségeik közül a folyószámlabetétek, a rövid lejáratú értékpapírok, valamint a tulajdonosi és egyéb tartozások állományát növelték. Csökkenés mutatkozott az egyéb betétek és a hosszú lejáratú értékpapírok esetében.

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



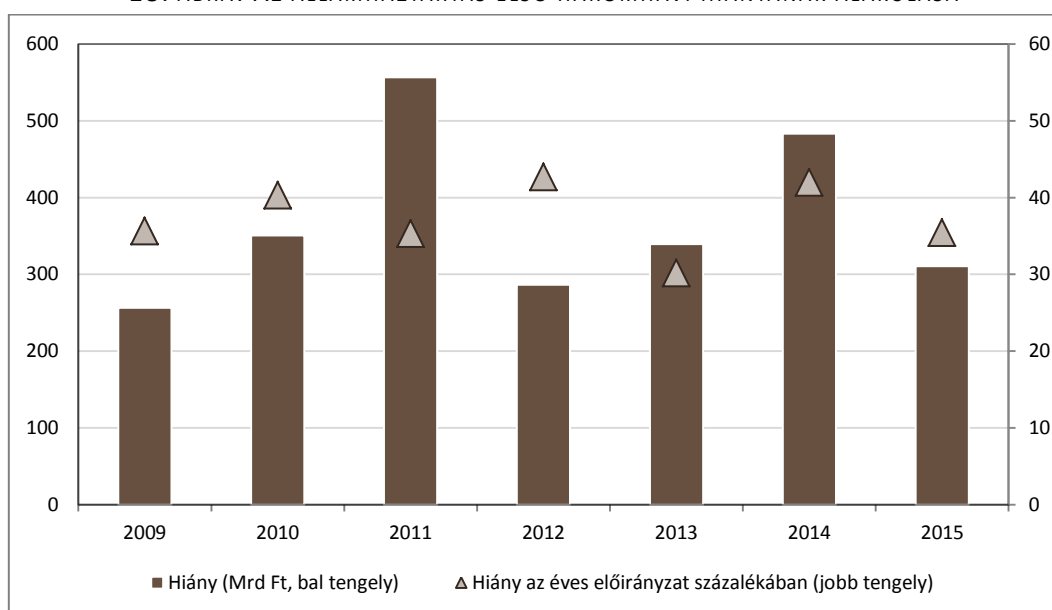
Forrás: MNB

Legfrissebb előrejelzésünk szerint növekedést várunk mind az export, mind az import volumenét tekintve, de idén és jövőre is előbbi üteme magasabban alakul az importénál. Ebből fakadóan 2015–2016-ban trendszerűen nő a reálgazdaság pozitív hozzájárulása a nettó finanszírozási képességhez. A jövedelemkiáramlás a tartósan kedvező hazai gazdasági kilátásokkal és a külföldi vállalatok profitabilitásának javulásával összhangban erős marad az előrejelzési horizonton. 2015-ben még magas szintű EU-transzferekkel, jövőre ennél kisebb mértékű forrásbeáramlással számolunk. 2015-ben a reálgazdaság és az EU-transzferek beáramlása okozza a nettó finanszírozási képesség erősödését, míg 2016-ra a nettó export pozitív hatásának erősödése nem tudja ellensúlyozni az EU-transzferek várt visszaesését. Mindezen hatások eredményeként a 2015. évre 8,5 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk, míg a mutató 2016-ban 8 százalékra süllyedhet.

A kormányzati várakozással egyezően alakulhat a 2015. évi hiány

Az év első két hónapját a központi alrendszer 310,7 milliárd forintos hiánnyal zárta; ezen belül a központi költségvetésben 379,8 milliárd forintos deficit, míg a társadalombiztosítási alapoknál 24,8 milliárd forintos, az elkülönített állami pénzalapoknál pedig 44,3 milliárd forintos többlet keletkezett. A január–februári hiány az éves előirányzat 35,4 százalékát érte el, ami lényegesen alacsonyabb, mint az előző év azonos időszakában, de az elmúlt években is jellemzően ennél magasabb deficit mellett teljesültek a központi alrendszer első két havi bevételei és kiadásai. A szaktárca indoklása szerint a tavalyinál kedvezőbb egyenlegben meghatározó szerepet játszott az önkormányzatok tavalyi adósságkonszolidációja, melynek során tavaly februárban 68,1 milliárd forint törlesztési célú támogatást fizetett ki a Kormány.

28. ÁBRA: AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS ELSŐ HÁROMHAVI HIÁNYÁNAK ALAKULÁSA



Forrás: MÁK, NGM

Részletes adatok csak februárra vonatkozóan állnak rendelkezésre: az egyenleget pozitívan befolyásoló tényezők között elsősorban az adó- és járulékbévételek (pl.: jövedéki adó, szja, járulékok) növekedését, valamint a jelentősen javuló kamategyenleget kell megemlíteni. A tavalyinál kedvezőbb egyenlegben meghatározó szerepet játszott továbbá az önkormányzatok tavalyi adósságkonszolidációja: tavaly februárban 68,1 milliárd forint törlesztési célú támogatást fizetett ki a Kormány. Kiadási oldalon az uniós forrásfelhasználás hatékonyságjavításának, valamint a tavalyinál lassabban befolyó, Európai Uniótól érkező támogatásoknak köszönhetően a fejezeti kezelésű előirányzatok uniós nettó kiadásai több mint 100 milliárd forinttal megugrottak az egy évvel korábbiakhoz képest. Tekintve, hogy az első pár hónap adataiból messzemenő következtetéseket nem lehet levonni, ráadásul az elmúlt évekhez hasonlóan a kiadások és bevételek teljesülésének időben eltérő eloszlása miatt a hiány nagyságának lefutása idén sem időarányos, éves prognózisunkat a 2014. évi tényadatokra, valamint az aktualizált makrogazdasági modellünkre építve készítettük el.

A bevételek terven felül alakulhatnak

A gazdálkodói szervek befizetései mintegy 60–65 milliárd forinttal felülteljesülhetnek, elsősorban az előirányzatnál magasabb társaságiadó-bevételeknek köszönhetően. Azzal számolunk, hogy a dinamikus gazdasági növekedés vállalati profitokban is visszatükröződik annak ellenére, hogy a bővülő adókedvezmények, valamint a banki elszámoltatásból fakadó visszaigénylések negatívan hatnak az adóbevételekre. A kisadózók tételes adójának (kata) tervezett értékét – jóllehet egyre kisebb bevételt vár a szaktárca – az előző évekhez hasonlóan továbbra is felülbecsültnek gondoljuk. Várakozásaink szerint azonban az itt kieső mintegy 10 milliárd forintnyi bevételt kompenzálja majd az evánál realizálódó mintegy 15–20 milliárd forintnyi többlet. Összességében a tavaly decemberihez képest kismértékben emelkedett a prognózisunk, aminek hátterében a bázisként szolgáló, a korábbi várakozásnál magasabb tavalyi tényadatok, valamint a kedvezőbb konjunkturális kilátások húzódnak meg. Előrejelzésünk alapján az – elektronikus útdíjból származó bevételeket, hulladéklerakási járulékot, karkedvezmény-biztosítási járulékot, rehabilitációs hozzájárulásból, környezetvédelmi termékdíjakból és különféle bírságokból származó bevételeket is magában foglaló – egyéb központosított bevételek terén is megközelítőleg 20 milliárd forinttal a kormányzati tervek felett alakulhatnak a befizetések.

A fogyasztáshoz kapcsolt adók tekintetében az októberi kormányzati várakozásokhoz képest mintegy 75 milliárd forinttal optimistább az előrejelzésünk. Az őszi terveket mintegy 95 milliárd forinttal felülmúló tavalyi áfabevételek bázisba épülése nyomán annak ellenére javultak az áfabevételi várakozásaink,⁴ hogy az inflációs előrejelzésünket 1,3 százalékponttal lefelé korrigáltuk, a vasárnapi nyitva tartást érintő szabályozás életbelépésének⁵ esetlegesen a kereskedelmi forgalomra gyakorolt hatása pedig lefelé mutató kockázatot hordoz magában. A fogyasztáshoz kapcsolt adók várhatóan előirányzaton felüli teljesülését döntően a törvényi előirányzatnál mintegy 40 milliárd forinttal magasabb jövedékiadó-bevételek magyarázzák. A jövedéki adót érintő többletbevétel okai között elsősorban az alacsony üzemanyagárak nyomán emelkedő üzemanyag-fogyasztás adóvonzatát⁶, valamint szintén a költségvetési tervezéskor vártnál kedvezőbb tavalyi évi tényadatot szükséges megemlíteni.

