
GKI Gazdaságkutató Zrt.

Elemzés és előrejelzés a magyar gazdaság és a külgazdaság legfontosabb folyamatairól

Készült a

Költségvetési Tanács

megbízásából

2015. december

GKI Gazdaságkutató Zrt.

1092 Budapest, Ráday u. 42-44.

1461 Budapest, Pf. 232.

[http:// www.gki.hu](http://www.gki.hu)

Tel: 318-1284; 266-2088 Fax: 318-4023; 266-2118

gki@gki.hu

Készítették:

**Adler Judit
Akar László
Bank Dénes
Barta Judit
Czelleng Ádám
Hegedűs Miklós
Karsai Gábor
Losoncz Miklós
Madar Norbert
Molnár László
Némethné Pál Katalin
Papanek Gábor
Petz Raymund
Timár Szabolcs
Udvardi Attila
Vértes András
Viszt Erzsébet**

Szerkesztette:

Karsai Gábor

© GKI Gazdaságkutató Zrt.

*A tanulmánynak vagy részeinek bármely módon való sokszorosítása tilos.
A tanulmány megállapításai csak a forrás megjelölésével idézhetők.*

Tartalomjegyzék

Előrejelzés 2016-ra

Vezetői összefoglaló.....	1
Világ gazdasági feltételezések, hazai várakozások	4
Gazdaságpolitika.....	7
Fogyasztás.....	9
Beruházás.....	11
Reálfolyamatok	12
Foglalkoztatás	18
Pénzügyi szektor.....	20
Belső és külső egyensúly	24
Infláció, kamat, árfolyam	27
Az előrejelzés kockázatai.....	30
Statisztikai függelék.....	31

MELLÉKLET

Magyarország külső adósságállományának és a külföldiek kezében lévő adósságának elemzése	39
---	-----------

Vezetői összefoglaló

A magyar gazdaság az átmeneti tényezőkön alapuló, 2014. évi gyors növekedés után idén – a GKI előrejelzésének megfelelően - lassuló pályára került, az I. negyedévi 3,5%-os növekedést a II. negyedévben 2,7%-os, a III. negyedévben 2,4%-os ütem követte. A következő negyedévekben pedig inkább csak 2% körüli bővülés várható. A GKI idén a GDP 2,7%-os, jövőre 2,3% körüli emelkedésére számít. A beruházások az ideai stagnálás után jövőre visszaesnek (-5%), a fogyasztás viszont GDP-hez közeli – idén attól kissé elmaradó, jövőre azt valamivel meghaladó – 2,5% körüli ütemben bővül. Az exporttöbblet 2015-ben látványosan, 2016-ban lassabban emelkedik. A külső és belső egyensúly mindkét évben kedvezően alakul, de a felminősítésre – többek között a gazdaságpolitika kiszámíthatatlansága miatt – még egy kicsit várni kell. A bankadó csökkentéséből adódó banki mozgásteret az MNB egyre aktívabb beavatkozása szívja el. A perspektíva hiánya miatt sem a tőke, sem a munkaerő kiáramlásában nem várható fordulat, miközben a közszolgáltatások leépülése folytatódik.

A **világgazdasági dinamika** a nemzetközi prognózisok szerint 2016-ban valamelyest gyorsul az előző évihez képest, de egyrészt elmarad a korábbi előrejelzésektől, másrészt a **GKI** megítélése szerint ennek megvalósulása **bizonytalan**. Németország lokomotív-szerepe gyengül. A globális gazdasági növekedés negatív **kockázata** az amerikai **Fed** irányadó kamatlábának emelése (dollárerősödés, az eladósodott fejlődő országok GDP-dinamikájának további lassulása, esetleges adósságválsága). A **menekültválság** konfliktust okoz az EU-tagországok között, érdemi döntések és magatartás hiányában visszavetheti az EU fejlődését. A **gazdasági várakozások** ennek ellenére az EU-ban és Magyarországon is **viszonylag optimisták**.

Magyarországon az elmúlt hónapokban folytatódott a piaczgazdaság lényegét és a hatalommegosztás intézményrendszerét kiiktató „**magyar modell**” – a kedvezményezett üzleti csoportok számára jövedelem-átrendezés céljából történő – felépítése. Új, az eddiginél is **élesebb szakaszába lépett az EU-ellenesség**. Ismét látványossá vált az **Egyesült Államokkal való nézetkülönbség**. Noha a külső és belső egyensúly évek óta és várhatóan 2016-ban is kedvezően alakul, az ország **felminősítése** – többek között a gazdaságpolitika nem kellő hitelessége miatt – egyelőre **elmaradt**. Így a **bankokkal való részleges kormányzati kiegyezés** várhatóan új lendületet kap, de az **MNB egyre erőteljesebb**, konkrét célokat előtérbe helyező **beavatkozása** mellett. A kiszámíthatatlan, korrupciógyanus befektetési környezet, a perspektíva hiánya azonban elijeszti a tőkét is és a munkaerőt is. Mindez behatárolja a kormányzat **gyorsítási** törekvéseinek eredményességét.

2010 és 2014 között a magyar GDP évente átlagosan 1,3%-kal, a régiós országok átlagánál kevésbé növekedett. **Ezzel szemben a nettó EU-támogatások évente átlagosan a GNI 4,4%-át tették ki, Litvániával együtt a régióban a legmagasabbat** (2% környékén volt Szlovákia és Románia, 3-4% között Lengyelország, Bulgária, Lettország és Észtország). Egyes számítások szerint, ha az EU-támogatások nálunk is csak a nemzeti jövedelem 2%-át tették volna ki, akkor **a magyar GDP nem vagy csak minimálisan** (évente 0,2%-kal) **emelkedett volna**. Döntő mértékben **az EU-források régióban kiugróan magas beáramlásának köszönhető a 2013-15-ös magyar növekedés-gyorsulás, a devizatartalékok emelkedése**, ezzel összefüggésben **a devizahitel-probléma megoldhatósága**, sőt, még a **kamatcsökkenés** jó része is. Nem a „magyar reformok működtek”, hanem a beáramló 30 milliárdnál is több euró. Ez járul hozzá ahhoz is, hogy **a gazdasági növekedésnek 2020-ig (!) már nem elsősorban egyensúlyi és pénzügyi akadályai vannak, hanem főleg bizalmi-előreláthatósági korlátai**. Más kérdés, hogy a rendkívül kedvező makrogazdasági (egyensúlyi) hatások mellett a támogatások felhasználásának **mikrogazdasági hatékonysága** – jórészt az elképesztő korrupció miatt – **borzalmasan alacsony**.

Idén a **reálkereset** a gyorsuló bériáramlás és a továbbra is eltűnt infláció miatt a tavalyinál gyorsabban, 4%-kal bővül. A reáljövedelem 2,8%-kal emelkedik. A **fogyasztás** dinamikája a harmadik

éve növekvő reáljövedelem, a banki elszámolás következtében lecsökkent hitelterhek és a fogyasztók jelentős részének némi megkönnyebbülése hatására 1,5%-ról 2,5% körülire emelkedik. A lakosság fogyasztása azonban még így is 5-6 százalékponttal **elmarad a válság előttiől, s kb. az egy évtizeddel ezelőtti szinten lesz.** Jövőre a bérkiáramlás 4,5-5%-ra, az áremelkedés 1,7% körülire gyorsul, de ez utóbbit az szeptember 1 százalékpontos csökkentése részben ellensúlyozza. Így a **reálkeresetek ismét 4%-kal nőnek.** A nyugdíjak reálértéke – három éves növekedés nyomán – nem változik, a **fogyasztás** a lakosság enyhülő terhei és a megtakarítások lassú átcsoportosítása következtében a reáljövedeleméhez hasonló ütemben, **2,5%-kal nő.**

A **beruházások** a 2013-2014. évi gyors, átlagosan 8%-os növekedés után **idén stagnálnak, jövőre mintegy 5%-kal visszaesnek.** Ennek fő oka az EU forrásokból megvalósított és az autóiipari fejlesztések **kifulladás.** A befektetési hajlandóság alacsony, a vállalkozások túlnyomó része egyáltalán nem akar hitelt felvenni. A beruházási ráta 2014-ben 21,7% volt, ami idén 21,1%-ra, 2016-ban 19,6%-ra, igen alacsony szintre csökkenhet. Jövőre az EU-támogatások kifutásával a régió több országában is csökken a beruházás, de a **visszaesés messze nálunk a legmélyebb,** miközben a lengyel és a román dinamika – hála az üzleti szektornak – 4-5% körüli.

A magyar gazdaság a 2014. évi, 3,7%-os növekedés után idén **lassuló pályára** került. Ez **nem meglepetés,** mivel a tavalyi gyors növekedés alapvetően átmeneti tényezőknek (így az EU-támogatások tetőzésének, a választási évvel összefüggő fogyasztás-élénkítésnek, a kiváló mezőgazdasági termésnek és a korábbi autóiipari beruházásoknak) volt a következménye. Mindebben **2016-ban nem várható kedvező fordulat,** az EU-támogatások apályával mellett az üzleti szféra beruházási hajlandósága is gyenge marad, a fogyasztás bővülése viszonylag gyors, de nem gyorsuló, az **export** bővülésének üteme csökken, a **mezőgazdasági** termelés bővülése pedig átlagos időjárás esetén nem lesz kiugró. Az **ipari** növekedés érezhetően lassul, az **építőipar stagnál,** a **kiskereskedelmi** forgalom inkább csak statisztikailag (a féléves bázisba kerülésével) fékeződik. Végeredményben **2015 egészére 2,7%-os, 2016-ra pedig 2,3%-os** gazdasági növekedés prognosztizálható. Ez egyben azt jelenti, hogy a **GKI** a szeptemberi előrejelzéséhez viszonyítva **0,3 százalékponttal megemelte 2016. évi növekedési előrejelzését,** mindenekelőtt a gyenge idei mezőgazdasági teljesítmény okozta bázishatás és a bankadó-csökkentés enyhe pozitív hatása következtében.

A **foglalkoztatottak** száma **2015-ben kb. 2,5%-kal,** a nemzetgazdaság valamennyi szektorára kiterjedően bővül. Ez három okra vezethető vissza: a konjunktúra csökkenő dinamikájú, de még mindig kedvező alakulására; a külföldi munkavállalás változatlanul gyors bővülésére és a közfoglalkoztatás további emelkedésére. A foglalkoztatás **2016-ban** már csak **1%-kal** emelkedik tovább. A statisztikai **munkanélküliségi ráta** éves átlagban 2015-ben 7%-ra, majd 2016-ban ez alá, 6,7% körülire csökken. **A valós valahol 9-10% környékén van.** A **közfoglalkoztatás** egyre inkább akadály, semmint segítője a valódi munkahelyek létrejöttének. A minőségi munkaerőből egyre nagyobb a **hiány.**

Idén **tovább csökken a vállalati és a lakossági hitelállomány.** 2016-ban megindulhat a **vállalati** hitelállomány szerény emelkedése, a lakosság esetében azonban inkább csak a lakáshiteleknel várható bővülés. A jegybank által a piaci alapú vállalati hitelezés élénkítése érdekében hozott intézkedések elsősorban **tüneti jellegűek,** mivel nem terjednek ki a valódi, a magyar modellből adódó okokra. Az előbb-utóbb bekövetkező kamatemelési periódus kockázatokkal fog járni.

A **GKI** megítélése szerint a 2015-re előirányzott **2,4%-os GDP-arányos államháztartási deficit elérése** valószínű. A legfontosabb kockázatot az esetleg elmaradó EU-s fejlesztési forrásokat helyettesítő költségvetési kiadások jelentik. A **2016-ra tervezett 2%-os GDP-arányos deficit** megvalósulása viszont **valószínűtlen.** A nyár elején elfogadott költségvetést megalapozó makrogazdasági pálya ugyanis **túl optimista,** emellett a tervezetthez képest egyes **adóbevételek kiesése,** más **kiadási tételek** növelésének szükségessége látszik. Magyarország **folyó fizetési és tőkémérlege** 2009 óta évről évre egyre nagyobb többletet mutat, 2016-ban azonban az EU-transzferek

csökkenése miatt várhatóan csökken (8-ról 7 milliárd euróra). A magyarországi **tőkeállomány** 2009-től kezdve a nemzetközi mozgások – működőtőke-import és export - eredőjeként lényegében csak a bankszektor kényszerű feltőkésítésének mértékében változott, ami a **hazai befektetési környezet kemény kritikája**.

Az idén stagnáló **árszínvonal** után jövőre 1,7%-os infláció várható. Az **MNB** láthatóan **egyre rövidebb pórázon tartja a bankrendszert**, ezzel jórészt semlegesítve a bankadó-csökkentés mozgástér-növelő hatását. Így aztán nem sok remény lehet a hitelállomány növekedésére. A **GKI** előrejelzése szerint az **alapkamat** – az MNB céljával összhangban – 2016 végéig nem változik, az euró **árfolyama** pedig a 2015. évi 310 forint után jövőre éves átlagban 320 forint körül lesz.

1. táblázat

A GKI prognózisa 2015-2016-ra

	2012	2013	2014	2015	2016 előrejelzés	
	tény			előrejelzés	szeptember	december
GDP termelés	98,3	101,9	103,7	102,7	102	102,3
• Mezőgazdaság (1)	79,0	115,3	113,9	85	100	105
• Ipar (2)	97,8	97,5	106,7	106	104	104
• Építőipar (3)	93,7	105,8	112,3	103	102	100
• Kereskedelem (4)	99,4	106,3	104,3	105,5	101	103
• Szállítás és raktározás (5)	101,1	101,0	102,4	102	101,5	101,5
• Információ, kommunikáció (6)	101,0	103,9	101,4	103,5	102	103
• Pénzügyi szolgáltatás (7)	97,2	95,2	97,1	99	100	102
• Ingatlanügyletek (8)	98,2	100,3	99,6	101	102	102
• Szakmai, tudományos, műszaki, admin. tev.(9)	100,7	103,6	105,8	105	103	103
• Közigazgatás, oktatás, egészségügy (10)	101,6	106,7	97,8	100,5	100	100
• Művészet, szórakoztatás (11)	97,3	100,0	104,8	105	102	102
• Magnővekedés (2)+(3)+(4)+(5)+(6)+(7)+(8)+(9)	98,7	101,0	104,5	104,2	102,5	103
GDP belföldi felhasználás	97,0	101,2	104,2	101,5	100,3	101
• Egyéni fogyasztás	97,7	100,6	101,5	102,5	101,5	102,5
• Állóeszköz-felhalmozás	95,6	107,3	111,2	100	95	95
Külkereskedelmi áruforgalom						
• Export	100,9	104,8	107	108	105,5	106
• Import	100,0	105,0	108,5	107	104	105
Fogyasztói árindex (előző év = 100)	105,7	101,7	99,8	100	102,5	101,7
Folyó fizetési és tökemérleg együttes egyenlege						
• milliárd euró	4,3	7,7	6,3	8	7,5	7
• a GDP százalékában	4,3	7,5	6,0	7,3	6,8	6,2
Munkanélküliségi ráta (éves átlag)	11	10,2	7,7	7	7	6,7
Államháztartási egyenleg a GDP százalékában (ESA)	-2,3	-2,4	-2,5	-2,4	-2,3	-2,3

Forrás: KSH, **GKI**

A **GKI** 2015-re vonatkozó korábbi előrejelzéseit a 9. függelék tartalmazza.

1. Világ gazdasági feltételezések, hazai várakozások

A világ gazdasági dinamika a nemzetközi prognózisok szerint 2016-ban valamelyest gyorsul az előző évihez képest, de egyrészt elmarad a korábbi előrejelzésektől, másrészt a **GKI** megítélése szerint ennek megvalósulása bizonytalan. A globális gazdasági növekedéshez - az alacsony nyers- és fűtőanyagárak valamint a laza monetáris kondíciók hatására – elsősorban a fejlett ipari országok (mindenekelőtt az USA) járulnak hozzá. A felzárkózó és a fejlődő országok fejlődése - elsősorban Kína és Brazília növekedésslassulása miatt - mérsékeltebb lesz. A globális gazdasági növekedés negatív kockázata az amerikai Fed kamatlábának emelése okozta negatív hatások (dollárerősödés, az eladósodott fejlődő országok GDP-dinamikájának további lassulása, esetleges adósságválsága). Bár az EU eddig nem talált megfelelő választ a menekültügy kezelésére, a migránsok beáramlása rövidtávon valamelyest emelheti a GDP-dinamikát. A párizsi terrortámadás gazdasági következményei várhatóan szerények lesznek, ugyanakkor a védelmi és titkosszolgálati kiadások emelkedése valószínű. A gazdasági várakozások viszonylag optimisták.

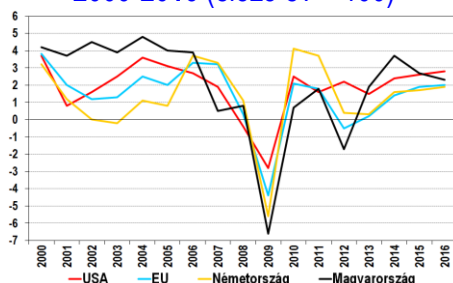
A **világ** összевont GDP-jének növekedési üteme a **2015.** évi 3,1%-ról **2016-ban** 3,5%-ra gyorsul. A világkereskedelem **2015-ben** 2,5%-kal, **2016-ban** 3,7%-kal nő. Az **USA** GDP-je 2015-ben 2,6%-kal, 2016-ban 2,8%-kal bővülhet. **Japán** GDP-dinamikája 2015-ben 0,7%, 2016-ban 1,1% lesz.

Az **EU** összевont GDP-je 2015-ben várhatóan 1,9%-kal, 2016-ban 2%-kal, az euróövezet az idén 1,6%-kal, jövőre 1,8%-kal növekszik. **Németország** GDP-je 2015-ben 1,7%-kal, 2016-ban **1,9%-kal** emelkedik. A német gazdaság tehát – részben a kínai lassulás, részben VW-botrány miatt idén és jövőre is csak az EU átlagánál szerényebb növekedésre lesz képes, vagyis veszít az EU-n belüli lokomotív szerepéből. Ugyanakkor a mintegy 800 ezer migráns a költségvetési expanzió keresztül 0,2 százalékpontot adhat hozzá a jövő évi GDP-dinamikához.

Az EU jelenleg több, akár a fennmaradását is veszélyeztető válságjelenséggel szembesül. Ezek közül a leglényegesebb a **migránsválság** (2014-2015-ben 1,2 millió fő folyamodott menedéktáruztért az EU-ban), amit az év elejei és a novemberi párizsi **terrorista merényletek** is súlyosbítottak. Feszültségforrás a tervezett brit népszavazás az európai uniós tagságról, ezzel összefüggésben az EU néhány alapkérdésének újratárgyalása, a görög államadósság-válság esetleges fellángolása, a különböző regionális függetlenségi törekvések térnyerése. Egyre kezelhetetlenebb az EU-val szemben szkeptikus, az integráció eredményeit tagadó és leépíteni kívánó, a tagállamok közötti szolidaritást felmondó demagóg bal- és jobboldali politikai erők megerősödése egy sor tagállamban.

Kína GDP-je az idén kb. 6,8%-kal, 2016-ban 6,5%-kal emelkedik. **India** várhatóan mindkét évben a kínainál valamivel gyorsabban bővül. A külföldi működőtőke fő

1. ábra
Világ gazdasági régiók növekedése,
2000-2016 (előző év = 100)



Forrás: Európai Bizottság, **GKI**

célpontja jelenleg India. **Oroszország** recesszióban van, GDP-je 2015-ben 3,7%-kal, 2016-ban 0,5%-kal csökken. **Ukrajnában** a gazdaság vészesen hanyatlott, a GDP 2014-ben 7,5%-kal esett vissza, 2015-ben 9%-os visszaesés, 2016-ban 2%-os növekedés prognosztizálható. A külső adósság átstrukturálásával az államcsődöt egyelőre sikerült elkerülni.

Az amerikai jegybank, a **Fed** a gazdasági reálfolyamatok és a pénzügyi piacok várakozásai szerint a jelenleg nulla körüli irányadó kamatlábát 2015 decemberében elkezd emelni. A kamatemelés a tőkeköltségek növekedése és a dollár erősödése révén nehezebb helyzetbe hozhatja az eladósodott fejlődő országokat, ami akár pénzügyi válságokat is kiválthat. Ezért **óvatos és elnyújtott kamatláb-emelési** pálya várható.

Az **Európai Központi Bank** decemberben 10 bázisponttal tovább csökkentette irányadó kamatlábát, s legalább 2017 márciusáig kiterjesztette a mennyiségi könnyítést (azonban nem emelte a havi 60 milliárd eurós keretet). A lazítás eddig nem hozta meg a várt eredményt, a középtávú inflációs cél (2% alatti, de ahhoz közeli inflációs ráta) elérését. Az **EU inflációs rátája** a 2015. évi **0,1%** után 2016-ban **0,7%-ra** prognosztizálható. A vezető fejlett országok részvénytőzsi indexei rekord magasságban, illetve azokhoz közel, állampapír-hozamai pedig alacsony szinten vannak. A Fed monetáris politikájának restriktívebbé válása a tőzsdei buborékok kidurranását és az állampapír-piaci hozamok emelkedését válthatja ki.

Az **euró dollárral** szembeni árfolyama 2015 egészében jelentősen (15-20%-kal) gyengül, a 2014. évi 1,33 dollárral szemben 2015 átlagában 1,11 dollárra, 2016-ban 1 dollár (paritás!) prognosztizálható jelentős rövidtávú volatilitás mellett.

A globális túlkínálat fennmaradása és a kínai kereslet dinamikájának visszaesése nyomán a Brent típusú **kőolaj** hordónkénti éves átlagára a 2014. évi 100 dollárról 2015-ben 53 dollárra csökken, 2016-ban várhatóan hasonló (54 dollár) lesz. A **nyersanyagok** világpiaci ára 2014-ben 4,3%-al mérséklődött, 2015-ben további 16%-os csökkenés, 2016-ban stagnálás prognosztizálható.

Az USA és az EU közötti tárgyalások a **transzatlanti kereskedelmi és beruházási partnerségről (TTIP)** a vámok eltörlését és a nem vámjellegű akadályok lebontását célozzák. Az **EU-ban** ellenzik a génmódosított termékek bevitelét, a jogszabályok kölcsönös elismerésétől az európai uniós normák fellazulását féltik, a befektetés-védelmi rendszer esetében pedig attól tartanak, hogy az amerikai nagyvállalatok nemzetközi

2. táblázat

GDP-prognózisok, 2014-2016 (előző év = 100)

		OECD*	IMF**	Európai Bizottság***
Világ összesen	2014 tény	3,3		
	2015	2,9	3,1	3,1
	2016	3,3	3,6	3,5
OECD-országok	2014 tény	1,8		
	2015	2,0	2,0	2,0
	2016	2,2	2,2	2,3
Euróövezet	2014 tény	0,9		
	2015	1,5	1,5	1,6
	2016	1,8	1,6	1,8

* 2015. november

** 2015. október

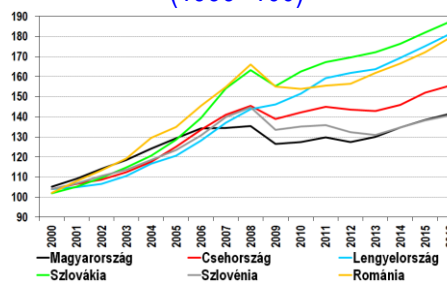
*** 2015. október

A 2014. évi adatok tényadatok.

Forrás: OECD, IMF, Európai Bizottság

2. ábra

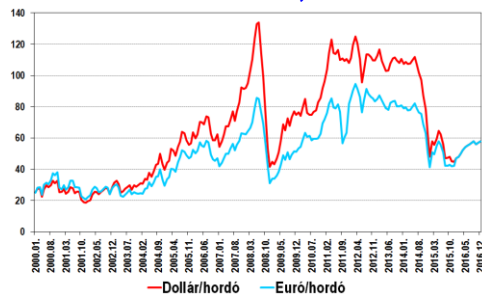
Néhány közép-európai EU-tagállam növekedése, 2000-2016 (1999=100)



Forrás: Európai Bizottság, GKI

3. ábra

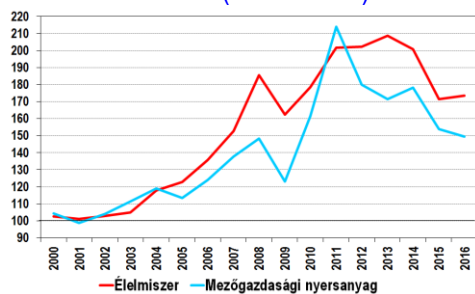
A kőolaj (Brent) világpiaci ára dollarban és euróban, 2000-2016



Forrás: Világbank, Eurostat, **GKI**

4. ábra

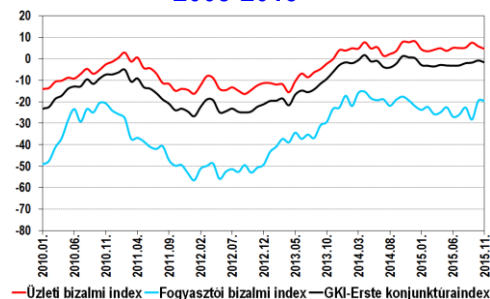
Mezőgazdasági nyersanyagok és élelmiszerek világpiaci árváltozása, 2000-2016 (1999 = 100)



Forrás: Európai Bizottság, **GKI**

5. ábra

GKI-Erste konjunktúra index, 2008-2015



Forrás: **GKI**

választott bíróság elé citálhatnak kormányokat. Noha az aggodalmak egy része túlzott, a közvélemény jelentős része elutasító. Bár a **TTIP előnyeinek és hátrányainak egyenlege a GKI megítélése szerint pozitív, az aláírás nem biztos.**

E világgazdasági prognózisnál **kedvezőbb** folyamatok várhatók globálisan a kőolaj alacsony világpiaci árának fennmaradása, illetve további csökkenése, az EU-ban az EKB mennyiségi lazításának és az Európai Bizottság beruházási programjának a gazdasági növekedésre gyakorolt vártnál jelentősebb hatása, az euró nagyobb mértékű leértékelődése és a kínai gazdaság konszolidációja esetén. **Negatív** hatású lehet viszont az orosz-ukrán háború eszkalálódása, az iszlám terrorizmus okozta bizonytalanság fokozódása; a dollár jelentős erősödése nyomán az amerikai, illetve más okok miatt a kínai gazdasági dinamika vártnál nagyobb mértékű lassulása. Ugyancsak visszafoghatja a globális növekedést, ha az alacsony kőolajárhoz a vártnál gyorsabban alkalmazkodik a kitermelés, ezáltal a kőolajár a vártnál előbb és nagyobb mértékben emelkedik, továbbá ha az amerikai monetáris politika a vártnál korábbi és/vagy nagyobb mértékű szigorítása nagymértékű tőkekiáramlást idéz elő a felzárkózó országokból, illetve a júan leértékelődése nyomán tovább erősödik az alacsony energia- és nyersanyagárak által táplált defláció, s árfolyamháború tör ki a felzárkózó országok között. A menekültválság megfelelő döntések és magatartás hiányában konfliktust okoz az EU-tagországok között, visszavetheti az EU fejlődését.

Novemberben az EU-ban vegyesen alakultak a gazdasági várakozások. A magyar szempontból legfontosabb ipari bizalmi index 2015. évi mélypontjára került, s romlottak a német várakozások is. Ugyancsak csökkent a kereskedelmi bizalmi index értéke, ugyanakkor a fogyasztói, a szolgáltatói és építőipari bizalmi index emelkedett, utóbbi egyenesen idei csúcspontjára került. Magyarországon négyhónapos emelkedés után novemberben kissé csökkent a **GKI-Erste konjunktúra-index** értéke. A fogyasztói várakozások pontosan az októberi, idei csúcstól jelentő szinten maradtak, az üzletiek viszont szeptemberi tetőpontjukhoz képest év eleji szintjükre estek. Az üzleti szférán belül az építőipar kivételével minden ágazatban több a javulásra, mint romlásra számító cég. A gazdasági várakozások idei alakulására egy viszonylag szűk sávon belüli, a 2014 végétől kisebb-nagyobb mértékben mindvégig elmaradó, de egész évben aránylag erős optimizmust sugalló hullámváz a jellemző.

2. Gazdaságpolitika

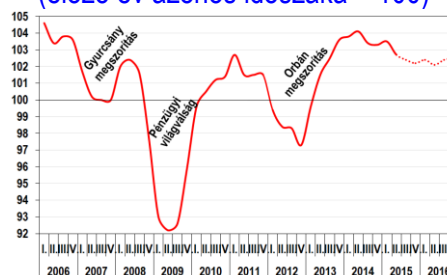
Magyarországon az elmúlt hónapokban folytatódott a piacgazdaságot és a hatalommegosztás intézményrendszerét kiiktató modell felépítése. Alacsony hatékonyságú haveri államkapitalizmus épül, nem piacgazdaság. Az intézmények döntései üzletileg kiszámíthatatlanok, jó kormányzati kapcsolat nélkül nincs jelentős üzlet. Új, az eddiginél is élesebb szakaszába lépett az EU-ellenesség, ismét látványossá vált az Egyesült Államokkal való nézetkülönbség. Noha a külső és belső egyensúly évek óta és várhatóan 2016-ban is kedvezően alakul, az ország felminősítése minden félévben egy félévvel csúszik (de 2016-ban valószínűleg megtörténik). A bankokkal való kormányzati kiegyezéssel párhuzamosan az MNB folyamatosan szűkíti a pénzügyi szektor mozgásterét. A kiszámíthatatlan, korrupciógyanús befektetési környezet, a perspektíva hiánya miatt azonban sem a tőke beáramlásában, sem a munkaerő kiáramlásában nem várható pozitív fordulat, miközben a közszolgáltatások leépülése folytatódik. Mindez behatárolja a kormányzat gyorsítási törekvéseinek eredményességét. A magyar gazdaságpolitika sikerei jellemzően egyszerűek, rövidtávúak vagy átmenetiek (pl. fehéredés, devizahitel-kiváltás, csökkenő külföldi adósság, rugalmasabb munkaerőpiac, alacsony költségvetési hiány), kudarcai azonban hosszú távúak (az állam modernizálása helyett bürokratikus centralizáció a közoktatásban és az egészségügyben, leépítés a felsőoktatásban, államosítás és állami piacátrendezés, a verseny korlátozása és akadályozása, a korrupció állami védelem alá helyezése, a tulajdon biztonságának megkérdőjelezése).

A kormány politikájának középpontjába idén a menekültügy került. Ez elsősorban a belpolitikai problémákról való figyelemelterelést szolgálta, de később egy nyíltan EU-ellenes politikába ment át. Új szakaszt jelent, hogy míg az EU-val folytatott „szabadságharc” eddig mindenekelőtt a magyar modell védelmében folyt, az immár az EU egész együttműködési rendszere ellen, a nemzetállamok mind teljesebb önállóságának visszanyerése érdekében folyik, s kifejezetten bomlasztó hatású. E politika elsősorban az EU szélsőjobb pártjaiban és a régió autoriter jellegű kormányai körében talál szövetségeseket. Az EU perifériájára való – önkéntes! – szorulás gazdasági és társadalmi szempontból is a kormány történelmi bűne lenne, ami tartósan illuzórikussá tenné a felzárkózást.