A lakossági befizetéseknél kismértékben romlottak a kilátások, ami alapvetően a decemberinél több mint 1 százalékponttal alacsonyabb bruttó bérprognózisunkkal hozható összefüggésbe⁷, így az előirányzatot csak minimálisan meghaladó összeg folyhat be⁸. A járulékok terén ugyanakkor továbbra is azt prognosztizáljuk, hogy a bevételek elmaradhatnak az éves előirányzattól.

⁴ Az áfa soron mintegy 25 milliárd forintos többlettel számolunk.

⁵ A vasárnapi munkavégzés tilalmáról szóló 2014. évi CII. törvény.

⁶ Ennek első jelei már januárban megmutakoztak, amikor az egy évvel korábbiaknál több mint 5 milliárd forinttal több jövedéki adó folyt be az üzemanyagokból.

⁷ Az idei bérdinamikát lefelé nyomhatják a meglehetősen alacsony inflációs várakozások.

⁸ Szemben a decemberben várt 55 milliárd forintos felülteljesüléssel.

A központi költségvetés egyéb bevételei⁹ akár 55–60 milliárd forinttal is az előirányzat felett teljesülhetnek, jóllehet némi bizonytalanság övezi a 169 milliárd forint értékűre tervezett vagyonértékesítést, melynek részleteit egyelőre homály fedi. A tranzakcióval kapcsolatos, több helyen megnyilvánuló erős kormányzati elkötelezettség alapján ez a várhatóan realizálódó bevétel több mint ellensúlyozhatja a tavalyi frekvenciaértékesítésekből befolyt összeg kiesését.¹⁰

A kiadások is meghaladhatják a tervezettet

A legnagyobb kiadási tételnek számító költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai¹¹ várakozásaink szerint akár 160 milliárd forinttal az előirányzat felett alakulhatnak. Az idén még tovább növekvő európai uniós támogatások miatt a hazai költségvetési társfinanszírozási rész egyidejű megemelkedését várjuk. A Nemzeti Stratégiai Referenciakeret 2015. évre vonatkozó kifizetési tervéről szóló 1118/2015. (III. 6.) Kormányhatározat szerint a 2007–2013-as tervezési ciklus operatív programjai kapcsán 2015-ben kifizetendő támogatások értéke mintegy 390 milliárd forinttal meghaladja a költségvetésben szerepelő összeget, az ehhez kapcsolódó additív költségvetési társfinanszírozási rész pedig eléri a 100 milliárd forintot. Ezt némiképp ellensúlyozza, hogy véleményünk szerint az új hétéves ciklus pályázataihoz kapcsolódó kifizetések jelentősen elmaradhatnak a költségvetésben tervezett mintegy 280 milliárd forinttól, e téren az egyenleget csaknem 40 milliárd forinttal javító hatással számolunk. További mintegy 21 milliárd forintos többletterhet jelenthet a költségvetés számára a magyar szerepvállalás az Iszlám Állam elleni nemzetközi katonai fellépésben.

A nettó kamatkidadásokat érdemben befolyásolhatja, hogy várakozásaink szerint a jegybank tavasszal több lépcsőben, 1,5 százalékra csökkenti az irányadó kamatlábát, ami véleményünk szerint az év második felében már változatlan marad. Ennek köszönhetően az adósságszolgálattal kapcsolatos nettó kamatkidadások mintegy 60 milliárd forinttal elmaradhatnak az előirányzattól.

Egyéb kiadási tételek¹² ellenben várakozásaink szerint kismértékben a terven felül alakulhatnak. Jóllehet a részesedésvásárlások és tőkeemelések jelentősen csökkennek, új elemként jelentkezik a költségvetésben a magyar állam Erste Bankot érintő 15 százalékos részesedésvásárlása, így az állami vagyonnal kapcsolatos kiadások az előirányzatot

⁹ Ebbe a csoportba az állami vagyonnal kapcsolatos bevételeket, a helyi önkormányzatok befizetését, az egyéb bevételek mérlegsorát, az egyéb uniós bevételek mérlegsorát, valamint az elkülönített állami pénzalapok és a társadalombiztosítási alapok nem járulék és hozzájárulás típusú bevételeit soroltuk. A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok bevételeit, valamint a kamatbevételeket érintő előrejelzésünket a kiadási oldalon, a vonatkozó kiadási mérlegssorral egybevetve, egyenlegként mutatjuk be.

¹⁰ 130,6 milliárd forint.

¹¹ A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásainak és bevételeinek egyenlege.

¹² Ez alatt elemzésünkben az egyéb kiadások mérlegssor mellett a társadalmi önszerveződések támogatását, a kormányzati rendkívüli kiadásokat, a kezességérvényesítést, az állami vagyonnal kapcsolatos kiadásokat, a helyi önkormányzatok támogatását, valamint az EU-költségvetéshez történő hozzájárulást értjük.

meghaladhatják. Költségvetési többletterhet jelent továbbá a kirobbant brókerbotrány miatt az érintett önkormányzatok kártalanítása is.

Az elkülönített pénzügyi alapok, a társadalombiztosítás alapjai, valamint az önkormányzatok gazdálkodása terén egyelőre (a már említett brókerügyön kívül) nem azonosítottunk konkrét, számszerűsíthető többletkiadási tételt, jóllehet az egészségügyi szerkezet átalakítása 2015-ben akár negatívan érintheti az államháztartás kiadási oldalát.

Teljesíthető a hiánycél

A pénzforgalmi és az eredményszemléletű hiány közötti kapcsolatot megteremtő ESA-híd a költségvetési tervezéskori értékénél akár 20 milliárd forinttal is alacsonyabb lehet, elsősorban a tervben előirányzott tőkeemelések elmaradásának, előrehozatalának köszönhetően.¹³

Mindent egybevetve a költségvetési törvényben előirányzott 2,4 százalékos GDP-arányos deficit eléréséhez nem látszik szükségesnek az Országvédelmi Alap¹⁴ zárolása. Fontos kiemelni, hogy több tényező alakulását – gazdaságfehérítő intézkedések áfabevételekre gyakorolt hatása, állami vagyonelemek értékesítési és hasznosítási bevételei, brókerügyhöz kapcsolódó kártalanítás állami szerepvállalása, aszfaltügy¹⁵ – bizonytalanság övezi.

2. táblázat: A 2015. évi költségvetést övező kockázatok (a negatív érték egyenleget rontó)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	+65	+0,2
Fogyasztási adók	+75	+0,2
Egyéb bevételek	+55	+0,2
Járulékok	-40	-0,1
Bevételi oldali kockázatok	+155	+0,5
Költségvetési szervek és fej. kez. előirányzatok	-160	-0,5
Egyéb kiadási tételek	-20	-0,1
Nettó kamatkiadások	+60	+0,2
Kiadási oldali kockázatok	-120	-0,4
ESA-híd	-20	-0,1
Összesen	+15	0,0

Forrás: Századvég-számítás

¹³ A költségvetési törvényben (2014. évi C. törvény) – szemben a törvényjavaslattal – ugyan végül nem szerepel az Eximbank tavaly már megvalósult tőkeemelése, az MVM tőkeemelésére pedig mindössze 18 milliárd forintot tervez a kormányzat az eredeti 50 milliárd forinttal szemben, az ESA-hídra vonatkozó konkrét kormányzati prognózist ugyanakkor csak a törvénytervezet tartalmaz, így a kockázatokat ehhez mérten számszerűsítettük.

¹⁴ A költségvetési törvény 19. § (3) alapján az alap forrásait szeptember 30-át megelőzően nem, azt követően pedig csak akkor lehet felhasználni, ha a 2015. évre várható hiány a felhasználni kívánt tartalékosság figyelembevételével nem haladja meg a GDP 2,4 százalékát.

¹⁵ Az aszfaltügy – melynek során az Európai Bizottság álláspontja szerint a magyar pályázati kiírás szabálytalanul korlátozta a piaci versenyt, amikor egyes útépitéseknél csak olyan cégek indulhattak, amelyek rendelkeztek a közelben aszfaltkeverő teleppel – kapcsán a GDP mintegy 0,3 százalékát kitevő pénzügyi korrekcióra is sor kerülhet, ami az elszámolási időszak végéig hátralévő idő rövidegét tekintve direkt költségvetési kockázatot jelenthet. Ezzel a tényezővel egyelőre azonban nem számolunk, tekintve, hogy mind az elmarasztalás, mind pedig az esetleges bírság értéke bizonytalan.

Jelentősen csökken a változatlan árfolyamon számolt államadósság

A 2015. évi államadósság esetében továbbra is elsődlegesen a változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos állomány csökkenése a legfőbb kritérium. A 2014. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – figyelembe véve a tervezettnél kedvezőbb nominális GDP-t, valamint a várakozásaink szerint az ideinél némiképp magasabb év végi KESZ-állományt – akár 1,4 százalékponttal, a GDP 75,5 százalékára csökkenhet. Ez a költségvetési törvényben szereplő 0,9 százalékpontos adósságcsökkentési ütemnél valamelyest nagyobb javulást jelentene.

Az adócsökkentések ellenére is csökkenhet a hiány 2016-ban

A miniszterelnöki bejelentést követően március közepén a szaktárca is megerősítette, hogy április végéig – csaknem fél évvel az államháztartási törvényben lefektetett határidőnél korábban – benyújtja az Országgyűlésnek a költségvetésitörvény-tervezetet, így a parlament még a tavaszi ülészak során elfogadhatja a jövő évi büdzsét. Sajtóértesülések szerint a kormányzat a jövőben is ezt a gyakorlatot szeretné folytatni, elősegítvén ezzel a közpénzügyi tervezhetőséget és kiszámíthatóságot. A cél teljesülése véleményünk szerint nagymértékben függ attól is, hogy a kísérő jogszabályok is időben elkészüljenek, megfelelő felkészülési időt biztosítva ezzel a gazdasági szereplőknek. Egy GDP-arányos csökkenést előrevetítő jövő évi hiánycél érdemi hatást gyakorolhat Magyarország adósságbesorolására is, hiszen minden bizonnyal javítja a felminősítés esélyét. A költségvetés korai elfogadása mindazonáltal azzal a veszéllyel is járhat, hogy a tervezés bázisául szolgáló, várható 2015. évi kiadási és bevételi előrejelzések, valamint a legfőbb, a költségvetést befolyásoló 2016. évi makrogazdasági prognózisok elavulttá válhatnak az év végére.

A 2016. évi költségvetésitörvény-javaslat, valamint az idei konvergenciaprogram csak jelen tanulmányunkat követően készül el. Ezért a 2015. évi költségvetési előrejelzésünkéből mint bázisból kiindulva technikai kivetítést készítünk a 2016. 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.¹⁶ A központi alrendszerre vonatkozó kivetítésünket egyrészt a tavaly októberi kormányzati elképzelésekkel, másrészt intézetünk az idei évre vonatkozó előrejelzésével vetettük egybe. Az önkormányzatok gazdálkodásának egyenlegére, valamint az ESA-hídra vonatkozó kormányzati prognózis figyelembevételével állt elő az államháztartás egészére vonatkozó, eredményszemléletű GDP-arányos hiányprognózisunk.

¹⁶ Magyarország 2015. évi központi költségvetéséről szóló T/1794. törvényjavaslat: Az államháztartás mérlege (2014–2018).

A társasági adó, a bankadó és a vagyonértékesítések várt csökkenése ellenére dinamikusan nőhetnek az adóbevételek

A 2015. évi költségvetésjavaslatban foglaltak, valamint az eddig bejelentett adópolitikai irányok alapján a gazdálkodószervezetek befizetéseit érintően a szabályozói környezet kapcsán két lényeges változást valószínűsítünk, amiknek köszönhetően az idei évre általunk várt bevételi főösszeghez képest mintegy 90 milliárd forinttal alacsonyabb összeg folyhat be jövőre. Az idei költségvetésjavaslat-tervezet 2016-ra egykulcsos társasági adót irányoz elő, ami a kormányzati kommunikációban néhol úgy jelent meg az elmúlt hónapokban, hogy az alsó kulcshoz közeli mérték mellett vonnák össze a jelenlegi két kulcsot.¹⁷ Tekintve, hogy az alsó adókulcs emelése adóteher-növekedést jelentene a kkv-szektor számára, ezért a jelenlegi alsó adókulcsnál magasabb egységesített kulcs bevezetését nem valószínűsítjük. Leginkább kézenfekvőnek az általános 10 százalékos társaságiadó-kulcs tűnik, előrejelzésünkben mi is ezzel számoltunk. Ez jelentősen, mintegy 100 milliárd forinttal csökkenti a jövő évi gazdálkodói befizetéseket. A társaságiadó-csökkentés beépült ugyan a kormányzati prognózisba, ennek ellenére a társaságiadó-bevételek terén 35–40 milliárd forintos pozitív irányú eltéréssel számolunk, ami mögött egyrészt a szaktárca tavaly októberi konjunkturális kilátásainál kedvezőbb gazdasági potenciál húzódik meg, másfelől pedig nem számolunk a kisadók felé történő jelentős átrendeződéssel.¹⁸ Szintén ezzel magyarázható, hogy az evából származó bevételek a tavaly őszi kormányzati várakozásokhoz képest mintegy 35 milliárd forinttal magasabb érték mellett teljesülhetnek. A kisadókat választók számának változatlanságát feltételezve a szaktárca várakozásaival szemben a 2015. évihez hasonló kata-, illetve kivabevételt valószínűsítünk. A Kormány és az EBRD által 2015 februárjában aláírt szándéknyilatkozat alapján a bankadó mértéke 2016-tól 22 bázisponttal, 0,31 százalékra mérséklődik, ennek köszönhetően megközelítőleg 60–65 milliárd forinttal csökken a pénzügyi szervezetek különadója. Ennek hatását ugyanakkor kioltja, hogy az egyéb tételekből származó befizetések (elsősorban a többek között az e-útdíjat és a környezetvédelmi termékdíjat is magába foglaló egyéb központosított bevételeknek betudhatóan) a kormányzati várakozások felett alakulhatnak. Összességében a bázisadatokként szolgáló tavaly évi tényszámok, valamint a vártnál kedvezőbb konjunktúra ellensúlyozza az időközben felmerülő adócsökkentések hatását, így a gazdálkodói befizetéseket érintő kormányzati prognózis teljesülhet.

A fogyasztáshoz kapcsolt adóknál jelentős növekedést várunk mind az idei előrejelzésünkhöz, mind pedig a jövő évre vonatkozó kormányzati kivetítéshez képest. Ennek hátterében a döntően a 2015. évi fehérítő intézkedések, valamint az idén és jövőre egyaránt

¹⁷ Jelenleg 500 millió forintos adóalapig 10 százalékos, felette 19 százalékos kulccsal adóznak a társaságok.

¹⁸ A törvényjavaslatban a katából származó bevétel 56-ról 70 milliárd forintra, a kivából származó bevétel pedig 16-ról 29 milliárd forintra ugrana 2016-ban, ami arra utal, hogy az NGM azzal számol, hogy tömegesen térnek át adóalanyok e két adónem valamelyikére.

dinamikusan növekvő nominális fogyasztási kiadások¹⁹ nyomán emelkedő áfabefizetések húzódnak meg. Némi bizonytalanság övezi ugyan a vasárnapi nyitva tartás kereskedelmi forgalomra gyakorolt hatását, jelentős mértékű bevételkiesést ugyanakkor nem valószínűsítünk ennek kapcsán. Tekintve, hogy jövőre már kevésbé számolhatunk az alacsony üzemanyagár keresletre gyakorolt jótékony hatásával – hiszen az árak részbeni visszarendeződése erős dollárral párosul – a jövedékiadó-bevételek a 2015. évi szinten maradhatnak. Miután azonban idei előrejelzésünk kedvezőbb a kormányzati várakozásoknál, a jövő évi becslésünk is meghaladja a szaktárca tervszámát. A pénzügyi tranzakciós illeték terén a tavaly őszi állapotokhoz képest változást jelent a Magyar Államkincstár illetékmentességének idei bevezetése, ami magyarázatul szolgál a kormányzatitól elmaradó, fogyasztási adókból származó bevételi várakozásunkra.