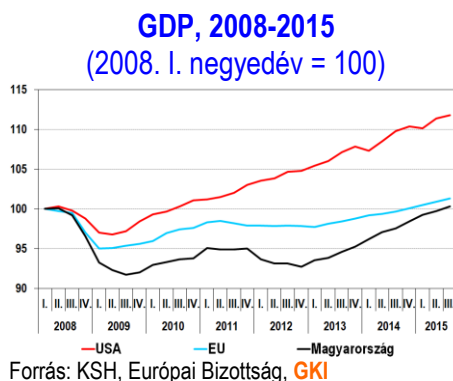
Miként 2012-re a kormány megértette, hogy a túlzottdeficit-eljárás alóli kikerülés – s ehhez az államháztartási hiány csökkentése – nélkül veszélybe kerülnek az EU-tól lehívható támogatások, **2015-ben** – nem kis ingadozások után – elfogadottá vált a bankokkal való, legalább részleges kiegyezés szükségessége, majd az EBRD-vel és az Erstével aláírt megállapodás tényleges betartásának elkerülhetetlensége. Ez ugyanis a banki hitelezés, a felminősítés, s közvetve a tőkevonzó-képesség javításának előfeltétele. Ugyanakkor, mivel a **politika egészében**, így mindenekelőtt a jogbiztonság megteremtésében, a korrupciós rendszerek megszüntetésében **nem látszik érdemi változás** – sőt, például a földprivatizáció esetében szemérmetlenül

6. ábra

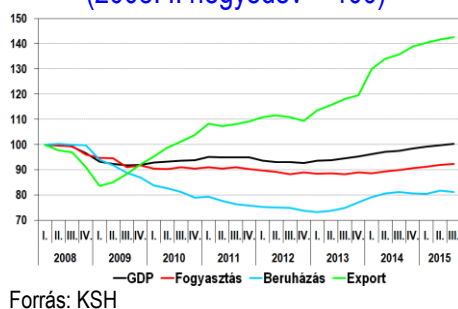
**A GDP növekedése
negyedévenként, 2006-2016
(előző év azonos időszaka = 100)**



Forrás: KSH, GKI



7. ábra
GDP, fogyasztás, beruházás, export,
2008-2015
(2008. I. negyedév = 100)



folytatódik a kliensrendszer kiépítése -, mindettől érdemi változás nem várható. Magyarország és a különféle EU-intézmények között **konfliktusforrás Paks II. és több, korrupciógyanús közbeszerzési eljárás.**

Folytatódik az államosító és a kormányzathoz közelálló tulajdonosi csoportokat helyzetbe hozó gazdaságpolitika (legutóbb például a dohánykereskedelem átszervezése). A kormányzat nyíltan hirdeti, hogy az EU által megtiltott módszereket – például az élelmiszerláncok progresszív adóztatása másfajta, ugyancsak nem versenysemleges lépésekkel fogja ellensúlyozni (például a kereskedelmi láncok számára előírt, aligha megvalósítható kötelező minimális foglalkoztatással). A verseny korlátozása **a versenyképesség romlásában is megmutatkozik.** Magyarország a nemzetközi rangsorokban jellemzően igen hátul foglal helyet, s 2015-ben az IMD **versenyképességi** rangsora kivételével – ahol pozíciója nem változott -, **mindenhol hátrébb** került. Így a Világbank Doing Business rangsorában 2, a Világgazdasági Fórum versenyképességi listáján 3, az IMD tehetségjelentésében 5, a Transparency International korrupciós rangsorában 7, a Tax Foundation nemzetközi adó-versenyképességi listáján 2, a Heritage Foundation gazdasági szabadság szerinti sorrendjében 3 helyet veszített 2014-hez képest.

Az EU-támogatások apályát ellensúlyozni kívánó, növekedésserkentő lépéseket kilátásba helyező intézkedések ellenére **folytatódik a szigorú fiskális és laza monetáris politika együttélése.** Az előbbi **nem reformokon, hanem a nagy rendszerekből való forráskivonáson alapul**, ami az **egészségügyben és az oktatásban** is súlyos, a napi működést veszélyeztető **feszültségeket okozott.** Az **alacsony kamatokkal és gyenge forinttal való növekedésserkentés pedig eddig nem sikerült, s amíg a vállalatok beruházási hajlandósága nem erősödik**, a bankokkal való részleges kiegyezés hatása is csekély marad. Erős a törekvés a 2014-2020-ban elérhető EU-források minél korábbi lehívására, ezek azonban 2016-ban még csak csekély beruházási aktivitást tudnak kiváltani.

Bár az EU-támogatású beruházások 2017-től ismét emelkedni fognak, 2020 után azonban e forrás ebben az ingyenes, nem visszatérítendő formában nagyrészt megszűnik, ami a magyar gazdaság **fő hajtóerejének kiesését** jelenti. Ennek ellensúlyozásához az európai piacgazdaság működési elveihez való **visszatérésre** lenne szükség.

3. Fogyasztás

Az elvándorlás és a nagy bérkülönbség miatt a jövedelmek emelésére irányuló nyomás jelentősen erősödik. Idén a reálkereset a gyorsuló bérkirámlás és a továbbra is eltűnt infláció miatt a tavalyinál gyorsabban, 4%-kal bővül. A reáljövedelem 2,8%-kal emelkedik. A fogyasztás dinamikája a harmadik éve növekvő reáljövedelem, a banki elszámolás következtében lecsökkent hitelterhek és a fogyasztók jelentős részének némi megkönnyebbülése hatására 1,5%-ról 2,5% körülire emelkedik. A lakosság fogyasztása azonban még így is 5-6 százalékponttal elmarad a válság előtti szinttől, s kb. az egy évtizeddel ezelőtti szinten lesz. Jövőre a bérkirámlás 4-5%-ra, az áremelkedés 1,7% körülire gyorsul, de ez utóbbit az szja 1 százalékpontos csökkentése részben ellensúlyozza. Így a reálkeresetek ismét 4%-kal nőnek. A nyugdíjak reálértéke nem változik, a fogyasztás a lakosság enyhülő terhei és a megtakarítások részleges átcsoportosítása következtében a reáljövedelemhez hasonló mértékben, 2,5%-kal nő.

2015 első kilenc hónapjában a reálkeresetek 4,1%-kal (közfoglalkoztatottak nélkül 4,2%-kal) bővültek. A verseny- és a költségvetési szektorban is átlagosan 4%-os reálkereset növekedés következett be. **2015-ben** a bruttó keresetek dinamikája meghaladja az előző évit. Ezen belül a versenyszektorban kismértékű lassulás következik be (4,3%-ról 3,8%-ra), mindenekelőtt az idei béremeléseknek a megszűnt inflációhoz való alkalmazkodása következtében. A minimálbér ugyan csaknem a tavalyi ütemben emelkedik (3,6% után 3,4%-kal), de a lassuló gazdasági növekedésnek fékező hatása van. A költségvetési szektorban 4% körüli lesz a béremelkedés: az elmúlt hónapok gyorsulása néhány foglalkoztatási csoport – pedagógusok, háziorvosok, rendvédelmi dolgozók – körében történt nominális béremelés következménye. Így 2015-ben összességében a reálkereset 4%-kal, a reálnyugdíj - az ismételt meglepetés dezinfláció következtében - 1,8%-kal, a reáljövedelem 2,8%-kal emelkedik. A **fogyasztás** bővülésének mértéke ehhez hasonló, **kb. 2,5%-os** lesz. Ebben a már harmadik éve tartó keresetnövekedés késleltetési hatása mellett szerepe van a devizahitelek tehercsökkenésének is. **A vásárlóerőt növelik a külföldről hazautalt jelentős jövedelmek is.** A KSH nemzeti számlái szerint ezek 2014-ben elérték a 920 milliárd forintot, ami 43 milliárd forinttal meghaladja a 2013. évit, s 236 milliárddal több a 2012. évinél. 300-400 ezer **külföldön dolgozó magyart** feltételezve személyenként átlagosan **havi 200-250 ezer forintot** utalnak haza.

A kormányzat 2015. júniusi „elszólása” szerint **2016-ban** a **minimálbér** 5,5%-kal emelkedik. Valójában a minimálberről a munkaadók és a munkavállalók képviselőinek kellene megállapodniuk, de megállapodás híján a kormánynak joga van ennek meghatározására. A **GKI** a **minimálbér 5,5%-os emelését** tartja valószínűnek. Ez gyorsabb ütem, mint az elmúlt négy év bármelyikében.

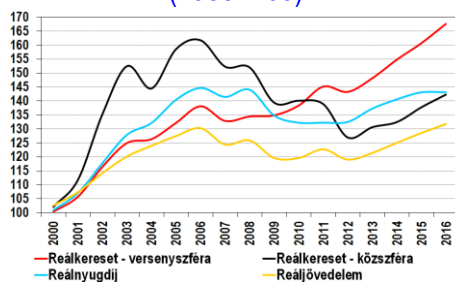
3. táblázat

Az alkalmazásban állók keresete, jövedelme, fogyasztása, 2013-2017
(előző év azonos időszaka=100)

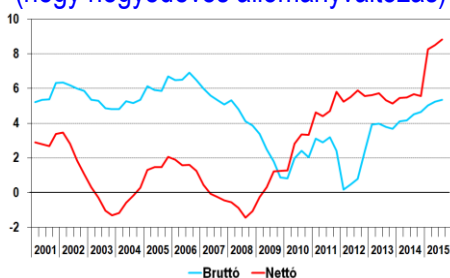
	2013	2014	2015	2016
Minimálbér	105,4	103,6	103,4	105,5
Bruttó kereset	103,4	103	104	104,7
- versenyszféra	103,6	104,3	103,8	105
- közsztéra	103,6	101,2	104	104
Nettó kereset	104,9	103	104	105,7
- versenyszféra	105,2	104,3	103,8	106
- közsztéra	104,6	101,2	104	105
Reálkereset	103,1	103,2	104	104
- versenyszféra	103,4	104,5	103,8	104,3
- közsztéra	102,9	101,4	104	103,3
Reálnyugdíj	103,4	102,4	101,8	100
Reáljövedelem	101,7	103,4	102,8	102,5
Fogyasztás	100,2	101,5	102,5	102,5

Forrás: KSH, **GKI**

8. ábra
Reálkereset és -nyugdíj, 2000-2016
 (1999=100)



9. ábra
**A háztartások magán-
 nyugdíjpénztár nélküli
 megtakarítása a GDP százalékában,
 2001-2015**
 (négy negyedéves átlománnyal)



Miközben a **versenyszférában számos cégnél a szakképzett munkaerő hiánya miatt erősödő bérverseny van kialakulóban, sok helyen gondot fog jelenteni a minimálbér ekkora emelése.**

2016-ban az szja 1 százalékponttal csökken, ami a bruttóhoz képest ugyanennyivel növeli a nettó kereseteket. Így az **előző évinél gyorsabb, 4,7% körüli bruttó keresetemelkedés mellett a nettó keresetek 5,7%-kal emelkednek.** Ez 1,7%-os infláció esetén **4%-os reálkereset-emelkedést** jelent (ezen belül a **versenyszektorban 4,3% körüli**). A közszférában az életpályamodellben érintett ágazatokon kívül (pedagógus, orvos, rendőr, közigazgatási dolgozó) nem várható jelentősebb béremelés. A kétgyermekesek családi adókedvezménye emelkedik.

A **nyugdíjak** reálértéke a tavalyi 2,4%-os emelkedést követően 2015-ben 1,8%-kal nő az eltűnt infláció következtében. A kormány 2016. január 1-től 1,6%-kal - azaz az infláció jelenleg prognosztizált mértékével - emeli a nyugdíjak összegét. A tényleges infláció a **GKI** előrejelzés szerint ennél minimálisan magasabb lesz, vagyis – az ebben az esetben szükséges 2016. novemberi korrekciót is figyelembe véve – a reálnyugdíj több évnél emelkedést követően **(a törvényi előírásoknak megfelelően)** újra stagnálni fog. A családi pótlék és az egyéb szociális jövedelmek nominális összege idén és várhatóan 2016-ban is változatlan marad. A vállalkozási javadalmak, valamint a családi adókedvezmény nominális értéke emelkedik. A valódi és a közfoglalkoztatottak száma kissé nőhet, miként a külföldön dolgozók családjuknak hazautalt jövedelme is. Végeredményben **2016-ban a reáljövedelmek növekedési üteme 2,5% körül lesz.** A fogyasztás hasonló ütemben, ugyancsak kb. 2,5%-kal bővül, amit elősegít a devizahitelekkel kapcsolatos elszámolások (jövedelemtöbblet) áthúzódó hatása is.

A **háztartások nettó finanszírozási képessége** a 2015. III. negyedévével záruló egy évben a GDP 8%-a volt, melyből 2015 III. negyedéve a GDP 5,5%-át tette ki. (Az előző negyedévek magas rátája a devizahitelek forintosításának és elszámolásának következménye volt, ennek hatása éves szinten 2-3 százalékpont.) A lakosság 2015-ben is nettó hitel-visszafizető marad, az elszámolások lezárultával **hitelállománya jelentősen csökken** (devizában szinte nullára, forintban viszont emelkedik). Az új hitelek felvétele kissé növekszik. 2016-ban a lakosság nettó finanszírozási képessége – a bankokkal való elszámolás miatt kiugró 2015-höz képest csökken, de – a korábbi 5-6% közötti sávban marad.

4. Beruházás

A beruházások a 2013-2014. évi gyors, átlagosan 8%-os növekedés után idén stagnálnak, jövőre mintegy 5%-kal visszaesnek. Ennek oka az EU-forrásokból megvalósított beruházások és az autópálya fejlesztések kifulladás. A befektetési hajlandóság alacsony, a vállalkozások túlnyomó része egyáltalán nem akar hitelt felvenni. A beruházási ráta 2014-ben 21,7% volt, ami idén 21,1%-ra, 2016-ban 19,6%-ra, ismét alacsony szintre csökken. Jövőre az EU-támogatások kifizetésével a régió több országában is csökken a beruházás, de a visszaesés messze nálunk a legerőteljesebb, miközben a lengyel és a román dinamika – hála az üzleti szektornak - 4-5% körüli.

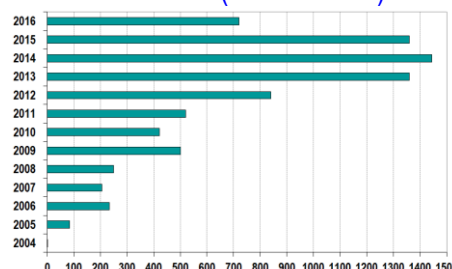
Az I.-III. negyedévben 0,3%-kal, ezen belül a III. negyedévben 3,4%-kal csökkentek a beruházások. Az EU-támogatásokból nagymértékben részesült szállítási ágazat beruházásai 9%-kal bővültek, de a III. negyedévben már 12%-kal csökkentek. Az üzleti beruházások jellemzően estek, az I.-III. negyedévben a feldolgozóiparban 5, a kereskedelemben 10, a mezőgazdaságban csaknem 30%-kal (ez utóbbi már tükrözi a földtörvény és az állami földek eladásának első következményeit). Dinamikusan emelkedtek viszont a közigazgatás-védelem ágazat beruházásai (pl. „kerítés”).

A 2015-ös év nagy kihívása a 2007-13-as keretbe tartozó **EU-források közel teljes elköltése volt**. Ez **formálisan nagyjából sikerült**, ugyanakkor a büntetések, levonások után várhatóan 4-600 milliárd forint ki nem használt forrás lesz az egyenleg, ami 5% körüli forrásvesztésnek felel meg. Ez jó eredmény, s nagyjából az EU várható átlagának felel meg. A **valós gazdasági hatás**, az eredményesség, a hatásosság és a hatékonyság azonban erőteljesen **megkérdőjelezhető**. (Erről részletes és független vizsgálatokat kellene végezteni.)

2016-ban erős nyomás mutatkozik a minél nagyobb forrás-kifizetésre, amit a **szállítói előleg 30%-ról 50%-ra emelése is mutat**. Ugyanakkor a forráskifizetés még nem jelent beruházást. Ezért nagyon valószínű, hogy a **források jelentős elköltése ellenére a beruházások csak ettől messze elmaradva valósulnak meg**. Ezt fejeli meg a **közbeszerzések új rendszere**, amely szerint gyakorlatilag minden nagyobb volumenű pályázat közbeszerzés-köteles lesz. Mindezek alapján **2016-ban mintegy 1200 milliárd forint kifizetése várható az EU források terhére, amiből azonban csak 200 milliárd forint beruházási célú elköltésére látszik esély**. Kedvező esetben ez a vállalkozói saját forrásokkal együtt 300 milliárd forint tényleges beruházást jelent. Ez az idei, 800 milliárd forint összegű uniós finanszírozású beruházáshoz képest **jelentős visszaesést jelez**, amit nem kompenzál a vállalkozói szféra, legfeljebb stagnáló beruházása. Így 2016-ban a beruházások mintegy 5%-os visszaesése várható.

10. ábra

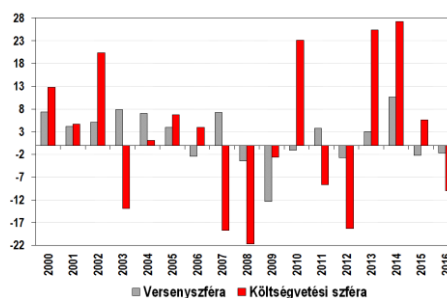
Beruházási célú EU támogatás, 2004-2016 (milliárd forint)



Forrás: GKI

11. ábra

Állami és üzleti beruházások, 2000-2016



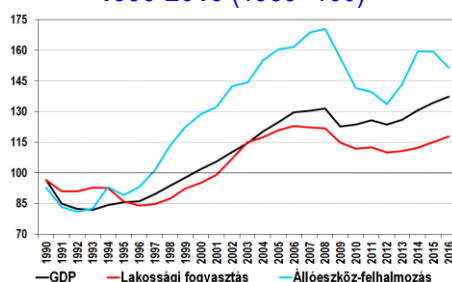
Forrás: GKI

5. Reálfolyamatok

A magyar gazdaság a 2014. évi, 3,7%-os növekedés után idén lassuló pályára került. Ez nem meglepetés, mivel a tavalyi gyors növekedés – mely még az idei I. negyedévben is tartott – alapvetően átmeneti tényezőknek (így az EU-támogatások tetőzésének, a választási évvel összefüggő fogyasztás-élénkítésnek, a kiváló mezőgazdasági termésnek és a korábbi autóiipari beruházásoknak) volt a következménye. Mindebben 2016-ban nem várható kedvező fordulat, az EU-támogatások apályá mellett az üzleti szféra beruházási hajlandósága gyenge marad, a fogyasztás bővülése viszonylag gyors, de nem gyorsuló lesz, az export bővülésének üteme csökken, a mezőgazdasági termelés bővülése pedig átlagos időjárás esetén nem lesz kiugró. Az ipari növekedés érezhetően, az építőipari minimálisra lassul, a kiskereskedelmi forgalom inkább csak statisztikailag (a féléves bázisba kerülésével) fékeződik. Végeredményben 2015 egészére 2,7%-os, 2016-ra pedig 2,3%-os gazdasági növekedés prognosztizálható. Ez egyben azt jelenti, hogy a GKI a szeptemberi előrejelzéséhez viszonyítva 0,3 százalékponttal megemelte 2016. évi növekedési előrejelzését, mindenekelőtt a gyenge idei mezőgazdasági teljesítmény okozta bázishatás és a bankadó-csökkentés várhatóan enyhe pozitív hatása következtében.

12. ábra

**GDP, beruházás, fogyasztás,
1990-2016 (1989=100)**



Forrás: KSH, GKI

A magyar gazdaság 2015-ben ismét **lassulni** kezdett, az I. negyedévi 3,5%-os **GDP-növekedést** a II. negyedévben 2,7%-os, a III. negyedévben 2,4%-os ütem követte. Az I.-III. negyedévben jelentősen, kb. 15%-kal visszaesett a mezőgazdasági GDP, folyamatosan lassul az ipar, az építőipari GDP a III. negyedévben pedig már csökkent. Gyorsult viszont a kereskedelem-turizmus ágazat GDP-termelése. A beruházások kissé visszaestek, a lakossági fogyasztás viszont gyorsult. **A belföldi felhasználás növekedési üteme – a beruházások miatt – számottevően visszaesett. A külső egyensúly kedvezően alakult:** az export dinamikája hasonló az előző évihez, az importé viszont lassul (főleg a beruházások megtorpanása miatt). 2016-ban **további fékeződés** valószínű. A kiviteli lehetőségek csökkennek, a kevés új ipari befektetés, a kisebb exportálható mezőgazdasági árualap és az európai – ezen belül járműipari – konjunktúra bizonytalanabbá válása miatt. A belföldi felhasználás a tavalyi 4,2%-os bővülés után idén 1,5%-kal, jövőre 1%-kal (de ezen belül a fogyasztás 2,5%-kal) emelkedik. A következő negyedévekben csak 2% körüli bővülés várható. A **magnövekedés** – vagyis a mezőgazdaság és közösségi szolgáltatások nélküli növekedés – azonban **2015-ben 1,5, 2016-ban 0,5 százalékponttal meghaladja a teljes GDP-dinamikát.**

Az **ipari termelés** rövid távú kilátásaiban az elmúlt hónapokban nem történt érdemi változás. A kínai gazdaság lassulása kedvezőtlenül hat a magyar ipar fő vevőire, a német jármű- és technológiaszállító vállalatok exportkilátásaira. Az ipari növekedés **lassul**, a bruttó termelés a 2014. évi 8,7% után 2015 első kilenc hónapjában csak 7,6%-kal nőtt, a kivitel a tavalyi 10% után 8%-kal. 2015. I.-III. negyedévben hosszú idő után az

ipar belföldi eladásai is magasabbak voltak az egy évvel korábnál, ami főleg az energiaipar többéves visszaesést követő bővülésének következménye. A növekedés hordozója a feldolgozóipari termelés több mint 30%-át kitevő járműipar, ami háromnegyed év alatt 14,6%-kal növelte exportját, kissé elmaradva a 17,8%-kal növekvő műanyag- és gumitermék gyártástól. A 2014. évi 4,5% után az idei első háromnegyed évben 6,6%-kal nőtt a feldolgozóipar belföldi értékesítése is, mindenekelőtt az autóiipari beszállítások révén (pl. Bosch). A járműiparban a nyár közepe óta megfigyelhető **lassulás** elsősorban a kínai kereslet gyengülésének tudható be, a Volkswagen-botránynak még nincsenek érzékelhető következményei. **A 2015. évi 6,5% után 2016-ban 5% körüli ipari növekedés várható.**

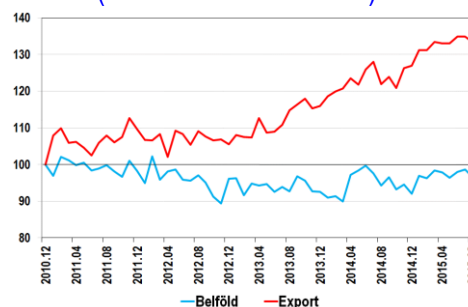
A **feldolgozóiparban** szeptemberben 650 ezer fő dolgozott. A foglalkoztatottak száma az idei I.-III. negyedévben 2,9%-kal haladta meg a tavalyit, de a növekedési ütem az év folyamán lassul. **A GKI novemberi felmérésében azonban még további létszámbővítési szándékot jeleztek a válaszadók.** A feldolgozóipari beruházások 2015. I.-III. negyedévben 4,6%-kal csökkentek. A **GKI** felmérése szerint **a válaszadók 2015-re beruházás-csökkenést, 2016-ra nagyon szerény növekedést valószínűsítettek**, noha az átlagos kapacitáskihasználás már ötödik negyedéve a küszöbértéknek tekintett 80% felett van.

A 2008. évi válság óta a magyar gazdaság **energiafelhasználása** folyamatosan és érezhetően csökkent. Részben a növekedési ütem és a fogyasztás visszaesése, részben a kőolajárak eleinte drasztikus emelkedése miatt. 2014-2015 eddigi időszakában – részben az energiaárak zuhanása nyomán – **változás** figyelhető meg: a teljes energiafogyasztás közel 4%-kal emelkedik, különösen az üzemanyag-fogyasztás, de a villamosenergia-igények is a korábnál gyorsabb növekedésnek indultak. Az átlagosnál hidegebb téli időjárás miatt a fűtési célú gázfogyasztás meredeken emelkedett. Ez utóbbiban a lakossági jövedelmek növekedése, s különösen a földgázárak 2013-2015 közötti, mintegy 30%-os mérséklődése játszik szerepet.

A nemzetközi prognózisok szerint a **globális energiaigény** középtávon az eddiginél is visszafogottabban bővül: **a fejlett országokban inkább csökkenés, a feltörekvő országokban pedig az eddiginél szerényebb bővülés várható.** Bár a kőolaj várható ára bizonytalan, de a meghatározó szereplők vélekedése szerint két-három éves kitekintésben a kőolaj reálára a mostani 50 dollár/hordó szint közelében marad.

13. ábra

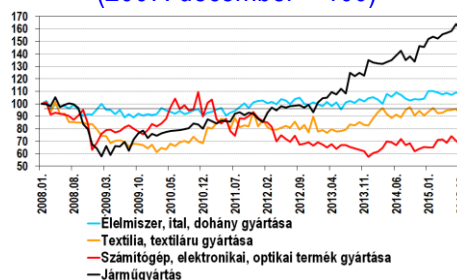
Ipari értékesítés, 2011-2015 (2010. december = 100)



Forrás: KSH

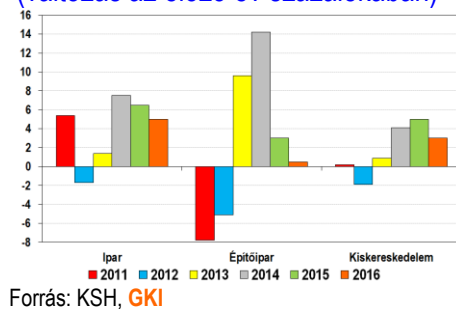
14. ábra

Magyar iparágak, 2008-2015 (2007. december = 100)

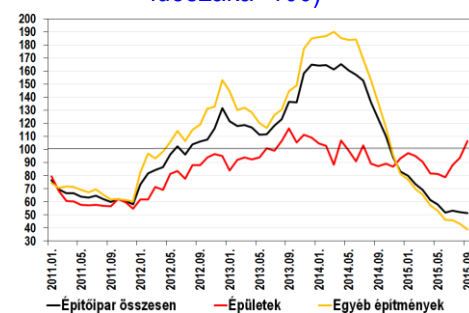


Forrás: KSH

15. ábra
**Ágazatok bruttó termelése,
 2011-2016**
 (változás az előző év százalékában)



16. ábra
**Az építőipar szerződésállománya
 2011-2015**
 (volumenindex, előző év azonos
 időszaka=100)



Magyarországon – átlagos időjárást feltételezve - a 2014-2015-hez viszonyítva az energiaigény növekedési üteme lassul, **2016-ban 1%-kal bővül**. A gázfogyasztás nem változik, a villamosenergia-igény 1,5%-kal nő. Az üzemanyag-fogyasztás is lassabban, 5-6%-al emelkedik. Az energiatermelés és felhasználás szerkezetében érdemi változás nem várható.

Az **építőipari termelés** 2015 I.-III. negyedévében 4,7%-kal, a nemzetgazdaság építési beruházásai 0,7%-kal bővültek. Ugyanakkor az ágazat saját beruházásai 8, a lakásépítés mintegy 10%-kal csökkent. A megkötött szerződések állománya 48,7%-kal kisebb az egy évvel korábbinál – az építőipar **közeljövője ebből adódóan bizonytalanságokkal terhes**. A megszűnő cégek száma idén minden bizonnyal rekordot dönt, még a válságévekben sem lépett ki ennyi vállalkozás a piacról. Az újonnan alakuló cégek száma viszonylag alacsony. A bankok építőipari portfóliójának minősége 2015-ben csak nagyon enyhén javult, e téren a jövőben is csak lassú pozitív változás valószínűsíthető. A **munkaerőhiány egyre több fejtörést okoz a cégvezetőknek, novemberben a vállalkozások 35%-a (a szak- és szerelőipari cégek csaknem fele) jelezte ezt a gondot**. A **GKI** építőipari bizalmi indexe idén határozott irány nélküli hullámzást mutat. **2016-ban az EU-források által finanszírozott projektek jelentősen visszaesnek**. A lakásépítés és a vállalati megrendelések bővülése részben kompenzálhatja ezt a negatív hatást. A **GKI** prognózisa szerint **idén 3-5%-kal nőhet, jövőre stagnálhat** az ágazat teljesítménye. A termelői árak az első három negyedévben 2,8%-kal voltak magasabbak az egy évvel korábbinál. Az idei év egészére és jövőre is 2-3%-os árindex jelezhető előre.

A **mezőgazdasági GDP** a 2015. évi kb. 15%-os visszaesés után 2016-ban átlagos időjárás esetén 5-10%-kal emelkedik. A Nemzetközi Gabonatanács előrejelzése szerint a 2014/15-ös szezonban megtermelt 723 millió tonna **búza** után a 2015/16-os szezonban 728 millió tonna várható. A felhasználás ennél kevésbé emelkedik, így a készletek növekedése várható. A kukoricatermés valamivel kisebb lesz: az előző szezon 1013 millió tonnája után most 967 millió tonna valószínű. A felhasználás is visszaesik valamelyest, így a készletek csak szerény mértékben csökkennek. A **világpiaci árak** ezért mindkét fontos gabonafélénél várhatóan kisebb-nagyobb ingadozásokkal stagnálnak, ez várhatóan a jövő évre is áthúzódik.

A magyar **kalászosgabona-termés** jobb lett a korábban vártnál. A gazdálkodók a tavalyinál 2%-kal kisebb

területről 6%-kal nagyobb mennyiséget takarítottak be. Az őszi vetés a csapadékos időjárás miatt elhúzódott, október végén a tervezett vetésterületnek csak 56%-án végeztek a munkával. A novemberi időjárás azonban jellemzően kedvező volt a szántóföldi munkákhoz. Az idei **kukoricatermés csaknem egyharmadával csökkent.**

Az év első kilenc hónapjában 6%-kal nőtt az **élőállatok és állati termékek** felvásárlási volumene, jelentősen lemaradva a növénytermesztési és kertészeti termékek 23%-os növekedése mögött. A külkereskedelemben látszik a sertés-áfa csökkentésének hatása: az élősertés-kivitel mennyisége statisztikailag 35%-kal esett, a behozatal 27%-kal nőtt az év első nyolc hónapjában.

Vagyis **nem éri már meg a visszaigényelhető export áfával trükközni, sem eltitkolni a tényleges behozatalt az import áfa megtakarítása miatt.** A sertéshús-kivitel nem változott, a behozatal 2%-kal mérséklődött, a tényleges üzleti forgalom változásának mértéke e körül lehet.

2015 őszén megkezdődtek az **állami földeket magánkézbe adó árverések.** Sok bérleti joggal terhelt földterületet is értékesítenek, s egyelőre **nem világos, hogy mely tulajdonosoknak lesz joguk a bérleti szerződés lejártá előtt díjat emelni, szerződést bontani, felborítva ezzel a bérlő működési feltételeit.** Több jól működő, korábban jelentős technológiai fejlesztés megvalósító gazdasági társaság érintett lehet. **A bizonytalanság miatt az idei, I.-III. negyedévi közel 30%-os mezőgazdasági beruházás-csökkenés 2016. évi folytatódása valószínű.**

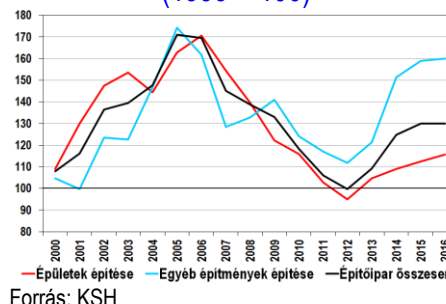
2014-ben – főleg a beruházások miatt – **árak és szolgáltatások** importja 1 százalékponttal gyorsabban bővült az exportnál. 2015. I.-III. negyedévben a kivitel nőtt 1,5 százalékponttal gyorsabban, az olló azonban záródik, s az év egészében kb. 1 százalékpontra szűkül, s **2016-ra is ez várható. Az EU-tagállamokkal folytatott külkereskedelem dinamikája többszöröse az EU-n kívüli államokénak.** 2015 első kilenc hónapjában a cserearányok 0,5%-kal javultak, ennek mértéke 2016-ban valószínűleg csökkenni fog (az alacsony olajár bázisba kerülése miatt).

A **szolgáltatási GDP** 2015-ben kb. 2%-kal bővül, majd 2016-ban 1,5% alá esik, vagyis egyik évben sem éri el a nemzetgazdasági átlagot. Ezen belül azonban mindkét évben **az üzleti szolgáltatások bővülnek gyorsabban.**

A **közösségi szolgáltatások** létszáma 2015-ben – hasonlóan az előző évhez, bár jelentősen lassuló dinamikával - a közfoglalkoztatottak nélkül is növekszik;

17. ábra

Az építőipari termelés volumene építménycsoportonként, 2000-2016 (1999 = 100)



4. táblázat

Gabonatermés, 2012-2016 (ezer tonna)

	2012	2013	2014	2015	2016
Búza	4011	5 058	5 235	5284	5000
Kukorica	4763	6 756	9 169	6500	7000
Összes gabona	10373	13 610	16 403	13500	14000

Forrás: KSH, GKI

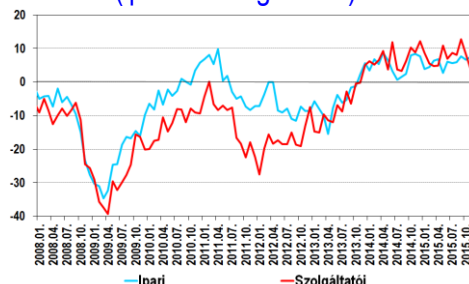
5. táblázat

Állatállomány, 2012-2016 (ezer darab)

	2012	2013	2014	2015	2016
Sertés	2 989	3 004	3 316	3500	3400
Szarvasmarha	760	782	802	850	820
Tyúkfélék	30 075	29 474	30 521	34000	32000

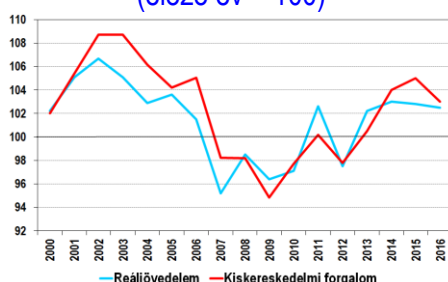
Forrás: KSH, GKI

18. ábra
Üzleti bizalmi indexek, 2008-2015
(ipar és szolgáltatás)



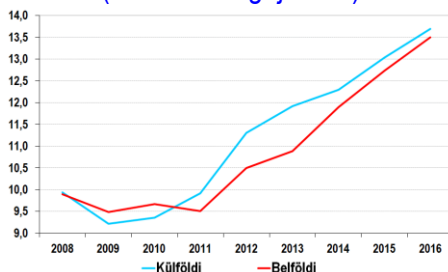
Forrás: GKI

19. ábra
Reáljövedelem és kiskereskedelmi
forgalom, 2000-2016
(előző év = 100)



Forrás: KSH, GKI

20. ábra
Kereskedelmi szálláshelyek
forgalma a vendég származása
szerint, 2008-2016
(millió vendégéjszaka)



Forrás: KSH, GKI

2015. I.-III. negyedévben 0,8 %-kal bővült. Hasonló tendenciára lehet számítani 2016-ban is. **Az állam folyamatos, egyre erőteljesebb nyomulása a gazdaságirányításban, illetve a tulajdonszerzésben további intézmények létrejöttét vetíti előre, ami létszámbővülést is igényel, miként valószínűleg a menekültügy is.** Ezt egyes intézményekben létszámcsökkentési kampányok színezhetik. Az **oktatási** ágazatban a tanuló-létszám csökkenése miatt a tanárok száma is mérséklődhet, az **egészségügyben** folyik a dolgozók külföldre áramlása. Az egészségügyben és az oktatásban a magánszektor egyre inkább teret nyer, maguk a **közzolgáltatások színvonala viszont vészesen romlik.** Az **üzleti szolgáltatások** számára kedvező hatású a fizetőképes kereslet növekedése. A szolgáltató cégek beruházásai változatlan szinten maradnak, ami – a kereskedelmet és reklámszakmát érintő adóváltozásokkal együtt – kedvezőtlen.