A lakossági befizetések a 3 százalékos feletti bérdinamika, az 1,2 százalékos foglalkoztatásbővülés, valamint a kétgyermekesek családi adókedvezményének emelkedése eredőjeként (a személyi jövedelemadó soron keletkező növekménnyel összhangban) mintegy 70 milliárd forinttal emelkedhetnek az idei évet érintő kivetítésünkhöz képest, ami lényegében alig különbözik a szaktárca várakozásától. A járulékok esetében az ideihez képest közel 200 milliárd forintos növekménnyel számolunk, a kormányzati bevételi terv azonban ezt is mintegy 80 milliárd forinttal meghaladja. Az okok között meg kell említeni, hogy a szaktárca magasabb 2015. évi bázissal számol, kisebb mértékben, de az is magyarázó tényező ugyanakkor, hogy intézményünk prognózisában már figyelembe vettük a rendkívüli egészségügyi hozzájárulás kivezetését.

A központi költségvetés egyéb bevételei²⁰ kivetítésünk szerint számottevően csökkennek 2016-ban, ami elsősorban az állami vagyonnal kapcsolatos bevételek csökkenésével hozható összefüggésbe,²¹ de emellett az egyéb uniós bevételek soron is csökkenéssel számolunk. Ennek ellenére prognózisunktól lényegesen elmarad a kormányzat bevételi előirányzata az egyéb tételeket érintően.

Összességében jövőre a központi alrendszer konszolidált GDP-arányos bevételei 0,4 százalékkal nőhetnek a 2015. évi előrejelzésünkhöz és 0,3 százalékkal a 2016-ra vonatkozó kormányzati tervszámokhoz képest. Az ez alapján számított adócentralizáció, azaz az összes adó- és járulékbevétel GDP-arányos nagysága a 2015. évi 35,6 százalékról 35,0 százalékra csökkenhet 2016-ban, köszönhetően annak, hogy a GDP nominális növekedése meghaladja az adóbevételek növekedését.

¹⁹ 3,5, illetve 5,3 százalékkal.

²⁰ Ennek összetételét lásd a 2015. évi államháztartási előrejelző részben.

²¹ Az idénre tervezett 169 milliárd forint értékű vagyonelem(ek) értékesítése kikerül a bázisból.

Az EU-projektek kifutása miatt csökkenés várható a kiadási oldalon

A Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap kiadásai 2015-höz képest csökkenhetnek némiképp, hiszen az öregségi nyugdíjra való jogosultság elérésével a korhatár alatti ellátások fokozatosan szűkülnek. Az NGM előrejelzéséhez viszonyított eltérést a járási szociális feladatok átvétele magyarázza.

Ez a központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásainak csökkenésében is testet ölt, mindazonáltal kétségtelen, hogy a 2015. évi várakozásainkhoz képest előre jelzett, a GDP több mint 1,2 százalékát kitevő csökkenést elsősorban a visszaeső EU-támogatások magyarázzák. 2015-ben a korábbi terveket felülmúló kifizetések jövőre mintegy 1600 milliárd forinttal eshetnek vissza, amivel párhuzamosan természetesen a fejezeti kezelésű előirányzatok EU-s támogatása is számottevően mérséklődik a csökkenő önrész miatt. Összességében tehát a 2007–2013-as ciklushoz köthető források kifutásából fakadóan az uniós projektek hazai költségvetési társfinanszírozási részének csökkenése magyarázza elsősorban a 2015. évinél lényegesen alacsonyabb nettó kiadási tételt.

A helyi önkormányzatok támogatása a kormányzati tervekhez képest elmaradást mutathat, összhangban azzal, hogy a járási szociális feladatok végül – az eredeti elképzelésekkel szemben – nem az önkormányzatokhoz kerültek, hanem a Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alaphoz.

A tavaly őszi költségvetésitörvény-javaslatban a Kormány 2016-tól bevezeti az Adócsökkentési és Fejlesztési Alapot, indulási évében 60 milliárd forintos kiadási előirányzattal. A jelenleg ismert adókiengedésekkel a bevételi oldalon már számoltunk, így ezt a céltartalék jellegű kiadást nem vesszük figyelembe. Például az összegét tekintve hasonló egyenlegrontó hatású bankadócsökkentéssel már számoltunk a bevételeknél. Tekintve, hogy az Országvédelmi Alap kiadási előirányzatát az idei költségvetési törvény parlamenti szakaszában megfelezték, véleményünk szerint a jövő évi költségvetésben sem várható 60 milliárd forintos, a hiánycél tartását biztosítani hivatott tartalék, ezzel magyarázható a kormányzati kivetéshez mért eltérés.

A 2016-tól újra emelkedő irányadó kamatlábbal összhangban az adósságszolgálati kamatkidadások növekedésével számolunk, ez azonban nem jelent érdemi eltérést az előzetes kormányzati tervekhez képest. A jövőre ismét emelkedő infláció a nyugdíjkiadások megemelkedését vonja maga után, így a tb-alapok kiadásai a GDP közel 0,4 százalékával növekedhetnek jövőre. A fentiek alapján prognózisunk szerint az előzetes kormányzati terveknél mintegy 75–80 milliárd forinttal alacsonyabban alakulhatnak az államháztartás konszolidált kiadásai.²²

²² Hangsúlyozzuk, hogy a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok, valamint a kamatok tekintetében egyenleget (nettó kiadást) vettünk figyelembe.

A 2016. évi GDP-arányos hiány 2 százalék alatt teljesülhet

Az önkormányzatok gazdálkodása, valamint az ESA-híd tekintetében elfogadtuk a kormányzati előzetes becslést, így összességében az idénre általunk prognosztizálnál 0,5 százalékponttal, a kormányzat által tervezettnél pedig 0,2 százalékponttal alacsonyabb, 1,9 százalékos GDP-arányos hiánnyal számolunk 2016-ra.

3. táblázat: Intézetünk kivetítése a 2016-os költségvetés alakulásáról

	Eltérés a kormányzati előrejelzéshez képest		Változás a 2015. évre vonatkozó kivetítésünkhöz képest	
	Mrd Ft	a GDP %-ában	Mrd Ft	a GDP %-ában
BEVÉTELEK				
Gazdálkodói szervek befizetései	0	0,0	-110	-0,3
Fogyasztáshoz kapcsolt adók	80	+0,2	180	+0,5
Lakossági befizetések	20	+0,1	70	+0,2
Járulékok	-80	-0,2	190	+0,6
Egyéb bevételek	70	+0,2	-205	-0,6
Összes, központi alrendszerre konszolidált bevétel	90	+0,3	125	+0,4
KIADÁSOK				
Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap	65	+0,2	-25	-0,1
Helyi önkormányzatok támogatása	-35	-0,1	0	0,0
Központi költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásai	20	+0,1	-440	-1,3
Adócsökkentési és Fejlesztési Alap	-60	-0,2	0	0,0
Elkülönített alapok kiadásai	0	0,0	85	+0,3
Egyéb kiadások	30	+0,1	0	0,0
Kamatgyenleg	0	0,0	110	+0,3
Tb-alapok kiadásai	40	+0,1	125	+0,4
Tartalékok	-30	-0,1	55	+0,2
Összes, központi alrendszerre konszolidált kiadás	30	+0,1	-90	-0,3
ESA-HÍD	0	0,0	-55	-0,2
ÁLLAMHÁZTARTÁS EGYENLEGE	60	+0,2	160	+0,5

Forrás: 2014. évi T/1794. törvényjavaslat, Századvég-számítás

Változtatást igényel a stabilitási törvény adósságszabálya

Magyarország bruttó államadósságát érintően 2016-tól már három szabály is irányadó.

1. Az Alaptörvényben foglalt adósságcsökkentési kritérium²³ kimondja, hogy „mindaddig, amíg az államadósság a teljes hazai össztermék felét meghaladja, az Országgyűlés csak olyan központi költségvetésről szóló törvényt fogadhat el, amely az államadósság a teljes hazai össztermékhez viszonyított arányának csökkentését tartalmazza.”²⁴ Ezt a stabilitási törvény 6. § (1) bekezdés alapján úgy kell számítani, hogy a külföldi pénznemben fennálló

²³ 36. cikk (5) bekezdés.

²⁴ A 36. cikk (6) bekezdés alapján ettől csak különleges jogrend vagy a nemzetgazdaság tartós és jelentős visszaesése idején lehet eltérni.

adósságot keletkeztető ügyleteket azonos árfolyamon kell figyelembe venni. 2016-ra vonatkozóan a kormányzati irányszámoknál optimistább, 2 százalék alatti pénzforgalmi hiánnyal, valamint 2,4 százalékos gazdasági növekedéssel számolva akár 1,8 százalékponttal is mérséklődhet a változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos adósságállomány.

2. A stabilitási törvény adósságképlete²⁵ csak 2015. január 1-jén lépett hatályba,²⁶ azaz először a 2016. évi költségvetésitörvény-tervezet megalkotásánál kell figyelembe venni. 2016-ban az infláció (2,6 százalék) és a gazdasági növekedési ütem (2,4 százalék) felének a különbsége az államadósság mindössze kisebb mértékű, 400 milliárd forint alatti növekedését tenné lehetővé. Ezzel összhangban jövőre még a kormányzati várakozásnál kedvezőbb hiányprognózisunk ellenére is a GDP 0,9 százalékára rúgó pótlólagos egyensúlyjavító intézkedésre volna szükség. Tekintve, hogy ez aligha lehet kívánatos cél, a vonatkozó törvényi előírás módosítása vagy hatályon kívül helyezése minden bizonnyal elkerülhetlenné válik a közeljövőben.
3. Az EU egyhuszados – hazánk esetében 2016-tól alkalmazandó – szabálya²⁷ szerinti követelménynek számításaink szerint Magyarország megfelelne. Az idei év végére általunk várt piaci árfolyamon számolt, 74,5 százalék körüli GDP-arányos mutató jövőre ugyanis előrejelzésünk alapján 2 százalékponttal csökkenhet. Ez a szabályból adódó 0,8 százalékpontos csökkenésnél lényegesen kedvezőbb, azaz az uniós adósságszabály teljesítése várakozásaink szerint nem ütközik akadályba jövőre.²⁸ Az EU-s adósságkritérium – előrejelzésünk számadataira építve, és nem számolva egyéb befolyásoló tételekkel (pl. KESZ-állomány változása) – megközelítőleg 4 százalékos árfolyamgyengülés mellett is teljesülhet.

²⁵ 4. § (2) bekezdés: „A központi költségvetésről szóló törvényben az (1) bekezdésben foglalt értéket oly módon kell meghatározni, hogy annak alapján az államadósság megelőző évhez (a továbbiakban: viszonyítási év) viszonyított növekedési üteme ne haladja meg a központi költségvetésről szóló törvényben meghatározott, a költségvetési évre várható infláció és bruttó hazai termék reál növekedési üteme felének a különbségét.”

A hivatkozott (1) bekezdésben foglalt érték pedig az Alaptörvény 36. cikk (4) és (5) bekezdésében foglaltak szerinti, az államháztartás év utolsó napján fennálló költségvetési törvény szerinti nominális államadósság.

²⁶ 46. § (4) bekezdés.

²⁷ Az Európai Unió hatos csomagjának ún. „adósságfék” szabálya szerint amennyiben a piaci árfolyamon számolt GDP-arányos államadósság meghaladja a 60 százalékot, a tagállamnak a referenciaértéktől vett eltérés 1/20-ával kell csökkentenie az adósságrátát hároméves átlagban. Magyarország esetében egy átmeneti időszak van érvényben, mivel 2011-ben még EDP-eljárás alatt állt. Az EDP-eljárás lezárásának évét követő három évben (azaz 2016-ig) a bizottság azt vizsgálja, hogy az adott tagállam tesz-e hatékony előrelépést a szabály teljesítéséért.

²⁸ 301,9 HUF/EUR 2015. év végi és 299,9 HUF/EUR árfolyam-előrejelzés mellett.

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

Az Európai Bizottság legutóbbi előrejelzése februárban látott napvilágot, az MNB márciusban publikálta azt. A magyar Kormány legfrissebb publikus prognózisa az októberi T/1794. törvényjavaslatban található. Intézetünk mostani előrejelzését ezekkel vetjük össze, de felhívjuk a figyelmet, hogy az eltérésekben jelentős szerepet játszik az előrejelzések közt eltelt idő. A 2015. évi GDP-előrejelzések közötti legfőbb eltérést a beérkezett új információk magyarázzák, melyek elsősorban a külső kereslet jobb teljesítményét vetítik előre az erősödő belső felhasználás mellett. A 2016. évi kilátások kisebb szórást mutatnak, és összességében mérséklődő gazdasági teljesítményt és inkább a nettó exportra támaszkodó növekedési szerkezetet vázolnak. Az idei évi inflációs várakozások közötti jelentős eltérést az ársokkok időbeli lefutása indokolja. A munkaerőpiac esetében a vizsgált intézetek egyöntetűen tartós javulást vetítenek előre, amit az erősödő munkakereslet indokol. A költségvetési hiány esetében az állami vagyonnal kapcsolatos bevételek teljesülése, valamint a magasabb adóbevételek magyarázzák intézetünk a jegybanknál és a bizottságnál kedvezőbb hiányprognózisát. 2016-ban pedig az EU-s társfinanszírozási kötelezettség visszaesése nyomán mind a hiány, mind az államadósság tekintetében nagyobb mértékű javulásra számítunk.

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 2015. februárban került nyilvánosságra, az MNB március végén publikálta legújabb prognózisát.²⁹ A Kormány a tanulmány készítésének időpontjában még nem nyújtotta be a 2016. évi költségvetésről szóló törvényjavaslatát és a konvergenciaprogramot, ami tartalmazná a kormányzat legfrissebb makrogazdasági prognózisát és az államháztartási folyamatok alakulását. A legutóbbi, részleges előrejelzést a 2014 októberében benyújtott T/1794. törvényjavaslat tartalmazza.³⁰ A fenti előrejelzéseket a Századvég Gazdaságkutató Zrt. 2015. március közepén nyilvánosságra hozott legfrissebb várakozásával vetjük össze. Felhívjuk a figyelmet, hogy az eltérésekben jelentős szerepet játszik az előrejelzések közt eltelt idő.

A magyar gazdaság 2015-re vonatkozó növekedési kilátásait az Európai Bizottság és a Kormány hasonlóan értékeli, annak ellenére, hogy az előbbi prognózis frissebb. Mindkettő a nettó export mérsékelt pozitív hozzájárulásával kalkulál. Mindeközben a belső felhasználás erősödését vetítik előre, amit a rendelkezésre álló jövedelmek, a mérlegalkalmazkodás

²⁹ Európai Bizottság [2015]: European Economic Forecast Winter 2015. 2015. február; Magyar Nemzeti Bank [2015]: Inflációs jelentés. 2015. március.

³⁰ Magyarország Kormánya [2014]: T/1794. törvényjavaslat Magyarország 2015. évi központi költségvetéséről. 2014. október.

lassulása és az óvatossági motívumok enyhülése segít. A legnagyobb eltérés a két előrejelzés között a beruházások és a közösségi fogyasztás várt alakulása. Míg a Kormány az előbbi esetben dinamikusabb növekedést jelez előre, a közösségi fogyasztás csökkenésével számol. A bizottság ezzel szemben a beruházások mérsékeltebb bővülését és a közösségi fogyasztás szinten maradását várja. A tavasszal beérkezett legfrissebb tényadatok – melyekkel az MNB és a Századvég előrejelzése már kalkulált – kedvezőbb képet festenek a jövőről. Egyrészt a fellendülő külső kereslet, másrészt a fogyasztás dinamikus bővülése egyaránt biztató előjel a jövőre nézve. A kedvezőbb nettó export és a dinamikusabb fogyasztásbővülés mellett az MNB és a Századvég optimistább előrejelzését a beruházások várt teljesítménye is meghatározza. A két intézet ugyanis magasabb bruttó állóeszköz-felhalmozással számol 2015-ben, mint az EB vagy a Kormány. Ennek magyarázata egyrészt a Növekedési Hitelprogram kiterjesztése, másrészt az uniós források felhasználásának idénre várt tetőzése. Összességében tehát az MNB és a Századvég magasabb GDP-előrejelzése az új információk ismeretében indokolt. Szintén ebbe az irányba mutat, hogy az elmúlt időszakban a monetáris politika összességében lazábbá vált, ami szintén segítheti a növekedést. A négy előrejelzés mindazonáltal megegyezik abban, hogy a magyar GDP-növekedés idén egyaránt támaszkodik a belső és a külső forrásokra.