A **kiskereskedelmi forgalom** 2015 első kilenc hónapjában közel 6%-kal bővült. Leggyorsabban az üzemanyag-forgalom (több mint 8%-kal), legkevésbé az élelmiszerek forgalma (3,7%-kal). **A kereskedelmi bizalmi index több mint egy éve meglehetősen magas szinten hullámozik, ami a vásárlóerő növekedésével együtt megalapozni látszik a magas forgalmat.** Ugyanakkor a **magas ütemben az online pénztárgépek tavalyi kötelezővé tételének** is fontos szerepe lehet. Idén statisztikailag 5,5% körüli forgalom-növekedés várható. A pénztárgépek NAV-hoz bekötése következtében bekövetkezett fehéredés miatt az **adatok a szokásosnál bizonytalanabbak.** Erre utal, hogy 2014 szeptemberétől kezdve – a hagyományos pénztárgépek használata 2014. augusztus 31. után lett tilos – megugrottak a havi forgalmi adatok, emiatt az idei IV. negyedévi adatokban a statisztikai forgalom némi lassulása valószínű. **2016-ban a kiskereskedelmi forgalom 3% körüli bővülése várható.**

A **kereskedelmi szálláshelyeken** 2015 első kilenc hónapjában a vendégek száma 8%-kal, a vendégéjszakák száma pedig 6%-kal nőtt az előző év azonos időszakához képest. Az elmúlt mintegy két évben a **belföldiek által igénybe vett vendégéjszakák száma dinamikusabban nőtt a külföldiekénél.** A szállodai vendégforgalom a nyilvántartott vendégéjszakák mintegy háromnegyedét teszi ki, s az itteni forgalom nagyobb felét még mindig a külföldiek veszik igénybe. A vendégéjszakák száma 2015-ben összesen 6%-kal, 2016-ban 5%-kal bővül.

Az **áruszállítás** teljesítménye 2015 első kilenc hónapjában 1%-kal nőtt, ezen belül a közúti áruszállításé 3%-kal, a vasúti áruszállításé viszont 2%-kal esett vissza;

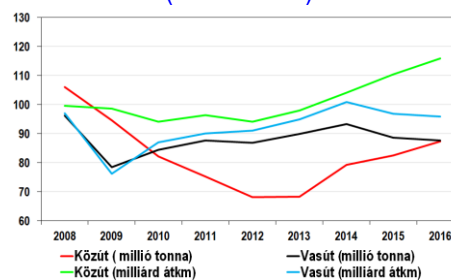
elsősorban a **nemzetközi szállítások csökkenése miatt**. Ez utóbbi fő oka az **ukrán** viszonylatú forgalom visszaesése, valamint a **vasúti pályafelújítások** miatti forgalomkorlátozás, továbbá a **határzárak** miatti forgalomkiesés (ennek hatása azonban elsősorban az utolsó negyedév adataiban lesz érzékelhető). A vágányzár 2016-ban is komoly problémát jelenthet a vasúti áruszállítás számára, ami egyes esetekben Magyarországot elkerülő útvonalakat, vagy közúti szállításra való módváltást okozhat. 2015-ben az áruszállítás teljesítményében összességében 1%-os, s 2016-ban is hasonló növekedés várható, elsősorban a közúti áruszállítás bővülésének köszönhetően.

Az **ingatlanszektor** várhatóan 2015-ben és 2016-ban is szerény (1-2%-os) növekedésre lesz képes. Összel a piaci szereplők körében **fennmaradt, de nem erősödött a derűlátás**, a **GKI** ingatlanpiaci indexe 2015 októberében gyakorlatilag nem változott a fél évvel korábbihoz képest. A kilátások a lakáspiacon és a fővárosi raktárpiacon enyhén javultak, az irodapiacon romlottak, a többi szegmensben lényegében változatlanok. A **lakásépítés** 2015. I.-III. negyedévben mintegy 10%-kal csökkent (4,7 ezer új lakást adtak át). A kiadott lakásépítési engedélyek száma viszont az ország egészében 24, Budapesten 74%-kal növekedett. A CSOK idei hatályba lépésének hatása egyelőre nem érezhető, valószínűleg **az új lakásokat terhelő áfa várható csökkentése** készleteti halasztásra a szereplőket. Így idén a **GKI** szerint mindössze 8 ezer, 2016-ban 11-13 ezer új otthon átadása várható. A használt lakások forgalma az első tíz hónapban – a Duna House becslése szerint – 34%-kal bővült. Az FHB lakásárindexe 2015 második negyedévében 14,9%-os áremelkedést jelez az egy évvel korábbihoz képest. **Komoly (akár 25%-30%-os) áremelkedés következett be a főváros illetve a nyugat-magyarországi nagyvárosok divatos lokációi esetében**, míg a vidéki körzetek nagy részében a lakáspiac tovább alussza álmát.

Az **üzleti ingatlanpiacon** 2015-ben erősödött a bérlői aktivitás az iroda és a logisztika piacán is. A **bérirodák üresedési rátája (13,5%) hétéves csúcsra került**, a raktáraké is alacsonyan áll (14%). Mivel még mindkét területen jócskán akad szabad kapacitás, ez igencsak behatárolja a fejlesztési terveket. A kormányzat változatlan buzgalommal igyekszik a kiskereskedelmi piac nagygyúinak életét megkeseríteni. Mivel e törekvés a jövőben is jellemző marad, ezért ez a szegmens aligha indul látványos fejlődésnek.

21. ábra

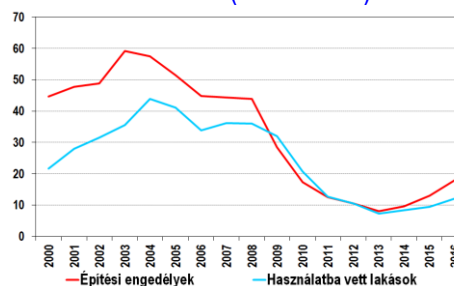
A közúti és vasúti áruszállítás alakulása, 2007-2016 (2006 = 100)



Forrás: KSH, GKI

22. ábra

Lakásépítés és -engedély, 2000-2016 (ezer darab)



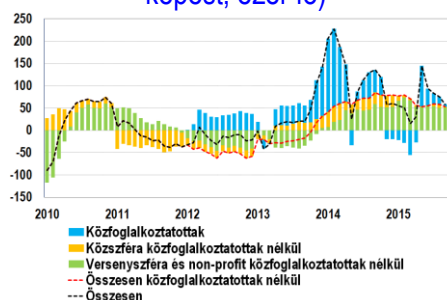
Forrás: KSH, GKI

6. Foglalkoztatás

A foglalkoztatottak száma 2015-ben kb. 2,5%-kal, a nemzetgazdaság valamennyi szektorára kiterjedően bővül. Ez három okra vezethető vissza: a konjunktúra csökkenő dinamikájú, de még mindig kedvező alakulására; a külföldi munkavállalás változatlanul dinamikus bővülésére és a közfoglalkoztatás további emelkedésére. A foglalkoztatás 2016-ban már csak 1%-kal emelkedik tovább. A statisztikai munkanélküliségi ráta éves átlagban 2015-ben 7%-ra, majd 2016-ban ez alá, 6,7% körülire csökken. A valós valahol 9-10% környékén van. A közfoglalkoztatás egyre inkább akadály, semmint segítője a valódi munkahelyek létrejöttének. A minőségi munkaerőből egyre nagyobb a hiány.

23. ábra

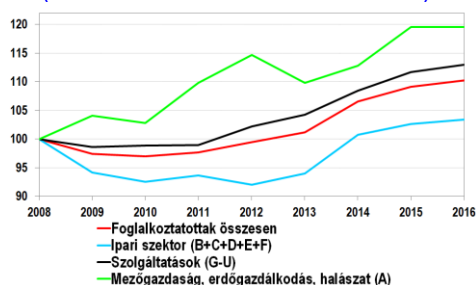
**Alkalmazásban állók
létszámváltozása, 2010-2015**
(az előző év azonos időszakához
képest, ezer fő)



Forrás: KSH

24. ábra

**Foglalkoztatottak számának
változása szektoronként, 2008-2016**
(előző év azonos időszaka = 100)



Forrás: KSH, GKI

A munkaerő felmérés szerint a **foglalkoztatottak** száma 2015. I.-III. negyedévben az előző év azonos időszakához képest 2,6%-kal, bő 100 ezer fővel növekedett. **Ez gyors ütem, de jelentős lassulás, csaknem megfeleződés az egy évvel korábbihoz képest.** A létszám bővülését főleg néhány ágazat, elsősorban a közigazgatás 10%-ot meghaladó, a mezőgazdaság 8%-os, az építőipar 6% feletti létszámgyarapodása adja (a közmunkásokat is beleértve). Az ipar 1,8%-os, a szolgáltató szektor 3%-os emelkedést produkált. **A kiskereskedelemben viszont - a forgalom jelentős növekedése ellenére - a foglalkoztatottak száma 1,7%-kal mérséklődött, ami a vasárnapi zárvatartás következménye.** A pénzügyi szektor foglalkoztatottjainak 10 százalékpontot közelítő **visszaesése** az ágazat fizikai összehúzódásával kapcsolatos (több bank is bezárta számos fiókját). 2015. I.-III. negyedévben a legalább ötfős cégek és a költségvetési intézmények együttes létszáma 2,4%-kal emelkedett (a közfoglalkoztatottakkal együtt és a nélkül is). A versenyszféra létszáma 2,8%-kal, a költségvetési szféráé 1,4%-kal (közfoglalkoztatottak nélkül csak 0,8%-kal), a nonprofit szféráé 4,3%-kal (közfoglalkoztatottak nélkül 5,7%-kal) nőtt.

A **munkanélküliségi ráta** az I.-III. negyedév átlagában 7,1%-ra (augusztus-október átlagában 6,4%-ra) mérséklődött. A regisztrált álláskereső átlagos száma 2015 szeptemberében 362 ezer fő volt, ami 10%-os visszaesés az egy évvel korábbihoz képest. **A munkaerő-kínálatot csökkenti a munkavállalási korúak számának mérséklődése és az egyre növekvő külföldi munkavállalás.** Az EU munkaerő-piacának vonzása gyakorta olyan munkavállalókat szív el, akikre itthon is nagy szükség lenne, de **a hazai keresetek és munkakörülmények nem versenyképesek.** A szakképzés gyenge színvonala mellett ez is szerepet játszik az egyre több területre jellemző munkaerőhiányban.

A közfoglalkoztatásra fordított források felhasználásának gyenge hatékonysága, GDP-növekedést rontó, az elsődleges gazdaságra kifejtett zavaró hatása egyre nyilvánvalóbb. A közfoglalkoztatás

gátolja az elsődleges munkaerőpiacra történő visszatérést, mivel egyrészt a foglalkoztatás-szervezőknek a jobb minőségű munkaerő közfoglalkoztatásban tartásához fűződik érdekelttségük, másrészt megkezdődött a valódi foglalkoztatottak olcsóbb közmunkásokra cserélése (nem egyszer ugyanazon személy közmunkásként való foglalkoztatása formájában). Emellett az állandóan, nagy biztonsággal rendelkezésre álló közmunka drasztikusan csökkenti az abban részt vevők egy részének álláskeresési aktivitását. A közfoglalkoztatás kedvezőtlen hatásaira hívta fel a figyelmet a napokban megjelent ombudsmani jelentés is.

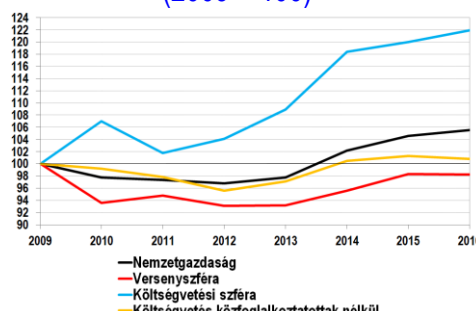
A munkaerő-kereslet az állami beavatkozások kiszélesedése, az e célra fordított pénzügyi támogatás növekedése következtében 2015-ben lassulva, de még elég jelentős mértékben növekedett; 2016-ban viszont már csak szerény további bővülés várható. További markáns, piaci alapú kereslet-növekedés csak néhány feldolgozóipari szakágazatban várható, de ezek foglalkoztatási képessége is lassulva emelkedik. A szolgáltatási ágazatok – főként az üzletek - zöme 2015-ben javít foglalkoztatási pozícióján, de 2016-ban csak annak stabilizálásában bízhat. A közfoglalkoztatás mértéke már nagyon magas, ebben egyelőre számottevő bővülésre nem lehet számítani. Nehezen megbecsülhető hatást gyakorol a munkaerőpiacra a **menekült-hullám** alakulása. Már 2015-ben is jelentős mértékben bővíteni kellett az ezzel foglalkozó állami alkalmazottak körét. Magyarországi elhelyezésük – melyet egyelőre a kormány mindenképpen szeretne elkerülni – a gondok mellett munkaalkalmat és foglalkoztatási lehetőséget is teremthet, de ez egyelőre kívül esik a gondolkodáson.

Az egy foglalkoztatottra, illetve egy alkalmazottra jutó GDP alapján mért **termelékenység** 2015-ben lényegében nem változik, s 2016-ban is csak 1%-ot alig meghaladó növekedés várható, ami nagyon kevés.

A **munkanélküliségi ráta** éves átlagban **2015-ben 7%, 2016-ban 6,7% körül** lesz. A közfoglalkoztatottak valós teljesítményét figyelembe véve az ezzel **korrigált munkanélküliségi ráta 9-10% körül** lehet. A regisztrált munkanélkülieken belül tovább csökken az ellátásban részesítettek aránya és az ellátás mértéke. A munkanélküliség területi különbségei fennmaradnak, de figyelemre méltó, hogy **az ország három fejlettebb régiójában már csak súrlódásos munkanélküliségről lehet beszélni.**

25. ábra

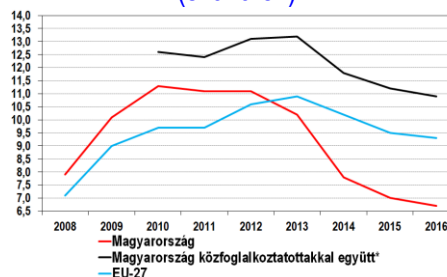
Az alkalmazottak száma szektoronként, 2010-2016 (2009 = 100)



Alkalmazottak: a legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozásoknál és a teljes költségvetési szférában
Forrás: KSH, GKI

26. ábra

Munkanélküliségi ráta, 2008-2016 (százalék)

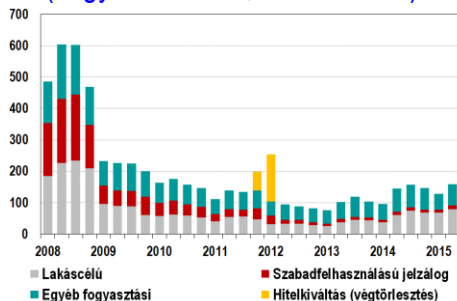


* Feltételezve, hogy valamennyi közfoglalkoztatott munkanélküli lenne (ami természetesen túlzás)
Forrás: Eurostat, GKI

7. Pénzügyi szektor

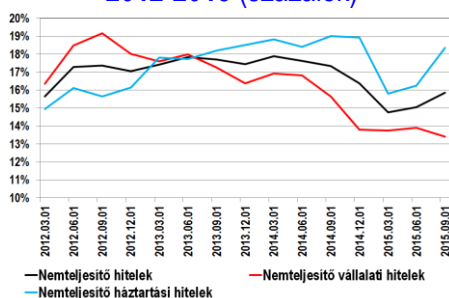
2015 egészében egyaránt tovább csökken a vállalati és a lakossági hitelállomány. 2016-ban megindulhat a vállalati hitelállomány szerény emelkedése, a lakosság esetében azonban inkább csak a lakáshiteleknel várható bővülés. A jegybank által a piaci alapú vállalati hitelezés élénkítése érdekében hozott intézkedések elsősorban tüneti jellegűek, mivel elsődlegesen kényszerítenek, s nem a feltételek megteremtésén munkálkodnak.

27. ábra
Új lakossági hitelek, 2008-2015
(negyedévenként, milliárd forint)



Forrás: KSH, GKI

28. ábra
Nemteljesítő hitelek aránya,
2012-2015 (százalék)



Forrás: MNB, GKI

A **lakossági hitelállomány** 2015 III. negyedévében az előző negyedévhez képest 2%-kal csökkent, ami 2014 végéhez képest már 11%-os visszaesést jelent. A lakáshitel-állomány a II. negyedévben kissé emelkedett, de ez a folyamat a harmadik negyedévben már megfordult, vagyis folytatódott a lakossági hitelek leépítése. A **vállalati hitelállomány** ugyan 2014 végén már enyhén emelkedett, 2015. I. negyedév végén azonban kilencéves mélypontjára zuhant, s a II. negyedéves, 2%-os csökkenést a III. negyedévben újabb 0,2%-os mérséklődés követte.

Az MNB által készített hitelezési felmérés szerint a bankok kedvező likviditási és tőkehelyzetük hatására már 2014-ben megkezdték a **hitelezési feltételek enyhítését**. A **bankok a lakossági hitelpiacon várnak élénkülést**, a vállalati hitelezésben pedig a kvv-szektortól várják a fellendülést. Ennek érdekében a bankok a megemelt hitelkeret mellett csökkentett fedezeti értéket várnak el, ami azonban **kockázatokat** is rejt. A hitelbővítési célok között elsősorban piaci részesedésük növelését jelölték meg, ami a hitelportfólió jövőbeli romlását vetíti elő.

A **nemteljesítő vállalati hitelek** aránya 13,4% (2012-ben a vállalati hiteleknek még több mint 20%-a volt nem teljesítő). A **háztartási hitelportfóliók minősége a forintosítást követően jelentősen javult**, a III. negyedévben azonban jelentősen romlott. A teljes lakossági hitelállományon belül a nemteljesítő hitelek aránya 3 százalékponttal, 19%-ra emelkedett, ami a 2014 végi szintnek felel meg. A **korábban is fizetési gondokkal küzdők helyzetét ugyanis az elszámolás csak időlegesen javította**. Összességében tehát a **forintosítással a 2014 végi állapotot rögzítette a jegybank**, hiszen tartósan nem tudta javítani az adósok helyzetét: Habár megkímélte a devizaadósokat a jelentős újabb forintleértékelődéstől.

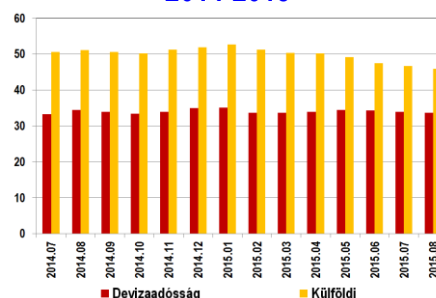
A **forintosítás hatására a lakosság kevésbé érzékeny az árfolyammozgásokra** – a frankhitelesek a frank jelentős, idei erősödése szerencsére már nem érintette –, **csökken az ország külső kitettsége, miközben csökken a devizatartalék is**. A forintosítás során a forint árfolyamának jelentős ingadozását elkerülendő a

jegybank devizát biztosított a bankok számára forint likviditásért cserébe, melyet azok csereügyletek révén azonnal visszahelyeztek a jegybank, illetve bankok mérlegébe. Ezek alapján a háztartások és a bankok nem viselnek árfolyam-kitettséget; s a devizatartalék a magyar bankok anyabankoknak utalt devizaösszegeivel csökken mindaddig, ameddig a teljes 9 milliárd eurós hitelösszeg futamideje le nem jár. A bankok kénytelenek a **költségesebb** forintforrásokból finanszírozni tevékenységüket. Emiatt, jövedelmezőségük fenntartása érdekében növelik olcsóbb, rövidelejáratú forrásaik arányát, ami viszont a hosszabb lejáratú hitelnyújtással szembeállítva jelentős **kockázatokat** rejt magában. Erre reagálva a jegybank rendeletet hozott arról, hogy a jellemzően leghosszabb futamidejű hitelek, a jelzáloghitelek jelentős részét hosszú lejáratú forrásból, **jelzáloglevélből** kell finanszírozni. A rendelet értelmében 2016. október 1-jétől a jelzáloghitelvezést folytató bankok teljes hitelállományának legalább 15%-át kell ilyen formájában finanszírozni. Az intézkedés – miközben jelentősen **hozzájárul a mikro-, és makroprudenciális célok** eléréséhez - **rontja a bankrendszer jövedelmezőségét**.

A nemzetközi szervezetek felé fennálló adósság nélküli **államadósság** egyharmada **devizában** denominált hitel, mely a válság óta stabilan ezen a szinten áll. A devizaadósság jellemzően külföldiek kezében van, bár az elmúlt időszakban fokozódik a bankrendszer aktivitása. A jegybank célja, hogy ezt a kitettséget, így az **árfolyam-, és refinanszírozási kockázatot** csökkentse. A forintosításon túl a jegybank devizakötvény vásárlási programja is a devizatartalék terhére történik, mely így az MNB számításai szerint 24 milliárd eurós szintre csökken. Ez alacsony érték lenne, mely devizatartalék ideális szintjének megállapítására leggyakrabban használt három mutatóból kettőt nem elégíti ki. (A lecsökkentett érték **kielégíti** a Guidotti – Greenspan indexet, mely azt mutatja meg, hogy az ország összes egy éven belül lejárató devizaadósságának mekkora részét képes finanszírozni a tartalékokból. Az importfedezeti mutató hüvelykujj szabálya szerint a devizatartaléknak legalább háromhavi import fedezését kell biztosítania arra az esetre, ha az exportlehetőségek beszűkülnek. Ez akkor kerülne kritikus szintre, ha az olaj- és nyersanyag árak emelkedésnek indulnának. Az IMF-nél is alkalmazott pénzmennyiség alapú indexet már a devizatartalék mostani szintje sem elégíti ki. Ez a mutató egy olyan, válsághelyzetek megoldására használható fedezeti szintet mutat, melynek során a belföldi rövid lejáratú eszközöket devizaeszközökre váltják.)

29. ábra

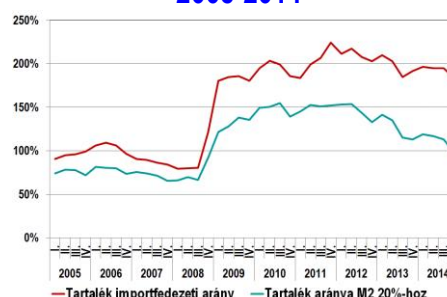
Devizaadósság és külföldi adósságállomány a teljes adósságállomány százalékában, 2014-2015



Forrás: MNB

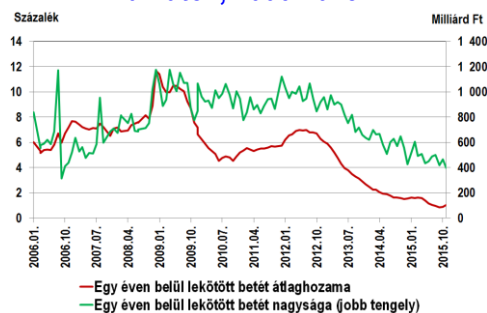
30. ábra

A devizatartalék szintjének mutatói, 2005-2014



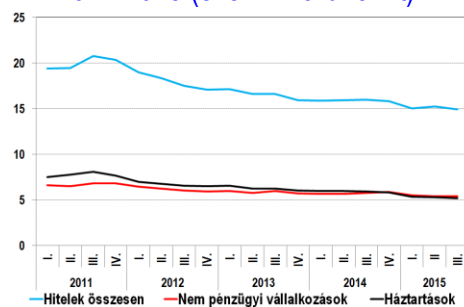
Forrás: MNB

31. ábra
Lakossági betétállomány és betéti kamatok, 2006-2015



Forrás: MNB

32. ábra
Hitelállományok negyedévenként, 2011-2015 (ezer milliárd forint)



Forrás: MNB, GKI

Az MNB az általa létrehozott eszközekezelő, az úgynevezett „rossz bank” révén is igyekszik tisztítani a hitelportfóliót, ezen keresztül hatékonyabbá tenni a monetáris transzmissziót. A részletek még nem ismertek, így **nem zárható ki a szubjektív szempontok előtérbe kerülése sem a rossz hitelek kivásárlása, sem azok „újabb előállítás” során.** A legújabb elképzelések szerint az MNB azon bankok számára, melyek nem tisztítják meg mérlegeiket a nemteljesítő projekthitelektől – ez a gyakorlatban leginkább a „rossz banknak” való eladást jelenthet – 1-3%-os többlettőke-követelményt kíván előírni. **Az MNB e területen is a kényszer és nem az együttműködés logikáját alkalmazza.**

A Növekedési Hitel Program felhasználása 2015-ben dinamikusabban növekedett, így a kkv-k teljes hitelállományának egyharmada már a program révén került kihelyezésre. Ez egyben jelzi, hogy az **NHP a piaci hitelek kiszorítójaként** jelenik meg, s nem eredményez hitelezési fordulatot. A program két lépésben hozzávetőleg 1600 milliárd forint hitelt bocsátott ki. Lényegében ennyivel csökkent a nem-támogatott hitelfelvétel, vagyis **az NHP nem a hitelállományt növelte, hanem olcsóbbá tette a kkv-k hitelezését.** Ez komoly **kockázat** is jelent a jegybank számára, ugyanis az elvileg alapkamat költségű forrás zéróhozamú eszközt finanszíroz, ami már most is évi 20-30 milliárd forint veszteséget okoz a jegybanknak, s ez egy majdani kamatemelési ciklusban növekedni fog. A jegybank ezért 2016-ban megkezdte az NHP kivezetését. Jövőre a projektben kihitelezhető teljes összeg 600 milliárd forint lesz.

Ezen túlmenően a jegybank meghirdette a **Piaci Hitelprogramot (PHP)**, mely három jegybanki eszköz bevezetését jelenti. Egyrészt **1000 milliárd forintos értékű kamatswap programot** indít, mely során a jegybank átvállalja a bankok kamatkockázatát, ezért cserébe a jegybank elvárja, hogy a bankok a program keretösszegének negyedével növeljék a kkv-k hitelállományát. Az MNB csökkenti a kkv-hitelek mögötti tőkekövetelményt is, továbbá módosítja a tartalékolási szabályokat azzal, hogy a hitelező bankok számára a kötelező tartalék feletti összegre is fizetni fogja az alapkamatot. Emellett új információs platform létrehozásával segíti a cégek feltérképezését, értékelését. **Az MNB tehát igyekszik elkerülni a hitelkínálat hirtelen csökkenését.** A program hatásai valószínűleg 2017-re lesznek érezhetőek, mivel jelenleg az önfinanszírozási program miatt a bankok főleg az állampapírpiacon aktívak. **A jegybanknak a piaci alapú vállalati hitelezés**

élénkítése érdekében hozott intézkedései elsősorban tüneti jellegűek, mivel nem terjednek ki a valódi, a magyar modellből adódó okokra.

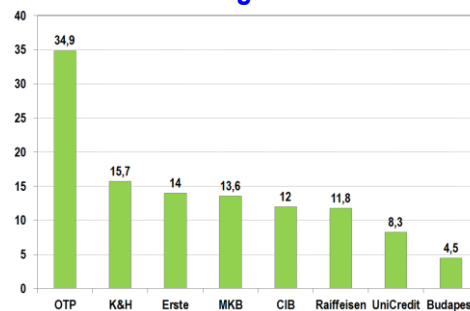
Emellett számos középtávú kockázattal terheltek. A PHP kamatcsere ügyleteivel a jegybank további 1000 milliárd forintnyi kamatkockázatot vállal a mérlegében, így az NHP, PHP és önfinanszírozási program alapján az MNB hosszú távon, legalább három éves horizonton számol az alacsony kamatokkal. A jegybanknak jelenlegi pozíciója alapján a kamatok csökkenése esetén nyeresége, emelkedése esetén vesztesége keletkezik. Ez egy későbbi kamatemelési periódusban okozhat gondot.

A bankadó kivezetése az EBRD-val kötött megállapodás szerint fokozatosan történik, ami 2016-tól javítja a bankok jövedelmezőségét. A bankadóról szóló új törvényjavaslat szerint a 2016. évi bankadó nem haladhatja meg a 2015-ben beszedett adó 45%-át, ami jelentős könnyítés a bankok számára. Ez összességében annyit jelent, hogy a 2016. évi költségvetés az ideinél mintegy 80 milliárd forinttal kevesebb bankadóval (kb. 65 milliárd forinttal), a 2017-es és 2018-as költségvetés pedig további 20 milliárddal kevesebb adóval számolhat (kb. 40 milliárd forint). Az Alkotmánybíróság döntése nyomán esély van arra, hogy a bedőlt brókercégek bűneit ne az ügyben ártatlan bankokkal fizetessék meg. A megoldás konkrét módja még homályos.

A bankrendszer likviditása és tőke-megfelelési mutatója kimagaslóan jó. A hitelállomány esése és a betétállomány stagnálása miatt a hitelintézeti szektor hitel/betét mutatója 2015 augusztusára 92%-ra csökkent. A bankrendszer szavatoló tőkéjének szintje közel háromszorosa az elvárt értéknek. A bankok tavalyi rekordvesztése után idén mindhárom negyedév nyereséget hozott. A kamateredmény azonban az elmúlt tíz évben nem látott alacsony szinten áll, ami elsősorban a befektetéseken - a jelentős likviditás és a zéró infláció következtében - eltűnő kamatprémium következménye. A kieső kamateredményt 2015-ben a kiemelkedő jutalék-, és osztalékeredmény pótolja.

33. ábra

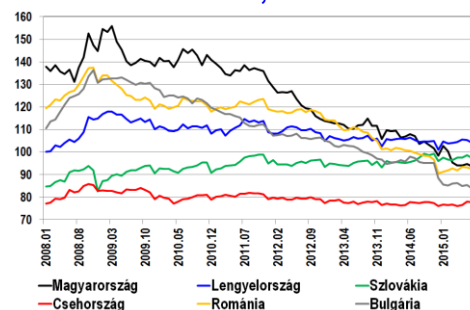
Egyes bankok bankadó-fizetési kötelezettsége 2015-ben



Forrás: Portfolio.hu

34. ábra

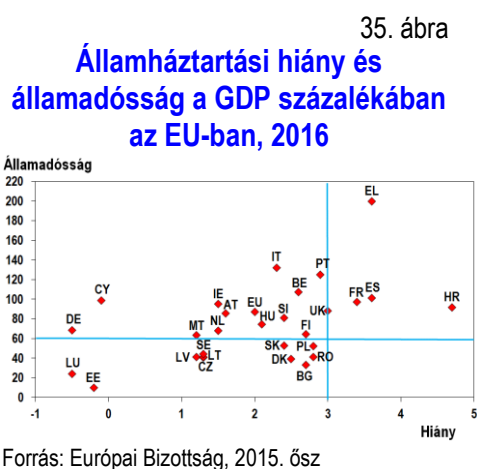
Hitel/betét mutató nemzetközi összevetésben, 2008-2015



Forrás: MNB

8. Belső és külső egyensúly

A GKI megítélése szerint a 2015-re előirányzott 2,4%-os GDP-arányos államháztartási deficit betartása nagyon valószínű. A 2016-ra tervezett 2%-os GDP-arányos hiány megvalósulása viszont kétséges. A nyár elején elfogadott (költségvetést megalapozó) makrogazdasági pálya ugyanis túl optimista, emellett a tervezetthez képest adóbevételek kiesése, valamint egyes kiadási tételek elkerülhetetlen növelésének szükségessége látszik. Magyarország folyó fizetési és tökemérlege 2009 óta évről évre egyre nagyobb többletet mutat, 2016-ban azonban az EU-transzferek visszaesése miatt várhatóan csökken (8-ról 7 milliárd euróra). A magyarországi tőkeállomány 2009-től kezdve a nemzetközi mozgások – működőtőke-import és export - eredőjeként lényegében csak a bankszektor kényszerű feltőkésítésének mértékében változott, ami a hazai befektetési környezet kemény kritikája.