4. táblázat: A főbb makrogazdasági és államháztartási mutatókra vonatkozó előrejelzések (2015)

	2015			
	Európai Bizottság	Kormány	MNB	Századvég
GDP-növekedés (% , év/év)	2,4	2,5	3,2	3,1
Infláció (% , év/év)	0,8	1,8	0,0	0,3
Munkanélküliségi ráta (%)	7,4	n. a.	6,9	7,4
Költségvetési egyenleg (GDP %-ában)	-2,7	-2,4	-2,4	-2,4
Bruttó államadósság (GDP %-ában)	77,2	75,4	75,7	75,5

Forrás: European Economic Forecast Winter 2015, T/1794. törvényjavaslat, MNB, Századvég-számítás

Az éves fogyasztóiár-indexre vonatkozó előrejelzések jelentős szóródást mutatnak. Jól kivehető, hogy az egyre frissebb várakozások egyre mérsékeltebb pénzromlási ütemmel számolnak. Ennek magyarázata az olajársokk megjelenése, ami tartósan lejjebb nyomta mind a globális, mind a hazai inflációs környezetet. A lakosság soha nem látott alacsony szintre csökkenő inflációs várakozása szintén a prognózisok folyamatos negatív revízióját igényelte. Ugyanebbe az irányba hatott a nyers élelmiszerek árának kitartó áresése. Összességében tehát az előrejelzések publikálása alatt eltelt hónapok fejleményei, illetve a beérkezett tényadatok indokolják a prognózisok közötti markáns időbeli eltérést.

A munkaerőpiac esetében az Európai Bizottság és a Századvég hasonló folyamatokat jelez előre. Mindkét intézet a foglalkoztatottság 2014. évinél mérsékeltebb, de 1 százalék feletti növekedését várja. Bár Intézetünk dinamikusabb gazdasági növekedéssel számol, ugyanakkor az aktivitásra vonatkozó prognózisokban való eltérés indokolhatja az azonos

munkanélküliségi rátát. A Magyar Nemzeti Bank a foglalkoztatotti létszám gyorsabb növekedésével számol, amelyet a valamivel jobb növekedési kilátások indokolhatnak. Ehhez szintén hozzájárul, hogy a jegybank a közfoglalkoztatottság dinamikusabb emelkedését várja. Továbbá a Századvég gyorsabban növekvő aktivitási rátát prognosztizál, így ebből fakadhat az MNB kedvezőbb munkaerő-piaci prognózisa.

A 2015. évi költségvetési hiányt tekintve intézetünk az előirányzattal egyező előrejelzése lényegesen kedvezőbb a 2,7 százalékos bizottsági prognózisnál, míg a jegybanki előrejelzéssel megegyezik. Ennek ellenére deficitvárakozásunk valamelyest optimistábbnak tűnik, tekintve, hogy az MNB csupán a szabad tartalékok zárolása mellett tartja teljesíthetőnek a hiánycélt. A különbséget mindkét esetben legnagyobb mértékben az magyarázza, hogy az állami vagyonelemek értékesítéséből származó bevételekkel egyik intézet sem számol, s noha ezzel párhuzamosan a vagyonnal kapcsolatos bevételekhez kötött Beruházási Alap kiadásainak mérséklődése részben ellensúlyozza ezt a bevételkiesést, összességében ez negatívan befolyásolja az egyenleget. A várhatóan felülteljesülő adóbevételek mértéke is kisebb a jegybanki számítások szerint. Mind a fogyasztást terhelő, mind pedig a gazdálkodószervezeteket terhelő adók tekintetében elmarad várakozásunktól az MNB előrejelzése. Ezzel szemben a jegybank ugyan felfelé korrigálta az uniós projektekhez kötődő nettó kiadásokat, de nem számol az előirányzatot meghaladó költségvetési teherrel. Az előző év végi árfolyamon számolt adósságráta tekintetében a vonatkozó jegybanki becslés nem tér el markánsan intézetünk prognózisától. A bizottsági – a tényleges adósságrátára vonatkozó – előrejelzést ugyanakkor nem feltétlenül tekinthetjük mértékadónak, hiszen a tavalyi tényadatok ismerete nélkül készült 2014. évi becslés is már 0,8 százalékponttal elmarad a tényleges mutatótól. Az idénre tervezett, mindössze 0,5 százalékpontos adósságcsökkenés háttérben egyrészt a magasabb hiány, valamint az uniós projektek pénzforgalmi hiányt kedvezőtlenül érintő előfinanszírozása áll, de a visszafogott ütemű csökkenést az intézetünk árfolyamprognózisánál esetlegesen gyengébb árfolyam is befolyásolhatta.

A 2016. évet illetően jelentős különbségek tapasztalhatóak az egyes előrejelzések között. Az MNB és a Századvég, vagyis a két legfrissebb prognózis a gazdasági növekedést 2,5 százalék körülire várja. Ezt az összességében kedvezőbb gazdasági kilátások indokolhatják, ugyanis jelentős eltérést a növekedés szerkezetében egyik előrejelzés sem mutat a négy közül. Mindegyik intézmény a GDP-növekedés ütemének mérséklődését várja 2016-ra, melynek elsődleges oka a beruházások (eltérő mértékben várt) visszaesése az uniós források beszűkülése miatt, hiszen a korábbi tervezési időszak jövőre már kifut. Ebből fakadóan az a várakozás is közös nevező, hogy a belföldi felhasználás lassabb ütemben bővül jövőre, mint 2015-ben. Mindegyik előrejelzés a nettó export felfutásával számol, bár ennek mértéke is eltérést mutat. Ennek magyarázata, hogy a külső konjunktúra 2016-ban dinamikusabban bővíthet, mint azt korábban várni lehetett. Ebben nagy szerepet játszik az EKB új gazdaságösztönző csomagja. Összességében az előrejelzések azzal számolnak, hogy 2016-

ban a külső tényezők súlya felértékelődik a magyar gazdaságban, míg a belső felhasználás növekedési hozzájárulása mérséklődik.

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

	2016			
	Európai Bizottság	Kormány	MNB	Századvég
GDP-növekedés (% , év/év)	1,9	2,1	2,5	2,4
Infláció (% , év/év)	2,8	2,5	2,6	2,6
Munkanélküliségi ráta (%)	6,6	n. a.	5,9	6,8
Költségvetési egyenleg (a GDP %-ában)	-2,5	-2,1	-2,2	-1,9
Bruttó államadósság (a GDP %-ában)	76,1	n. a.	74,1	73,7

Forrás: European Economic Forecast Winter 2015, T/1794. törvényjavaslat, MNB, Századvég-számítás

Az inflációs előrejelzések esetében közel hasonlóak az intézetek várakozásai. Egyöntetűen az inflációs célnak megfelelő 3 százalék közelébe gyorsuló áremelkedési ütem várható 2016-ban. Ennek közös mozgatórugója a korábbi költségsokkok bázisba kerülése, valamint az emelkedő keresleti oldali inflációs nyomás.

A tárgyalt előrejelzések 2016-ban a munkaerőpiac további erősödésével számolnak, melynek legfőbb ismérve a munkanélküliségi ráta további csökkenése. Míg az EB és a Századvég 6,6 és 6,8 százalékos aránnyal számol, addig az MNB jóval optimistább. Az eltérés legfőbb okát abban látjuk, hogy a jegybank a közszféra munkaerő-keresletének dinamikusabb növekedését várja. Az előrejelzések között egyetértés van abban, hogy a munkaerőpiac feszesebbé válik, ám az ebből fakadó eltérő bérdinamikák befolyásolhatják a versenyszféra munkaerő-keresletét is, ami az aktivitás és a munkanélküliség alakulására is hatással van.

Az MNB a jövő évi GDP-arányos hiányt tekintve prognózisát 0,3 százalékponttal, 2,2 százalékra rontotta, amit elsősorban a pénzügyintézetek különadójának időközben bejelentett csökkentése magyaráz. Jóllehet az uniós tőkefinanszírozások a korábban becsülnél nagyobb mértékben csökkenhetnek, ami véleményünk szerint a csökkenő társfinanszírozás révén az egyenleget is javítja, az állam egyéb beruházási kiadásai azonban ellensúlyozhatják ezt a hatást. Nem számol ugyanakkor a jegybank jövőre az állampapír-piaci hozamok olyan mértékű emelkedésével, ami a GDP-arányos nettó kamatkidadások csökkenését veszélyeztetné. A változatlan gazdaságpolitikai környezetet feltételező bizottsági 2,5 százalékos hiányprognózis érezhetően pesszimistább intézetünk várakozásánál, amit elsősorban a kiadások növekedése magyaráz, miközben az egyszeri tételek kiesése,³¹ valamint az uniós projektekhez köthető zsugorodó társfinanszírozási kötelezettség prognózisunkban is hangsúlyos szerepet kapott. 2016-ban már mindkét intézmény markáns adósságráta-csökkenést vizionál, ez azonban a prognózisunknál szerényebb mértékű egyenlegjavulás nyomán elmarad az általunk várt ütemtől.

³¹ Itt alighanem a vagyonnal kapcsolatos bevételek mérséklődésére, valamint a rendkívüli egészségügyi hozzájárulás megszűnésére utalhat a bizottság.

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 tartósan alacsonyabb olajárak és a kedvező külső környezet hatására jelentősen emelkedik a rendelkezésre álló jövedelem. Az ebből fakadó fogyasztás- és exportbővülés GDP-hatását némileg ellensúlyozza a növekvő importigény, így összességében 0,3–0,4 százalékponttal gyorsul a GDP-növekedés 2015–2016-ban. A költségvetés GDP arányában számolt egyenlege javul, az államadóságráta nagyobb mértékben csökken, ám a stabilitási törvény szerinti szabály 2016-ban így sem teljesül. A pesszimista forgatókönyvben a Fed monetáris politikája okozta turbulencia és az EKB hatástalan mennyiségi lazítása a külső gazdasági környezet romlásával és a kockázati prémiumok emelkedésével jár. Az export iránti kereslet visszaesése és a forint gyengülése együttesen a gazdasági növekedést 0,3 százalékponttal fogja vissza az alappályához képest a teljes előrejelzési horizonton. A költségvetés GDP-arányos egyenlege enyhén romlik, és az államadóságráta is csak kisebb mértékben csökken.

Tartósan alacsony olajár, kedvező pénzügyi környezet

Optimista forgatókönyvünkben azzal számolunk, hogy az olajárak az alappályához képest 2015 második negyedétől kezdődően évente átlagosan 10 dollárral alacsonyabb szinten alakulnak, vagyis 50 dollár/hordó körül. Mivel napjainkban jelentős bizonytalanság övezi az olajár alakulását, így ez egy reális alternatív forgatókönyvnek tekinthető. Ezt erősíti, hogy március végén egy újabb trendszerű árcsökkenés kezdett kibontakozni. Ennek legfőbb mozgatórugója az energiahordozó jelentős felhalmozása, mely hosszabb távon csökkenteni a keresletet, így lefelé irányuló nyomást indukál az árakra.

A tartósan alacsony olajár következtében a globális inflációs nyomás is csökken, amely befolyásolja a monetáris politika alakulását. Egy ilyen környezetben a Fed feltételezésünk szerint kívánna az irányadó ráta emelésével, így továbbra is fennmaradna a pénzügyi szereplők kockázatvállalási kedve, ami tovább csökkentené a fejlődő országok és így hazánk kockázati prémiumát is. Továbbá a dollár sem erősödne a feltörekvő piaci valutákkal szemben. Mindezek mellett vélhetően nemcsak a hazai gazdaság, de a régió gazdaságai is profitálnának, vagyis a külső kereslet emelkedésével is számolhatunk.

Az olaj árának alappályán feltételezett alacsonyabb szintje, az elhalasztott amerikai monetáris szigorítás és a fellendülő külső konjunktúra együttesen kedvezően befolyásolja Magyarország gazdasági kilátásait. Mivel hazánk jelentős olajimportra szorul, így a hordónként 10 dollárral olcsóbb olajár jelentős megtakarítást jelent. 2015 márciusában egy dollárért átlagosan 280 forintot kellett fizetni, így hordónként 2800 forint megtakarítás adódik. Magyarország olajimportja napi szinten 150 ezer hordóra tehető, melyből kiszámítható, hogy egy ilyen változás éves szinten átlagosan 140–170 milliárd forint

felszabaduló elkölthető jövedelmet jelent a gazdaságban. Feltételezve, hogy ennek csak 80 százalékát fordítják fogyasztásra, ez önmagában 0,7–0,8 százalékponttal emeli meg a fogyasztás növekedési rátáját az alappályához képest.

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

	2015		2016	
	Optimista pálya	Eltérés az alappályától	Optimista pálya	Eltérés az alappályától
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	3,4	+0,3	2,8	+0,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,7	+0,5	3,5	+0,8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	5,6	+0,1	-3,0	+0,2
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,3	+0,7	8,0	+0,8
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	6,9	+0,8	7,0	+0,9
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (Mrd euró)	7,5	+0,3	9,5	+0,5
Fogyasztóiár-index (%)	0,2	-0,1	2,7	+0,2
A jegybanki alapkamat az időszak végén	1,50	0,00	3,00	0,00
Munkanélküliségi ráta (%)*	7,4	-0,0	6,6	-0,1
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	2,3	-0,1	3,5	+0,1
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	5,4	+0,3	6,0	+0,4
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,8	+0,3	8,4	+0,4
Az államháztartás egyenlege a GDP százalékában	-2,3	+0,1	-1,6	+0,3
GDP-alapon számított külső kereslet*	2,0	+0,2	2,7	+0,2

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás

A háztartások fogyasztási kiadása tehát a teljes előrejelzési horizonton magasabb lesz, mint az alappályán, melyet a munkaerőpiac további javulása is segít. A kedvezőbb külgazdasági környezet hatására az exportteljesítmény is megugrik. A fenti változások jelentős importvonzattal is járnak. Az alacsonyabb olajár miatt azonban a külkereskedelmi aktívum bővül, így hazánk külső finanszírozási képessége is pozitív irányban változik. Az energiahordozó áresése negatív hatást gyakorol az inflációra, melyet azonban idén részben, jövőre teljesen semlegesít a keresleti oldali inflációs nyomás. 2016 végére a pénzromlás üteme már megközelítheti a 3,5 százalékot, azonban a jegybank rugalmasabb inflációs célkövetése (± 1 százalékpontos toleranciasáv) miatt a monetáris politikának nem szükséges eltérnie az alappályán felvázolttól.

Az optimista forgatókönyv esetén az ESA-hiány 2015-ben $-2,3$ százalékra csökkenhet. Az erősebb fogyasztás összességében az adóbevételek növekedésének irányában hat, melyet az olajárak miatt csökkenő benzinár és az ott kieső áfabevételek némileg ellensúlyoznak. A 2016. évi költségvetési hiány az alappályán becsültnél akár 0,3 százalékponttal kedvezőbb lehet az optimista forgatókönyv megvalósulása esetén, hiszen a bővülő fogyasztás és foglalkoztatás emeli az adóbevételeket és az automatikus stabilizátorokon keresztül csökkenti a kiadásokat.

A pozitív scenárió teljesülése esetén az államadósság-ráta mind 2015-ben, mind 2016-ban alacsonyabb lesz az alappályán kalkulálnál. Ez egyben azt is jelenti, hogy a változatlan árfolyamon számolt 75,2 százalékos adósságráta teljesíti az Alaptörvényben rögzített szabályt. 2016-ban ez a feltétel szintén teljesül, mivel az árfolyam változásától szűrt mutató a GDP-arányában 72,1 százalékra esik. Az uniós szabályok szerint számolt államadósság-ráta is nagyobb mértékben csökken, mint az alappályán (71,7 százalékra), így ez a szabály is teljesül. A Gst. szerinti szabály ugyanakkor még az optimista forgatókönyv mellett sem teljesíthető, mivel az alappályánál kisebb mértékű adósságnövekedést engedélyez, és bár a hiány mértéke tovább javul (a kormányzati várakozásnál 0,5 százalékponttal jobb), még ez sem elegendő a szabály betartásához.

Magasabb kockázati prémium, hatástalan EKB

Az elmúlt hónapok folyamán a befektetők a globális monetáris politika alakulását szorosan követték. A figyelem egyrészt a Fed várható kamatemelésére irányul, mely egyre közelebb lehet, tekintettel az Egyesült Államok gazdasági teljesítményére. Amennyiben a Fed már júniusban a piaci várakozásnál jelentősebb kamatemelésre szánja el magát, továbbá kommunikációjában a szigorítási ciklus folytatását helyezi kilátásba, az jelentős turbulenciákat hozhat a pénzügyi piacokon. Ennek hatására ugyanis a fejlődő országokból a tőke a fejlettebb piacok felé áramlik, ami végső soron megemeli a kockázati prémiumokat. A tőkeáramlás és a kockázatkerülés együttesen rontja a régió és hazánk gazdasági kilátásait.