2015 első tíz hónapjában az államháztartás bevételei az éves előirányzathoz viszonyítva a tavalyinál lényegesen nagyobb arányban érkeztek be (81 illetve 74%), s novemberben az átmenetileg leállított EU-források további beérkezése révén további javulás történt. A kiadások ennél kisebb mértékben haladták meg a tavalyi ütemet (83 illetve 77%), nem beszélve a hiányról (106 illetve 126%). **Valószínű, hogy az államháztartás tervezett 2,4%-os GDP arányos hiánya teljesülni fog.** Ennek ára azonban az egyes alrendszerek lejárt tartozásállományának konszolidációk ellenére való folyamatos újratermelődése, esetenként már a dolgozói fizetések kifizetésére való képtelenség, illetve a működésképtelenséget okozó létszámhiány kialakulása (főleg az egészségügyben, de az oktatásban is). Az EU-s elszámolások több ponton befolyásolják majd a pénzforgalmi egyenleget, de nem befolyásolják az EU felé elszámolandó hiányt.

Az országgyűlés már 2015 kora nyarán elfogadta – a kiszámíthatóság növelésével indokolva – a **2016. évi költségvetést**, s noha azóta a körülmények változtak, egyelőre nem került sor ennek módosítására (miközben a 2015. évben viszont többször is változtattak). A kormány által felvázolt, április óta változatlan **makrogazdasági pálya optimistább** a GKI előrejelzésénél. A kormány 2016-ra 2,5%-os, a GKI csak 2,3% körüli növekedéssel kalkulál. A kormány a vásárolt fogyasztás 3,6%-os bővülésével számol, a GKI 2,5% körülivel. Ez utóbbi természetesen a költségvetés fogyasztáshoz kötődő bevételeire is kihat (a várt inflációban nincs érdemi különbség). A GKI által várt béremelés (4,7%) viszont magasabb a kormányénál (3,1%), míg a foglalkoztatás esetében a kormányzat 2,1%-os előrejelzésével szemben a GKI csak 1% körüli bővülésre számít. A **fehérítés** további lehetőségei behatároltak. A korábban gondoltnál jobban csökken a bankadó, s az élelmiszerbiztonsági járulék. Mindez a **bevételi oldalon némi feszültséget** vetít előre. A **kiadási oldalon** minden bizonnyal **emelkednek** a védelmi kiadások. **Tarthatatlannak látszik**

az egészségügyre tervezett összegek nominális csökkenése, s kérdéses ennek **oktatásban** való megvalósíthatósága is. Teljesen bizonytalan, hogy a brókerbotrányok károsultjainak – egyébként jogilag és méltányosságból is teljesen indokolatlan mértékű, de a kormány által politikai okokból aligha visszavonható – kárpótlása milyen forrásból fog megvalósulni, miután az Alkotmánybíróság elvetette a bankok aránytalan megterhelhetőségét. Közgazdaságilag egyébként a **leginkább racionális forrás** a gyenge bankfelügyeleti tevékenysége miatt **amúgyis felelős MNB nyeresége lenne**, ez a forrás ugyanis az eddigi gyakorlat szerint nem terheli az államháztartást. Kérdéses, hogy az **EU-támogatások maximális kihasználása érdekében történt túlbiztosítás** – amikor végül költségvetési forrásból kell finanszírozni egyes beruházásokat – mekkora költségvetési forrást igényel majd.

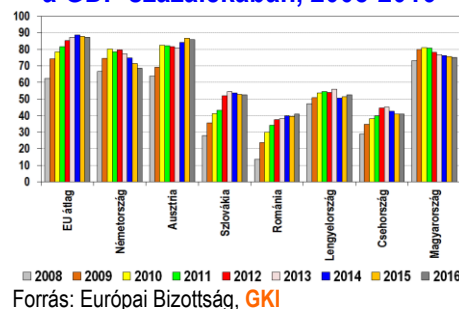
Végeredményben a 2016. évi államháztartási hiány még a túl kicsi, 70 milliárd forintos Országvédelmi Alap teljes törlése esetén is legalább 0,5 százalékponttal haladhatja meg a tervezett 2%-ot. Ugyanakkor a kormányzat képes lehet arra, hogy belső átrendezésekkel és megszorításokkal az általa szükségesnek tartott szintre szorítsa le a deficitet. **A GKI prognózisa 2016-ra 2,3% körüli államháztartási hiány.**

Az **államadósság/GDP** arány 2014 végén 76,9% volt. A **GKI 2015 végére 76,5%** körüli államadósság/GDP arányra, vagyis kb. 0,5 százalékpontos csökkenésre számít, feltételezve, hogy az év végi „window dressing” nem lesz a szokásostól eltérő. Az utóbbi szempontjából előnyös, hogy a 2014. évi záróárfolyam igen gyenge, 314,9 forint/euró volt. A túlzott „kreativitás” azonban nem áll a kormányzat érdekében, mivel így jövőre lenne nehezebb a további csökkenés elérése. 2016-ban ugyanis a **GKI** által várt GDP-növekedéssel, államháztartási hiánnyal és árfolyammal kalkulálva érdemben nem változna a GDP-arányos államadósság. A **GKI** azonban arra számít, hogy ez – már csak prezentációs okokból is – **néhány tized százalékponttal 2016-ban is csökkenni fog**, s a 76% közelébe történő lenyomáshoz szükség esetén ismét alkalmazni fogják a hagyományos kreatív módszereket (árfolyam „szerencsés” év végi alakulása, kincstári tartalék átmeneti csökkentése, stb.).

Magyarország **folyó fizetési és tőkemérlege** 2009 óta évről évre egyre nagyobb többletet mutat. A folyó fizetési mérleg aktívuma 2015-ben 5 milliárd eurót, 2016-ban 5,5 milliárd eurót tesz ki. A **fejlesztési célú nettó EU-támogatások** az előző európai uniós költségvetési periódus végéhez közeledve **2014-ben 3,9 milliárd eurót**

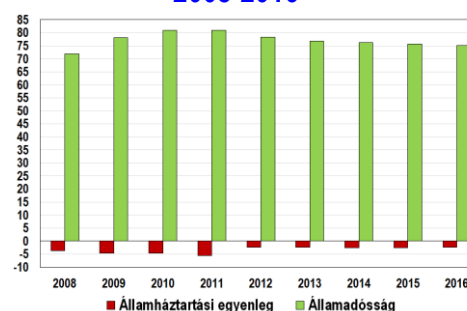
36. ábra

Az EU-tagországok államadóssága a GDP százalékában, 2008-2016



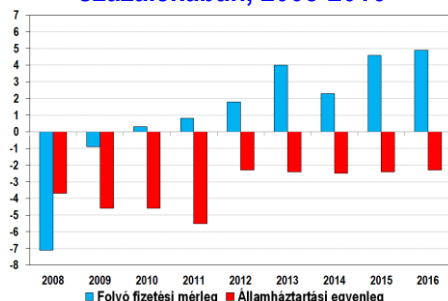
37. ábra

Az államháztartási egyenleg és az államadósság a GDP százalékában, 2008-2016



38. ábra

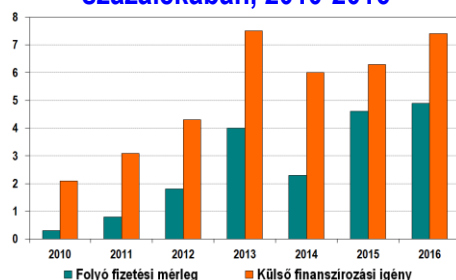
A folyó fizetési mérleg és az államháztartás egyenlege a GDP százalékában, 2008-2016



Forrás: KSH, MNB, GKI

39. ábra

A folyó fizetési mérleg egyenlege és a külső finanszírozási igény a GDP százalékában, 2010-2016



Forrás: MNB, GKI

6. táblázat

A folyó fizetési és tökemérleg összetevői, 2013-2016 (milliárd euró)

Egyenleg	2013	2014	2015	2016
Áruforgalmi	3,5	2,6	3,1	4
Szolgáltatási	4,0	5,2	5,5	6
Jövedelmi	-3,4	-5,4	-3,6	-4,5
Folyó fizetési mérleg	4,1	2,4	5,0	5,5
Tökemérleg	3,6	3,9	3,0	1,5
Folyó fizetési és tökemérleg	7,6	6,3	8,0	7,0
Folyó fizetési és tökemérleg (a GDP százalékában)	7,5	6,1	7,3	6,2

Forrás: MNB, GKI

tettek ki, ami történelmi csúcs. Összegük az előző programozási periódus kifutásával **2015-ben 3**, majd **2016-ban** – amikor már csak a 2014-2020-as időszak EU-támogatásaira lehet számítani – kb. **1,5 milliárd euróra csökken. A folyó fizetési és tökemérleg egyenlege 2015-ben** várhatóan eléri a **8 milliárd eurót**, ami - a folyó fizetési mérleg, s ezen belül az áruforgalmi és szolgáltatási aktívum emelkedése ellenére - az EU-támogatások visszaesése következtében **2016-ban mintegy 7 milliárd euróra, a GDP 7,3%-áról 6,2%-ára csökken.** Más megközelítésben: az alacsony költségvetési hiány mellett a magánszektor magas megtakarítása és az EU-transzferek beáramlása magyarázza a közép- és kelet-európai összehasonlításban kiemelkedő külső finanszírozási képességet. (A magánszektor magas megtakarításán belül a lakosságé kedvező, az üzleti szféráé kedvezőtlen jelenség.)

Az elmúlt hat évben, 2009-től kezdve a **magyarországi tőkeállomány** a nemzetközi mozgások – működőtőke-import és export - eredményeként **lényegében csak a bankszektor kényszerű feltőkésítésének** mértékében változott. Ezen belül azonban 2014-ben az MNB felülvizsgált adatai szerint 2,7 milliárd euró nettó beáramlás volt, amiből nettó 1,3 milliárd euró volt a bankszektorba irányuló befektetés. 2015. I. félévében viszont 1,6 milliárd euró volt a nettó kiáramlás, amiből 0,6 milliárd érintette a bankszektor. (A III. negyedévben előzetes adatok szerint 0,7 milliárd euró volt a működőtőke beáramlása.) **A tőkehiány eddig azért nem okozott azonnali nagy gondot, mivel annak helyébe az EU-támogatások léptek. A régió más országai azonban az EU-támogatásokkal nem helyettesítették, hanem kiegészítették a külföldi működőtőkét.**

Magyarország **nettó külföldi adósságállománya** 2015. II. negyedév végén 32,3 milliárd euró volt, több mint 5 milliárd euróval kevesebb az egy évvel korábrinál. Az **MNB devizatartaléka** a 2014 végi 34,6 milliárd euróról 2015. október 31-re 32,1 milliárd euróra csökkent, ami főleg a devizahitelek forintosításával függ össze.

A magyar **adósság befektetésre ajánlott kategóriába való átsorolása minden hitelminősítőnél 2016-ra tolódik.** A viszonylag alacsony CDS-felárra és az állampapír-piaci hozamokra az átsorolás feltehetőleg kevéssé fog hatni, de olyan szereplők is vásárolhatnak majd magyar állampapírt, amelyek belső szabályzata ezt eddig tiltotta. Az ország hitelminősítésének javulása az ország megítélésére, a részvények árfolyamára, esetleg egyes külföldi befektetési döntésekre hathat kedvezően.

9. Infláció, kamat, árfolyam

Az idén stagnáló árszínvonal után jövőre 1,7%-os infláció várható. Az MNB valós célfüggvényében az első helyen a bankrendszer uralása áll, ezt követi saját nyereséges működése, ezen belül a leértékelődés révén árfolyam-nyereség elérése. A kamatszínvonal minél alacsonyabban tartása csak a harmadik, az infláció pedig a negyedik helyre szorul. A **GKI** előrejelzése szerint az alapkamat 2016 végéig nem változik, az euró árfolyama pedig a 2015. évi 310 forint után jövőre éves átlagban 320 forint körül lesz.

Az **olajár-zuhanás** és a **rezsicsökkentés** áthúzóó hatásai 2014 után 2015 közepéig jelentősen tovább csökkentették a fogyasztói árindexet. 2015 első tíz hónapjában még 0,2%-os árcsökkenés volt. Az **év végére** viszont – részben a nagyon alacsony decemberi bázis miatt – **1% közeli infláció várható**, ami **éves átlagban stagnáló árszínvonalat valószínűsít**. Az okok az alacsony importált inflációban, vagyis az alacsony európai inflációban és alacsony energiaárakban rejlenek. Az **áremelkedés megkezdődésében** az energiaár-zuhanás kifizetése a meghatározó, de a vásárlóerő növekedésének, a forint gyengülésének, a kereskedelmet sújtó többletterheknek – beleértve a fehéredés okozta „veszteséget” és a vasárnapi zárva tartás következményeit is – egyenként szerény, de összességében mégis érzékelhető szerepe lehet.

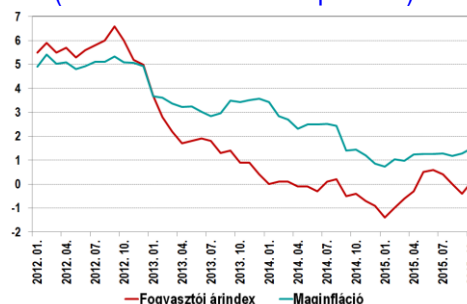
2016-ban az adóemelések miatt továbbra is az **élvezeti cikkek ára emelkedik a leggyorsabban**, ezt a munkaigényes és importnak általában kevésbé kitett **szolgáltatások követik**. A rosszabb idei mezőgazdasági termés miatt **átlag feletti lehet az élelmiszerek árindexe is**, miközben az energiaárak stagnálása, az **üzemanyag árának szerény további csökkenése** valószínű. A tartós fogyasztási cikkek és ruházati cikkek árát a gyengülő forint és a fehéredés okozta veszteségek magyarázzák. Összességében **1,7% körüli áremelkedés várható**.

A magyar **monetáris politika** 2012 nyarától folyamatosan csökkentette a jegybanki alapkamatot, ami 7%-ról 2015. július végére 1,35%-ra esett. **Ennek hatására jelentősen mérséklődött az államháztartás finanszírozásának költsége**, de még jelenleg is a régióban a legmagasabb.

Az állampapírok hozamának csökkenését az MNB **önfinanszírozási programja** is segíti. Ennek során a jegybanki tartalékokból a kötvénypiacra, elsősorban az állampapírpiacon áramlanak a banki források. Ennek egyik **legújabb lépése**, hogy 2018. január 1. helyett, már 2016. április 1-től bevezetésre kerül a Bázis III. által előírt **likviditásfedezeti követelmény**. Lehetséges, hogy ezzel az MNB nem eredeti fő célját, az állampapír-piaci

40. ábra

Infláció és maginfláció, 2012-2015
(előző év azonos hónap = 100)



Forrás: KSH, **GKI**

7. táblázat

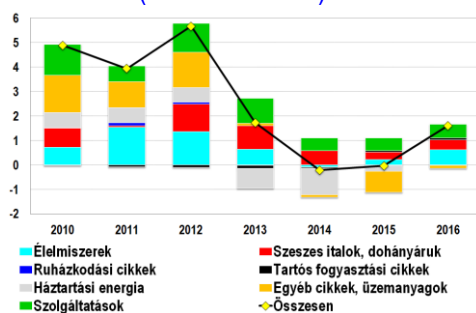
Fogyasztói árindex, 2013-2016
(előző év = 100)

	2013	2014	2015	2016
Élelmiszerek	102,8	99,6	101	102
Szeszes italok, dohányárúk	110,9	106,2	103	104
Ruházkodási cikkek	99,6	99,3	99	100,5
Tartós fogyasztási cikkek	98,1	99,5	100,5	101
Háztartási energia	91,5	88,3	97	100
Egyéb cikkek, üzemanyagok	100,5	99,5	95,5	99,5
Szolgáltatások	103,6	101,8	102	102,5
Összesen	101,7	99,8	100	101,7

Forrás: KSH, **GKI**

41. ábra

Az infláció szerkezete, 2010-2016 (előző év = 100)



Forrás: KSH, GKI

hozamok lenyomását, hanem egy másik kívánatos célt, a rossz portfóliók leépülését segíti elő. Ez a lépés viszont nyilvánvalóan nehezíti az üzleti szféra hitelezését. Jórészt az önfinanszírozási program következménye, hogy a rövid lejáratú értékpapírok hozama a jegybanki alapkamat alá csökkent. Az intézkedés egyik előnye, hogy likviditást és támaszt nyújt az állampapírpiacon a Fed kamatemelési periódusa alatt, így reaklási időt nyer a jegybank.

Az alacsony kamat és az MNB önfinanszírozási programja pozitívan hat az **államháztartás finanszírozhatóságára**. Bár már eddig is 7 százalékponttal, 46%-ra csökkent a közvetlenül külföldi tulajdonban lévő államadósság, a program **kockázatokkal** is jár. Az alacsony kamat ugyanis kifejezetten érzékenyvé teszi a deviza- és az állampapírpiacon a külső tényezőkre. **A bankrendszer és állampapírpiacon jelentős mértékű összefonódása következtében, ha baj van az állampapírok piacán, akkor baj lesz a bankrendszerben is, és fordítva.** Ez magyarázza az EKB egyes vezetőinek – mások által erősen vitatott – friss javaslatát, mely szerint a bankok államuknak való hitelezését saját tőkéjük 25%-ában kellene korlátozni (ez az arány Magyarországon közel 200%!), csökkentve ezzel a két fél egymásra való pénzügyi ráutaltságát. Kérdéses az is, hogy **mit lép az MNB, ha az államháztartás finanszírozhatósága szembekerül törvényben rögzített céljával, az árstabilitás fenntartásával.***

A jegybank devizakötvények vásárlásával is igyekszik csökkenteni a külföldi kitettséget, mely egybeesik a **Templeton magyar pozícióinak leépítésével**. A Templeton kitettségének csökkentése azonban más külföldi befektetőket is arra sarkallhat, hogy átgondolják a magyar befektetéseiket, különösen akkor, ha biztosított, hogy a jegybank közbeavatkozásával a piaci ár torzítása nélkül, tehát a további pozíciók értékének változatlansága mellett zárhatják pozícióikat. Ezáltal növekedhet a nyomás a jegybankon, hogy a biztosítsa a másodlagos állampapírpiacon likviditását.

Az MNB számára az **EKB által folytatott mennyiségi lazítás** segítheti az alacsony kamatok fenntartását. Azonban ez elsősorban a Fed kamatemelésének mértékétől és ütemétől függ. Márpedig decemberben a Fed minden bizonnyal emel, s ezt jövőre óvatosan, de két-három lépéssel folytatja.

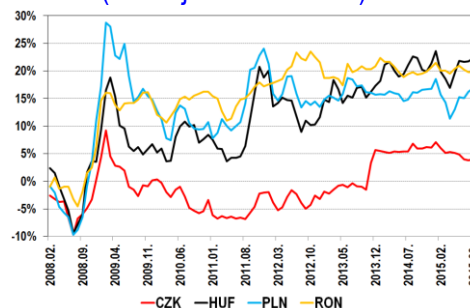
A jelenlegi európai környezet további kamatsökkentést is lehetővé tenné az MNB számára. Azonban úgy tűnik, hogy a jegybank döntéshozói inkább a további lazítás unortodox lehetőségeit keresik, melyekkel elsősorban a hosszú távú állampapír-piaci kamatokat igyekeznek

tovább mérsékelni. A folyó fizetési és tőkémérleg magas aktívuma, a külső sérülékenység csökkentése, a hitelminősítők kilátásokat javító osztályzatai egyelőre pénzügyileg kedvező képet festenek Magyarországról, ami az EKB kamatemelésének megkezdéséig – így 2016 után is – **halaszthatóvá teszi a magyar alapkamat-emelést.** (Miközben a növekedés fenntarthatósága és a piacellenes gazdaságpolitika számos kételyt vált ki.)

A forint **árfolyama** hosszú távon trendszerűen gyengül. Jelenleg a legerősebb, gyengülést kiváltó tényező a külföldi források kiáramlása az önfinanszírozási program hatására, de idén ennél nagyobb stabilizáló tényező az EU-források beáramlása. Jövőre viszont ez utóbbi visszaesik. Emellett a forint erősödésének „politikailag” határt szab az euró-hitelek forintosításánál használt 309 forintos árfolyam, valamint a folyamatos monetáris lazítás, aminek következtében az alacsonyabb hozamokon egyre kisebb a kínált kamatprémium. Idén éves átlagban a **GKI** 310 forint, 2016-ban 320 forint körüli euró-árfolyamot vár.

42. ábra

**Régiós devizák leértékelődése az
euróhoz képest, 2008-2015**
(2008. január 2. = 100)



Forrás: ECB, **GKI**

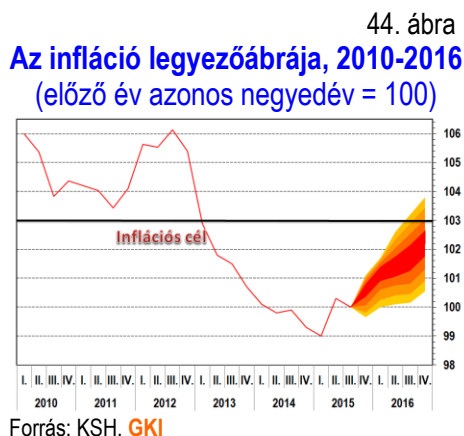
10. Az előrejelzés kockázatai

A **GKI** fél éve nem változtatott 2015-re vonatkozó növekedési és háromnegyed éve inflációs előrejelzésén. Akkori, pesszimistának minősített GDP-prognózisához érezhetően közeledni kezdett az előrejelzői konszenzus. A **GKI** 2016. évi növekedési előrejelzése is az átlagosnál valamivel alacsonyabb. Inflációs prognózisa viszont 2015-2016-ra közel van a konszenzushoz.



A **GKI** növekedési előrejelzése mindenekelőtt a 2015-ben várhatóan stagnáló, 2016-ban pedig csökkenő **beruházások** miatt pesszimistább más prognózisoknál. Az eddigi adatok alapján valójában már egy idén bekövetkező beruházás-csökkenés sem zárható ki, 2016-ban pedig csak a visszaesés mértéke lehet kérdéses, s az 5%-nál erőteljesebb csökkenésnek nagyobb az esélye, mint a kisebbnek. Az EU-transzferek ugyanis mélypontjukon lesznek, az üzleti beruházások érdemi emelkedéséhez pedig gazdaságpolitikai fordulatra vagy valamilyen nagy egyedi, állami forrásokkal kellőképpen megtámogatott beruházásra lenne szükség. Egyik körvonalai sem látszanak.

A **fogyasztás** **GKI** által 2015-re várt 2,5%-os dinamikája nagyobb is lehet, ha a reáljövedelem a vártnál gyorsabban növekszik, s a lakosság vásárlási hajlandósága erősödik. A **GKI** 2015-2016-ban az **export** importnál egyre kevésbé gyorsabb növekedésére számít. Az exportnövekmény erőteljesebb szűkülése fékezne a gazdasági növekedést, a nagyobb olló viszont serkentené azt.



Termelési oldalról még kérdéses, hogy a mezőgazdaság két kiváló év után mennyire esik vissza 2015-ben, majd a 2016-ban milyen mértékű korrekció lehetséges. Mivel a magyar mezőgazdaság meglehetősen ki van téve az időjárásnak, pozitív és negatív kilengés is lehetséges. Az iparban a 2016. évi lassulást a termelést megalapozó beruházások hiánya indokolja (az Apollo abrónccgyár csak 2017-ben kezd termelni). Ugyanakkor az európai konjunktúra romlása ennél lassúbb ipari dinamikát okozhat. Az építőiparban csak a lassulás megkezdődésének időpontja a kérdés, s nem zárható ki visszaesés sem. Végeredményben 2015-ben és 2016-ban a vártnál gyorsabb és lassúbb növekedésnek hasonló kockázatai vannak, **szerkezetileg** a fogyasztás kissé gyorsabb, a beruházások és az exportnövekmény némileg lassúbb fejlődésének van valamivel nagyobb esélye.

Az **infláció** esetében 2016-ban a **GKI** által vártnál nagyobb béremelésnek lehet a prognosztizáltnál nagyobb inflációs hatása. A világpiaci energiaárak további esése, a defláció újraindulása viszont visszafoghatja az áremelkedést. Az alacsonyabb inflációnak valamivel nagyobb a valószínűsége, mint fordítva.

Statisztikai függelék

Függelékek jegyzéke

1. A GDP termelése, 1996-2016	33
2. A GDP felhasználása, 1989-2016	34
3. A bruttó termelés volumene, 1989-2016	34
4. Egyensúlyi mutatók, 1991-2016	35
5. Munkaügyi és jövedelmi mutatók, 1990-2016	35
6. Pénzügyi mutatók, 1989-2016	36
7. Világgazdasági árak, árfolyamok és kamatok, 2000-2016	36
8. Világgazdasági növekedési ütemek, 2000-2016	37
9. A GKI prognózisai 2015-re	38

1. függelék

A GDP termelése, 1996-2016 (előző év = 100)

	GDP	Mezőgazdaság, vad- és erdőgazdálkodás, halászat	Ipar	Építőipar	Kereskedelem	Szállítás, raktározás	Információ, kommunikáció
1996	100,0	104,9	104,4	93,0	98,3	93,7	118,2
1997	103,4	96,5	111,2	107,1	104,1	108,1	115,2
1998	104,2	104,6	107,3	108,1	102,3	98,5	113,3
1999	103,2	103,1	105,3	106,7	101,2	104,9	109,9
2000	104,2	90,0	102,7	110,2	110,9	102,2	106,7
2001	103,8	113,6	103,2	107,4	99,9	115,2	107,2
2002	104,5	83,9	105,8	112,7	109,5	101,4	114,8
2003	103,8	103,3	105,1	99,3	104,4	98,1	110,4
2004	104,9	150,2	105,3	101,6	102,9	106,0	103,0
2005	104,4	94,2	104,0	110,6	107,1	104,6	106,8
2006	103,8	93,5	106,2	96,1	109,4	104,7	105,5
2007	100,4	78,5	107,5	92,7	100,3	106,8	105,7
2008	100,8	155,6	95,7	90,0	99,7	94,1	101,8
2009	93,4	88,6	86,9	96,2	83,3	91,9	106,2
2010	100,7	77,9	108,1	90,3	98,6	102,6	101,1
2011	101,8	115,4	100,4	102,6	103,0	100,2	103,2
2012	98,3	79,0	97,8	93,7	99,4	101,1	101,0
2013	101,9	115,3	97,5	105,8	106,3	101,0	103,9
2014	103,7	113,9	106,7	112,3	104,3	102,4	101,4
2015	102,7	85	106	103	105,5	102	103,5
2016	102,3	105	104	100	103	101,5	103

Forrás: KSH, 2015-2016: GKI

1. függelék (folytatás)

A GDP termelése, 1996-2016 (előző év = 100)

	GDP	Pénzügyi, biztosítási tevékenység	Ingatlan-ügyletek	Szakmai, tudományos, műszaki, adminisztratív szolgáltatások	Közigazgatás, védelem, egészségügy, oktatás	Művészet, szórakoztatás, szabad idő és egyéb szolgáltatás
1996	100,0	87,4	103,5	113,6	100,1	91,0
1997	103,4	74,5	100,8	102,7	101,2	95,7
1998	104,2	99,6	93,5	103,0	106,5	98,0
1999	103,2	84,4	102,7	103,8	101,7	104,5
2000	104,2	111,1	100,7	108,0	103,7	105,8
2001	103,8	99,1	96,9	113,3	98,8	110,1
2002	104,5	106,2	97,9	108,5	102,2	107,0
2003	103,8	104,8	106,2	104,5	103,9	95,1
2004	104,9	102,7	99,6	99,8	101,9	98,7
2005	104,4	103,4	105,9	105,6	102,5	104,5
2006	103,8	98,5	107,1	106,4	100,6	99,9
2007	100,4	93,9	99,4	99,2	96,2	101,5
2008	100,8	99,3	100,5	103,0	100,5	102,9
2009	93,4	102,0	103,1	96,9	99,8	95,2
2010	100,7	95,9	98,3	101,9	101,2	101,8
2011	101,8	96,3	102,0	102,9	101,7	102,6
2012	98,3	97,2	98,2	100,7	101,6	97,3
2013	101,9	95,2	100,3	103,6	106,7	100,0
2014	103,7	97,1	99,6	105,8	97,8	104,8
2015	102,7	99	101	105	100,5	105
2016	102,3	102	102	103	100	102

Forrás: KSH, 2015-2016: GKI

2. függelék

A GDP felhasználása, 1989-2016 (előző év = 100)

	GDP összesen	Belföldi felhasználás	Egyéni fogyasztás	Közösségi fogyasztás	Állóeszköz-felhalmozás	Export	Import
1989	100,6	100,0	99,8	58,8	100,9	98,5	96,4
1990	96,5	96,9	96,4	102,6	92,9	94,7	95,7
1991	88,1	90,9	94,4	97,3	89,6	86,1	93,9
1992	96,9	96,4	100,0	104,9	97,4	102,1	100,2
1993	99,4	109,9	101,9	127,5	102,0	89,9	120,2
1994	102,9	102,2	99,8	87,3	112,5	113,7	108,8
1995	101,5	96,9	92,9	95,9	95,7	113,4	99,3
1996	100,0	99,1	97,6	96,6	104,6	109,5	107,1
1997	103,4	103,8	100,9	103,0	108,7	122,9	124,1
1998	104,2	107,4	103,2	105,0	112,0	115,6	122,6
1999	103,2	104,1	105,8	101,7	108,0	111,9	113,3
2000	104,2	103,7	102,9	101,2	105,2	125,0	123,1
2001	103,8	101,9	104,2	104,7	102,7	108,8	105,8
2002	104,5	106,4	107,9	103,8	107,8	105,8	108,7
2003	103,8	105,7	107,6	106,3	101,3	106,3	109,5
2004	104,9	104,9	102,2	101,4	107,6	118,0	117,3
2005	104,4	101,5	103,1	102,4	103,6	112,9	107,8
2006	103,8	101,7	101,5	100,0	100,7	119,5	115,5
2007	100,4	99,0	99,3	94,8	104,2	116,1	113,9
2008	100,8	100,2	99,6	103,1	101,0	106,9	106,0
2009	93,4	90,8	94,4	103,2	91,7	88,6	85,3
2010	100,7	99,5	97,2	102,2	90,5	111,3	110,1
2011	101,8	99,8	100,7	100,0	98,7	106,6	104,5
2012	98,3	97,0	97,7	99,7	95,6	98,5	96,7
2013	101,9	101,2	100,6	103,0	107,3	105,9	105,9
2014	103,7	104,2	101,5	105,8	111,2	107,6	108,5
2015	102,7	101,5	102,5	100,5	100	108	107
2016	102,3	101	102,5	100	95	106	105

Forrás: KSH, 2015-2016: GKI

3. függelék

A bruttó termelés volumene, 1989-2016 (előző év = 100)

	Mezőgazdaság	Ipar	Építőipar	Kiskereskedelem
1989	100,0	95,0	101,6	-
1990	98,2	90,7	86,2	-
1991	93,8	81,6	91,7	71,2
1992	79,9	90,3	101,5	96,3
1993	90,4	104,0	102,6	103,2
1994	103,0	109,6	112,1	-
1995	102,6	104,6	82,4	91,7
1996	106,3	103,4	99,9	95,1
1997	96,3	111,2	109,7	98,4
1998	97,8	112,5	113,1	112,3
1999	99,6	110,4	108,3	107,9
2000	93,6	118,1	104,7	102,0
2001	114,2	103,6	107,7	105,4
2002	92,4	102,8	117,8	108,8
2003	95,9	106,4	102,0	109,0
2004	122,0	107,4	105,8	105,8
2005	90,0	107,0	115,9	105,5
2006	95,1	109,9	99,1	104,1
2007	85,0	108,2	85,6	97,0
2008	128,0	100,0	95,0	98,1
2009	90,0	82,3	95,7	95,9
2010	85	110,5	89,9	97,7
2011	110	105,4	92,2	100,2
2012	90,8	98,3	94,1	98,1
2013	122	101,4	109,6	100,9
2014	112	107,6	114,2	104,1
2015	85	107	104	105,5
2016	105	105,5	100	103

Forrás: KSH, 2015-2016: GKI

4. függelék

Egyensúlyi mutatók, 1991-2016 (a GDP százalékában)

	Áruforgalmi egyenleg	Folyó fizetési mérleg egyenlege	Külső finanszírozási igény	Államháztartás egyenlege (ESA)
1991	-4,2	0,8	0,8	-2,1
1992	-1,3	0,8	0,8	-7,0
1993	-11,0	-9,0	-9,0	-5,6
1994	-11,1	-9,4	-9,4	-8,4
1995	-0,3	-3,4	-3,4	-8,7
1996	0,5	-3,8	-3,5	-4,4
1997	1,2	-4,1	-3,8	-5,6
1998	-1,8	-7,2	-6,7	-7,5
1999	-2,8	-7,8	-7,8	-5,1
2000	-3,9	-8,4	-7,8	-3,0
2001	-1,3	-5,8	-5,2	-4,1
2002	-1,8	-6,3	-6,0	-8,9
2003	-4,0	-8,0	-8,1	-7,2
2004	-3,4	-8,5	-8,4	-6,4
2005	-1,2	-7,0	-6,3	-7,9
2006	-1,0	-7,0	-6,2	-9,4
2007	0,5	-7,1	-6,4	-5,1
2008	0,4	-7,1	-6,1	-3,7
2009	4,3	-0,9	1,0	-4,6
2010	5,4	0,3	2,1	-4,6
2011	6,2	0,8	3,1	-5,5
2012	6,9	1,8	4,3	-2,3
2013	6,5	4,0	7,5	-2,4
2014	6,1	2,3	6,0	-2,5
2015	7,3	4,6	7,3	-2,4
2016	8,0	4,9	6,2	-2,3

Forrás: KSH, PM, MNB. 2015-2016: GKI

5. függelék

Munkaügyi és jövedelmi mutatók, 1990-2016

	Bruttó átlagkereset	Nettó átlagkereset (előző év = 100)	Reálkereset	Munkanélküliségi ráta (éves átlag, százalék)
1990	128,6	121,7	94,3	-
1991	133,4	128,1	93,0	-
1992	124,3	120,7	98,6	9,9
1993	121,9	117,7	96,1	12,1
1994	122,6	125,3	107,2	10,9
1995	116,8	112,3	87,8	10,3
1996	120,4	116,9	95,0	10,0
1997	122,3	126,0	104,9	8,8
1998	118,3	118,4	103,6	7,8
1999	113,9	110,9	102,5	7,0
2000	113,5	111,4	101,5	6,4
2001	118,2	116,4	106,4	5,7
2002	118,3	119,6	113,6	5,8
2003	112,0	114,3	109,2	5,9
2004	106,2	105,7	98,9	6,1
2005	108,8	110,0	106,3	7,2
2006	108,1	107,6	103,5	7,5
2007	108,0	103,0	95,2	7,4
2008	107,5	106,8	100,7	7,8
2009	100,5	101,7	97,6	10,0
2010	101,3	106,9	101,9	11,2
2011	105,2	106,4	102,4	11,0
2012	104,6	102,0	96,5	11,0
2013	103,4	104,9	103,1	10,2
2014	103	103	103,2	7,7
2015	104	104	104	7
2016	104,7	105,7	104	6,7

Forrás: KSH, 2015-2016: GKI

6. függelék

Pénzügyi mutatók, 1989-2016

	Fogyasztói árindex (éves átlag, előző év = 100)	Jegybanksi alapkamat (az év végén, százalék)	Forint/euró	Forint/dollár
			(éves átlag)	
1989	117,0	-	65,1	59,1
1990	128,9	22,0	80,5	63,2
1991	135,0	22,0	92,7	74,8
1992	123,0	21,0	102,1	79,0
1993	122,5	22,0	107,5	92,0
1994	118,8	25,0	124,8	105,1
1995	128,2	28,0	162,7	125,7
1996	123,6	23,0	191,2	152,6
1997	118,3	20,5	210,9	186,8
1998	114,3	17,0	241,0	214,5
1999	110,0	14,5	252,8	237,3
2000	109,8	11,0	260,0	282,3
2001	109,2	9,8	256,7	286,5
2002	105,3	8,5	243,0	258,0
2003	104,7	12,5	253,5	224,4
2004	106,8	9,5	251,7	202,6
2005	103,6	6,0	248,0	199,7
2006	103,9	8,0	264,3	209,8
2007	108,0	7,5	251,3	183,4
2008	106,1	10,0	251,2	170,9
2009	104,2	6	280	201,4
2010	104,9	5,5	275,4	211,8
2011	103,9	7	279,2	200,9
2012	105,7	6	289,4	226,1
2013	101,7	3	296,9	223,3
2014	99,8	2,1	308,7	232,5
2015	100	1,35	310	279
2016	101,7	1,35	320	314

Forrás: KSH, 2015-2016: GKI

7. függelék

Világpiacra átlagos árak, árfolyamok és kamatlábak, 2000-2016

	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kőolajár Brent dollár/hordó	28,3	25,0	38,0	65,4	72,7	97,5	62	79,6	111	112	109	100	53	54
Kőolajár Brent euró/hordó	30,8	26,6	30,6	52,3	53,1	66,3	43,2	59,8	79,8	87,5	82,6	75,2	48,2	54
Árfolyam (USD/EUR)	0,92	0,94	1,24	1,25	1,37	1,47	1,39	1,32	1,39	1,28	1,32	1,33	1,10	1,0
EU-27 inflációs ráta (%)	2,4	2,5	2,3	2,3	2,4	3,7	1,0	2,1	3,1	2,6	1,5	0,6	0,0	0,7
Nyersanyagok árszint változása, dollárban (%)	4,8	1,1	14,9	22,3	12,4	14,1	-18,0	26,2	18,5	-9,7	-1,4	-4,3	-16	0,2
• Élelmiszerek	2,5	1,9	12,4	10,3	12,6	21,6	-12,5	9,8	13,1	0,2	3,2	-3,7	-14,7	1,2
• Mezőgazdasági nyersanyag	4,4	5,2	6,7	9,1	11,3	7,7	-17,0	31,1	32,5	-15,9	-4,7	3,8	-13,5	-3
• Fémek és ásványok	12,2	-4,3	32,2	53,4	12,9	9,5	-25,7	46,6	15,2	-15,8	-4,9	-11,1	-20	1,7
3 hónapos kamatláb (éves átlag, %)														
USA	6,5	1,8	1,6	5,2	5,3	3,2	0,9	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5
Japán	0,2	0,1	0,0	0,2	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Euró-zóna	4,4	3,4	2,1	3,1	4,3	4,6	1,2	0,8	1,0	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2

Forrás: OECD, IMF, Európai Bizottság, GKI

Világ gazdasági növekedési ütemek, 2000-2016
(százalékos változás az előző évhez képest)

	2000	2002	2004	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Világtermelés (GDP)	4,7	2,7	4,9	5,5	5,6	2,8	-0,5	5,5	4,1	3,5	3,2	3,3	3,1	3,5
– Ipari országok	3,7	1,5	3,1	2,9	2,6	0,0	-3,7	2,7	1,7	1,1	1,1	1,8	2,0	2,3
USA	3,7	1,6	3,6	2,7	1,9	-0,4	-2,8	2,5	1,6	2,2	1,5	2,4	2,6	2,8
Japán	2,4	0,3	2,7	1,7	2,2	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,7	1,6	-0,1	0,7	1,1
EU-28	3,8	1,2	2,5	3,3	3,2	0,3	-4,4	2,1	1,8	-0,5	0,2	1,4	1,9	2,0
Nagy-Britannia	4,0	2,1	3,3	2,6	3,5	-1,1	-4,3	1,5	2,0	1,2	2,2	2,9	2,5	2,4
Gazdasági és Monetáris Unió	3,8	0,9	2,2	3,3	3,0	0,4	-4,5	2,1	1,6	-0,9	-0,3	0,9	1,6	1,8
Németország	3,2	0,0	1,1	3,7	3,3	1,1	-5,6	4,1	3,7	0,4	0,3	1,6	1,7	1,9
Franciaország	4,1	1,0	2,5	2,5	2,3	-0,1	-2,9	2,0	2,1	0,2	0,7	0,2	1,1	1,4
Olaszország	3,0	0,5	1,5	2,2	1,7	-1,2	-5,5	1,7	0,6	-2,8	-1,7	-0,4	0,9	1,5
Ausztria	3,4	0,9	2,3	3,7	3,7	1,4	-3,8	1,9	2,8	0,8	0,3	0,4	0,6	1,5
Spanyolország	5,1	2,7	3,3	4,1	3,5	0,9	-3,6	0,0	-1,0	-2,6	-1,7	1,4	3,1	2,7
Hollandia	3,5	0,1	2,2	3,4	3,9	1,8	-3,3	1,4	1,7	-1,1	-0,5	1,0	2,0	2,1
Finnország	5,0	1,6	3,7	4,4	5,3	0,3	-8,3	3,0	2,6	-1,4	-1,1	-0,4	0,3	0,7
– FÁK	9,0	5,2	8,2	8,7	8,9	5,3	-6,5	5,0	4,8	3,5	2,1	0,9	-3,0	0,4
Oroszország	10,0	4,7	7,1	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-3,7	-0,5
Ukrajna	5,9	4,1	9,6	7,3	7,9	2,1	-15,1	4,0	5,0	3,5	3,0	-7,5	-9,0	2,0
– Ázsia	6,5	6,4	8,0	9,6	10,3	6,9	5,5	9,8	7,7	7,0	6,5	6,3	5,9	5,9
Kína	8,0	9,1	10,1	12,7	14,2	9,6	9,5	10,6	10,3	9,6	8,0	7,4	6,8	6,5
India	3,9	3,8	7,5	9,6	9,3	6,7	5,0	11,0	7,9	4,9	6,9	7,1	7,2	7,4
Dél-Korea	8,5	7,0	4,7	5,2	5,1	2,3	0,3	6,5	3,7	2,3	3,0	3,3	2,5	2,9
– Latin-Amerika	4,3	0,2	6,0	5,6	5,7	4,3	-1,3	6,0	4,8	3,1	2,9	1,2	0,4	1,2
– Közel-Kelet és Észak-Afrika	5,1	2,0	6,3	5,5	5,4	4,2	1,7	5,4	2,9	3,3	1,7	2,5	2,8	3,3
Fekete-Afrika	3,3	3,5	5,8	6,7	7,1	5,4	4,0	5,8	4,4	4,4	5,0	4,9	4,4	4,3
Világkereskedelem*	28,3	4,1	10,9	9,2	9,5	4,8	-10,7	12,6	6,1	2,8	3,2	3,4	2,5	3,7

Forrás: OECD, IMF, Európai Bizottság, **GKI**

A GKI prognózisai 2015-re

	2014	2015 előrejelzés					
		szeptember	december	március	június	szeptember	december
GDP termelés	103,7	102	102	102	102,7	102,7	102,7
• Mezőgazdaság (1)	113,9	100	100	95	95	90	85
• Ipar (2)	106,7	104	104	104	105,5	105,5	106
• Építőipar (3)	112,3	106	103	103	103	103	103
• Kereskedelem (4)	104,3	101	101	104	105	105	105,5
• Szállítás és raktározás (5)	102,4	102	102	102	102	102	102
• Információ, kommunikáció (6)	101,4	102	102	102	102	103	103,5
• Pénzügyi szolgáltatás (7)	97,1	99	99	99	99	99	99
• Ingatlanügyletek (8)	99,6	101	101	101	101	101	101
• Szakmai, tudományos, műszaki, admin. tev.(9)	105,8	102	102	102	103	103	105
• Közigazgatás, oktatás, egészségügy (10)	97,8	100	100	100	100	100	100,5
• Művészet, szórakoztatás (11)	104,8	100	100	100	102	102	105
• Magnővekedés (2)+(3)+(4)+(5)+(6)+(7)+(8)+(9)	104,5	102,5	102,5	102,8	103,7	103,7	104,2
GDP belföldi felhasználás	104,2	101,7	101,7	101,7	101	101	101,5
• Egyéni fogyasztás	101,5	101,2	101,2	102,5	102,5	102,5	102,5
• Állóeszköz-felhalmozás	111,2	100	100	100	100	100	100
Külkereskedelmi áruforgalom							
• Export	107	105,5	105,5	105,5	108	108	108
• Import	108,5	105,5	105,5	105,5	106,5	106,5	107
Fogyasztói árindex (előző év = 100)	99,8	102,5	102,0	100	100	100	100
Folyó fizetési és tökemérleg együttes egyenlege							
• milliárd euró	6,3	6,5	5,5	7,2	8,2	9	8
• a GDP százalékában	6,0	6,5	5,3	6,8	7,6	8,3	7,3
Munkanélküliségi ráta (éves átlag)	7,7	8	7,4	7,4	7,4	7,2	7
Államháztartási egyenleg a GDP százalékában (ESA)	-2,5	-2,5	-2,4	-2,2	-2,4	-2,6	-2,4

Forrás: KSH, GKI

MELLÉKLET

Magyarország külső adósságállományának és a külföldiek kezében lévő adósságának elemzése

Készítették:

Czelleng Ádám
Karsai Gábor
Molnár László
Vértes András

(Készült a Költségvetési Tanács megbízásából 2015 októberében.)

Tartalom

1. Vezetői összefoglaló.....	41
2. A devizahitelek elterjedése általánosságban	42
3. Devizaadósság nemzetközi kitekintésben	42
4. Devizaadósság Magyarországon.....	44
4.1 Háztartások.....	47
4.1.1. Forintosítás.....	50
4.2. Vállalatok	51
4.3. Állam.....	53
4.3.1. „Önfinanszírozási program”	60
5. A devizaadósság további gazdaságpolitikai kockázatai	61
5.1. Monetáris politika	61
5.2. Pénzügyi stabilitás	63
5.3. Várakozások és magatartás	65
Függelék	66

1. Vezetői összefoglaló

Magyarországon a régiós országokhoz hasonlóan 2004-2005-től eredeztethető a devizaadósság elterjedése, melynek fő oka az optimista várakozások miatti magas finanszírozási igény, melyet belső megtakarítások nem tudtak kielégíteni, valamint a jelentős kamatkülönbözet a devizafinanszírozás javára.

A devizaadósság legfőbb kockázata, hogy nyitott devizapozíció keletkezik, mely csökkenti a monetáris politika transzmissziójának hatékonyságát és további kockázatokat rejt. Mivel a nyitott pozíciókon keresztül árfolyamkockázatot vállalnak a gazdasági szereplők, a jegybank egyre kevésbé tolerálja az árfolyamok volatilitását. Így a jegybank kezében lévő eszközök a pénzügyi stabilitás fenntartásának rendelkeznek alá és egyre kevésbé tudja ellátni legfőbb célját, az árstabilitást, valamint a gazdasági növekedés ösztönzését. A jegybank ilyen esetben akkor jár el helyesen, ha a szokásosnál nagyobb mértékű devizatartalékot képez, mely azonban költséges. **A válság előtti valutatartalék elmaradt a kívánt szinttől, ez jelentősen növelte az ország kiszolgáltatottságát.**

Jelenleg a bankok devizában jelentkező lejárat különbsége okoz pénzügyi stabilitási kockázatokat. A válság előtt jelentősen nőtt a lejárat különbség a bankrendszer mérlegében, mely azonban a válságot követően csökkenni kezdett.

A devizaadósság hosszú távon a gazdasági szereplők magatartásának változásán és a várakozásokon keresztül befolyásolja a gazdaságpolitikát. A válság tapasztalatainak hatására a háztartások és a vállalatok is tartózkodnak a hitelfelvételtől, az eladósodástól, így még kis mértékű kockázatvállalásra sem hajlandóak, mely azonban elengedhetetlen feltétele a gazdasági növekedésnek.

A magyar állam adóssága 2014 végén a GDP 76,2%-a volt. Az államadósság esetén is a legjelentősebb kockázat az árfolyamkockázat. Az árfolyamkitettségek csökkentése elérhető ugyan, ha a külföldi befektetők hazai fizetőeszközben denominált hosszú távú adósságot finanszíroznak, de refinanszírozási kockázat éppúgy felmerülhet a forint hitelpiacon is, ha a finanszírozók külföldi gazdasági szereplők. **A külföldiek által történő forintfinanszírozás egyrészt költségesebb, másrészt válságidőszakban jelentősen volatilis.** Ekkor a külföldi szereplők gyorsan felszámolhatják pozícióikat olyan mértékben, melyet a belső piac nem tud felszívni, ezzel fennakadásokat okozva a másodlagos piacon így jelentősen drágítva a forintfinanszírozást és aláásva az elsődleges kibocsátást. Ráadásul a nagy külföldi szereplők képesek arra, hogy nagy koncentrátságot érjenek el, így képesek a piac befolyásolására.

A lakosság esetén a jelentősen alacsonyabb kamat miatt váltak népszerűvé a devizahitelek, hiszen 6-7 százalékpontos kamatelőnye volt a svájci frankban denominált lakáshiteleknek a forinthitelekkel szemben, ami 100 milliárd forint megtakarítást jelentett, mely a potenciális kibocsátás fölötti termelést jelentett. A válságot követően a korábbi többlet kibocsátás korrekciójaként a potenciálisnál alacsonyabb kibocsátás figyelhető meg, mely deflációs hatású. A devizahitelek állománya a teljes lakossági hitelállományon belül 2009 közepére elérte a 70%-ot, így kismértékű változás az árfolyamban is komoly negatív hatással volt a háztartások elkölthető jövedelmére és a bankrendszer stabilitására. Ezáltal a gazdasági növekedés is jelentősen árfolyam érzékennyé vált. Az árfolyamkitettséget a jegybank csökkenthetné volna, ha a valutatartalékban növeli a svájci frank eszközök állományát, erre azonban nem került sor.

A vállalatok többségénél a devizahitelezés természetes fedezettel (deviza bevétellel) történt. Ezért az üzleti szférában elsősorban a lejárat különbség okozott stabilitási kockázatot, hiszen a forint leértékelődése csökkentette a fedezeti értéket a hitelállomány értékéhez képest.

2. A devizahitelek elterjedése általánosságban

A közgazdaságtudomány elmélete alapvetően károsnak tartja azt a jelenséget, mely során egy ország, illetve annak szereplői más ország fizetőeszközében denominált forrásból (továbbiakban devizahitel) finanszírozza magát. Ennek oka, hogy az országnak nyitott devizapozíciója keletkezik, mely rontja a befektetői hangulatot. Az elmúlt évtizedben a devizahitelek mégis egyre nagyobb szerepet kaptak a fejlődő és a közepesen fejlett országokban. Ezt a jelenséget a szakirodalom dollarizációnak nevezi, mivel világszerte az ilyen hitelek túlnyomó többsége dollárban denominált pénzügyi eszközként került elszámolásra. A közép- és kelet-európai régióban a fennálló devizahitelek főként euróban, valamint svájci frankban denominált pénzügyi eszközök.

Számos oka van a deviza alapú hitelezés elterjedésének ezekben az országokban. Az országok egy része nem tud a hazai fizetőeszközben kölcsönt felvenni, így a forráshoz jutás egyik módja a deviza alapú finanszírozás. Ennek oka elsősorban a fejletlen tőkepiac és a hazai megtakarítások alacsony szintje, így a hazai finanszírozásra való támaszkodás kamatemelő hatású, ami azt költségesebbé teszi a devizaalapú finanszírozásnál. Ezen túl három tényező befolyásolja döntően a devizahitelek elterjedését: a portfóliódöntések, a piaci kudarcok és az intézmények.

A bankok, hitelintézetek a portfólió megtérülésének kiszámíthatóságát kívánják növelni. A hazai devizában denominált eszközök megtérülését az infláció, míg a külföldi devizában denominált eszköz megtérülését a deviza árfolyama döntően befolyásolja. Az olyan országokban, ahol a hazai pénzügyi eszközök megtérülése magas varianciával párosul, a gazdasági szereplők jó eséllyel fordulnak olyan forráshoz, melyek külföldi devizában denomináltak, amennyiben az átváltási árfolyam stabil.

A **piaci kudarcként** értelmezhető információs aszimmetria szintén egy tényező, mely segíti a külföldi devizában denominált hitelezést. Ekkor likviditási okokból, valamint a gazdasági szereplők pénzügyi eszközeinek deviza összetételének ismerete nélkül a magasabb kamat látszólag védi a hazai devizát a leértékeléstől.

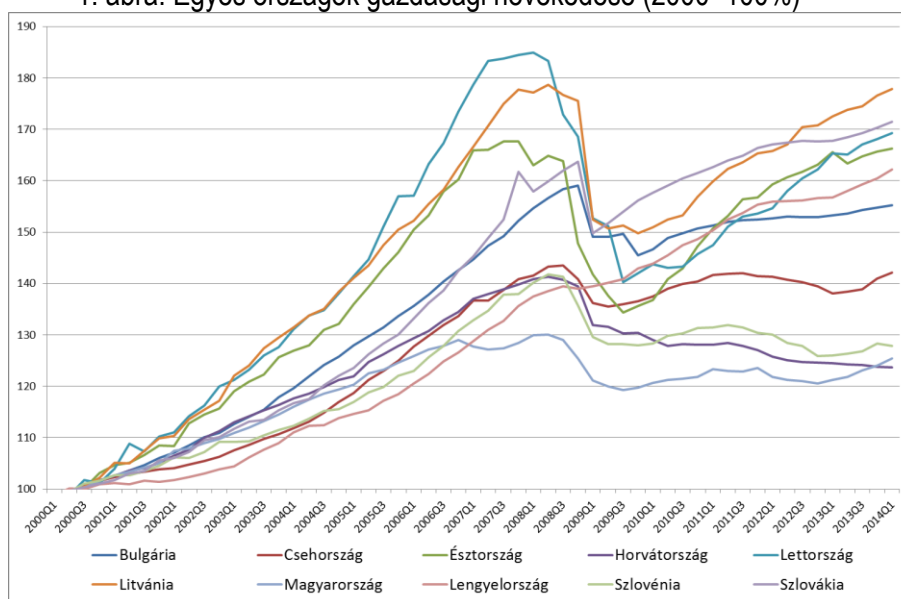
Jelentősen hozzájárulhat a folyamatokhoz a gazdaságpolitikai törekvések, valamint a reguláció hiánya, azaz az intézményi környezet, hiszen a gazdaságpolitikai eszközök, valamint a pénzügyi stabilitást célzó devizahitelezést, illetve az általánosságban vett hitelezést korlátozó szabályok döntően befolyásolhatják a devizahitelek elterjedését.

A közép- és kelet-európai régióban a devizahitelek robbanásszerű növekménye mögött a túlfűtött várakozások, a gazdaságpolitikai felkészületlenség, a **jelentős kamatkülönbségek**, a külföldi tulajdonú bankok **agresszív piacszerzési tevékenysége**, valamint a **potenciális kibocsátás feletti termelés** okozta túlfűtött gazdasági helyzet húzódott meg.

3. Devizaadósság nemzetközi kitekintésben

A vizsgált országokban (Bulgária, Csehország, Észtország, Horvátország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Lengyelország, Szlovénia, Szlovákia) a 2000-es évet bázisnak tekintve azt látjuk, hogy a válságot megelőzően a balti államok kimagaslóan magas növekedési ütemet tudtak produkálni, míg a legkisebb mértékű növekedést Szlovénia, Horvátország és Magyarország tudta produkálni. A válság kirobbanásától 2014. végéig a legmagasabb növekedést továbbra is a balti államok produkálták, habár Szlovákia már felzárkózott hozzájuk, ami a növekedés mértékét illeti, míg a legkisebb növekedést továbbra is Magyarország, Horvátország és Szlovénia produkálja.

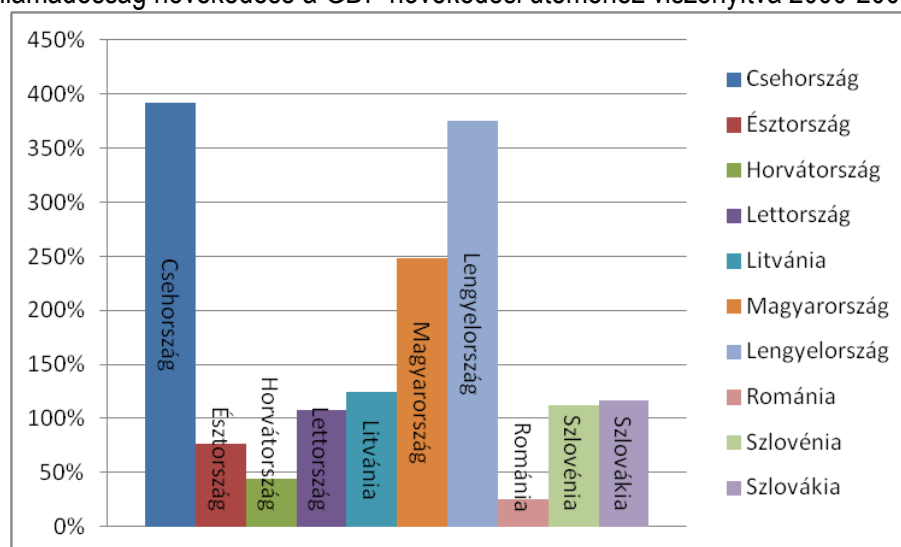
1. ábra: Egyes országok gazdasági növekedése (2000=100%)



Forrás: Eurostat

Valamennyi ország esetén az államadósság növekménye meghaladta a gazdasági növekedés mértékét. A növekedések relatív arányát mutatja a következő ábra. 2000-2008 között a cseh államadósság folyóáras növekménye négyszerese volt a GDP folyóáras növekményének, ehhez hasonló mértékű relatív növekmény volt Lengyelországban is, továbbá Magyarország mutat kiemelt értéket, míg Románia és Horvátország közel a gazdasági növekedés mértékével azonosan bővítette az államadósság mértékét.

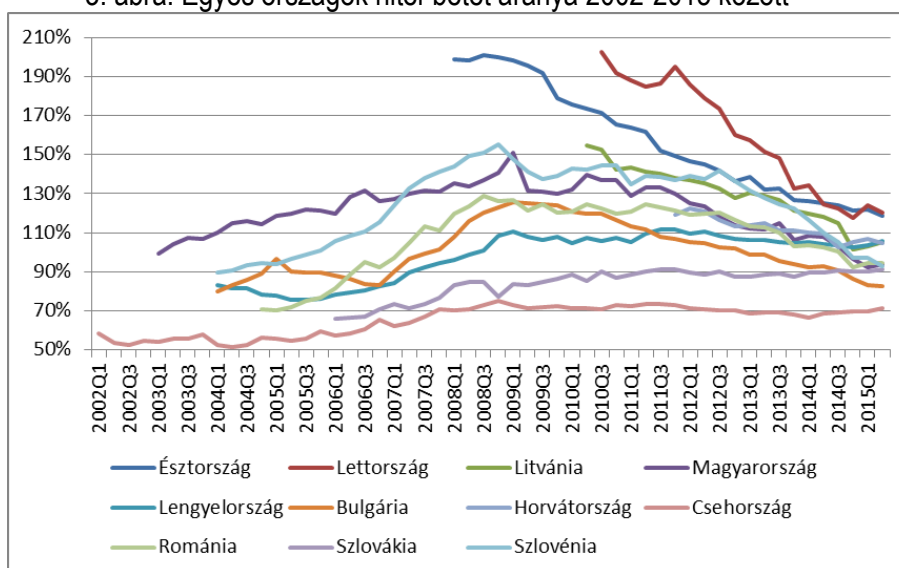
2. ábra: Államadósság növekedése a GDP növekedési üteméhez viszonyítva 2000-2008 között



Forrás: Eurostat, GKI

A következő ábra mutatja az egyes országok bankrendszerének hitel/betét mutatóit. A bankrendszer idegentőke igénye fontos eleme a devizaadósság mértékének.

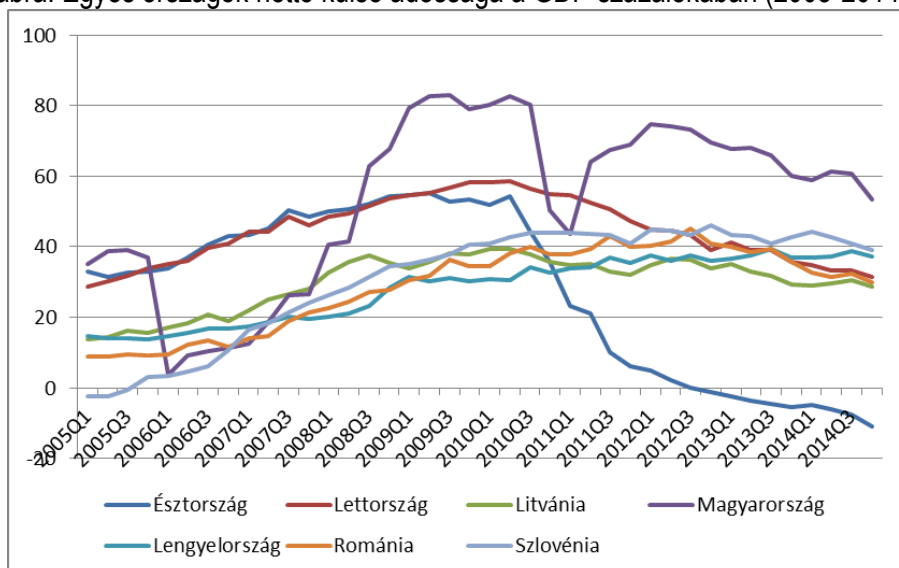
3. ábra: Egyes országok hitel-betét aránya 2002-2015 között



Forrás: EKB, GKI

A következő ábra az adatok hiánya miatt hét ország esetén mutatja be az országok **nettó külső adósságának** mértékét a GDP százalékában. A balti államok, kiváltképp Lettország és Észtország magas adóssággal rendelkeztek a válság előtt, ugyanakkor Észtország pozícióját megoldotta az euró bevezetése. A válságot megelőző időszakban a magyar nettó külső adósság érzékelhetően növekedett, de csak a válság kitörése után haladta meg a többi ország adósság szintjét, mely fenn is maradt 2014 végéig egy nagyon rövid periódust leszámítva. 2015 első felében a magyar nettó külső adósság 50% feletti szinten stabilizálódni látszik, de további javulás várható az év második felében.

4. ábra: Egyes országok nettó külső adóssága a GDP százalékában (2005-2014)



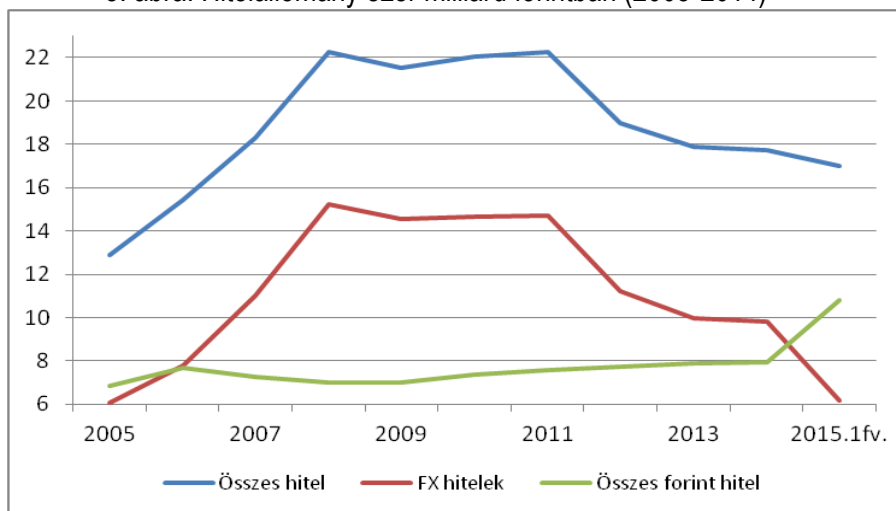
Forrás: Eurostat

4. Devizaadósság Magyarországon

Három nagy szektorban (lakossági, vállalat, állam) mutatjuk be a külföldi devizában denominált hitelek magyar gazdaságra gyakorolt hatását. 2005 és 2014 között a hazai bankrendszer által forintban kibocsátott hitelek év végi állománya stabilan 7 és 8 ezer milliárd forint között volt. Ezzel szemben a **devizahitelek** 2005 és 2008 között mintegy 10 ezer milliárd forinttal gyarapodtak. 2008-2011 között a

devizahitel állomány 15 ezer milliárd forintos szinten maradt. 2011-et követően kiigazítás következett, így 5 ezer milliárd forint értékben csökkent a devizaadósság, így a teljes hitelállomány értéke is. Ennek oka a vállalati hitelezés visszaesése mellett a lakossági devizahitelek végtörlesztése volt. 2015 első félévében a teljes hitelállomány mérséklődése mellett a forintbitelek ugrása és a devizahitelek 6 milliárd forintos szintre csökkenése a forintosítás eredménye.

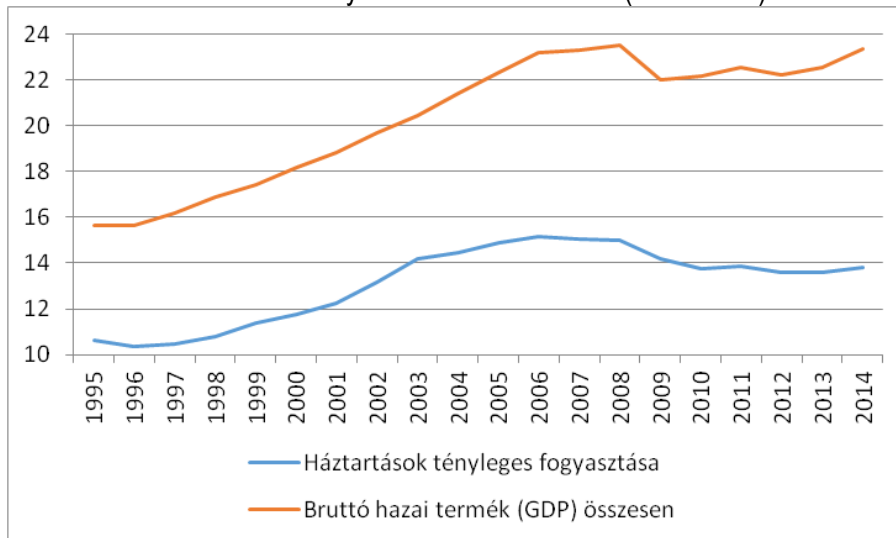
5. ábra: Hitelállomány ezer milliárd forintban (2005-2014)



Forrás: MNB

Az 1996-2006 közötti időszakban lényegében a stabil és jelentős gazdasági növekedés, a némileg csökkenő infláció, az EU csatlakozástól várt javuló életkörülmények és az olcsó külső finanszírozás, továbbá a bankok és más szolgáltatók erősödő piaci versenye jelentősen segítette a fogyasztás növekedését, túl optimista várakozások kialakítását.

6. ábra: Hitelállomány ezer milliárd forintban (2005-2014)



Forrás: MNB

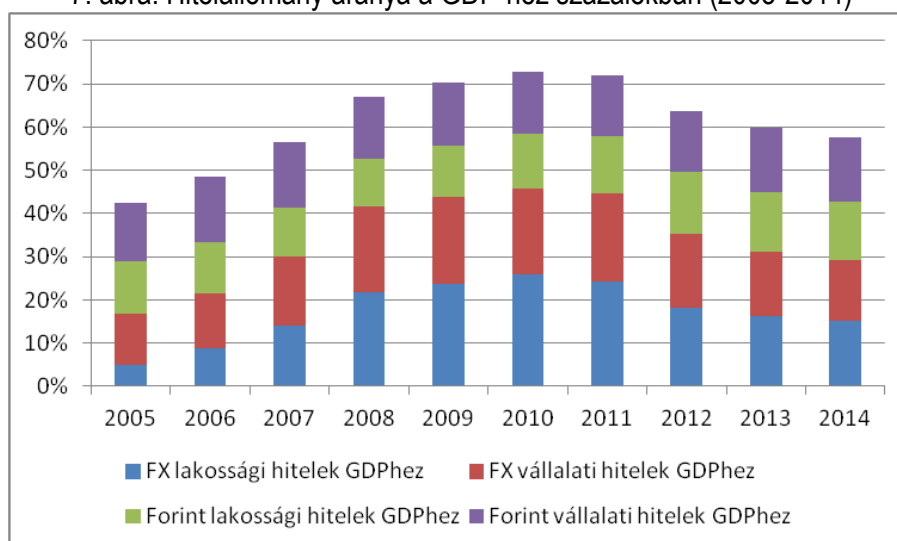
Valójában a 2000-es évek elején egy önmagát erősítő, túl optimista várakozási folyamat alakult ki. Ez azt feltételezte, hogy az Európai Unió csatlakozása, majd azt követően az eurózónába való belépés gyorsan megvalósul, s ezáltal a forint megszűnik nemzeti valutává válni. Rendkívül pozitív várakozások voltak a gazdasági növekedéssel és az életszínvonal lehetséges bővülésével kapcsolatban is. A vállalkozások is optimista várakozásokat fogalmaztak meg saját terveikben.

Ugyanakkor a folyamat pénzügyi oldalán elkezdtek feltorlódni eleinte enyhébb, később súlyosabb nehézségek. Egyrészt a pozitív várakozásokra épülve a költségvetés elkezdett túlköltekezni és emiatt a szükségesnél jobban elszívta a pénzügyi forrásokat a piacokról. A magyar kormányok 2001-2006 között laza költségvetési politikát folytattak. A kormány 2000-2003 közötti fenntarthatatlan lakáshitel programját (túltámogatott forint hitelek) ugyan leépítette, de az állami szféra 50%-os béremelése és az üzleti szektor beruházás vezérelt fejlődése gyors reáljövedelem-növekedést eredményezett. Mivel a **szigorú monetáris politika magas forintkamatot és erős forintot** teremtett, így a devizahitel sokkal olcsóbbá vált. Ugyanakkor a nemzetközi piacokon lévő pénzösség és optimizmus miatt a forint inkább felértékelődött, mint leértékelődött. Ezért kialakult egy olyan várakozás, amely szerint érdemesebb devizában eladósodni, mert egyszerre alacsonyabb a kamat és még forint-felértékelődési folyamat is megy végbe. A bankok gyors növekedési lehetőséget találtak ebben a piaci szegmensben. Másfelől hozzájárult ehhez a hitelboomhoz az is, hogy a lakásbérleti díjak alig haladták meg az olcsó devizahitelek törlesztési terhet, ily módon egyértelműen racionálisabb volt lakást építeni vagy venni hitelből, mint bérelni. Így alakult ki a 2007-8-as évekre a 170%-os lakossági hitel-betét arány. Az ezt követő években a devizahitelek elterjedését **szabályozói oldalról nem korlátozták**.

Fontos megjegyezni, hogy makroszinten ez így is, úgy is külföldi finanszírozást okozott volna. (Amennyiben csak forint hitelben történt volna az eladósodás akkor is a betétek feletti többletforrást devizából kellett volna biztosítani.) Az igazi probléma tehát nem csak a devizahitelezés, hanem valójában egy nagyon jelentős hitelbuborék kialakulása, beleértve a forint hitelezést is. Ebből a szempontból az igazi kérdés csak az, ki vállalta volna magára az árfolyamkockázatot. Utólag visszatekintve talán még jobb is, hogy nem az állam, hanem a mikrogazdaság vagyis a vállalatok és a lakosság tette ezt. Gyakran tapasztaltuk azt, hogy a devizahitel-probléma forint hitel-problémává vált és fordítva. Ez is azt bizonyítja, hogy a túlfűtöttség volt az egész folyamat fő problémája. Ez a folyamat természetesen a potenciális feletti kibocsátást biztosított a gazdaságban.

A 7. ábrán jól látható, hogy míg 2005-ben a lakossági devizahitelek mennyisége a GDP 5, a vállalati devizahitelek 12%-át tették ki, addig 2010-ben ez a lakosságinál 26%-ra, a vállalati hitelekénél 20%-ra nőtt, miközben a forint hitelek aránya alig változott.

7. ábra: Hitelállomány aránya a GDP-hez százalékban (2005-2014)

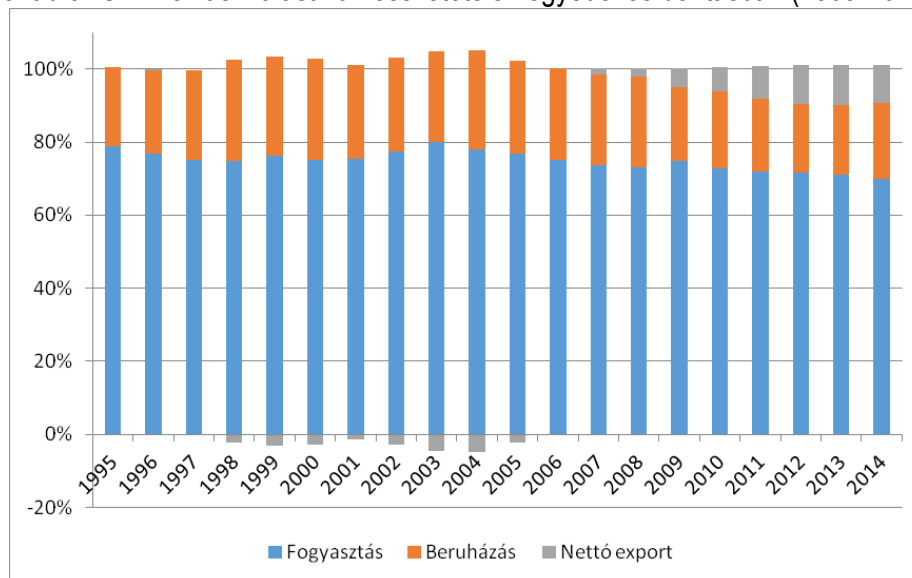


Forrás: MNB

A 2008-as válság előtt a reálfogyasztás átlagosan negyedévente fél százalékkal nőtt. 2008 második negyedévétől kezdve 2010 második negyedévéig negyedévente átlagosan 1,4%-kal csökkent, ezt követően azonban a visszaesés mértéke jelentősen enyhült. A háztartások fogyasztása 2012 végén érte el minimumát, mely 13%-kal volt alacsonyabb a válságot megelőző időszakhoz képest. A GDP-n

belül a fogyasztás súlya 5 százalékponttal csökkent (75%-ról 70%-ra). A beruházásokat még jobban visszavetette a válság. 28%-kal csökkent a beruházásra fordított összeg reálértékben, ami 6 százalékpontos csökkenést jelent a GDP-hez való hozzájárulásában (25%-ról 19%-ra). A válság hatására kiesett fogyasztás és beruházás okozta lyukat a nettó export képes volt kompenzálni azáltal, hogy a válság előtti 2% körüli GDP-hez való hozzájárulása 10% fölé emelkedett.

8. ábra: GDP felhasználásának összetétele negyedéves bontásban (2005-2014)

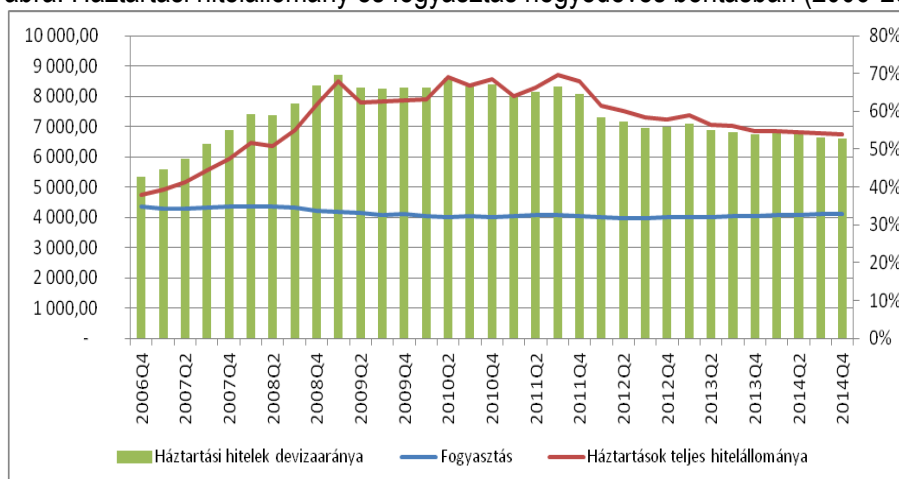


Forrás: KSH

4.1 Háztartások

A lakossági fogyasztás növekedési ütemét bőven meghaladta a lakossági hitelállomány növekedése. 2005 és 2008 között a lakossági hitelállomány 125%-kal nőtt (3787 milliárd forintról 8506 milliárd forintra). Ezen időszak alatt a lakossági devizahitelek aránya 29%-ról 70%-ra emelkedett és a forint leértékelődése az euróhoz 13%, míg a svájci frankhoz képest 16% volt.

9. ábra: Háztartási hitelállomány és fogyasztás negyedéves bontásban (2006-2015)

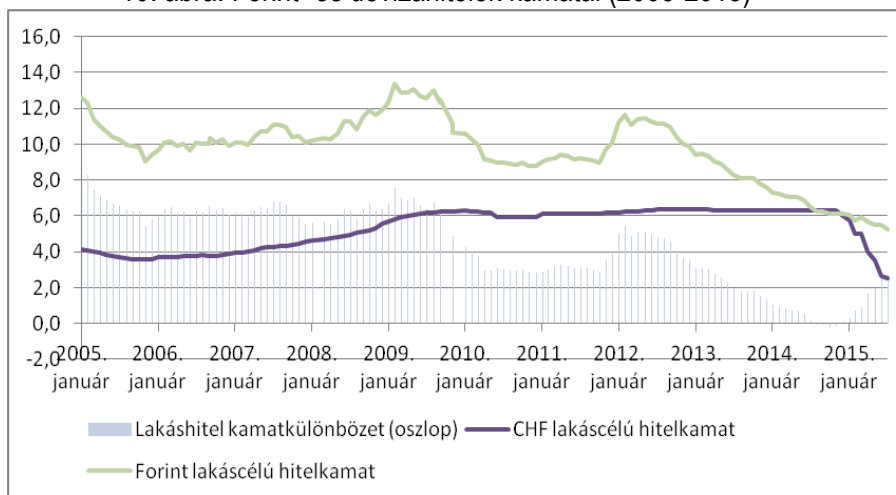


Forrás: MNB, KSH

A háztartások egyértelmű motivációja az alacsonyabb kamatozású, ezáltal sokkal alacsonyabb törlesztő részletű hitelek igénybevétele volt, így főleg svájci frankban denominált hiteleket vettek fel. A lakosság devizaadosságának átlagosan 80%-a svájci frankban denominált hitel volt. A 11. ábra jól mutatja a háztartásoknak folyósított forint és deviza hitelek átlagos kamatait, valamint a

kamatkülönbséget. A lakáshitelek esetén 2005-2008 között 6-7% volt a svájci frankhitelek előnye, ami **össességében 100 milliárd forintnyi kamatfizetéstől mentesítette a lakosságot**. A devizahitelezés elburjánzása csinált négy-öt jó évet a magyar társadalomnak, s ennek terheit nagyságrendileg 8-9 éven át nyögtük és nyögjük. Nem túl jó arány.

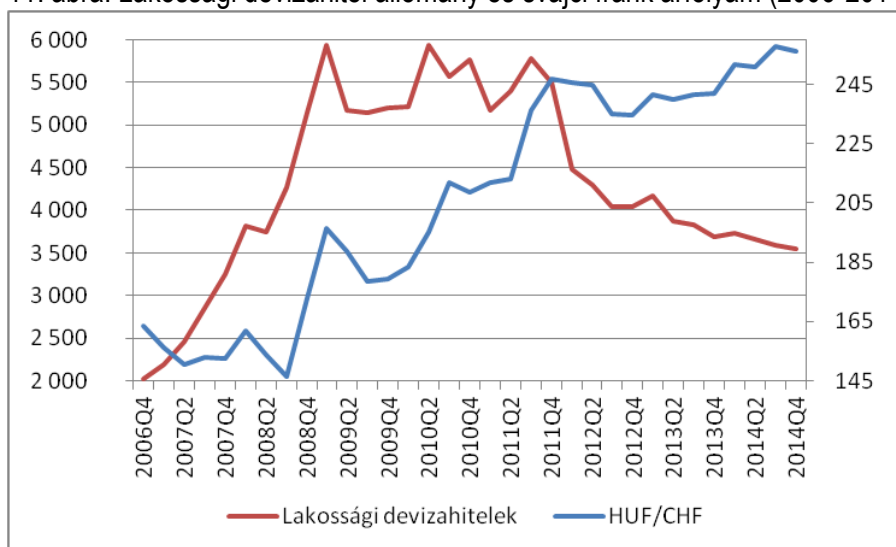
10. ábra: Forint- és devizahitelek kamatai (2005-2015)



Forrás: MNB

A devizahitelek esetében **a háztartások viselték az árfolyamkockázatot**, hiszen a háztartások jövedelme forintban, míg hiteleinek törlesztő részlete külföldi devizában (többnyire svájci frankban) kerül elszámolásra. A válság idején azonban a svájci frankot az ország kiváló fundamentumainak köszönhetően rendkívül biztonságosnak ítélte meg a piac, így menekülő deviza szerepét töltötte be, amely jelentősen felértékelte azt. A forint svájci frankhoz vetített relatív gyengesége, valamint a devizahitelek felvételének erős korlátozása gyakorlatilag megszüntette a lakossági devizahitelezést.

11. ábra: Lakossági devizahitel állomány és svájci frank árfolyam (2006-2014)



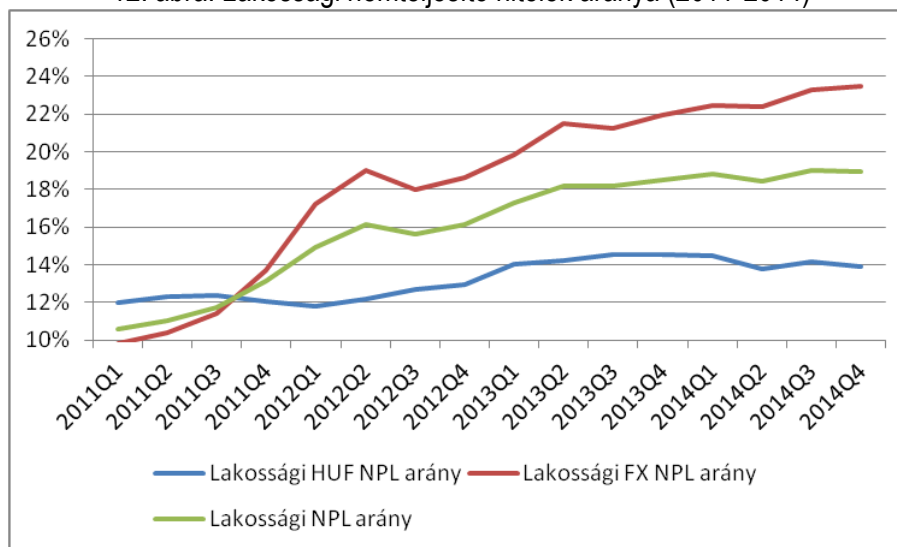
Forrás: MNB

A svájci frank alapú személyi hitelek, szabadfelhasználású hitelek, illetve lakáshitelek kihelyezései szignifikáns kapcsolatban állnak a devizaárfolyam nagyságával. A 190 forint alatti svájci frank árfolyam mellett, a lakosság körében dinamikusán bővült a frank alapú hitelezés, hiszen az árfolyam alatti új lakáshitel kihelyezés megközelítette az 50 milliárd forintot. A 175 és 220 forint közötti svájci frank árfolyam sávban a hitelezés gyakorlatilag megállt, a hitelállomány stagnált, hiszen a nettó

hitelkihelyezés átlagos értéke nulla közeli volt. Ennél magasabb árfolyamon a nettó hitelkihelyezés már negatív. A 1. függelék 1. korrelációs táblája a 2005-2014-es időszak negyedéves lakossági adatait mutatja be. Azt mondhatjuk, hogy **a negyedéves nettó forinthitelek változása kimagaslóan erős, szignifikáns negatív kapcsolatban van a nettó devizahitelek változásával. A nettó forinthitelek változása szignifikáns kapcsolatot mutat továbbá a 3 hónapos BUBOR fixing szintjével, valamint a forint/svájci frank árfolyammal.** A BUBOR és a nettó forinthitelek változása közötti negatív kapcsolat mutatja, hogy minél magasabb a kamat, annál kevesebb a forint hitelek kihelyezése, ugyanez a mutató pozitív a nettó devizahitelek változásánál, tehát minél magasabb a forintkamat, annál több a devizahitel és kevesebb a forint hitel. Ehhez hasonlóan, de másik irányba minél magasabb a svájci frank árfolyama annál több a forint hitel és annál kevesebb a devizahitel. Mivel 2013 után gyakorlatilag nem vehető fel devizahitel a lakosság esetében, ezért ez az összefüggés ma már hipotetikus.

A nem teljesítő lakossági hitelek állománynövekedése a denominációtól függetlenül nagyon erős szignifikáns kapcsolatban állnak a bankrendszer kamateredményével. Ezt mutatja be az 1. függelék 2. táblázata. A nem teljesítő forint és devizahitelek állománya közötti nagyon erős, szignifikáns korreláció, azt mutatja, hogy **pénzügyi nehézség esetén a forint alapú hiteleknel is gondok jelentkeznek.** Ezt támasztja alá a nem teljesítő forinthitelek és a svájci frank árfolyama közötti erős, szignifikáns kapcsolat is, tehát a forint gyengülése elsősorban a fundamentumok romlásából eredő következmény, mely miatt problémák jelentkeznek a lakossági hitelpiacon. A kapcsolat szorosságát tovább erősítheti, hogy a családoknak gyakran egyszerre van deviza és forint hitele, így ha baj van, mindkettővel baj van. **A forintleértékelődés azonban tovább rontja a devizában eladósodottak helyzetét, mely miatt dinamikusabb volt a nemteljesítő devizahitelek arányának emelkedése és erősebb volt a korreláció a svájci frank árfolyam és a nemteljesítő devizahitelek állománya között.**

12. ábra: Lakossági nemteljesítő hitelek aránya (2011-2014)



Forrás: MNB

A háztartások a 2000-es évek elején a jelentős állományú devizaadósságon keresztül rendkívül érzékenyvé váltak az árfolyammozgásokra. A kedvező kamatfeltételeknek köszönhetően **2005-2008 között legalább 100 milliárd forintot spórolt meg a lakosság a lakáshitelek kamatelőnyén, és közel 20 milliárd forintot a deviza személyi hitelek kamatelőnyén.** Ez a megspórolt összeg, mint többletfogyasztás, illetve a lakáshitelek új lakás vásárlására fordított része, ugyanakkor az adott időszak alatt **jelentős gazdasági növekedést** jelentett, hiszen a belső gazdasági folyamatoktól kissé elszakadva a **potenciális kibocsátás fölötti kibocsátási szint elérését tette lehetővé.** A pozitív kibocsátási rés **inflációs nyomást** helyezett a gazdaságra, mely miatt átlagosan **6% körüli volt az**

éves infláció (ebben az olajár emelkedés és a hatósági árak növelése, valamint az ÁFA kulcs emelése is szerepet játszott). A **válságot követően** a korábbi többlet kibocsátás korrekciójaként a **potenciálisnál alacsonyabb kibocsátás figyelhető meg**, mely **dezinflációs hatású**. Ez a legerősebb belső, hazai tényező, mely hatást gyakorol az inflációra a válságot követő időszakban.

A háztartások alacsony megtakarítási képessége miatt a csökkenő elkölthető jövedelem a fogyasztás visszahúzásával fenyeget, **így a gazdasági növekedés is jelentősen árfolyam érzékenyvé vált**. A válság kitörésekor, 2008 negyedik negyedévében 16%-al értékelődött le a forint a svájci frankhoz képest, mely 500 milliárd forinttal növelte a lakossági devizahitel állomány nagyságát, 2009 első negyedévében további 13%-os leértékelődés további 500 milliárd forinttal növelte a devizahitel állományt. Ez azt jelenti, hogy fél év alatt 31%-kal értékelődött le a forint a svájci frankhoz képest, így a havi törlesztő részlet nagysága is hozzávetőlegesen ennyivel nőtt. A forint fél év alatt 22%-os leértékelődése az euróhoz képest további 200 milliárd forinttal növelte a devizaadósság állományát az euró alapú hitelek átértékelődésén keresztül. Ez a plusz költség jelentősen csökkentette a háztartások elkölthető jövedelmét. Ennek köszönhető az, hogy nagyon erős szignifikáns negatív kapcsolat volt a forint/svájci frank árfolyam és a fogyasztás között. A válságot követően 2014 végéig további 30%-kal értékelődött le a forint a svájci frankhoz képest. 2015 januárjában a svájci jegybank radikális lépéseként gyakorlatilag a forint azonnal további 12%-kal leértékelődött a frankhoz képest. Ez összességében azt jelenti, hogy a válság előtti időszakhoz (2008 3. negyedévéhez) képest 2015-re a forint 100%-kal leértékelődött a svájci frankhoz képest, 146-ról 293 forintra változott az átlagos svájci frank árfolyam. Makrogazdasági szemmel azért mindenképp fel kell vetni egy problémát, amely a 2008-at követő egész időszakot fémjelezte. Miért nem történt meg a magyar devizatartalék egy részének svájci frankra való átváltása, akár a teljes svájci frank hitelállomány fedezeteként? Nyilván már 2008 előtt is fel lehetett volna tenni ezt a kérdést, de induljunk ki abból, hogy a világméretű pénzügyi válság hatalmas meglepetésként érte Magyarországot. De akár 2009-ben, akár 2010-ben, akár 2011-ben, bármikor meg lehetett volna ezt tenni és sokkal kisebb károk keletkeztek volna.

A lakossági devizahitelek állományát, a forint/euró árfolyamot, valamint a bankrendszer kamateredményét vektor-autoregressziós (VAR) modellel is vizsgáltuk. A VAR modellek elméleti bemutatását a 2. függelék, míg a lakossági devizahitelre felállított modellünk specifikációit a 3. függelék tartalmazza. Az 5. függelékben láthatóak a modellünk reakciófüggvényei, melyek azt mutatják meg, hogy a változók egymás közötti múltbeli, valamint a változó önmaga korábbi értékeivel (autoregresszió) vett kapcsolata alapján, hogyan reagálnak a modellbe vett egyes változók az egyszeri sokkokra. **A forint/frank árfolyam nem várt emelkedése tartósan elhúzódva emeli a forint hitelállományt, hiszen az árfolyamkockázatok realizálódnak, ismertté válnak a háztartások számára. A megnövekedő nem teljesítő devizahitel állomány szignifikánsan csökkenti a bankrendszer adózás előtti eredményét**, így a bankrendszer jövedelmezőségét. A csökkenő adófizetési kötelezettségen keresztül pedig költségvetési vonzata is van. Nem várt növekedés a forint hitelek állományában ugyanakkor csökkentőleg hat a bankrendszer eredményességére. Ez valószínűleg a modell és adatokból eredő hibás következtetés. Ebben az esetben az lehet a háttérben, hogy a vizsgált időszakon a forinthitelek a devizahitelek törlesztési nehézségeinek hatására váltak népszerűbbé, és a modellünk a nem teljesítő hitelek állományát a nem kielégítően hosszú adatsor hiányában nem tartalmazza.

4.1.1. Forintosítás

A fent ismertetett jelentős kockázatok miatt a kormány a forintosítás mellett döntött, mely során 256,5 forinton a svájci frank és 309 forinton az euró átváltási értékei is meghatározásra kerültek. Az átváltás során a bankok a devizát a jegybanktól vásárolták, így óvva meg a forint piacát a jelentős árfolyammozgásoktól. Az átváltáshoz szükséges 8-9 milliárd eurót a jegybank a bankrendszer számára biztosította forint likviditásért cserébe két eszközön át.

Az **egyik feltételes eszköz** egy sima **spot ügylet**, ha a bank devizapozíciója nyílni kezdene. A jegybankon keresztüli spot ügylet kedvezőbb, mint a piaci megoldás, hiszen feltételhez kötött, mely igazolja az eszköz árazását. Az eszköz elérhetőségének feltétele, hogy a bank legalább felére csökkenti az éven belüli külföldi kötelezettségeit.

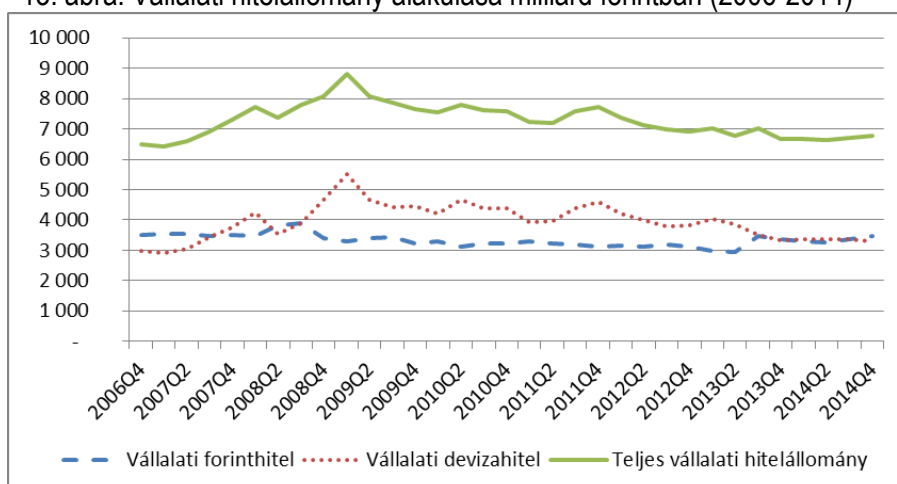
A **másik, feltétel nélküli eszköz** a hosszú távú kötelezettségek fedezésére és banki mérlegpozíciók stabilizálására szolgál. Ennek jelentősége abban állt, hogy a hosszú távú devizahitelek átváltásával kinyílt a bankok devizapozíciója, hiszen a devizaeszközök (hitelek) forintra konvertálása megtörtént, míg a bankrendszer forrásainak konverziója nem. A probléma feloldásáért **az MNB a devizatartalék terhére devizát nyújtott a bankrendszernek forintlikviditásért cserébe**. A devizatartalék megóvása érdekében a jegybank egyúttal swap ügyleteket is kötött a bankokkal, mely során a deviza visszakérült a jegybankhoz, a forintlikviditás a bankrendszerhez, és vállalták, hogy **a kifizetés akkor történik meg (a swap akkor záródik), amikor a bank a piaci szereplő felé visszafizeti kötelezettségét**. A bankoknak tehát forint eszközeik vannak, melyek mérlegen kívül jövőbeli devizakövetelések. Az eszköznek köszönhetően a devizatartalék csak fokozatosan csökken, így biztosítva azt, hogy a devizatartalék akkor csökken, amikor a külső adósság csökkenésével a devizatartaléokra vonatkozó ajánlott szint is csökken.

A forintosítás hatására a háztartások mentesültek az árfolyamkockázattól, így hatalmas szerencséivel már biztonságban érte a gazdaságot a svájci jegybank korrekciós lépése, mely során a svájci frank 12%-kal erősödött a forinthez képest, ami 320 milliárd forint többletterhet jelentett volna a háztartások számára. **A konverzió költségeinek 50%-át (közel 3000 milliárd forintot) a lakosság állta**, hiszen a korábbi szinten felvett hiteleket jóval magasabb árfolyamon rögzítették. A kormány elérte, hogy törvények és jogszabályok bonyolult együttese a bankrendszert arra kényszerítse, hogy a kamatkülönbségeken keresztül a költségek 40%-át viselje (közel 2000 milliárd forintot), melynek köszönhetően rekordvesztést könyvelt el 2014-ben. A költségek további 10%-át a kormány nyelte le több korábbi lépéssel egybeszámítva.

4.2. Vállalatok

A vállalati hitelállomány 2014 közepére negyedével csökkent a válság előtti csúcscsúcsértékéhez képest, míg annak struktúrája érdemben nem változott. 2005-től kezdődően jellemzően a vállalati hitelek 50%-a volt külföldi devizában denominált. Ez az arány ugyan 60% körülire nőtt 2010-ben, azt követően azonban visszakapaszkodott és azóta is 50 % körüli szinten van.

13. ábra: Vállalati hitelállomány alakulása milliárd forintban (2006-2014)

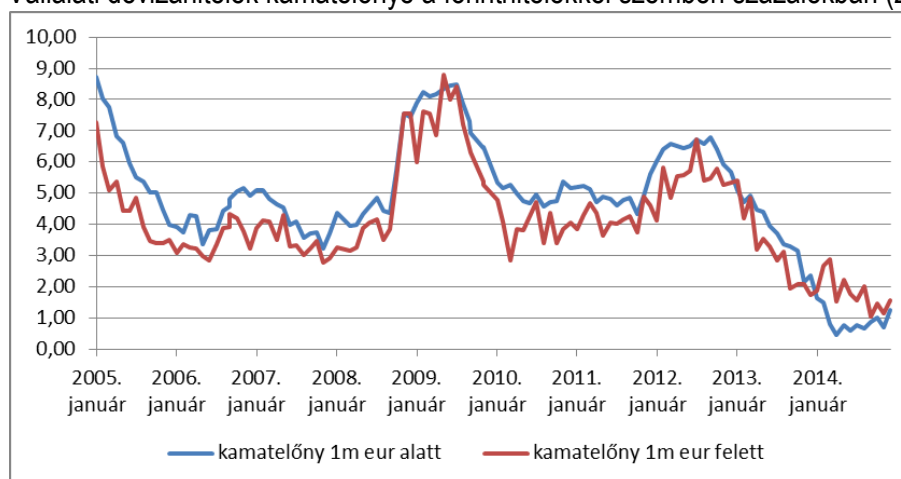


Forrás: MNB

A vállalati szektor számára az alacsonyabb kamatok, valamint az export miatti devizában generált árbevétel fedezése is fontos szempont a hitel denominációjának kiválasztásakor. Ez annyit jelent, hogy

a kihelyezett devizahitelek mögött természetes fedezet volt nagyjából. Az utóbbi érv jogosultságát mutatja, hogy **a vállalati devizahitelezés nem a forintbitelezés kárára történt**. A vállalati euró hitelek kamatelőnyét a forint hitelekkel szemben mutatja a következő grafikon az egy millió euró alatti és feletti hitel kategória esetében. A piaci trendeknek megfelelően a kisebb összegű hitelek költsége (ára) magasabb. Ezért amikor elérte a nagyobb összegű hitelek kamata a kisebb összegű hitelekét, egyből korrekció következett be a piacon. 2014-ben azonban hosszabb távon is fennmaradt a kisebb összegű hitelek kamatelőnye, ezt az NHP, valamint a jelentős gazdaságpolitikai bizonytalanság miatti elégtelen hitelezési folyamatok okozták. **Az egy millió euró alatti hiteleken a hitelfelvevők 50 milliárd forintnyi kamatfizetést spóroltak meg a kamatkülönbségeken a 2005-2009 között folyósított hiteleken, míg az egy millió euró fölötti hiteleken ez az előny elérte a 150 milliárdot.**

14. ábra: Vállalati devizahitelek kamatelőnye a forintbitelekkel szemben százalékban (2005-2014)



Forrás: MNB, GKI

Az 1. függelék 3. korrelációs táblázata mutatja be a forint és a deviza vállalati hitelek állományának kapcsolatát az euró árfolyamával és a hazai kamatszintekkel. **A vállalati devizahitel állomány szignifikáns kapcsolatban van a hazai kamatszinttel, továbbá negatív szignifikáns kapcsolat van a forintbitelek állománya és a devizaárfolyam között.** Utóbbi meglepő eredmény ugyan, de magyarázatul szolgálhat, hogy azon vállalatok, melyek forintból szeretnék finanszírozni növekedésüket, illetve működésüket, külföldön vesznek fel devizahitelt, hogy azt a gyengébb árfolyamon több forintforrásra tudják átváltani.

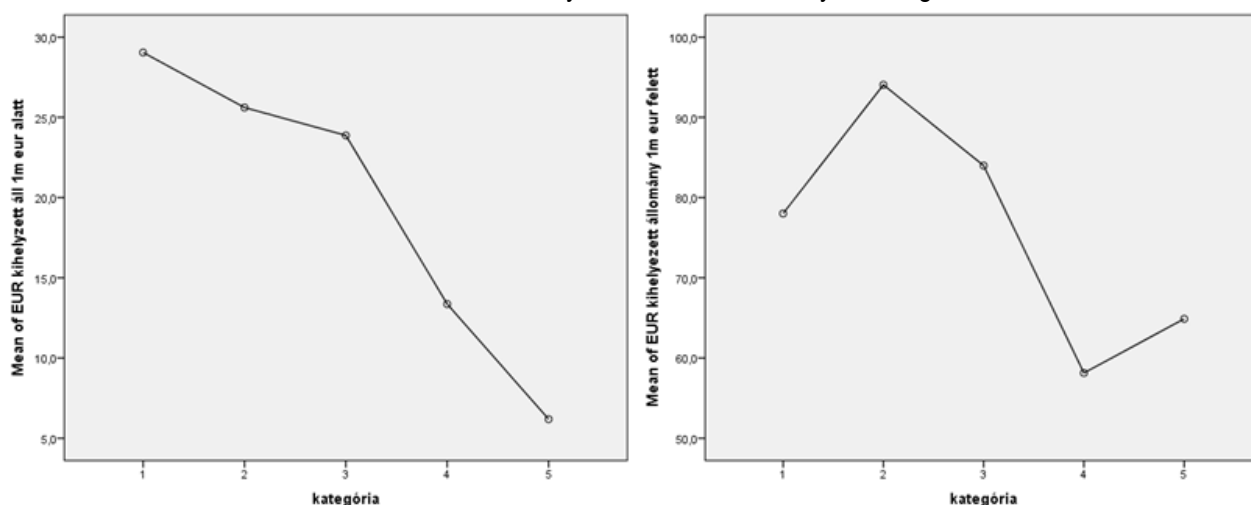
A nem teljesítő vállalati hiteleket mutatja be az 1. függelék 4. korrelációs táblázata. **A nem teljesítő vállalati devizahitelek állománya nagyon erős szignifikáns kapcsolatban van a forint/euró árfolyammal.** Értelemszerűen a megnövekedett terhek nehezítik a törlesztést. A megnövekedett nemteljesítő hitelállomány devizanemtől függetlenül erős negatív szignifikáns kapcsolatban van a beruházások nagyságával, értelemszerűen a likviditási nehézségekkel küzdő vállalatok elhalasztják, felfüggesztik beruházásaikat. Ugyanakkor devizanemtől függetlenül **a megnövekedett nemteljesítő hitelállomány erős pozitív szignifikáns kapcsolatban van a nettó export állományával.** A nemteljesítő vállalati forintbitelek állományának nagyságát természetesen döntő mértékben befolyásolja a hazai kamatszint.

A vállalati hitelfelvételt különböző árfolyamkategóriákban is vizsgáltuk. Az 1-es kategória a 245 forint/euró árfolyamnál alacsonyabb árfolyam, 2-es kategória 246-265 forint/euró árfolyamkategória, 3-as kategória 266-285 forint/euró árfolyamkategória, 4-es kategória 286-310 forint/euró árfolyamkategória, valamint az 5-ös 311-es szint feletti forint/euró árfolyamkategória. **Azt láthatjuk, hogy az egy millió euró alatti kihelyezéseken egyértelmű csökkenő trendet látunk a növekvő árfolyamértékekhez.** Az 1-es kategóriához tartozó árfolyamkategóriába átlagosan 29 millió euró, míg a 2-es és 3-as kategóriákban 26, illetve 24 millió euró hitelkihelyezés történt. A 4-es kategóriában

azonban már jelentősebb a visszaesés, hiszen a 286-310 forint/euró közötti árfolyammal rendelkező időszakokban átlagosan 13 millió euró került kihelyezésre, míg a 310 fölötti árfolyam esetén átlagosan 6 millió euróval nőttek az egy millió euró alatti hitelek állománya.

Az egy millió euró feletti hitelkihelyezés esetén nem ilyen egyértelmű a trend. A legtöbb hitelt átlagosan a 246-265 forint/euró kategóriában helyezték ki 95 millió euró értékben, míg a 3-as kategória hitelkihelyezése is meghaladja a legalacsonyabb érték melletti összeget. A 4-es kategóriában ugyan szignifikáns visszaesés tapasztalható (átlagosan 60 millió euróra), de 310 forint/euró árfolyam felett az átlagos kihelyezés meghaladja a 65 millió eurót. Ez elsősorban annak tudható be, hogy **azok a nagyvállalatok, melyek egy millió euró feletti hiteligénnyel lépnek fel, kevésbé érzékenyek az árfolyamváltozásokra, azt az exporttevékenységen keresztül fedezni képesek.**

15. ábra: Vállalati devizahitel kihelyezés különböző árfolyamkategóriákban

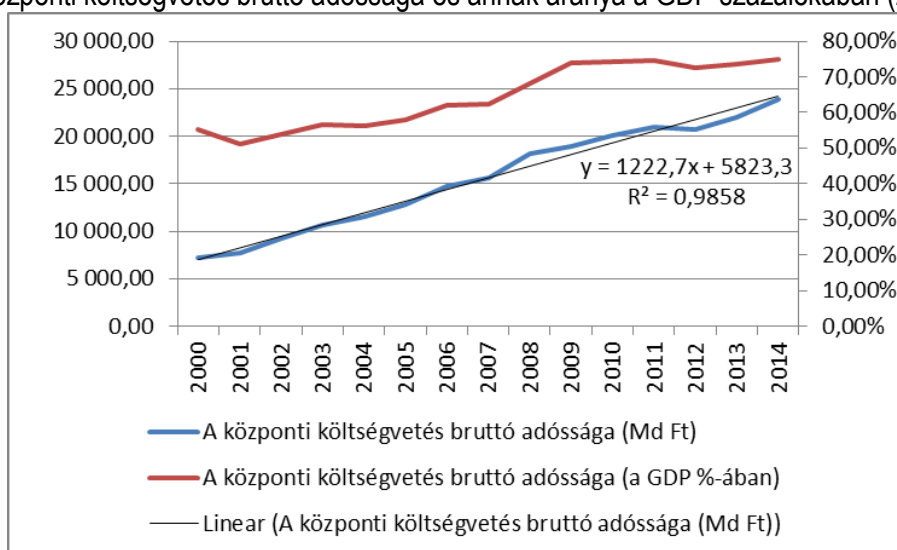


Forrás: MNB, GKI

4.3. Állam

Forintban kifejezve az állam adóssága 2014 végéig meghaladta a **24 000 milliárd forintot, mely több, mint a GDP 75%-a**. A forintban kifejezett bruttó adósság trendje szerint **évente 1 223 milliárd forinttal emelkedett 2000 óta a központi költségvetés adóssága**, mely a valós adatok volatilitásának 98,6%-t lefedi. Mindezt úgy, hogy a GDP kb. 9%-át kitevő magánnyugdíj-pénztári vagyont is részben felélte, részben államadósság csökkentésre fordította a költségvetés. Az Európai Unió több menetben módosította a túlzott deficit eljárással és a makrogazdasági egyensúlytalansággal kapcsolatos mérőszámait és megítélési kritériumait. Érthető módon elsősorban a bruttó államadósságra és a bruttó külföldi adósságra koncentrálva, de azért érthetetlen módon teljesen negligálva a nettó adósság alakulását. Márpedig Magyarországon az elmúlt években a bruttó államadósság enyhén csökkent, de a nettó államadósság nagyon jelentősen emelkedett, s már közel van a bruttóhoz. Ez lényegében az állami tartalékok felélését tükrözi, s aligha pozitív folyamat.

16. ábra: A központi költségvetés bruttó adóssága és annak aránya a GDP százalékában (2000-2014)



Forrás: ÁKK

Az eladósodottság mértékét természetesen főleg a kormányzat adott évi költségvetési pozíciója és a GDP növekedése befolyásolja, de ezen túlmenően az infláció és még nagyon sok egyedi körülmény is befolyásoló tényező, különösen az ESA számításokban. A központi költségvetés folyóáron jellemzően 500 és 1000 milliárd közötti deficitjét három évben (2006, 2007 és 2011) lépte túl markánsan a büdzsé.

17. ábra: Központi költségvetés kumulált egyenlege milliárd forintban és a GDP százalékában (2000-2014)

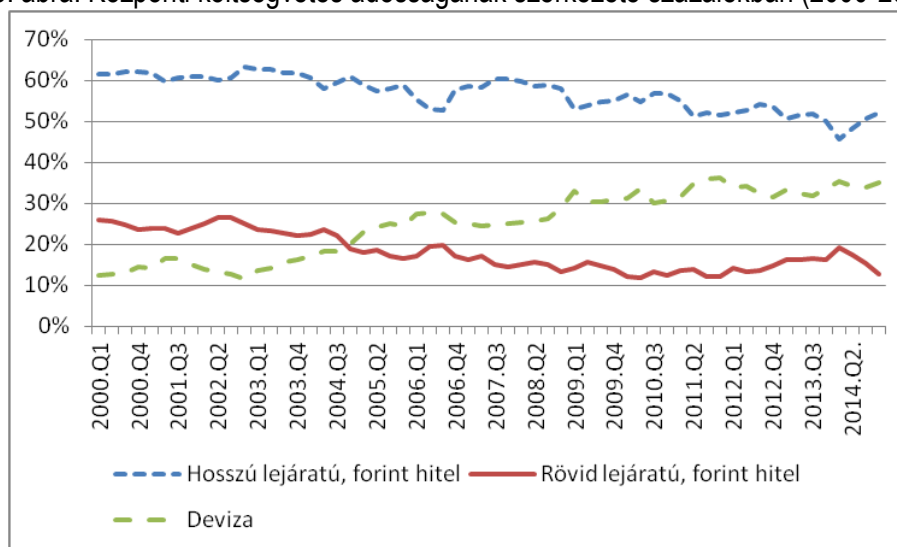


Forrás: ÁKK

A leginkább determináló tényező a politikai választások ideje. A nemzetközi kitekintés során bemutatott országok közül (Csehország, Lengyelország, Románia, Szlovénia, Szlovákia, Lettország, Litvánia, Észtország) **Magyarország esetében a legerősebb a négy éves (választási) periódus beazonosíthatósága** 1995-2014 között a spektrál-analízis szerint.

Az államadósság finanszírozását a 2000-es évek eleje óta a hosszú lejáratú forinthitelek dominálják. 2004-től a rövid lejáratú forinthiteleket egyre inkább felváltották a devizahitelek. 2006-tól a teljes államadósság körülbelül negyede volt más fizetőeszközben denominálva, ami a válság után 33%-ra emelkedett. Ennek jelentős része a forintgyengülés miatti ártértékelődési hatásnak volt betudható.

18. ábra: Központi költségvetés adósságának szerkezete százalékban (2000-2014)

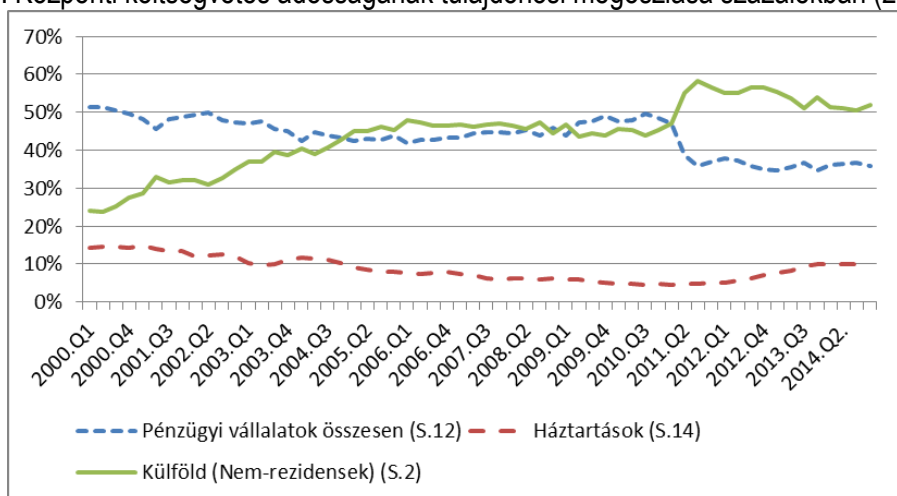


Forrás: MNB

A teljes államadósság fele a pénzügyi vállalatok kezében volt a 2000-es évek elején, 24%-a külföldi kézben, míg a hazai háztartások a teljes államadósság 14%-át birtokolták. 2003-tól a közvetlen külföldi hitelezés egyre jelentősebb mértékűvé vált és 2012-ig folyamatosan emelkedett annak aránya a teljes adósságállományon belül, elsősorban a pénzügyi vállalatok arányának kárára. 2012-es évet követően ugyan mérséklődött a külföldi finanszírozás részaránya, azonban így is 50% fölött maradt 2014 végére, míg a háztartások az államadósság 10%-át birtokolják, a pénzügyi vállalatok pedig 36%-ot.

Ezen kategóriák mentén vizsgálva az államadósság tulajdonosi szerkezetét azt látjuk, hogy a hosszú lejáratú forint hitelek 2/3-a a 2000-es évek elején pénzügyi intézmények kezében volt, míg a háztartások 6%-ot, külföldiek pedig 20%-ot finanszíroztak. 2014 végéig fokozatosan a hazai pénzügyi intézmények súlya 15 százalékponttal csökkent, így a teljes hosszú lejáratú forint hitelek felét birtokolták, míg közvetlenül külföldről az ilyen adósság 40%-át finanszírozták.

19. ábra: Központi költségvetés adósságának tulajdonosi megoszlása százalékban (2000-2014)



Forrás: MNB

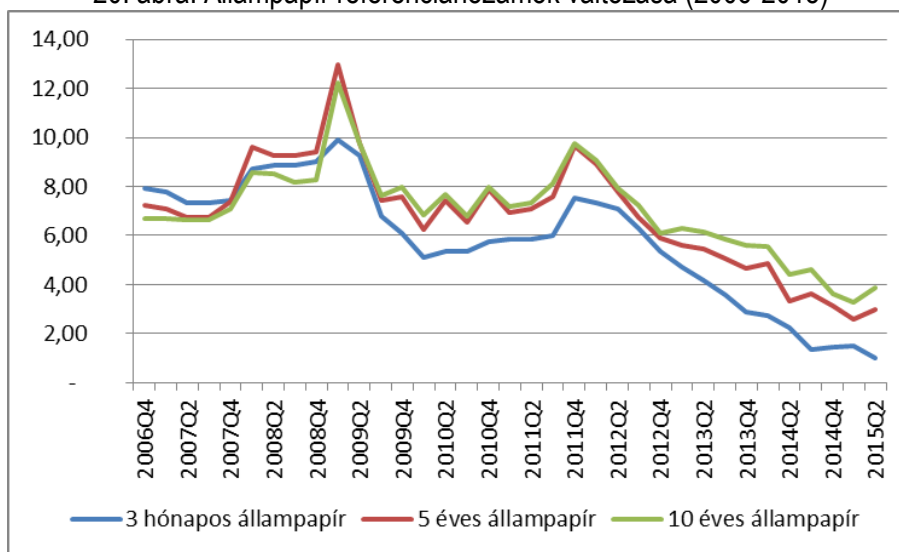
A rövid lejáratú forint hiteleket a 2000-es évek elején közel azonos, 40%-os mértékben birtokolták hazai pénzügyi vállalkozások, valamint a hazai háztartások, és közel 13%-ot birtokolt a hazai vállalkozói réteg. A válságot követő években a pénzügyi vállalatok részaránya 70% körülire emelkedett a lakossági

résarány kárára, mely így 15%-ra csökkent. 2014 végére azonban visszaállt az ezredfordulót követő állapot, hiszen közel azonos arányban, **egyaránt 44%-os mértékben** birtokoltak ilyen típusú papírokat **pénzügyi vállalatok és a lakosság**.

A **deviza államadósság** 90 % fölötti része külföldi kézben volt a 2000-es évek elején, mely 2006 és 2010 között a 100%-ot is elérte. Azt követően mérséklődött az arány és 2014 végén 85% volt külföldi szereplők kezében, míg 10% a pénzügyi vállalatok aránya.

A **háztartások** pénzügyi eszközeit vizsgálva, azt láthatjuk, hogy a 2010-es mélyponthoz képest 2014 végére a háztartások kezében lévő állampapírok állománya **1600 milliárd forinttal (223%-kal) nőtt**. Fontos azonban megjegyezni, hogy piaci értékű állományadatok magukban rejtik a korábban is birtokolt értékpapírok átértékelődését is. Az átértékelődést jól mutatják a különböző lejáratú referenciakamatok, melyek fordított arányban állnak az értékpapírok piaci árfolyamával.

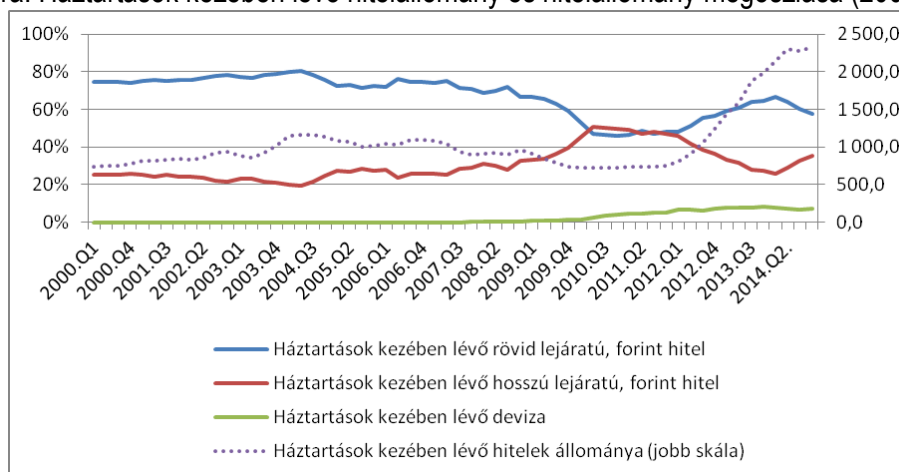
20. ábra: Állampapír referenciahozamok változása (2006-2015)



Forrás: MNB

A válságot követően egy rövid időszakra a **háztartások** körében magasabb volt a hosszú lejáratú állampapírok állománya, mint a rövid lejáratúaké, amely adódhat egyrészt a különböző lejáratokon jelentkező eltérő átértékelési hatásból, másrészt pedig a likviditási preferenciák változásából. Szektorális bontásban az mondható, hogy a válság előtt a háztartások eszközeinek 60% fölötti részét a pénzügyi vállalatok kötelezettségei (banki betétek, banki kötvények) tették ki, ez a mutató a válságot követően 10 százalékpontot meghaladó mértékben mérséklődött, így 2014 végére már nem érte el az 50%-ot. Az államháztartás által kibocsátott pénzügyi eszközök mértéke jelentős volt az ezredfordulót követően, hiszen az összes eszköz tizede ilyen értékpapír volt. A válság előtt azonban vonzóbbá váltak a kockázatosabb értékpapírok, így az állampapírok aránya megfeleződött a teljes portfólión belül. 2011-től azonban jelentősebb felülsúlyozás jelentkezett a szektorral szemben, melynek eredményeként 2014 végére a teljes portfólió 14-15%-a már az államháztartás által kibocsátott értékpapír adta.

21. ábra: Háztartások kezében lévő hitelállomány és hitelállomány megoszlása (2000-2014)

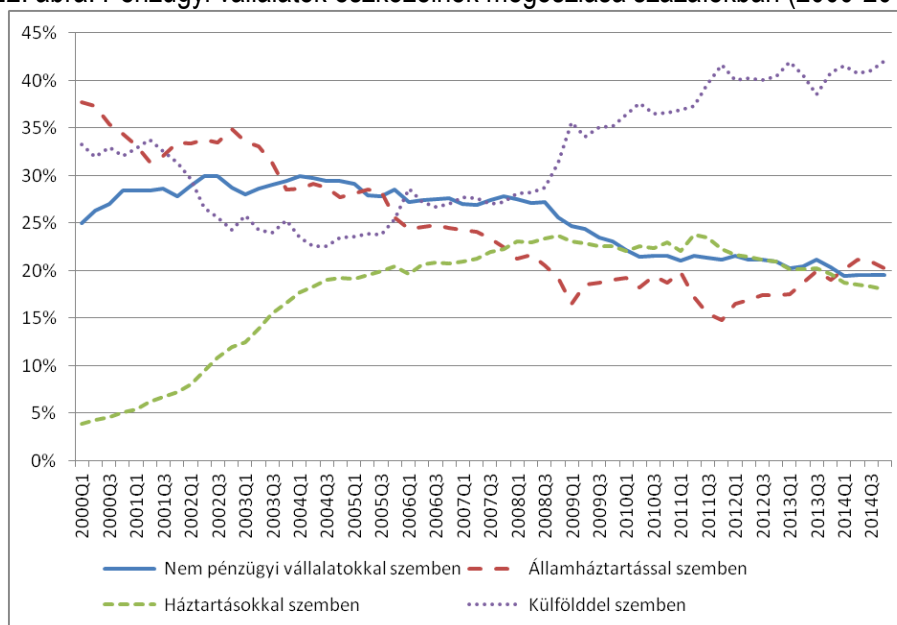


Forrás: MNB

A **pénzügyi vállalatok** állampapír állománya 2011 végén érte el minimumát 5 500 milliárd forinttal, ami az akkori teljes állampapír állomány 36-37%-a volt, míg korábban 7000-7500 milliárd forintos állománnyal a pénzügyi vállalatok a teljes hitelállomány 45-50%-át birtokolták. Ennek oka a nyugdíjpénztári vagyonok államosítása során kivont vagyonok állampapírpiacon való eltűnése volt. 2014 végéig 36-37%-os szinten stabilizálódott a pénzügyi vállalkozások súlya a teljes állampapír piacon. A bankrendszer aggregált mérlegében a hitelek részaránya a 2000-es évek elejétől a válságot közvetlenül megelőző negyedévekhez képest 47%-ról 10 százalékponttal növekedett, 56-57%-ra, ezzel párhuzamosan a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok részaránya ugyanilyen mértékben csökkent, melynek oka elsősorban a monetáris politika irányadó instrumentumának 2007-es változása volt. Ez alapján az mondható, **hogy a pénzügyi vállalatok rendkívül stabilan eszközeik 87-89%-os arányát tartották hitel, valamint hitelviszonyt megtestesítő értékpapír formájában egészen a nyugdíjpénztári vagyonok kivonásáig.** Ezt követően ez az arányszám **82-84% közötti**, ugyanakkor a **kockázatosabb részvény és részesedések** aránya közel duplájára nőtt **6%-ról 11%-ra.**

A pénzügyi vállalatok eszközeinek szektorok szerinti változását mutatja be a következő ábra. **A 2000-es évek elején az aggregált mérleg 38%-a az államháztartással szembeni eszközök, 33%-a külföldi kötelezettség, míg 25%-a a nem pénzügyi vállalatokkal szembeni eszközök voltak.** A válság kirobbanásáig a **bankok fokozták a hazai háztartások és vállalatok súlyát a mérlegen belül**, aminek eredményeként ezek együttes aránya 51%-ra emelkedett, ami elsősorban az államháztartási eszközök helyére került be a banki mérlegekbe. **A válságot követően az államháztartással szembeni eszközök aránya 20% körül stabilizálódott** kisebb kilengésekkel, míg **a külföldi eszközök aránya dinamikusán növekedett.**

22. ábra: Pénzügyi vállalatok eszközeinek megoszlása százalékban (2000-2014)

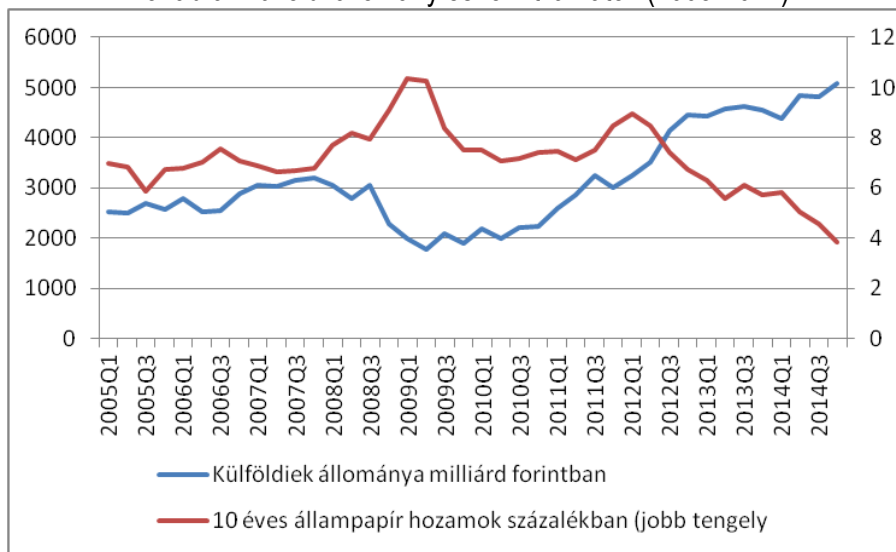


Forrás: MNB

Az államadósság esetén is a legjelentősebb kockázat az árfolyamkockázat, hiszen az árfolyam változásának hatására az adósság forintban kifejezve egyre nagyobb értéket vehet fel. Elméletileg létezik kamatkockázat is, habár a hosszú távú devizaadósság fix kamatozású. **Ekkor azonban fennáll annak a lehetősége, hogy az állam nem képes megújítani a devizaadósságot, mely akár államcsődhöz is vezethet.** Az ilyen esetek kezelésére hozták létre a Nemzetközi Valutaalapot. A devizaadósság tehát komoly kockázatokat rejt, mégis **számos fejlődő ország** számára célszerű a devizaadósság eszközével élni, hiszen a **belső adósság is komoly kockázatokat rejthet** bizonyos esetben, ráadásul jellemzően költségesebb is. Mindenképpen kívánatos, ha a belföldi szereplők finanszírozzák a hazai szereplők túlköltekezéseit, de a fejlődő országokban rendszerint fejletlen a tőkepiac és elégtelen a hazai megtakarítás szintje, ami megnehezíti a hazai források bevonásának lehetőségét. Az adósságfinanszírozás stabilizálásának eszköze lehet **a hosszú távú fix kamatozású hazai fizetőeszközben kibocsátott adósság**, ugyanakkor, ha az alacsony megtakarítás magas finanszírozási igénnyel párosul, **kamatemelő hatása révén kiszoríthatja a magán, üzleti jellegű beruházásokat**, ami hosszútávon **alacsonyabb potenciális növekedési képességet** jelent az ország számára.

Az **árfolyamkitettség csökkentése** elérhető ugyan, ha a **külföldi befektetők hazai fizetőeszközben denominált hosszú távú adósságot finanszíroznak**, de ez az eszköz is **kockázatokat rejt**. A külföldiek által történő forintfinanszírozás egyrészt **költségesebb**, másrészt **válságidőszakban aktivitásuk jelentősen volatilis**. Ekkor a külföldi szereplők **gyorsan felszámolhatják pozícióikat** olyan mértékben, melyet a belső piac nem tud felszívni, ezzel **fennakadásokat okozva a másodlagos piacon** így jelentősen **drágítva a forintfinanszírozást és** aláásva az elsődleges kibocsátást.

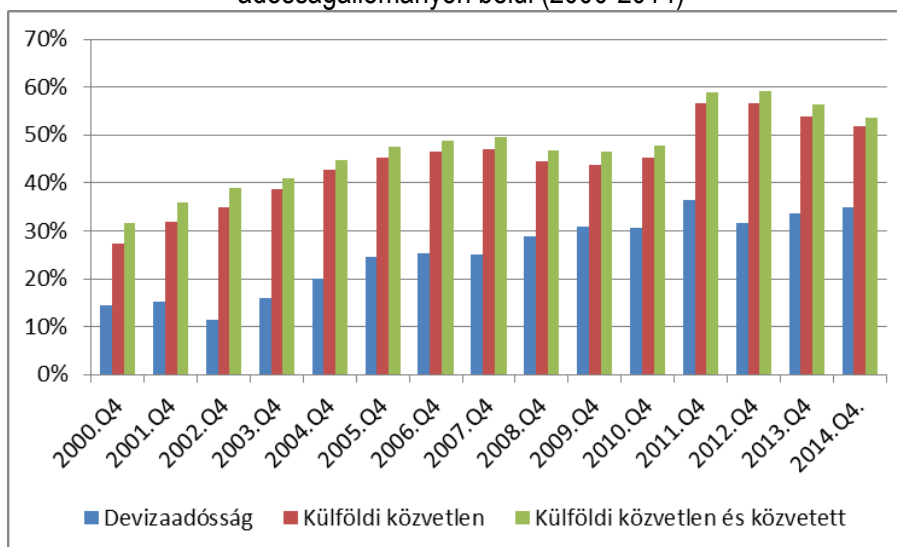
23. ábra: Külföldi állomány és forintkamatok (2005-2014)



Forrás: ÁKK, MNB

A refinanszírozási kockázat tehát éppúgy felmerülhet a forinthitelpiacon is, ha a finanszírozók külföldi gazdasági szereplők. Ráadásul a nagy külföldi szereplők képesek arra, hogy nagy koncentrátságot érjenek el, mint ahogy azt a Templeton is tette a válság után. Így képesek a piac befolyásolására, másrészt a finanszírozás is nagy mértékben kitetté válik ezen cégeknek. Ennek tükrében kalkuláltuk a külföldiek közvetlen és közvetett súlyát a finanszírozásban. A finanszírozás közvetett súlyát úgy kalkuláltuk, hogy a bankrendszer jegyzett tőkéjét vetítettük a külföldi tulajdonrészre és ezt az arányt vettük a bankrendszer által tulajdonolt állampapír állományon. Ezáltal azt a tőkét vizsgáljuk, melyet a külföldi bankok ténylegesen be is fektettek, hiszen a külföldi bankok forrásoldalán hazai eszközök (pl. betétek) vannak, melyek a bankok kivonulásakor is a hazai bankrendszerben maradnak. Az alábbi ábra alapján elmondható, hogy **a finanszírozás több, mint felét külföldi szereplők adják, így a refinanszírozási kockázat továbbra is jelentős.**

24. ábra: Devizaadósság, közvetlenül és közvetetten külföldi kézben lévő adósság aránya a teljes adósságállományon belül (2000-2014)



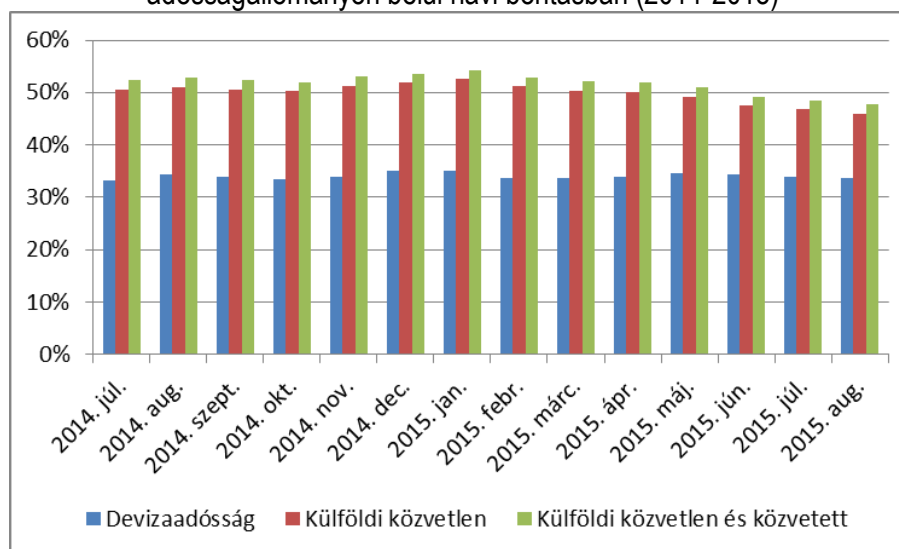
Forrás: MNB, GKI

4.3.1. „Önfinanszírozási program”

A jegybank az úgynevezett **önfinanszírozási program** meghirdetésével azt igyekszik elérni, hogy a hazai szereplők finanszírozzák a hosszú távú államadósságot azáltal, hogy a jegybanknál pihentetett banki forrásokat az állampapírcserepiacra tereli, kényszeríti. Ez olyan szempontból indokolt is, hogy míg a válság előtt a bankrendszer eszközállományának 3-5%-át tartotta az irányadó eszközben, addig tavaly év végén ez már 16% volt. (Összehasonlításként: a bankrendszer aggregált mérlegén belül a vállalati hitelek 23%-ról 17%-ra, a lakossági hitelek 23%-ról 16%-ra csökkentek.)

Ennek eredményeként **1000 milliárd forinttal emelkedett a pénzügyi vállalatok kezében lévő állampapírok állománya**. Január óta 20%-kal bővült a pénzügyi vállalatok állampapír állománya, míg a külföldiek állománya 2 százalékkal csökkent, valamint a háztartások állománya 23%-kal nőtt. Ez a tulajdonosi struktúrát is jelentősen megváltoztatta. A pénzügyi vállalatok részaránya 35%-ról 39%-ra nőtt, míg a külföldiek részaránya 53%-ról 7 százalékponttal csökkent. A háztartások a rövid lejáratú, a pénzügyi vállalatok a hosszú távú szegmensben növelték arányukat a külföldiek kárára. **A devizaadósság ilyen értelemben nem változott, az 33-35% körül stabilizálódott**, de a külföldiek közvetlen és közvetett arányának csökkentésével javult a refinanszírozási pozíció, rövidtávra.

25. ábra: Devizaadósság, közvetlenül és közvetetten külföldi kézben lévő adósság aránya a teljes adósságállományon belül havi bontásban (2014-2015)



Forrás: MNB, **GKI**

Az MNB a **feltételes kamatswap ügyletekkel** tereli a bankokat az állampapírcserepiacra azáltal, hogy az állampapírokon elérhető fix kamatért cserébe változó kamatot fizet, ezzel tehermentesíti a bankokat a kamatkockázat alól. **A piaci- és kamatkockázat jegybanki mérlegbe emelése a monetáris lazítás nem konvencionális eszköze**; ugyanakkor ennek hosszútávra történő rögzítése a mérlegben komoly terheket jelenthet a jegybank, sőt később akár a költségvetés számára is. Ez annyit jelent, hogy a bankrendszer számára fizetendő kamat a leghosszabb IRS-ek szerint 10 évre rögzítettek, így **piaci kamatcsökkenés esetén a jegybanknak nyeresége, kamatemelkedés esetén vesztesége keletkezik**. A jelenlegi magyar államadósság tulajdonosi átszerveződése – a külföldi finanszírozók hazaiakkal való helyettesítésére való törekvés - miatt kiáramló jelentős külföldi tőke gyengítőleg hat a forintra, ami a jegybanki nyereség fő forrása. A tulajdonosi struktúra stabilizálódását követően azonban **a tőkekiáramlás lassulásával eltűnik a forint gyengülését okozó legfőbb tényező, így már veszteség képződhet a jegybanknál, melyet egy kamatemelési ciklus során jelentősen emelhet az NHP, valamint az ún. önfinanszírozási program eszközrendszerén elkönyvelt növekvő veszteség**.

Ezen túlmenően a program kockázata, hogy az állampapír-piac, így a költségvetés finanszírozása is nagyrészt a hazai bankrendszerre támaszkodik, ami kockáztatja a jövőbeli növekedést. **Ha ugyanis baj van az állampapírok piacán, baj lehet a bankrendszerben is, s ugyanez visszafelé is.** A bankrendszer problémája tehát az államháztartás problémája is lehet, ami veszélyeztetheti a jövőbeli hitelezési folyamatokat. A kormányzat ugyanakkor érdekeltőbbé válhat abban, hogy valóságosan rendezze kapcsolatait a bankrendszerrel.

A program meghirdetése és az időközben felszínre került devizakötvény vásárlási program azonban úgy tűnik egybeesik a Templeton magyar pozícióinak csökkentésével. A Templeton magyar kitettségének csökkentése azonban más külföldi befektetőket is arra sarkalhat, hogy átgondolják a magyar befektetéseiket, különösen akkor, ha biztosított, hogy a jegybank közbeavatkozásával a piaci ár torzítása nélkül, tehát a további pozíciók értékének változatlanlansága mellett zárhatják pozícióikat. Ezáltal növekedhet a nyomás a jegybankon, hogy biztosítsa a másodlagos állampapír piaci likviditást. **A legnagyobb kockázat azonban a jegybank célfüggvénye.** A kockázat konkrétan az, hogy a jegybank az államháztartás fenntartható finanszírozhatóságát az árstabilitás elé helyezheti. Valójában ez nem is kockázat, mint inkább bizonytalanság, mivel **tisztázatlan, hogy mit lép a jegybank, ha ez a két cél ütközik.**

Kiváltképpen, ha az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed megkezdi a kamatemelést. A monetáris szigorítás hatására a tőke a feltörekvő piacok felől az USA felé áramlik, hiszen a globálisan alacsony kamatkörnyezetben a kockázat-hozam reláció alapján jóval kedvezőbb kondíciókat nyújt az USA piaca. Ennek hatására a feltörekvő gazdaságok devizái leértékelődnek, a refinanszírozási kamatok emelkednek. Az MNB által meghirdetett ún. önfinanszírozási program ezen hatásokat kívánja enyhíteni azáltal, hogy a hazai bankrendszert az államháztartás finanszírozására kényszeríti. A forint gyengülése egyrészt nyereséget jelent a jegybank számára, ugyanakkor a külföldi finanszírozók számára költséget, mely további külföldi tőke kivonulását jelentheti, melynek hatására emelkedhet a hozamgörbe. A hazai szereplők rövid távú eszközeit (lakosság számára a banki betétek, a bankok számára a jegybanki betét) a magasabb hozamok miatt hasonlóan rövid lejáratú állampapírra cserélheti, így jelentősebben meredekebbé válhat a hozamgörbe. Ennek eredményeként drágítva a hosszabb távú finanszírozást, így rövid lejárat felé fordítva a döntéshozók figyelmét, mely további kockázatokkal jár.

5. A devizaadósság további gazdaságpolitikai kockázatai

5.1. Monetáris politika

Ahogy a bevezető fejezetben említettük, a devizaadósság a közgazdasági elmélet szerint káros jelenség, mivel számos „mellékhatása” van. Ezen mellékhatásokat a korábban már bemutatott szereplőkre vetítve kívánjuk bemutatni (háztartás, vállalati szektor, államháztartás), azonban a devizaadósságból eredő monetáris transzmissziós változás minden szektorra kifejti hatását. Számos méltán híres publikációban (lásd. Eichengreen et al., 2002; Mehl-Reynaud, 2005) az **eredendő bűnnek** nevezett jelenség miatt az **országnak, valamint a gazdasági szereplőknek nyitott devizapozíciója keletkezik**, mely **csökkenti a monetáris politika transzmissziójának hatékonyságát.**

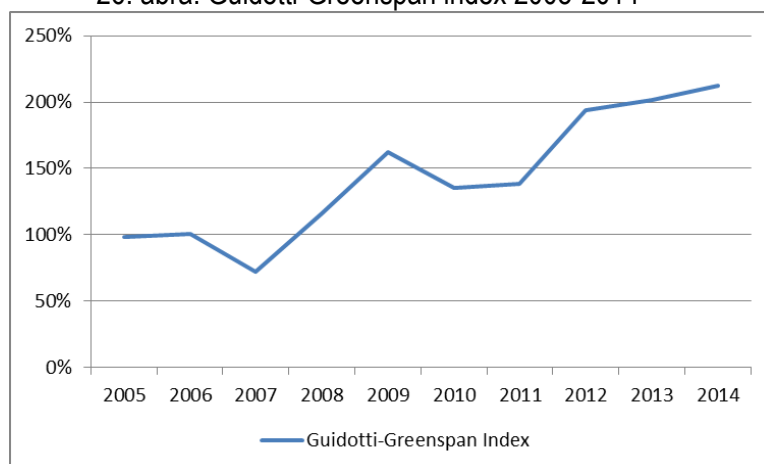
Mivel a nyitott pozíciókon keresztül **árfolyamkockázatot vállalnak a gazdasági szereplők, a jegybank egyre kevésbé tolerálja az árfolyamok volatilitását.** Ennek következménye, hogy **a jegybank egyre nagyobb figyelmet fordít az árfolyamváltozások jóléti hatására**, így a rövid távú kamatszint - ami a központi bank irányadó instrumentuma- meghatározását is ennek rendeli alá. Ekkor **a kamatláb egy olyan finomhangolási eszközzé válhat, mely segítségével élénkítik a forinteszközök iránti keresletet az árfolyam stabilizálásának céljából.** Így a jegybank kezében lévő eszköz a **pénzügyi stabilitás fenntartásának eszközévé válik és kevésbé tudja ellátni legfőbb célját, az árstabilitást, valamint a gazdasági növekedés ösztönzését.** Azért is válik ez kitüntetett céljá, mivel a **devizaadósság elterjedése korlátozza a jegybankot abban, hogy egy likviditási**

válságot megfékezzen, hiszen a hazai pénzügyi rendszer élén nem képes betölteni a végső hitelezői pozíciót (lender of last resort), amikor erre valóban szükség volna. Ezen szerepeket **csak úgy képes részlegesen betölteni, ha jelentős mértékű devizatartalékot képez**, mely azonban rendkívül költséges.

Miközben nem vitathatók a monetáris politika fent bemutatott elvei és elméleti összefüggései, azért azt is tudni kell, hogy egy kis viszonylag gyenge gazdasággal rendelkező országban (így Magyarországon) a monetáris politika tényleges hatóköre jelentősen eltér a tankönyvektől. Aligha lehet vitás, hogy elsődleges feladata a pénzügyi stabilitás fenntartása, ideértve a bankrendszer stabilitását is. Nyitott gazdaság esetében ez természetesen a valutaárfolyam viszonylagos stabilitását is tartalmazza. S a gyakorlatban csak ezt követi az inflációs cél megvalósítása, sőt a magyar gyakorlatban ez az elmúlt 15 évben gyakorlatilag soha nem sikerült.

A devizatartalék elsődleges célja a stabilitás fenntartása, így növelve a befektetői bizalmat, ami **csökkenti a kamatokat**. A gyakorlatban használt három mutatót vizsgáltunk a tőketartalék szintjének meghatározásához. Az első a Guidotti – Greenspan index - az Argentín Központi Bank korábbi és a Fed egykori elnökeiről elnevezve – azt mutatja meg, hogy az ország összes egy éven belül lejáró devizaadósságának mekkora részét képes finanszírozni a tartalékokból. Jól látható, hogy a devizatartalék pont 2007 végén elmaradt a kívánatosnak tartott 100%-os szinttől a válságot megelőző időszakban, azóta azonban bőven meghaladja azt.

26. ábra: Guidotti-Greenspan index 2005-2014

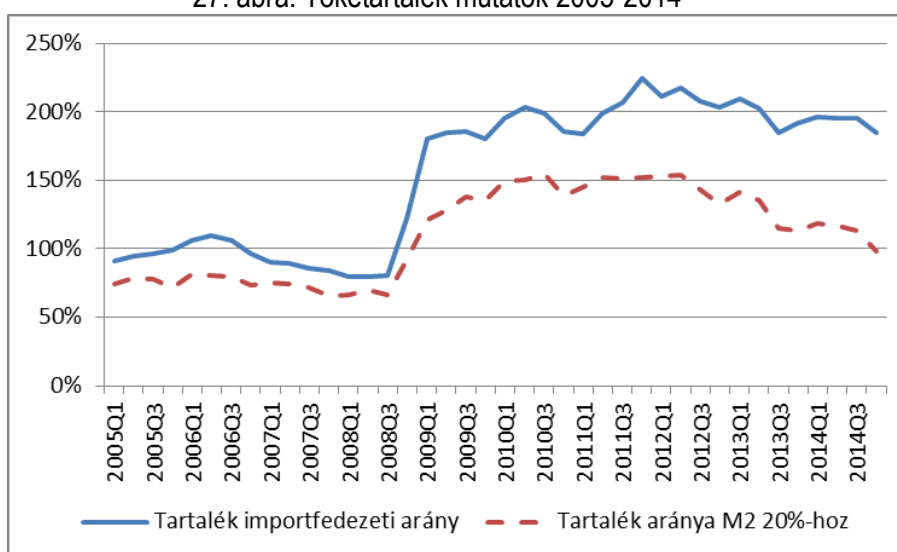


Forrás: MNB, **GKI**

Vizsgáltunk továbbá olyan hagyományosnak nevezett indexeket is, mint például az **importfedezeti mutató**. E hüvelykujj szabály szerint legalább háromhavi import fedezéséhez szükséges tartalékot kell képezni a jegybanknál, arra az esetre, ha az exportértékesítési lehetőségek beszűkülnének. Fontos hangsúlyozni, hogy az importfedezeti mutató a tőkepiacok fejlődésével veszített ugyan jelentőségéből, de a befektetők által továbbra is figyelemmel kísért, így képes a befektetői hangulatot és kamatszintet befolyásolni.

Vizsgáltuk továbbá az **IMF-nél is alkalmazott pénzmennyiség alapú indexet**, mely egy olyan válsághelyzet megoldására használható fedezeti szintet mutat, mely során a belföldi rövid lejáratú (2 évnél rövidebb lejáratú) eszközöket devizaeszközökre váltják.

27. ábra: Tőketartalék mutatók 2005-2014



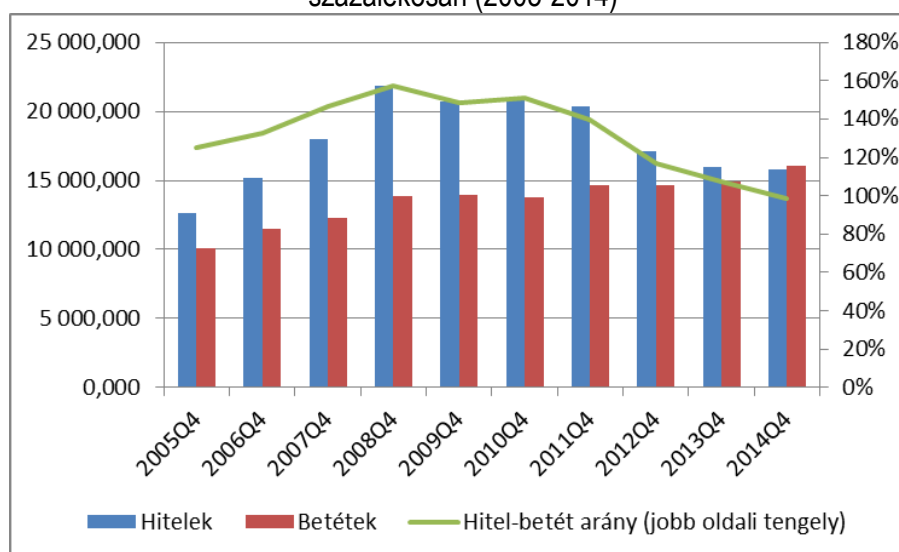
Forrás: MNB, **GKI**

Valamennyi indexet vizsgálva azt láthatjuk, hogy a válság előtti tőketartalék elmaradt a kívánt szinttől, mely növelte az ország kiszolgáltatottságát. Ugyanakkor a harmadik mutató értéke jelentősen romlott, s ma már kritikus szinten van. A fokozatosan csökkenő valutatartalék (annak ellenére, hogy a külföldön dolgozók hazautalásai, az EU transferei rekordmértékben bővültek az elmúlt években) ebből a szempontból szintén nem kedvező. Az import fokozatos növekedése melletti tartalékcsökkenés pedig rövidesen az importfedezettségi mutatót is kritikus értékre viheti le (különösen, ha az olaj- és nyersanyag árak emelkedésnek indulnak).

5.2. Pénzügyi stabilitás

A devizaadósság komoly hatással bírhat a pénzügyi stabilitásra is. A következő ábrán látható, hogy a hitelek állománya a válság kitöréséig messze meghaladta a hazai betétek állományát. Ebből adódik, hogy a hazai hiteligények kielégítésére külföldi források bevonására volt szükség. Jelenleg azonban már a betétállomány kis mértékben magasabb, de legalábbis azonos szinten van a hitelállománnyal.

28. ábra: A banki hitelek és betétek állománya milliárd forintban, valamint hitel-betét mutató százalékosan (2005-2014)

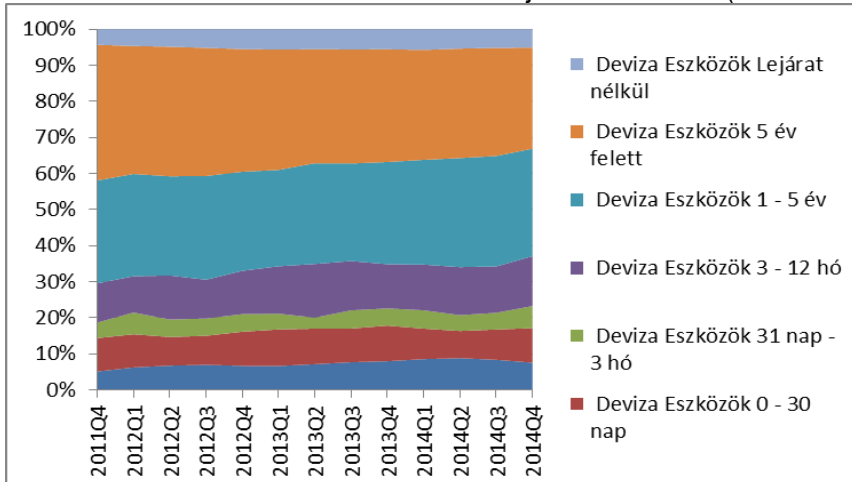


Forrás: MNB

A bankrendszert számos reguláció érinti a devizapozíciókkal kapcsolatban, így **nem tarthatnak fenn jelentős nyitott devizapozíciót sem**. Ennek ellenére, **közvetetten mégis negatív hatása lehet a gyengébb forintnak a pénzügyi stabilitásra**. A forint leértékelődése **növeli a nem teljesítő hitelek állományát és arányát**, így **rontja a bankrendszer jövedelmezőségét, növeli a csőd kockázatot** (PD – Probability of Default), **csökkenti az LTV (Loan-to-Value) mutatót**, tehát a fedezeti értéket a hitelállomány értékéhez képest.

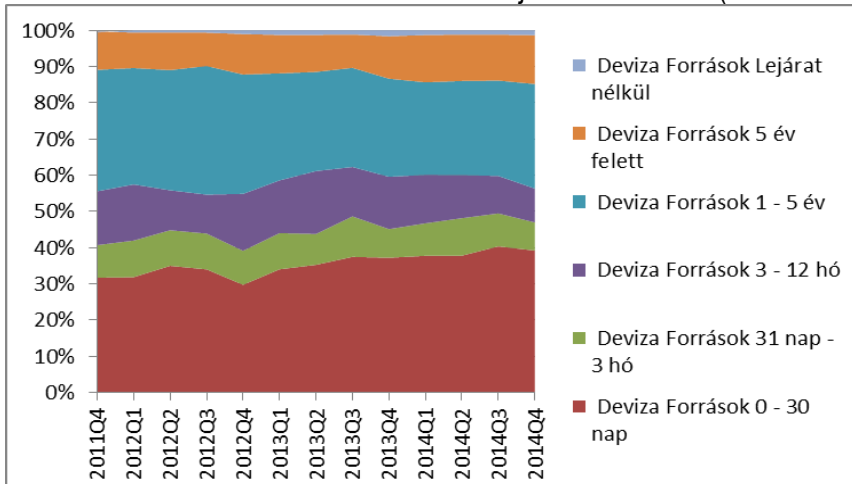
A bankrendszer alapvetően lejárat transzformáció segítségével biztosítja jövedelmezőségét, tehát **rövid távú forrásokból hosszú távú eszközöket finanszíroz**. Ez a lejárat különbség (maturity mismatch) azonban **likviditási kockázatot rejt** (refinanszírozási kockázat). **A válság előtt jelentősen nőtt a lejárat különbség a bankrendszer mérlegében, mely azonban a válságot követően csökkenni kezdett**. A válság előtt a bankrendszer összes eszközének 65%-a volt hosszú lejáratú, míg a források harmada volt hasonló lejáratú. 2014 év végéig ez a különbség csökkent, hiszen most már csak a bankrendszer aggregált mérlegének 51% hosszabb lejáratú eszköz, míg a finanszírozási oldal lényegében nem változott, hiszen továbbra is a források 33%-a hosszú lejáratú. A lejárat különbség a forrásbevonás korlátozottsága miatt természetesen több kockázatot rejt, ha ez a **deviza eszközök és források** között is fennáll. A devizaeszközök több, mint 70%-a hosszú lejáratú volt a válság előtt, míg a források 44%-a. **A forrásoldal változatlansága mellett az eszközök 10 százalékponttal 60%-ra csökkentek 2014 végéig és az MNB új, ez irányú intézkedései (FFAR és FACR) további 10 százalékponttal csökkentették a hosszú lejáratú eszközök deviza arányát a 2015 első félévében.**

29. ábra: Hitelintézetek devizaeszközeinek lejárat szerkezete (2011-2014)



Forrás: MNB

30. ábra: Hitelintézetek devizaforrásainak lejárat szerkezete (2011-2014)



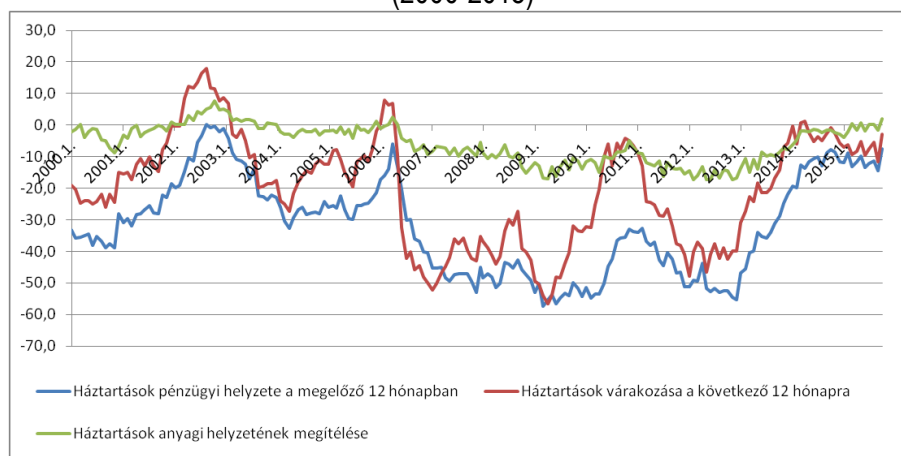
Forrás: MNB

5.3. Várakozások és magatartás

A korábban említettek szerint a devizaadósság 4-5 jó évet eredményezett a magyar gazdaság szempontjából, hiszen az olcsó többletforrás lehetővé tette a potenciális kibocsátás feletti kibocsátást, melynek korrekcióját azonban már 8 éve húzódik. A jelenség azonban a gazdasági szereplők várakozásain és magatartásán keresztül hosszú távon is érzékelteti hatását még azt követően is, hogy a devizaadósság legnagyobb kockázatát az árfolyamkitettséget nem, vagy csak szigorú feltételek betartása mellett vállalhatnak a gazdasági szereplők.

A lakosság mérlegkiigazítását követően továbbra is ódzkodik a hitelfelvételtől, így elmondható, hogy a lakossági hitelállomány 8 éves minimumán van. A GKI lakossági felméréseinek részeredményeit mutatja be a következő ábra a háztartások pénzügyi helyzetének megítéléséről és a várakozásokról, valamint a háztartások anyagi helyzetéről. Az ábra alapján elmondható, hogy a válság során a háztartások anyagi helyzetének megítélése, pénzügyi helyzetének megítélése és várakozása rekord mélységbe zuhant, de a viszonylag hamar stabilizálódtak. Korábban a háztartások hitelfelvételi igénye és a várakozások között szoros kapcsolat fedezhető fel, míg a válságot követően ez nem fedezhető fel. Ennek oka egyrészt, hogy a várakozások alacsony szinten stabilizálódtak, másrészt a hiteltől való félelem okozta.

31. ábra: Háztartások pénzügyi helyzete, anyagi helyzete és várakozása a GKI felmérése alapján (2000-2015)



Forrás: GKI

A háztartási hitelfelvételi hajlandósághoz hasonlóan a vállalati hitelfelvétel is megtört, melynek köszönhetően a vállalati hitelállomány az elmúlt 10 évben nem volt hasonlóan alacsony szinten. A vállalatok még alacsony kockázatot sem mernek vállalni, így korlátozza a gazdaság fejlődési lehetőségeit. A jegybank számításai szerint a fenntartható gazdasági növekedéshez 5-10%-os vállalati hitelezési dinamika szükséges, amely évi 250-400 milliárd forintos nettó hitelnövekményt jelent, azonban jelenleg a komoly keresleti korlát miatt ez messze nem teljesül. A keresleti korlát elsősorban a gazdasági és jogi bizonytalanság valamint a hiteltermékektől és piacoktól való félelem. Ezt kezelendő a jegybank a Növekedési Hitelprogramot indított, mely azonban nem tudott növekedési fordulatot hozni.

A hitelekhez való viszonyt az is rendkívül megnehezíti az a hibás gazdaságpolitikai retorika, mely a bankokat, a bankrendszert kiáltotta ki bűnösnek, mely elsősorban hosszú távon érzéketlen majd negatív hatásait.

FÜGGELÉK

1. függelék

Korrelációs táblák

1. korrelációs táblázat

		nn_huf_lak	nn_fx_lak	nn_lak	bubor3m	chf
nn_huf_lak	Pearson Correlation	1	-,839**	-,290	-,300	,340*
	Sig. (2-tailed)		,000	,096	,084	,049
	N	34	34	34	34	34
nn_fx_lak	Pearson Correlation	-,839**	1	,764**	,342*	-,509**
	Sig. (2-tailed)	,000		,000	,048	,002
	N	34	34	34	34	34
nn_lak	Pearson Correlation	-,290	,764**	1	,246	-,492**
	Sig. (2-tailed)	,096	,000		,161	,003
	N	34	34	34	34	34
bubor3m	Pearson Correlation	-,300	,342*	,246	1	-,691**
	Sig. (2-tailed)	,084	,048	,161		,000
	N	34	34	34	42	42
chf	Pearson Correlation	,340*	-,509**	-,492**	-,691**	1
	Sig. (2-tailed)	,049	,002	,003	,000	
	N	34	34	34	42	42

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

2.

Korrelációs táblázat

		npl_huflak	npl_fxlak	Bankrendszer kamateredménye	chf
npl_huflak	Pearson Correlation	1	,814(**)	-,753(**)	,617(*)
	Sig. (2-tailed)		,000	,001	,011
	N	16	16	16	16
npl_fxlak	Pearson Correlation	,814(**)	1	-,664(**)	,900(**)
	Sig. (2-tailed)	,000		,005	,000
	N	16	16	16	16
Bankrendszer kamateredménye	Pearson Correlation	-,753(**)	-,664(**)	1	,672(**)
	Sig. (2-tailed)	,001	,005		,000
	N	16	16	40	40
chf	Pearson Correlation	,617(*)	,900(**)	,672(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,011	,000	,000	
	N	16	16	40	40

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

3. Korrelációs táblázat

		Huf_vall_hitel	fx_vall	bubor3m	eur
Huf_vall_hitel	Pearson Correlation	1	-,239	,249	-,520**
	Sig. (2-tailed)		,173	,155	,002
	N	34	34	34	34
fx_vall	Pearson Correlation	-,239	1	,436**	,150
	Sig. (2-tailed)	,173		,010	,398
	N	34	34	34	34
bubor3m	Pearson Correlation	,249	,436**	1	-,550**
	Sig. (2-tailed)	,155	,010		,000
	N	34	34	40	40
eur	Pearson Correlation	-,520**	,150	-,550**	1
	Sig. (2-tailed)	,002	,398	,000	
	N	34	34	40	40

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

4. Korrelációs Táblázat

		npl_fxvall	npl_hufvall	eur	beruhazas	XIM	bubor3m
npl_fxvall	Pearson Correlation	1	,802**	,604**	-,499*	,716**	,006
	Sig. (2-tailed)		,000	,005	,025	,000	,980
	N	20	20	20	20	20	20
npl_hufvall	Pearson Correlation	,802**	1	,170	-,746**	,514*	,420
	Sig. (2-tailed)	,000		,473	,000	,020	,065
	N	20	20	20	20	20	20
eur	Pearson Correlation	,604**	,170	1	-,724**	,855**	-,550**
	Sig. (2-tailed)	,005	,473		,000	,000	,000
	N	20	20	40	40	40	40
beruhazas	Pearson Correlation	-,499*	-,746**	-,724**	1	-,826**	,189
	Sig. (2-tailed)	,025	,000	,000		,000	,243
	N	20	20	40	40	40	40
XIM	Pearson Correlation	,716**	,514*	,855**	-,826**	1	-,465**
	Sig. (2-tailed)	,000	,020	,000	,000		,002
	N	20	20	40	40	40	40
bubor3m	Pearson Correlation	,006	,420	-,550**	,189	-,465**	1
	Sig. (2-tailed)	,980	,065	,000	,243	,002	
	N	20	20	40	40	40	40

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

2. függelék

Általánosságban a VAR modellekről

A vektor autoregresszív modellek (VAR-modellek) az egyváltozós autoregresszív modellek többváltozós általánosításai. A VAR-modellek többegyenletes rendszerek, praktikusán ez magával vonja, hogy egynél több eredményváltozó együttes vizsgálatára alkalmasak. A legegyszerűbb (kétfváltozós, csak elsőrendű késleltetéseket tartalmazó) esetben a modell a következő

$$y_{1t} = \beta_{10} + \beta_{11}y_{1,t-1} + \alpha_{11}y_{2,t-1} + \varepsilon_{1t}$$

$$y_{2t} = \beta_{20} + \beta_{21}y_{1,t-1} + \alpha_{21}y_{2,t-1} + \varepsilon_{2t}$$

ahol a két véletlen változó egymástól független fehér zaj. Mátrixformából levezetve a fenti egyenletrendszert az alábbi alakot kapjuk.

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \varepsilon_t$$

ahol t y tetszőleges számú eredményváltozó t -edik időpontban megfigyelt értékéből képzett vektor.

A modellek elterjedtsége mellett szólnak az alábbi érvek:

- a kutatóknak nem kell foglalkozniuk az endogenitás-exogenitás kérdésével, mivel minden a modellben szereplő változó endogén,
- a modell szimultán jellegéből adódóan az egyes változók előrejelzése során nem csak saját korábbi értékeit, illetve egy véletlen változót használtunk, hanem a többi endogén változót is, mindez azt eredményezi, hogy a modell sokkal „gazdagabb”, az előrejelzés sokkal komplexebb módon történik, ezáltal hatásosabb lesz,
- az egyes egyenletek akár OLS-sel is illeszthetők, hiszen az egyenletek jobb oldalán csak predeterminált változók állnak.