A pesszimista scenárió emellett az EKB monetáris politikájának korlátozott hatását feltételezi. Az euróövezeti jegybank mennyiségi lazítása hatástalan lesz a Fed kamatemelésével szemben, miközben az európai gazdaságot sem lesz képes kellően ösztönözni. Ennek hatására az euróövezet tartósan deflációs környezetben szembesül. Mindezek eredőjeként Magyarország is kedvezőtlenebb külső kereslettel szembesülhet, miközben emelkedik a kockázati prémium, így hazánk gazdasági kilátásai romlanak.

A fenti események láncolata végezetül ahhoz vezet, hogy a hitelminősítők a kockázatosabbá vált környezet hatására nem minősítik fel hazánk államadósságát, az továbbra is a befektetésre nem ajánlott kategóriában marad, ami tovább gyengítheti a hazai fizetőeszközt a vezető devizákkal szemben. Az alappályához képest átlagosan 2 százalék körüli leértékelődés következtében tartósan 310 forint körül alakulhat az euró kurzusa.

Összességében a tőkeáramlás, a gyengébb forint és a kedvezőtlenebb külső konjunktúra a gazdasági növekedés ütemét 0,3 százalékponttal vetné vissza az alappályához képest. A háztartásokat a hazai fizetőeszköz gyengülése már kevésbé érinti, a fogyasztás és a beruházás azonban így is visszaesik. A nettó export szerepe is csökken az alappályához viszonyítva, és hazánk külső finanszírozási képessége is romlik. Az infláció enyhén erősödhet, amit elsősorban a gyengébb árfolyam magyaráz. Ezt a hatást azonban közel ellensúlyozni

tudja a mérsékeltebb gazdasági teljesítményből fakadó belső, valamint külső árnyomás. A jegybank a romló konjunkturális kilátásokra való tekintettel csak óvatosabb szigorítási ciklusba kezd, ezzel is támogatva a növekedést, mivel a – rugalmasabbá tett – inflációs cél így is teljesül középtávon.

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

	2015		2016	
	Pesszimista pálya	Eltérés az alappályától	Pesszimista pálya	Eltérés az alappályától
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	2,8	-0,3	2,1	-0,3
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,1	-0,1	2,4	-0,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	5,5	-0,1	-3,3	-0,2
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	5,7	-0,9	6,5	-0,7
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	5,4	-0,7	5,4	-0,7
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,9	-0,3	8,5	-0,5
Fogyasztóiár-index (%)	0,3	+0,0	2,6	+0,1
A jegybanki alapkamat az időszak végén	1,50	0,00	2,50	-0,50
Munkanélküliségi ráta (%)*	7,4	+0,0	6,8	+0,0
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	2,3	-0,0	3,4	+0,0
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,9	-0,2	5,3	-0,3
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,3	-0,2	7,7	-0,3
Az államháztartás egyenlege a GDP százalékában	-2,4	-0,0	-1,9	-0,0
GDP-alapon számított külső kereslet*	1,5	-0,3	2,1	-0,3

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás

A pesszimista forgatókönyv esetén a gyengébb növekedés miatt az adóbevételek is kisebb ütemben nőnek, bár ez összességében érdemi hatást nem gyakorol a költségvetés GDP-arányos hiánymutatójára: 2015-ben és 2016-ban is kevesebb mint 0,1 százalékponttal romlik a mutató.

A negatív scenárió teljesülésével elsősorban az alacsonyabb nominális GDP miatt az államadósság-ráta az alappályánkhoz képest mindkét évben magasabb, akár változó, akár változatlan árfolyam mellett vizsgáljuk. A változatlan árfolyamon számolt, Alaptörvényben rögzített adósságszabály így is teljesíthető, hiszen a GDP-arányos mutató 2015-ben 75,7, jövőre 73,7 százalékon áll. Az unió által szabott adósságcsökkentési kritériumot szintén teljesíteni tudjuk 2016-ban, hiszen a folyó áron számolt adósságráta 1,5 százalékponttal így is csökkenhet. A Gst. szerinti adósságképletet figyelembe véve bár a pesszimista pályán az alappályánál nagyobb mértékben növekedhet a nominális bruttó államadósság (a szabály megengedőbb), a költségvetési hiány enyhén romlik, így ennek eredőjeként továbbra sem teljesül a szabály.

Táblázatok

8. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban (alappálya)

	2014	2015					2016				
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
Bruttó hazai termék (volumenindex) *	3,6	3,0	2,8	3,1	3,4	3,1	2,8	2,5	2,3	1,9	2,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	1,7	2,0	2,4	3,5	4,7	3,2	4,3	3,3	2,2	0,9	2,7
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	11,7	4,0	4,3	5,7	8,1	5,5	3,8	-1,6	-5,8	-9,1	-3,2
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	8,7	7,6	5,8	7,0	6,0	6,6	6,9	7,6	6,7	7,9	7,3
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	10,0	6,7	3,6	6,6	7,7	6,1	7,4	6,9	4,8	5,2	6,1
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,4	2,2	1,8	2,0	1,2	7,2	2,4	2,1	2,6	1,9	9,0
Fogyasztóiár-index (%)	-0,2	-1,0	0,4	0,6	1,4	0,3	2,6	2,2	2,5	2,8	2,6
A jegybanki alapkamat az időszak végén	2,10	1,90	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,25	2,75	3,00	3,00
Munkanélküliségi ráta (%)*	7,7	7,7	7,7	7,2	7,2	7,4	7,0	6,8	6,7	6,6	6,8
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,0	1,8	2,4	2,8	2,4	2,3	3,9	2,9	3,1	3,4	3,3
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,3	-	-	-	-	5,1	-	-	-	-	5,6
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,0	-	-	-	-	8,5	-	-	-	-	8,0
Az államháztartás egyenlege a GDP százalékában	-2,5	-	-	-	-	-2,4	-	-	-	-	-1,9
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	1,5	1,5	1,8	1,9	2,0	1,8	2,2	2,4	2,5	2,7	2,4

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

9. táblázat: Alternatív forgatókönyvek 2015–2016-ban az alappályához képest

	2015					2016				
	Alappálya	Optimista	Eltérés	Pesszimista	Eltérés	Alappálya	Optimista	Eltérés	Pesszimista	Eltérés
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	3,1	3,4	+0,3	2,8	-0,3	2,4	2,8	+0,4	2,1	-0,3
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,2	3,7	+0,5	3,1	-0,1	2,7	3,5	+0,8	2,4	-0,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	5,5	5,6	+0,1	5,5	-0,1	-3,2	-3,0	+0,2	-3,3	-0,2
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	6,6	7,3	+0,7	5,7	-0,9	7,3	8,0	+0,8	6,5	-0,7
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	6,1	6,9	+0,8	5,4	-0,7	6,1	7,0	+0,9	5,4	-0,7
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	7,2	7,5	+0,3	6,9	-0,3	9,0	9,5	+0,5	8,5	-0,5
Fogyasztóiár-index (%)	0,3	0,2	-0,1	0,3	+0,0	2,6	2,7	+0,2	2,6	+0,1
A jegybanki alapkamat az időszak végén	1,50	1,50	0,00	1,50	0,00	3,00	3,00	0,00	2,50	-0,50
Munkanélküliségi ráta (%)*	7,4	7,4	-0,0	7,4	+0,0	6,8	6,6	-0,1	6,8	+0,0
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	2,3	2,3	-0,1	2,3	-0,0	3,3	3,5	+0,1	3,4	+0,0
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	5,1	5,4	+0,3	4,9	-0,2	5,6	6,0	+0,4	5,3	-0,3
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,5	8,8	+0,3	8,3	-0,2	8,0	8,4	+0,4	7,7	-0,3
Az államháztartás egyenlege a GDP százalékában	-2,4	-2,3	+0,1	-2,4	-0,0	-1,9	-1,6	+0,3	-1,9	-0,0
GDP-alapon számított külső kereslet*	1,8	2,0	+0,2	1,5	-0,3	2,4	2,7	+0,2	2,1	-0,3

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás