

A magyar, a régiós és a globális gazdasági folyamatok értékelése, középtávú kitekintés

2015. december

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Virovác Péter kutatásicsoport-vezető szerkesztette.

A jelentés egyes részeit készítették: Isépy Tamás, Mándli Marinetta, Pálvölgyi Zsigmond, Quittner Péter, Regős Gábor és Virovác Péter.

A makrogazdasági és költségvetési előrejelzéshez felhasznált adatbázis június 9-én zárult le. Az elemzéshez felhasznált adatbázist december 11-én zártuk.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	1
Helyzetértékelés	4
Nemzetközi kitekintés az elmúlt fél évre	4
A magyar gazdaság helyzetértékelése fél év távlatában	9
A növekedés alakulása	9
Munkaerő-piaci folyamatok	13
Infláció	14
Monetáris és pénzügyi kondíciók	15
A várható makrogazdasági pálya (2015–2018)	20
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés	20
Az államháztartási helyzet prognózisa	26
A 2015. évi költségvetés	26
A 2016. évi költségvetési kilátások	29
A 2017–2018. évi fiskális prognózis	32
Táblázatok	35

Vezetői összefoglaló

Az elmúlt fél év globális gazdasági folyamatait főként az alacsony olajár és a laza monetáris kondíciók határozták meg. Az USA és az Európai Unió egyaránt bővülést értek el a GDP tekintetében, azonban míg az Európai Unióban a növekedés üteme gyorsul, addig az Egyesült Államokban fékeződik. A munkaerőpiaci folyamatok egyaránt kedvezőek voltak az Egyesült Államokban és az Európai Unióban: mindkét helyen bővülő foglalkoztatás és csökkenő munkanélküliség tapasztalható. A monetáris politika két legmeghatározóbb eseményei a Fed decemberi kamatemelése, illetve az Európai Központi Bank december 3-ai döntése a mennyiségi lazítás meghosszabbításáról voltak. Ugyanakkor az utóbbi program mértéke a bejelentés szerint a vártnál kisebb lesz. A döntés hatására az euró erősödött a dollárral szemben, azonban a harmadik negyedévben az amerikai kamatemeléssel kapcsolatos várakozások ezzel ellentétes folyamatokat indukáltak a valutapiacra. A pénzpiacra a kínai tőzsde nyári zuhanása volt a leginkább meghatározó esemény, amely a világ más tőzsdéire is negatív hatással volt. A visegrádi négyek az elmúlt fél évben is növekedni tudtak, ám a növekedés mértékének fenntarthatósága több esetben – különösen Csehország esetén – kérdéses.

A hazai gazdaság teljesítménye lassult az elmúlt két negyedév során, a III. negyedévben 2,4 százalékot tett ki az éves növekedés. A lassulás ellenére továbbra is az uniós átlagnál dinamikusabban bővül a gazdaság, vagyis folytatódik a konvergencia. Ezzel szemben a régiós versenytársakhoz képest lemaradtunk a növekedési ütem tekintetében. A felhasználási oldalon szerkezetváltást figyelhettünk meg: a nettó export növekedési hozzájárulása csökkent, miközben a belső felhasználás erősödött. Utóbbi esetében a végső fogyasztás jelenti a húzóerőt, miközben a beruházások volatilisen alakultak. A nettó export növekedését elsősorban a javuló külső konjunktúra és a kedvezőbb cserearány segítette az elmúlt fél év folyamán. Mindezzel egy kiegyensúlyozott növekedési szerkezet jött létre. A termelési oldalon is átalakult a növekedés szerkezete: a szolgáltatások dinamikus bővülését követően ez vált az elsődleges húzóerővé, míg az ipari növekedés lanyhult, az építőipar folytatta a negatív trendet és a mezőgazdaság is két számjegyű visszaesést mutatott.

A kedvező munkaerőpiaci folyamatok 2015 II. és III. negyedévében a lassuló konjunktúra ellenére folytatódtak, és a növekvő munkakereslet következtében a foglalkoztatás és az aktivitás is emelkedett. Ez a munkanélküliségi ráta mérséklődésével járt együtt, ami így 6,6 százalékra csökkent. A közsférában tapasztalható bérrendezések következtében a bérek növekedési üteme jelentősen, éves viszonylatban 2,9-ről 4,9 százalékra gyorsult. Az infláció továbbra is nyomott maradt, melynek elsődleges oka az újabb mélypontot elérő olajár begyűrűző másodkörös hatása, illetve még a rezsicsökkentés utolsó hulláma is érezteti hatását. Ezeket leszámítva széles bázisú, erősödő árnyomás tapasztalható, főként az élelmiszerek és a tartós fogyasztási cikkek esetében.

A hazai jegybank 2015 júliusában 15 bázisponttal 1,35 százalékra csökkentette jegybanki alapkamatát és lezárta második kamatvágási ciklusát. November elején az MNB bejelentette a kvv-knak szóló Növekedéstámogató Programját (NTP), amely az NHP III.-ból és a Piaci Hitelezési Programból (PHP) áll. A nagy nemzetközi hitelminősítő intézményeknél hazánk besorolása a befektetésre nem ajánlott szint legmagasabbján maradt, nem került sor ugyanis felminősítésre. Egy hitelminősítő változtatott pozitívrá a kilátáson. Jövőre nagy valószínűséggel visszakerül a besorolás a befektetési kategóriába. A Kormány 2016-tól kezdődően csökkenti a bankadót. Az Erste-EBRD-Kormány megállapodás értelmében törvényjavaslatot készített, amelyre a Parlament törvényalkotási bizottsága 2015. december 10-én módosító javaslatot nyújtott be.

Legfrissebb előrejelzésünk szerint a magyar gazdaság 2015-ben is megközelítheti a 3 százalékos növekedést. Az előrejelzési horizont további szakaszán mérsékeltebb, a potenciális növekedés üteméhez tartó teljesítményt várunk. A belső és külső tényezők a teljes előrejelzési horizonton pozitívan járulnak hozzá a GDP-növekedéshez. Jövőre az elsődleges húzóerő a nettó exportról a fogyasztásra tevődik át, és 2017–2018-ban is hasonló marad a növekedés struktúrája. A nettó exportot a lassan felépülő külső kereslet segíti, középtávon azonban a cserearány romlására számítunk, így az előrejelzési horizont utolsó két évében az import növekedése meghaladja az exportét. A fogyasztás tartós növekedését a rendelkezésre álló jövedelem tartós emelkedése biztosítja, középtávon pedig a mérlegalkalmazkodás és az óvatossági motívumok oldódását várjuk. A beruházás alakulását az uniós források beáramlása mozgatja: jövőre visszaesésre számítunk a szimultán lehívási időszak véget érésével, de az új programok beindulása ezt követően serkentheti a beruházást. A magyar gazdaság az idei év végére már a potenciálisnak megfelelő szinten teljesíthet, vagyis bezáruló kibocsátási résre számítunk. Idén 2,9, jövőre 2,3 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk, ami középtávon 2,2–2,4 százalék körül alakulhat.

Várakozásaink szerint a munkaerőpiac 2015-ben és 2016-ban lassuló ütemben bővül, ami mellett a munkanélküliségi ráta 6,1 százalékra csökken, majd 2017-ben és 2018-ban ezen a szinten stabilizálódik. A lassuló növekedés a gyengülő konjunktúra és a munkaerőpiac kínálati bázisát adó munkaképes korú népesség csökkenésének következménye. A hosszú távú kormányzati tervek és a feszes munkaerőpiac miatt a reálbérek növekedési üteme rövid- és középtávon is viszonylag gyors marad: idén és jövőre 3,8, majd 2017-ben és 2018-ban 3 százalék körüli növekedési ütemet prognosztizálunk.

Az infláció az idei évben elért mélypontja (–0,1 százalék) után fokozatosan erősödhet az inflációs cél közelébe. A pénzromlási ütem 2016. évi felpörgését a költségsokkok bázisba kerülése indítja el, miközben felépül a kereslet oldali árnyomás is. A csökkenő olajárak azonban ezt némileg ellensúlyozzák. Várakozásunk szerint az alacsony inflációs környezet 2018-ig fennmarad, előrejelzési horizontunk végére érheti el az infláció a jegybanki célt. Ennek oka, hogy a pozitív kibocsátási rés nem bővül tovább, így nem válik túlfűtötté a

gazdaság. A külső infláció is csak lassan épülhet fel, melynek hatását az általunk várt erősödő forint is tompítja.

Várakozásunk szerint a teljes előrejelzési horizonton a kedvező makroökonómiai folyamatok fennmaradása mellett az államháztartás egyenlege és a bruttó államadósság változatlan áron számolt értéke kedvezően alakul. Az idei év végén azonban további intézkedés hiányában fennáll a lehetősége, hogy az EDP szerinti adósságráta nem csökken, ami felveti egy újabb túlzottdeficit-eljárás lehetőségét. A probléma megoldására azonban mind a szándék, mind az eszközök adottak. Ezt követően érdemi kockázatot nem látunk a fiskális pálya tekintetében. Mind az uniós, mind a hazai vonatkozó szabályok biztonsággal betarthatóak.

Helyzetértékelés

Nemzetközi kitekintés az elmúlt fél évre

2015 II. és III. negyedévében az Egyesült Államok és az Európai Unió gazdasága is növekedést tudott elérni az előző év azonos időszakához képest, ám míg az Egyesült Államokban némileg lassult a növekedés, addig az Európai Unióban fokozódó növekedés tapasztalható, amelyet egyaránt támogat a növekvő foglalkoztatottság és a stabilan alacsony inflációs környezet. Az Európai Unió gazdasági növekedéséhez a második és harmadik negyedévben is legnagyobb mértékben a fogyasztás bővülése járult hozzá.

Az Egyesült Államok kis mértékben lassuló gazdasági növekedését (a második negyedévben a GDP 2,7, míg a harmadikban 2,2 százalékkal bővült) legnagyobb mértékben a fogyasztás és a beruházások segítették. Míg azonban a fogyasztás növekedési üteme állandó, a beruházások folyamatosan csökkenő ütemben tudnak csak bővülni, ami a jövőbeni gazdasági teljesítmény szempontjából borúlátásra ad okot. A fogyasztás szempontjából az elmúlt félévben is a tartós fogyasztási cikkek növekedése volt a meghatározó, míg a beruházásokat a lakásépítés húzza. Az olajár csökkenése nem csak a beruházások elmaradásán, de a külkereskedelmen keresztül is fékezi az amerikai gazdaságot: az export növekedési üteme 2015 II. és III. negyedévében is alig haladta meg az 1 százalékot, míg az import mintegy 5 százalékkal bővült mindkét negyedévben.

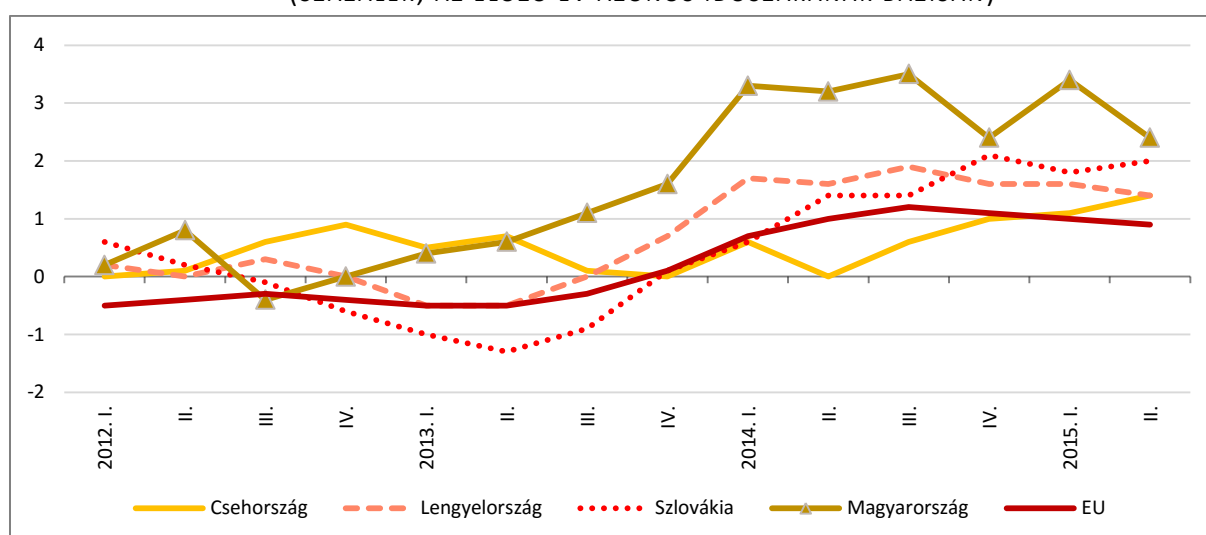
A visegrádi országok mindegyike az uniós átlag felett teljesített a második és harmadik negyedévekben. Csehország 4,6, illetve 4,5 százalékos GDP-növekedését az uniós tagországok közül csak Málta tudta túlszárnyalni 5,5 és 5,6 százalékos bővüléssel. Eközben Lengyelország gazdasági növekedése a vizsgált negyedévekben 3,5 és 3,7, Szlovákiáé 3,3 és 3,6, míg hazánké 2,4 és 2,3 százalék volt. A növekedéshez mind a négy országban érdemben hozzájárult a háztartások fogyasztása, Csehországban és Lengyelországban a kormányzati kiadások bővülése, Magyarország kivételével a többi országban a beruházás, illetve Lengyelország és Magyarország esetén a külkereskedelem egyenlege. Az Európai Bizottság előrejelzései szerint a régió országai 2016-ban is bővülés elé néznek: ennek mértéke Magyarországon és Csehországban 2,2 százalékra, Szlovákiában pedig 2,9 százalékra mérséklődik, míg Lengyelországban 3,5 százalékra nő.

A munkaerőpiac tekintetében pozitív folyamatokat figyelhetünk meg mind az Európai Unióban, mind az Egyesült Államokban. Az USA-ban a foglalkoztatottak létszáma április és november között minden hónapban több mint 1 százalékkal meghaladta az egy évvel korábban mértet. Fontos azonban azt is megjegyezni, hogy a bővülés a vizsgált időszakban csökkent, míg áprilisban 1,9 százalék volt, addig novemberre már csak 1,4. A foglalkoztatás bővülésével párhuzamosan csökkent a munkanélküliségi ráta értéke: novemberben már csak 5 százalék volt, ami jelentős csökkenés az egy évvel korábbi 5,8 százalékhoz képest. A

mostaninál kedvezőbb munkanélküliségi ráta utoljára a válság előtt volt mérhető. A bérek átlagos éves növekedése 2 százalék körül alakult a vizsgált időszakban, ami kis mértékű csökkenés a korábbiakhoz képest.

Az Európai Unióban a foglalkoztatás a – legfrissebb – második negyedéves adatok alapján éves szinten 1 százalékkal bővült. A növekedés az információs és kommunikációs ágazatban volt a legnagyobb. A kedvező folyamatoknak köszönhetően tovább csökkent a munkanélküliségi ráta az Európai Unióban: a második negyedév végén 9,5 százalék volt, 0,6 százalékponttal alacsonyabb, mint egy évvel korábban. A csökkenés mértéke Görögországban, Írországban, Portugáliában, Spanyolországban és Szlovákiában volt a legnagyobb (2,0–2,1 százalékpont), ám Görögországban és Spanyolországban még így is több mint 20 százalék.

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



Forrás: Eurostat

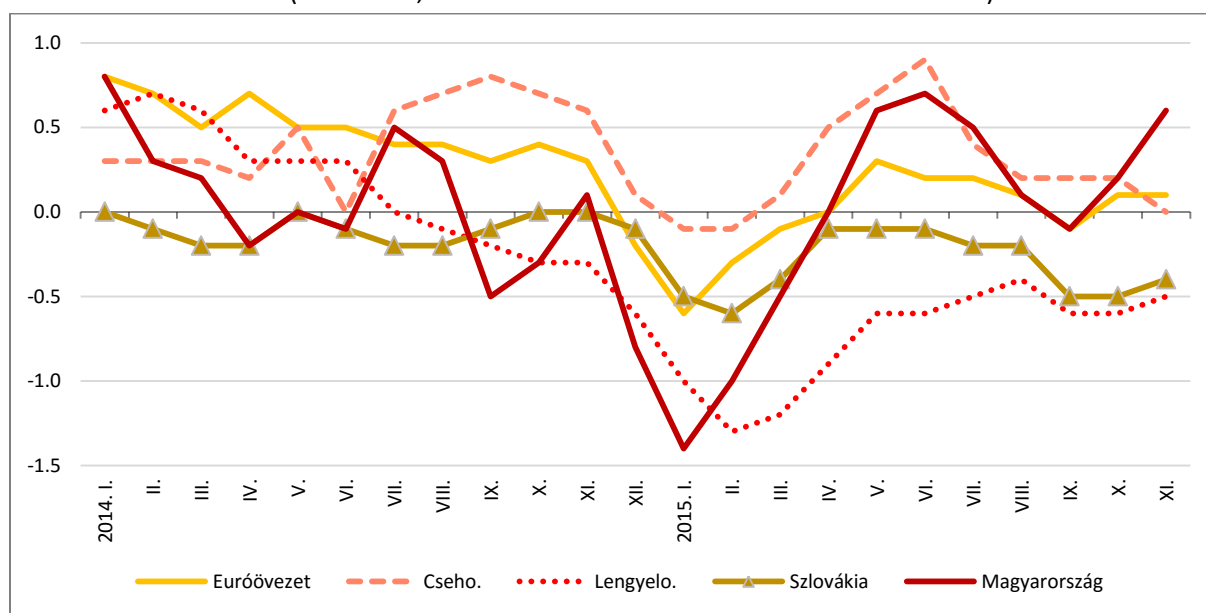
Pozitív munkaerőpiaci folyamatok figyelhetők meg a visegrádi országokban is: a foglalkoztatottak száma mind a négy országban emelkedett a második negyedévben az előző év azonos időszakához képest. A növekedés mértéke Magyarországon és Szlovákiában volt a legnagyobb (3,1, illetve 2,7 százalék), de a másik két országban is meghaladta az Unió átlagát (1. ábra). Mint láttuk, kiemelkedő mértékben, 2 százalékponttal csökkent a munkanélküliségi ráta értéke Szlovákiában, ám még így is meghaladja a 10 százalékot. Szintén 1 százalékpont felett csökkent a munkanélküliségi ráta értéke a másik három tagországban is. Jelenleg a mutató értéke a visegrádi országok közül Csehországban a legalacsonyabb, 4,9 százalék. Az Európai Bizottság előrejelzése mind a négy ország esetén a munkanélküliségi ráta további csökkenésével számol.

Az árszínvonal alakulásához a második és harmadik negyedévben is jelentősen hozzájárult az olajárak alacsony szintje. A Brent kőolaj hordójának jegyzése az év elején még 65 dollár körül

mozgott, a második negyedévben 60 és 75 dollár között helyezkedett el (egy évvel korábban még 100 dollár felett volt), majd decemberre 40 dollár alá zuhant. Az Egyesült Államokban az árak a vizsgált időszakban alig változtak: az év elejét jellemző kis mértékű defláció után az infláció mértéke április és szeptember között $-0,2$ és $0,2$ százalék között mozgott, majd októberre $0,5$ százalékra növekedett.

Az euróövezetben szintén nagyon alacsony, nulla közeli a pénzromlás éves üteme: április és november között (2. ábra). A legkisebb érték, $-0,1$ százalék szeptemberben volt, míg a legnagyobb ($0,3$ százalék) márciusban. A csökkenő olajárak miatt a visegrádi országokban is alacsony, olykor negatív inflációt figyelhettünk meg. A második és harmadik negyedévben végig defláció volt Szlovákiában és Lengyelországban (átlagosan $0,2$, illetve $0,6$ százalék). A harmonizált árindex értéke átlagosan $0,4$ százalékot ért el Csehországban és $0,3$ százalékot Magyarországon, ám míg Magyarországon a pénzromlás szerény növekedésnek indult novemberben, addig Csehországban nullára csökkent. Az alacsony infláció azonban nem csak az olaj árának köszönhető: Magyarország kivételével a többi országban a maginfláció is nagyon alacsony, 0-nál csak néhány tized százalékponttal több.

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



Forrás: Eurostat

Az Európai Központi Bank monetáris politikája szempontjából a december 3-ai döntést kell kiemelni. A döntés értelmében a betéti kamatokat 10 bázisponttal tovább csökkentették, így értékük már $-0,3$ százalék. Nem változtatott viszont a bank a 0-tól nem sokkal eltérő, $0,05$ százalékos irányadó rátán. A döntéshozók úgy határoztak, hogy a mennyiségi lazítási programot fél évvel tovább, 2017 márciusáig fenntartják, ám a mennyiségen nem változtattak, miközben a piac erre számított. A döntések hatására az euró erősödött a dollárral szemben. A Fed december 16-ai ülésén 25 bázisponttal emelte a korábbi fél évben

végig 0-0,25 százalékos irányadó kamatát. A döntés korábban azért nem történt meg, mert a munkaerőpiaci helyzetet a Fed az alacsony munkanélküliség ellenére sem ítélte elég kedvezőnek. A döntés várhatóan lassuló növekedést és deflációt eredményezhet, így a további emelések üteme várhatóan lassú lesz: 2016-ra négy emeléssel számolnak a döntés meghozataláért felelős bizottság tagjai.

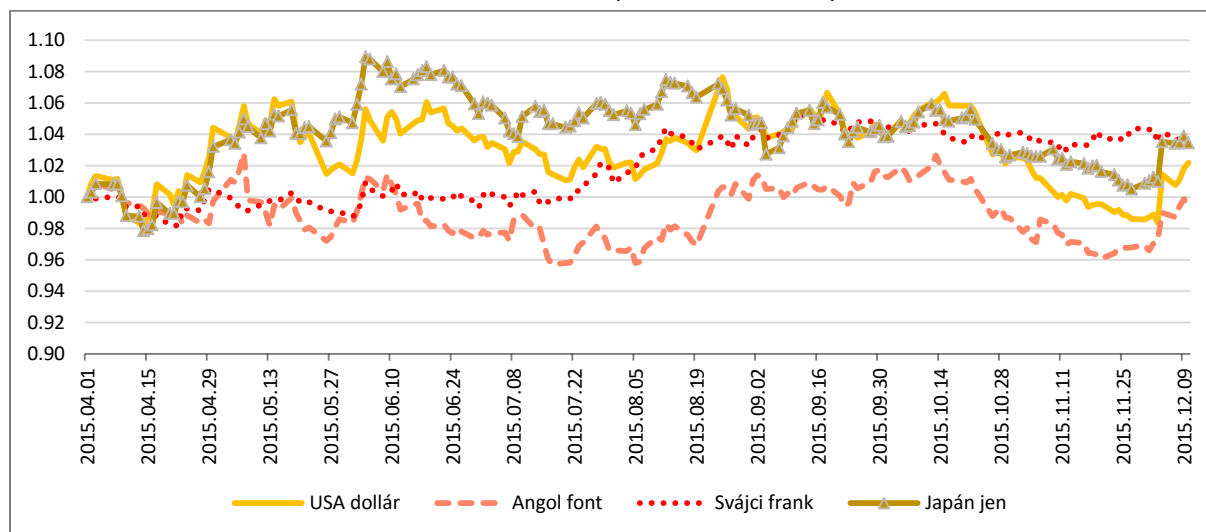
A régió országai közül egyedül Magyarországon változtatott a nemzeti bank az alapkamaton 2015 második és harmadik negyedében. Az április eleji értékhez képest a Magyar Nemzeti Bank monetáris tanácsa négy egyenletes lépésben összesen 60 bázisponttal csökkentette az alapkamat nagyságát július végére. Az intézkedéseket a dezinflációs környezettel és a gazdaságban jelen lévő kihasználatlan kapacitásokkal indokolták. Az alacsony kamaton (0,05 százalék) nem változtatott (és egyelőre várhatóan nem is kíván) a Cseh Nemzeti Bank. Az alacsony infláció és maginfláció nem igényli a monetáris szigorítást, ugyanakkor a monetáris politika ígéretet tett a korona erősödésének megakadályozására. Az alacsony inflációs kockázatok miatt Lengyelországban sem változott az alapkamat, továbbra is, 1,5 százalék. Romániában a viszonylag jelentős defláció ellenére sem csökkentették az 1,75 százalékos alapkamatot a pénzügyi stabilitás megőrzése érdekében. Csökkentett viszont a Kínai Népi Bank: a betéti és hitel kamatokat egyaránt több lépésben, összesen 100 bázisponttal mérsékelte a hitelezés ösztönzése érdekében. Kínában a monetáris politika csökkentette a kötelező tartalékráta nagyságát is a gazdaság élénkítése céljából.

Az európai pénzügyi piacok szempontjából 2015-ben az egyik legfontosabb esemény az EKB mennyiségi lazításának beindulása volt: az EKB 2015 márciusában, hat évvel a hasonló amerikai program kezdete után kezdett állampapírokat vásárolni. A helyzet mindkét gazdaságban hasonló: a nulla körülre leszorított kamatok kimerítették a monetáris politika hagyományos eszközeit a lazítás szempontjából, így nem konvencionális beavatkozások váltak szükségessé a további lazításhoz. Szintén meghatározó volt a vizsgált időszakban a görög mentőcsomaggal kapcsolatos bizonytalanság, ami a kötvényhozamok volatilitásának növekedéséhez vezetett. A második és harmadik negyedév pénzügyi folyamataiból a kínai tőzsdén történő jelentős, de átmeneti zuhanást érdemes kiemelni, ami befolyásolta az európai és amerikai tőzsdék működését is. A 10 éves német kötvényhozamok az áprilisi 0,2 százalékhoz képest emelkedtek, jellemző értékük 0,5 és 0,8 között volt. A magyar, cseh és lengyel 10 éves kötvényhozamok a görög adósságválság miatti június eleji növekedést követően mérséklődtek, de a magyar 10 éves hozam még így is magas, december elején 3,7 százalék körül van.

A negyedév kezdete óta az euró árfolyamának változása a négy vizsgált devizával (amerikai dollár, angol font, svájci frank, japán jen) szemben mérsékelt maradt. A kezdeti árfolyamtól való eltérés egyik irányban sem érte el a 10 százalékot. Az április kezdete óta tartó időszakban az euró erősödését tapasztalhatjuk a dollárral szemben június elején, augusztusban (az amerikai tőzsdeindexek gyengélkedéséhez kapcsolódóan), illetve

december elején (az Európai Központi Bank csatlósást keltő intézkedései miatt). Ezzel szemben a dollár erősödését tapasztalhatjuk a harmadik negyedévben: a piaci szereplők ekkor már a Fed decemberi döntésére vártak, amellyel megkezdte a kamatemelési ciklusát.

3. ÁBRA: AZ EURÓ FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA A MÁSODIK NEGYEDÉV KEZDETE ÓTA (2015.04.01.=1)



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

A tőzsdei folyamatok közül április óta leginkább a kínai tőzsde mélyrepülését érdemes kiemelni. A kínai tőzsdeindex értéke júniusra az év elejéhez képest 60 százalékkal növekedett, majd nyár végére értékének több mint felét elvesztette. A jelentős esést az őszi folyamán érzékelhető korrekció követte, a részvények értéke a mélyponthoz képest mintegy ötödével növekedett. A kínai tőzsde zuhanása begyűrűzött az amerikai piacra is: a Dow Jones értéke több mint 10 százalékkal esett vissza, ám decemberre ezen index is visszatért az április eleji szintre. Szintén éreztették hatásukat a kínai események a német és a közép-európai tőzsdéken. A csökkenés itt azonban már korábban elindult, és a közép-európai piacokon a korrekció sem történt meg.

Az Európai Unió egészét tekintve pozitív fejleményeket tapasztalhatunk a költségvetések helyzetét illetően: a gazdasági növekedés, valamint a kisebb kiadások (például kamatkiadások) miatt a GDP-arányos deficit az unió egészét tekintve csökken. Míg 2014-ben a mutató értéke 3 százalék volt, addig az Európai Bizottság őszi előrejelzésében 2016-ra 2,5 százalékos, 2017-re 2,0 százalékos, míg 2018-ra 1,5 százalékos hiányt vár, amely megegyezik a tavaszi előrejelzés értékeivel. Módosította ugyanakkor a bizottság az előrejelzéseit a GDP-arányos államadósság tekintetében: míg 2014-re a mutató értéke 88,6 százalékra növekedett, addig a bizottság 2015-től kezdve csökkenést prognosztizál. Az államadósság 2015-re várt értéke a korábbi előrejelzéshez képest minimális mértékben csökkent (88-ról 87,8 százalékra), míg a 2016-ra előre jelzett érték hasonló mértékben

növekedett (86,9-ről 87,1 százalékra). 2017-re a bizottság 85,8 százalékos GDP-arányos államadósságot vár.

2014-ben a visegrádi országok közül a legkisebb GDP-arányos deficitet Csehország rendelkezett, és vezető helyét a jövőben is megőrzi a bizottság előrejelzései szerint: a 2014-es 1,9 százalékos hiány várhatóan ugyanennyi lesz 2015-ben is, míg 2016-ra 1,3 százalékra, 2017-re pedig 1,1 százalékra csökken a gazdasági növekedésnek köszönhetően. A cseh államadósság alacsony, 2014 végén mindössze a GDP 42,7 százaléka, és a jövőben várhatóan még a korábban jelzettnél is jobban csökkenhet. Lengyelországban a GDP-arányos deficit 3,3 százalékos értéke 2014-ben meghaladta a maastrichti kritériumot. 2015-re, 2016-ra és 2017-re egyaránt 2,8–2,8 százalékot prognosztizál a bizottság – ez a 2016-os előrejelzés tekintetében 0,2 százalékpontos növekedés a korábbiakhoz képest. A hiány alakulásával kapcsolatban ugyanakkor kockázatokat jelenthetnek az új kormány jövőben várható döntései. A GDP-arányos államadósság 2014-ben 50,4 százalék volt, amely a következő években várhatóan évi 1 százalékponttal növekedhet – az előző előrejelzésnél jóval nagyobb mértékben. Szlovákia esetén a költségvetési hiány 2014-ben a GDP 2,8 százaléka volt. Ez az érték az Európai Bizottság várakozásai alapján a következő években folyamatosan csökken: 2015-ben 2,7, 2016-ban 2,4, míg 2018-ban 2,0 százalék lesz. Ez a korábbi előrejelzéshez képest 2016-ra vonatkozóan jelent 0,1 százalékponttal alacsonyabb értéket. Az új előrejelzés szerint a 2014-ben 53,5 százalékos adósságráta a – korábbi stagnáló várakozásokkal szemben – folyamatosan csökken, és 2017-ben 52,2 százalék lesz.

A magyar gazdaság helyzetértékelése fél év távlatában

A növekedés alakulása

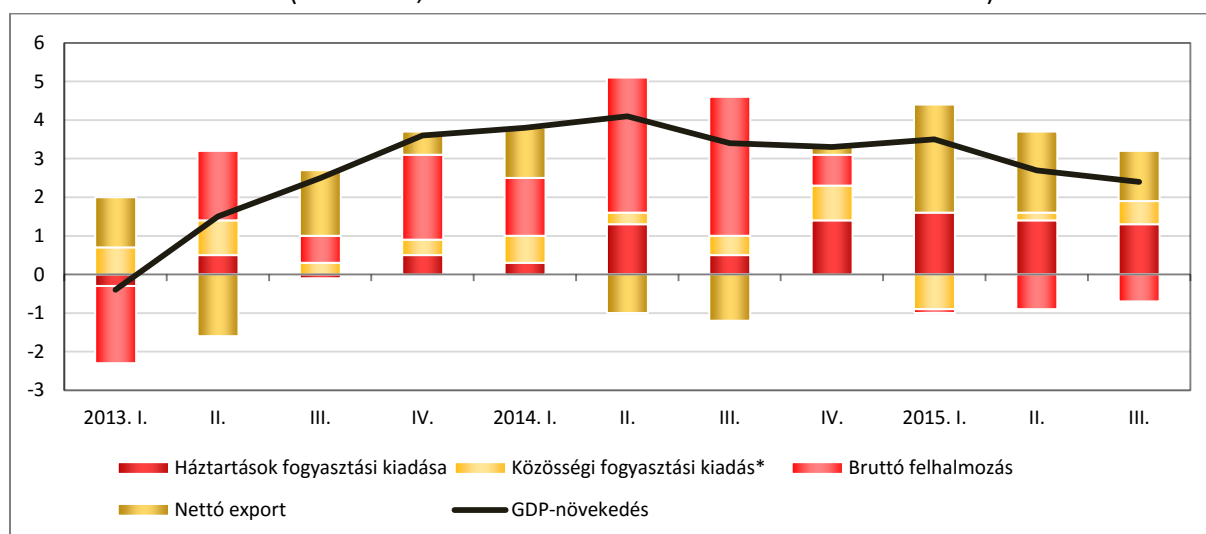
A hazai gazdaság teljesítménye az elmúlt két negyedévben lassulást mutatott. Ez elsősorban a III. negyedévet illetően okozott számunkra negatív meglepetést, mivel azt vártuk, hogy a beruházások és az építőipar még képes lesz élénkíteni a növekedést. Ezzel szemben mindkét tényező esetében visszaesést regisztráltak éves összevetésben. A GDP-növekedés üteme a II. negyedévben 2,7, míg a III. negyedév során 2,4 százalékkal bővült. Ezzel 2013 óta nem látott lassú ütemben növekedett a gazdaság kibocsátása. Mindazonáltal pozitívnak tekinthető, hogy mindkét negyedévben az EU egészében mért növekedést (1,9 százalék) felülmúlta a hazai teljesítmény, így folytatódott a konvergencia, ám annak mértéke kétségtelenül lassult. Regionális összevetésben azonban jelentősen lemaradtunk a régiós versenytársaktól, ahol az elmúlt negyedévekben legalább 3,3 százalékos GDP-növekedést mértek.

A GDP felhasználási oldalát vizsgálva a növekedési szerkezet jelentős átalakulását tapasztalhattuk. Míg 2015. II. negyedévében egyértelműen a nettó export húzta a gazdaságot, addig a július–szeptemberi időszakban a külkereskedelem szerepének

viSSzaesése tapasztalható, miközben a belső felhasználás (a végső fogyasztás emelkedése miatt) erősödött, így kiegyensúlyozottá vált a növekedési szerkezet.

A magyar gazdaság exportteljesítménye 2015 első negyedéve óta lanyhul, negyedévről negyedévre lassabb ütemben bővül a kivitel volumene éves bázison. Hasonló tendencia tapasztalható az import esetében is. Az export behozatalt meghaladó bővülésének egyik eleme a cserearány javulása, ami a forint vezető devizákkal szembeni leértékelődésére vezethető vissza. Többek között ennek is köszönhető, hogy az elmúlt fél évben az exporton belül nagy szerepet játszott a szolgáltatások (beleértve az idegenforgalmat is) külföldi értékesítése, amely a III. negyedévben gyorsabban bővült, mint az előző három hónapban. A kiviteli teljesítmény áruforgalom szerinti alakulását illetően érdemi változás nem tapasztalható, vagyis a bővülést továbbra is az autóipar és a beszállítói hálózat kiemelkedő teljesítménye húzza. Ennek oka, hogy az elmúlt fél évben fokozatosan erősödött a személygépkocsik iránti világpiaci kereslet, ami lecsapódott a hazai termelésben és exportértékesítésben egyaránt. A vegyipar is jól teljesített az elmúlt fél évben, elsősorban az autóipari beágyazottság miatt, valamint a gyógyszeripar is bővülni tudott.

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



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

Az import trendszerűen lassuló növekedése mögött a tavalyi év magas bázisa húzódik meg, továbbá a beruházások visszaesése és a kivitel bővülésének lanyhulása is csökkenti a hazai gazdaság importigényét. Az átlagos változás mögé tekintve az import dinamikája erősödött az autóipari és a beszállítói ágazatokban a termelés fokozódása miatt. Meg kell említenünk továbbá, hogy jelentősen emelkedett a gyógyszerek és gyógyszerészeti termékek importjának volumene is. A lakossági fogyasztáshoz kapcsolódó termékek behozatal is nőtt, összhangban a kereslet élénkülésével.

A növekedés szerkezete – ahogyan korábban is említettük – jelentősen átalakult az elmúlt két negyedévben: nettó export növekedési hozzájárulása 2,1, majd 1,3 százalékpontot tett ki a II–III. negyedévekben. Ezzel szemben a belföldi felhasználás egyre inkább segítette a GDP-növekedést. A II. negyedévében még 0,6, míg a III. negyedévben 1,2 százalékponttal járult hozzá a GDP-bővülés éves üteméhez.

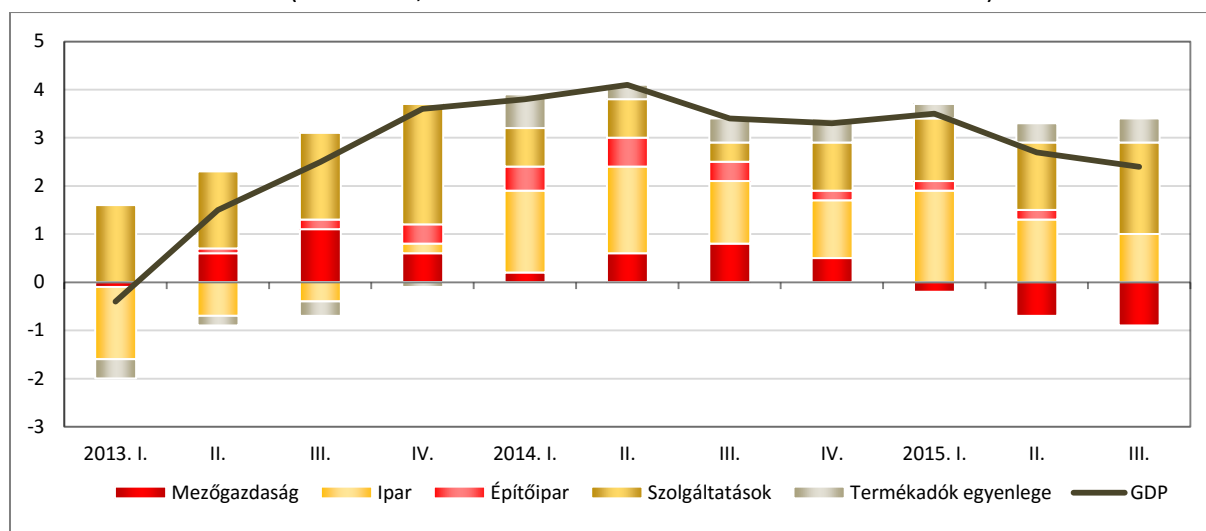
A háztartások fogyasztási kiadása éves összevetésben nem tudott élénkülni az elmúlt két negyedév során, rendre 2,8 és 2,7 százalékos növekedést mértek, szemben az év elején tapasztalt 3,1 százalékkal. Ez abból a szempontból érdekes, hogy a rendelkezésre álló jövedelem továbbra is jelentős mértékben bővül. A családi adókedvezményekkel számított nettó reálbérek 4,1 százalékos ütemben nőttek az idei év során. Az ettől elmaradó fogyasztásélénkülés az óvatossági motívumra és a mérlegalkalmazkodásra vezethető vissza, ami még mindig markáns korlátozó tényezőnek tűnik.

A végső fogyasztás élénkülésében a közösségi fogyasztás bővülése is meghatározó szerepet játszott, főleg a III. negyedévben, mivel önmagában 0,4 százalékponttal növelte az év/év GDP-növekedést. Ennek magyarázata határvédelemmel kapcsolatos kiadások emelkedése.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás elmúlt fél évét vegyesen értékelhetjük: míg a II. negyedévben 5 százalékos bővülést mérhettünk, addig a július–szeptemberi időszakban 1,5 százalékos visszaesés mutatkozott. A beruházás így egyértelműen elvesztette gazdaságot vezérlő szerepét. Mindezzel az év egészében lényegében stagnáltak a beruházások, így a GDP-növekedés lassulása mögött ez a tényező is markánsan megjelenik. A teljesítmény ilyen mértékű ingadozása elsősorban a bázishatásokkal és az egyedi nagyprojektek alakulásával függ össze. Az állami szféra esetében, ahol a beruházások döntően uniós finanszírozású infrastrukturális fejlesztések formájában jelentek meg, folyamatosan lassul a beruházás növekedése, bár még mindig pozitív a ráta. A beruházások visszaesése mögött így egy másik fontos tényező a versenyszféra mérséklődő teljesítménye. Ez egyrészt a 2014-ben lezárt nagy ipari beruházások magas bázisának következménye, másrészt az MNB hitelezési programja is kiemelkedő lendületet biztosított a tavalyi év azonos időszakában.

A hazai gazdaság termelési oldalát tekintve az elmúlt fél év folyamán átalakult a növekedési szerkezet. A gazdaság motorjává a szolgáltató szektor vált, miközben az ipar teljesítménye lanyhult. Az építőipar a III. negyedévben már visszaesést mutatott, valamint az agrárium is visszafogta a gazdasági növekedést. Utóbbi ágazat visszaesését a tavalyi magas bázis és az idei kedvezőtlen időjárás határozta meg, melynek következtében az elmúlt fél év során éves bázison két számjegyű zsugorodást mutatott a szektor hozzáadott értéke. Az agrárium így önmagában 0,7–0,9 százalékponttal fogta vissza az éves GDP-növekedés ütemét.

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



Forrás: KSH

Az építőiparban az elmúlt két negyedévben egy trendszerű lecsúszás mutatkozott, mely áprilisban kezdődött. Az ágazat bruttó hozzáadott értéke az április–júniusi időszakban még bővült, ám a III. negyedévben már 0,5 százalékos visszaesés mutatkozott. Az építőipar így július–szeptemberben már enyhén fékezte a gazdasági növekedést, melyre legutoljára 2013-ban volt példa. Az ágazat egyre visszafogottabb teljesítménye nem meglepetés: az elmúlt egy év folyamán tartósan zsugorodott a rendelésállomány. A szeptemberre vonatkozó legfrissebb adatok szerint közel fele akkora jelenleg az építőipari rendelésállomány volumene, mint egy évvel korábban. Az építményfőcsoportok teljesítményét vizsgálva elmondható, hogy mind az épületek építése, mind az egyéb építmények építése hozzájárult a trendszerű mérséklődéshez. Előbbi esetében az egyedi nagyprojektek, míg utóbbinál az uniós források húzta infrastrukturális beruházások kifutása a meghatározó folyamat.

Az ipar teljesítménye is egyre visszafogottabban alakult, a I. negyedévi kiemelkedő növekedés után a II–III. negyedévekben rendre 5,7 és 5,2 százalékos volt a bővülés. Ezzel az ipar elvesztette elsődleges gazdaságélénkítő szerepét. Abban a tekintetben nincs változás, hogy az ipari növekedést mindkét negyedévben az exportértékesítés vezérelte, ugyanakkor a belső kereslet is emelkedni tudott. Az iparon belül továbbra is a feldolgozóipar számít húzóerőnek, ezen belül is az autóipari teljesítmény fokozódása érezteti leginkább hatását. Ez összefüggésben van a globálisan emelkedő új autók iránti kereslettel. A járműgyártás jó teljesítményével összhangban a kapcsolódó kötődő beszállítói ágazatok is általában rendre jó teljesítményt nyújtottak az elmúlt hat hónapban. Az ipar önmagában 1,3–1 százalékponttal emelte a GDP-növekedés éves rátáját.

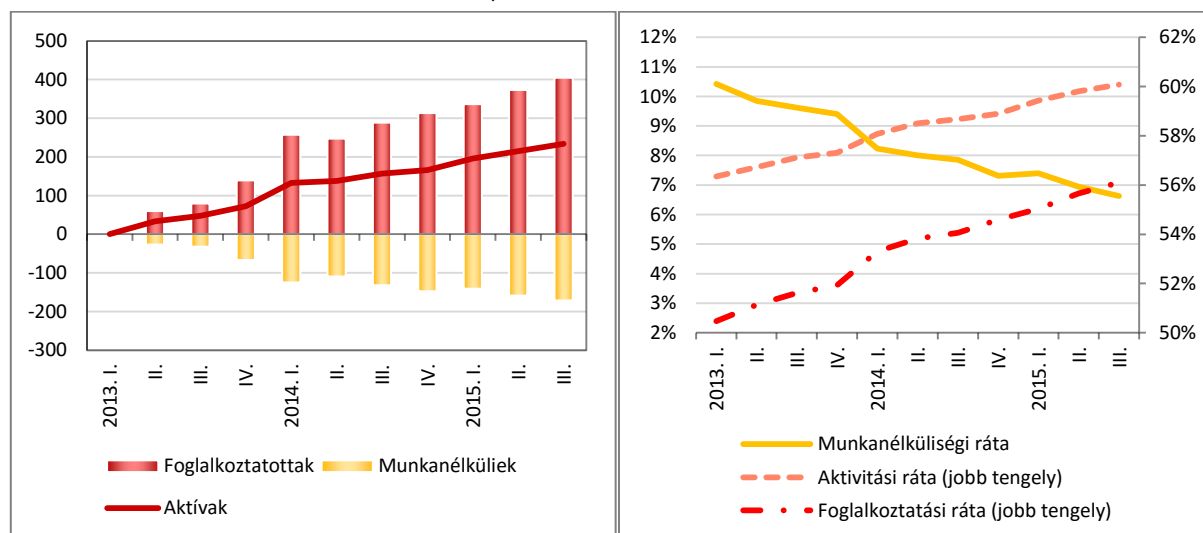
A szolgáltatások bruttó hozzáadott értékének növekedése tovább gyorsult: a II. és III. negyedévekben 2,7, illetve 3,7 százalékos növekedést mértek. Ezzel az elmúlt fél évben az

a növekedés elsődleges motorjává vált a terciér szektor. Szinte az összes szolgáltató ág bővülni tudott, a kivételt a pénzügyi, biztosítási tevékenység jelentette a lakosság folytatódó mérlegalkalmazkodása miatt (forintosítás, banki elszámolás). Azonban a III. negyedévben már közel stagnált a teljesítmény. Átlag feletti növekedést regisztrált a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, összhangban a turizmus erősödésével. Az információ, kommunikáció ágazatot pedig a számítástechnikai szolgáltatások húzták az elmúlt fél évben.

Munkaerő-piaci folyamatok

A kedvező munkaerőpiaci folyamatok 2015 II. és III. negyedévében is folytatódtak, mind a foglalkoztatás, mind pedig az aktivitás számottevő mértékben emelkedett. A munkával rendelkezők szezonálisan kiigazított száma 68 ezer fővel nőtt, amely a növekvő munkakeresleten keresztül a munkakínálat növekedését is ösztönözte. Ugyanakkor az aktívak számának növekedése ennél csak kisebb mértékben, 38 ezer fővel bővült, amiben a demográfiai folyamatok (a munkaképes korúak csökkenő száma, idősebb korúak növekvő aránya) is közrejátszanak. Előbbi folyamat következményként, illetve a még emellett is növekvő foglalkoztatás és aktivitás következtében, mind a dolgozók, mind pedig az aktívak aránya tovább emelkedett a korábbi historikus csúcsról. Az utóbbi mutató értéke 2015 III. negyedévében meghaladta a 60 százalékot, míg a foglalkoztatási ráta 56,1 százalékra emelkedett. A foglalkoztatotti bővülés nagyobb része az önfoglalkoztatáshoz és a 4 főnél kisebb vállalatokhoz köthető, így kijelenthető, hogy a piaci környezet a lassuló konjunktúra ellenére is kedvez az új vállalkozások létrejöttének. A munkanélküliségi ráta az elmúlt két negyedévben tovább csökkent, értéke a III. negyedévben 6,6 százalékon állt.

6. ÁBRA: A FOGLALKOZTATOTTAK, A MUNKANÉLKÜLIEK ÉS AZ AKTÍVAK SZÁMÁNAK (2013 I.=0), ILLETVE A MUNKANÉLKÜLISÉGI-, AZ AKTIVITÁSI ÉS A FOGLALKOZTATÁSI RÁTA ALAKULÁSA



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A bérek növekedési üteme jelentősen felgyorsult. Július és szeptember között a nemzetgazdasági bruttó átlagbér 4,5 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban,

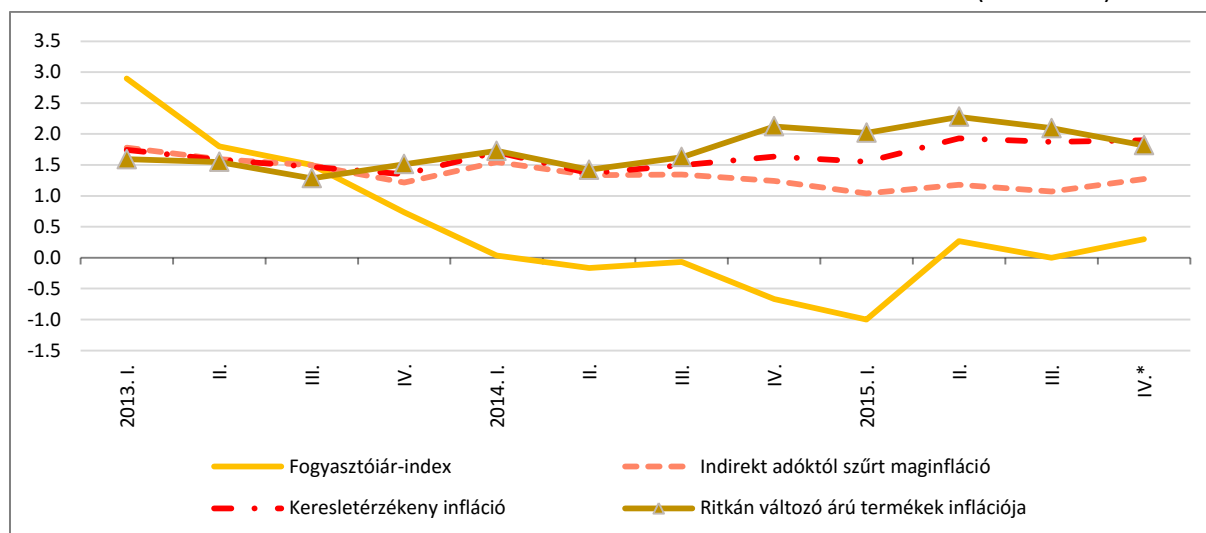
szemben az április és június között tapasztalható 2,9 százalékos értékkel. A bérek emelkedése elsősorban a közszférában tapasztalható bérrendezések (rendvédelmi-, illetve szociális szférában dolgozók) eredménye, azonban a növekvő munkakereslet és a feszes munkaerőpiac a versenyszféra béreit is kedvezően befolyásolta. Mivel a III. negyedévben éves viszonylatban az árszínvonal nem változott, így a nominális és a reálbérek növekedési üteme megegyezett.

Infláció

Az infláció az idei II. és III. negyedév során érdemben alig változott, vagyis továbbra is nyomott, 0 százalék körüli a pénzromlás üteme. Mindazonáltal az év elejéhez képest erősödött az árnyomás a gazdaságban, melynek elsődleges meghatározó tényezője a rezsicsökkentések bázisba kerülése. Novemberben már 0,5 százalékkal emelkedtek az árak éves összevetésben. Az infláció ezzel továbbra is messze elmarad a jegybank 3 százalék ± 1 százalékpontos célsávjának aljától is.

A továbbra is igen mérsékelt áremelkedési ütem két tényező következménye: az egyik, hogy a rezsicsökkentés legutolsó hulláma még némileg érezteti hatását, ám a háztartási energia árának csökkenése már kevesebb, mint 1 százalék volt az elmúlt hónapokban. A másik legfőbb tényező az alacsony infláció mögött a tartósan alacsony, sőt ismételtlen csökkenő olajár, amely az üzemanyagárakon keresztül érezteti markáns leszorító hatását. Az év egészét tekintve 12,5 százalékkal esett éves bázison a járműüzemanyagok ára.

7. ÁBRA: AZ INFLÁCIÓ ÉS AZ INFLÁCIÓS TRENDMUTATÓK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



* Csak az október–novemberi adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

A novemberben mért pozitív infláció mögött a költségsokkokat ellensúlyozó széles bázisú áremelkedés mutatható ki. Az élelmiszerek és a tartós fogyasztási cikkek ára 2-2 százalékkal emelkedett, ami évek óta nem látott erős inflációnak felel meg. Az élénkülő ingatlanpiaccal összefüggésben pedig a lakbérek is jelentősen, mintegy 5 százalékkal nőttek. A szolgáltatások

áremelkedési üteme ugyanakkor némiképp mérséklődött. Ennek oka, hogy az üdülési és egészségügyi szolgáltatások drágulását ellensúlyozta a pénzügyi szolgáltatások áresése.

Az MNB által kalkulált inflációs trendmutatók továbbra is tartósan alacsony inflációs környezetre utalnak, értékük elmarad a jegybanki céltól. A keresletérzékeny infláció enyhe emelkedése azonban a belső kereslet élénkülésére, a kereslet oldali árnyomás lassú felépülésére utal.

Monetáris és pénzügyi kondíciók

Az MNB júliusi kamatdöntő ülésén 15 bázisponttal 1,35 százalékra mérsékelte az irányadó rátáját, továbbá bejelentette a kamatvágási ciklus lezárását. A Monetáris Tanács véleménye szerint a második kamatcsökkentési ciklus lezárásával az alapkamat arra a stabil, az egyensúly eléréséhez szükséges szintre került, amelynek a tartós fenntartása biztosítja az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését. 2015. szeptember 23-tól az irányadó instrumentum a 3 hónapos betét, így ennek kamata 1,35 százalék. Az MNB 2015. szeptember 25-i hatállyal eltolta a kamatfolyosót: 25 bázisponttal csökkentette az O/N betéti és hitel kamatát 0,1, ill. 2,1 százalékra. A cél ezzel a lépéssel a likviditás áterelése az MNB-nél elhelyezett betétek helyett az állampapírpiacon.

2015. november 3-án jelentette be a Magyar Nemzeti Bank a kis- és középvállalkozások hitelezése tekintetében új korszakot jelentő Növekedéstámogató Programját (NTP). E program két részből áll: egyrészt az NHP-hoz hasonló, azt kivezető (illetve meghosszabbító) kétszer 300 milliárd forintos 2016-ban felhasználható hitelprogramból (NHP III.). Másrészt egy a piaci hitelezést támogató programból (Piaci Hitelezési Program, PHP), amely egy sor piaci hitelezési elemet tartalmaz, és megkönnyíti a bankok hitelezési pozícióját az enyhébb tőkekövetelményekkel és kamatkockázat átvállalással.

Az NHP III. első pillére 300 milliárd forintos keretről szól, ahol a bankok 0 százalékon kapnak hitelt az MNB-től, míg ők maximum 2,5 százalékon hiteleznek tovább a kkv-k számára. Másrészt azonban új elem a devizahitelezés elindítása a kkv-k számára. Itt olyan vállalatok juthatnak devizahitelhez, amelyeknek a bevétele is devizában keletkezik, azaz így nem nyílik, hanem záródik a nyitott devizapozíciójuk. A keret 300 milliárd forintnak megfelelő euróösszeg. A maximálisan felvehető összeg nagysága 1 milliárd forintra csökkent a korábbi 10 milliárd forintról, annak érdekében, hogy minél több vállalkozás jusson hitelhez. Másrészt pedig a program a kisebb vállalkozásokra kíván fókuszálni, hiszen itt elsősorban olyan hitelfelvételek történtek, amelyek piaci feltételek mellett az NHP nélkül nem történtek volna meg (pótlólagos hatás).

A PHP három részből áll. Egyrészt egy kamatkockázat átvállalási elemet (kamatcsere) tartalmaz a bankoktól és egy preferenciális betételhelyezési lehetőséget, amely azt jelenti, hogy a tartalékelőírás felett a jegybanknál tartott betétek is kedvezően kamatoznak. Ezt a lehetőséget a kkv hitelezési állományát bővítő ún. aktív bankok kapják csak meg. Másrészt a

banki tőkekövetelményeknél előnyösebb lehetőséghez juthatnak a bankok. Harmadrészt pedig a vállalati hitelezést elősegítendő a jegybank kialakít egy hitelinformációs rendszert, amely a hitelkockázatok jobb modellezésének lehetőségét teremti meg.

Az év második részében (pontosabban a június eleje – november vége időszakban) a hitelezést jellemző szezonális miatt az NHP II. igénybevétele jóval erőteljesebb volt. A nyári és őszi hónapokban a hitelezés a várakozásunknak megfelelően felfutott, továbbá az NHP második szakaszának havi igénybe vétele érdemben meghaladja az előző év azonos időszakának értékét. A program kihasználtsága 2015 novemberének végére összesen 1183 milliárd forintot tett ki.

2015. augusztus 24-én rögzítették az MNB, a Kormány és a Bankszövetség megállapodása révén a devizában denominált autóhitelek devizaárfolyamát, amely szerint december 1-jétől megszűnik az adósok további forintárfolyam gyengülésből származó árfolyamkockázata. 2015. december 1-jén a hitelösszegeket a svájci franknál 287,2, míg az eurónál 309,2 forintos árfolyamon váltják át forintra. Az autóhitelek számára december közepén érkezik meg az a kedvezmény, ami az árfolyamrögzítés és a jelzáloghitelek forintosításánál használt árfolyamok közötti különbséget jelenti. Ez az összeg 31 milliárd forintot tesz ki a közel 200 ezer szerződésnél, amely 1 milliárd eurós devizában denominált autóhiteles állományt érint. Az adósok számára az árfolyam különbséget fele-fele részben a Kormány és a bankok állják. A forintosításhoz szükséges devizát a jegybank a devizában denominált jelzáloghitelek forintosításánál megszokott módon a bankok rendelkezésére bocsátotta devizatartalékaiból tender formájában.

A bankadót csökkenti a Kormány, mivel november végén törvényjavaslatot¹ nyújtott be az Erste–EBRD-vel kötött megállapodása alapján. Ennek értelmében a bankadó mértéke hitelintézet esetében az adóalap (mérlegfőösszeg) 50 milliárd forintot meg nem haladó részére 0,15 százalék, az e feletti részre

- 0,31 százalék lesz 2016-ban;
- és 0,21 százalék lesz 2017-ben és 2018-ban.

A törvényjavaslat értelmében azok a bankok, amelyeknél a háztartásoknak vagy kis- és középvállalkozásoknak nyújtott hitelek 2015. év végi állományához képest a következő évi állomány magasabb, adókedvezményben részesülnek. A 2016-ban fizetendő bankadó mértéke nem haladhatja meg a 2015. évben fizetett különadó 45 százalékát. A 2017-es és a 2018-as adóévre fizetendő bankadó nem haladhatja meg a 2015. évre fizetendő bankadó összegének 30 százalékát.

¹ T/7831. számú törvényjavaslat az államháztartás egyensúlyát javító különadóról és járadékról szóló 2006. évi LIX. törvény és egyes adótörvények módosításáról.

A Parlament törvényalkotási bizottsága 2015. december 10-én módosító javaslatot nyújtott be. Ennek értelmében négy ismérve változna a bankadónak:

- a bankadó számítási alapja a 2009. évi mérlegfőösszeg lenne továbbra is, és nem a 2014. évi mérlegfőösszeg;²
- az 50 milliárd feletti mérlegfőösszegre a kulcs nem 0,31 százalék, hanem 0,24 százalék lenne;
- kikerülne a törvényből az aktív bankokra vonatkozó kedvezmény, azaz a hitelezési aktivitást a 2016. évi bankadó megállapításánál nem kell figyelembe venni (ez az EU-val megegyező álláspont);
- továbbá kikerülne az is, hogy a 2016-ban fizetett különadó mértéke nem haladhatja meg a 2015-ben fizetendő különadó 45 százalékát.

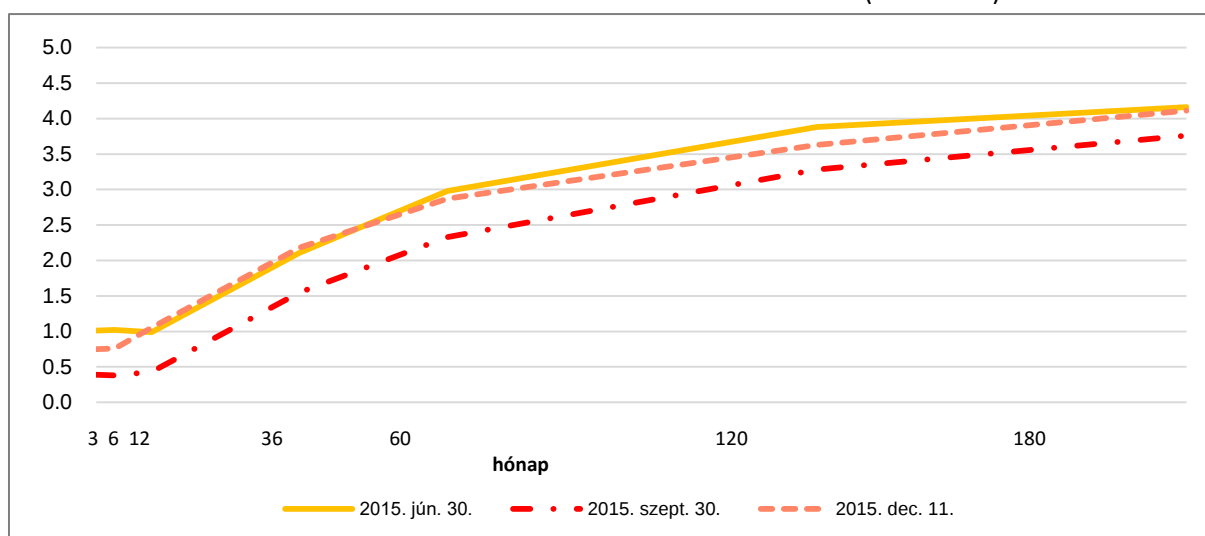
A nagy nemzetközi hitelminősítő intézményeknél hazánk besorolása a befektetésre nem ajánlott szint legmagasabbján maradt. Az elmúlt fél évben csak a Moody's javított Magyarország szuverén adósságának besorolásán azzal, hogy stabilról pozitívrá változtatta a kilátásokat. Indoklásában a hitelminősítő kiemelte, hogy az államadósság egésze és annak devizaaránya is csökkenő trendet mutat, azaz a forintban kifejezett értéke kevésbé kitett az árfolyam ingadozásoknak. Továbbá a lakosságot és a bankszektor terhelő devizahitelek kivezetésével jelentősen csökkent a magyar gazdaság külső sérülékenysége. Várakozásunk szerint az államadósság devizaarányának további csökkenése esetén jövőre a Fitch lehet az első, aki visszaemeli Magyarországot a befektetésre ajánlott kategóriába.

Magyarországon a devizában fennálló éven belüli kötelezettség a 2014. év végi 21,1-ről 2015. év közepére 23,8 milliárd euróra nőtt – a kötelezettségek berövidülése miatt –, miközben a devizatartalékok enyhén csökkentek 34,6-ról 32,1 milliárd euróra. Így a Greenspan–Guidotti-szabály által előírt 1-es küszöbértéket az elmúlt félévben bekövetkező csökkenés ellenére is jócskán felülmúlja a hazai ráta.

Az EKB további monetáris lazítást tervezett és kommunikált. Egyrészt a betéti kamatok további csökkentését ütemezte (–30 bázispontra), továbbá 20 nem konvencionális monetáris lépés háttérelvezését végezte. Ennek egyike az eszközvásárlási program kibővítése időben és összegben. Ezen lépések bevezetésének tervezése a dollárt erősítette és az euró gyengülését idézte elő. Végül december 3-án az EKB ugyan az overnight betéti kamatot további tíz bázisponttal csökkentette, de meglepetésre a kötvényszerzési program összegét nem növelték meg (maradt a havonkénti átlagosan 60 milliárd eurós összeg), csak annak futamidejét terjesztették ki 2017. március végére.

² Ez a rész szembemegy az Erste–EBRD–Kormány megállapodással, ahol a 2014. évi alacsonyabb 29 002 milliárd forintos banki mérlegfőösszeg lenne a kiindulási alapja a 2009. évi 30 439 milliárd helyett.

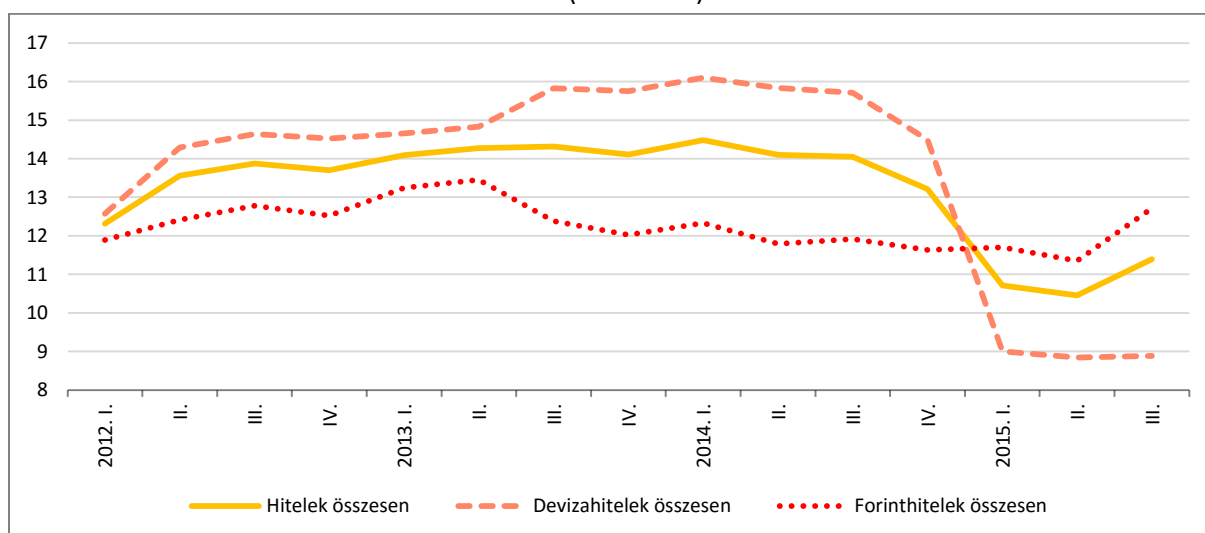
8. ÁBRA: A REFERENCIAHOZAM-GÖRBE VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: ÁKK Zrt.

A hazai másodpiaci állampapír hozamgörbe kis mértékben módosult az elmúlt fél évben, ha a június végi és a december 11-i hozamok közötti különbségeket vizsgáljuk. A szeptember 30-i értékek minden lejáratnál alacsonyabbak, azaz a hozamgörbe lejjebb tolódott azáltal, hogy a jegybank júniustól kezdődően folyamatosan az állampapírpiacon terelte a jegybanki kéthetes betétben lévő likviditást. A piac nem várt további jegybanki kamatcsökkentést, de a meglehetősen nagy piaci likviditás miatt a rövid hozamszint jelentősen alatta maradt a jegybanki alapkamatnak. A külföldiek által tartott állampapír-állomány 491 milliárd forinttal csökkent, amely ügyletekhez kapcsolódó átváltás gyengíthette a forint euróárfolyamát is.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB Hitelintézeti szektorról szóló negyedéves időszora alapján 2015 II–III. negyedévében a lakossági szegmensben nőtt, míg a vállalati szegmensben csökkent a 90 napon túl

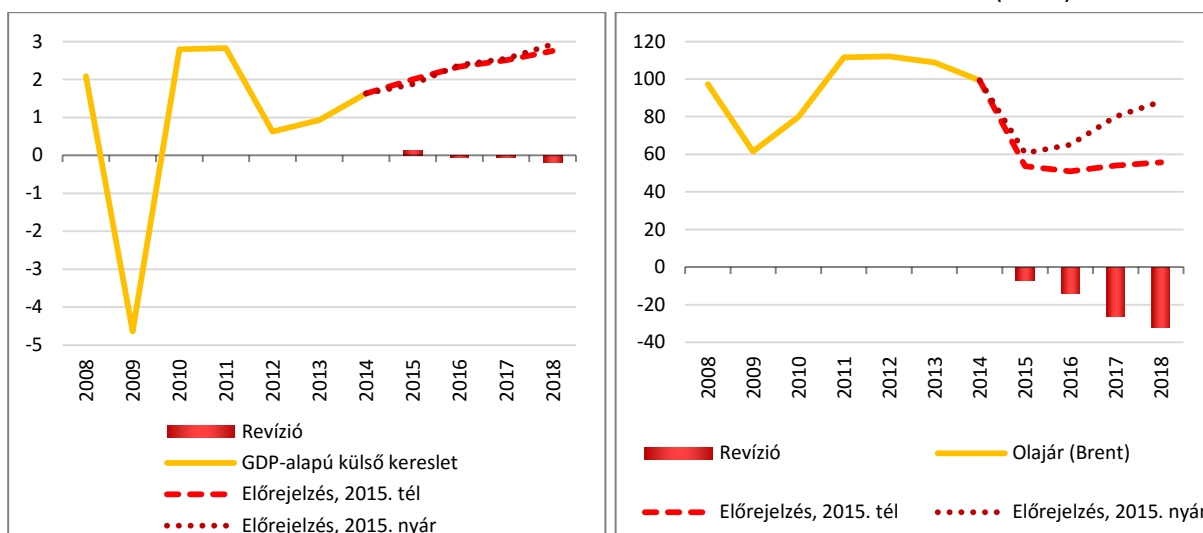
késedelembe lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. Az elszámolás következtében a bankok visszafizetései jelentősen csökkentették a hiteladós tartozását a második negyedévben. A III. negyedévre már csak a lezárt végtörlesztés, továbbá egyes forinthitelek elszámolásai maradtak. Utóbbi esetben fontos kiemelni, hogy a banki perek őszi lezárulását követően sok esetben még csak most történik meg az elszámolás, ami eddig tehát nem lehetett teljes körű. Ebből fakadóan a lakosság számára a későbbi negyedévekben várható banki transzfer.

A várható makrogazdasági pálya (2015–2018)

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

A magyar export iránt megnyilvánuló, GDP-alapú külső kereslet az elmúlt fél évben élénkült, elsősorban a főbb külkereskedelmi partnereink esetében mutatkozó jobb gazdasági teljesítmény következtében. A régiós és a német gazdaság növekedése kellő keresletet biztosít az idei év során a magyar export dinamikus növekedéséhez. A javuló külső teljesítményhez hozzájárult a szigorúbb fiskális és a lazább monetáris politika. Az eddigi tényadatokat és az utolsó negyedévben is erősödő külső konjunktúrát figyelembe véve téli alappályánkon az aggregált külső kereslet 2 százalékos növekedését várjuk 2015-ben.

10. ÁBRA: BAL: A GDP-ALAPÚ MAGYAR KÜLSŐ KERESLET ALAKULÁSA (ÉV/ÉV, %)
JOBB: A BRENT TÍPUSÚ OLAJ HORDÓNKÉNTI ÁRÁNAK ALAKULÁSA (USD)



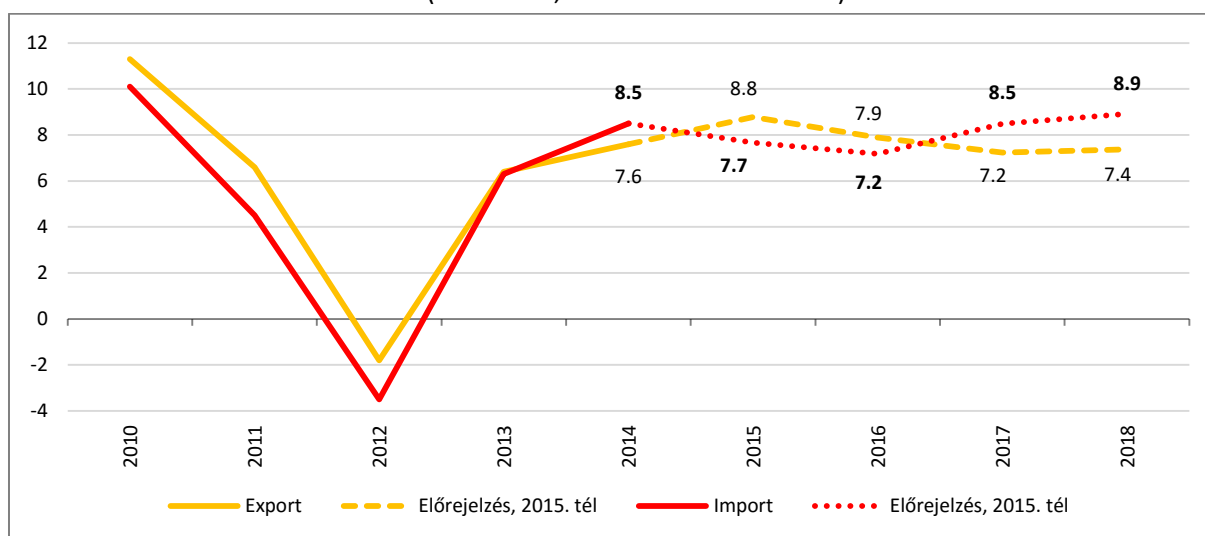
Forrás: Thomson Reuters Datastream, Eurostat, Századvég-számítás

A külső kereslet pályája feltevésünk szerint a teljes előrejelzési horizonton folytathatja a növekedést, mindazonáltal a nyári feltevésünkhöz képest valamivel lanyhább növekedésre számítunk. A középtávú negatív revízió elsődleges oka a keleti fejlődő országok, leginkább Kína gazdasági lassulása, mely közvetetten módon negatívan hat a magyar termékek és szolgáltatások iránt megnyilvánuló keresletre is. Szintén a gazdasági növekedést lassítja az a tartósan alacsony olajár pályája is. A külső keresletre ugyanakkor pozitív hatást jelenthet, amennyiben az EKB további monetáris lazításra szánja el magát. Feltevésünk szerint így az előrejelzési horizont végéig fennmaradhat a likviditásbőség, ösztönözve az európai régió növekedését. Hosszabb távon a geopolitikai feszültségek is oldódhatnak, ami kedvezően hathat a világkereskedelem alakulására. Mindezeket figyelembe véve azt feltételezzük, hogy a magyar termékek iránt megnyilvánuló külső kereslet 2018-ig 2,75 százalékra erősödhet.

A Brent típusú nyersolaj ára 2015 őszén ismét csökkenésnek indult és novemberre már elérte a 40–45 dolláros sávot. Ennek hatására az idei év egészében is jóval alacsonyabb lehet a nyersanyag ára (53,7 dollár), mint arra nyáron számítottunk. Középtávon a határidős árak iránymutatása szerint tartósan alacsony szinten ragadhat az olaj ára és csak mérsékelt növekedés jelezhető előre. A kínálati oldalon egyelőre nincs nyoma sokkhatásnak, vagyis tartósan fennmaradhat a túlkínálat, melyben szerepet játszik Irány visszatérése a piacra. Hosszabb távon azonban kockázatot jelent az olajkutatás és –kitermelést érintő beruházások radikális visszaesése. A keresletet a nyersanyagigényes fejlődő gazdaságok növekedésének lassulása hűti. Az olajra szintén nyomást helyezhet a Fed kamatemelési ciklusa, ami az amerikai dollár további erősödését indukálhatja. Előrejelzésünk szerint a Brent olaj jegyzésére 2016 folyamán átlagosan 51 dollár/hordó lesz, ami a piaci konszenzus alsó tartományában helyezkedik el. 2017–2018 folyamán az árak lassú korrekcióját, a jegyzésár hordónként 54–56 dollárra történő emelkedését várjuk.

A magyar exportra vonatkozó várakozásunkat negatív irányban befolyásolta, hogy a legfrissebb globális növekedési előrejelzések kedvezőtlenebb képet mutatnak, mint fél évvel korábban. Bár az idei év a korábban vártnál kedvezőbb exportbővülést hozhat, főként a javuló cserearány és a historikusan magas ipari kapacitáskihasználtság miatt, a következő években ezt az ütemet nem lesz képes tartani a hazai gazdaság. Jövőre jelentős lassulásra számítunk, első sorban az idei évi magas bázis miatt. A 2017–2018-as éveket tekintve az újabb kapacitások kiépítésének hiányában az exportszektor növekedése „korlátozott” lehet. Mindazonáltal a folyamatosan javuló külső kereslet képes lehet középtávon is 7 százalék felett tartani az export volumenének növekedési rátáját.

11. ÁBRA: AZ EXPORT ÉS AZ IMPORT ALAKULÁSÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉS
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV BÁZISÁN)



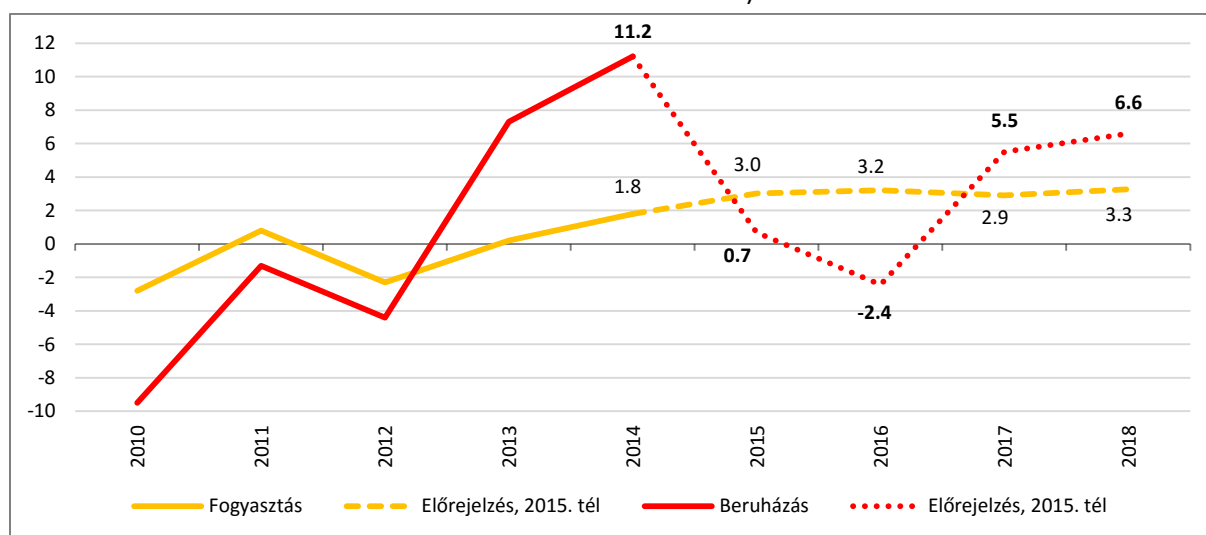
Forrás: KSH, Századvég-számítás

Az import esetében összességében a tavalyi évhez képest mérséklődő dinamikára számítunk, amit az eddigi három negyedév tényadatai is alátámasztanak. Szintén a lassulás irányába mutat a beruházási dinamika visszaesése. Ezeket némileg ellentételezi a felfutó fogyasztás. 2015-ben 7,7 százalékos importbővülést várunk, jövőre ennél csekélyebb ütemmel számolunk. A további lassulás elsődleges oka a beruházások visszaesése, valamint a lanyhább export miatt is csökkeni importigény. 2017–2018-ban újból jelentősen élénkülő importnövekedéssel számolunk, melynek üteme meghaladhatja az export rátáját is. A dinamizálódó behozatal legfőbb oka, a beruházások újbóli beindulása és a fogyasztás további élénkülése.

A fenti folyamatok fényében a külkereskedelmi aktívum 2016-ig tovább bővíthet, így pozitívan járulva hozzá a gazdaság éves teljesítményéhez. Ezt követően azonban a nettó export gazdaságot ösztönző szerepe halványulhat, mindazonáltal az export magasabb szintje miatt a külkereskedelmi aktívum továbbra is pozitív marad, ami így nem jelent veszélyt az ország külső sérülékenysége nézve.

A háztartások fogyasztási kiadása 2015 során dinamikusán bővíthet a 2014. évben tapasztaltnál képest. Ebben mind piaci, mind gazdaságpolitikai intézkedések szerepet játszanak. A rendelkezésre álló jövedelmet bővíti ugyan a javuló munkaerő-piaci helyzet, az emelkedő reálbérek, valamint a bérrendezés, a banki elszámolás és a forintosítás. Az idei évben ugyanakkor még korlátozhatja a fogyasztást az óvatossági motívum és a mérlegalkalmazkodás, mely csak a jövő évben enyhülhet érdemben.

12. ÁBRA: A FOGYASZTÁS ÉS A BERUHÁZÁS ALAKULÁSÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉS (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV BÁZISÁN)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

2016-ban a fogyasztási dinamika erősödésére számítunk, melynek oka a banki elszámolás áthúzó hatása, mivel számos esetben a banki perek csak tél elején zárultak le, és ekkor készülnek el az elszámolások. A korábban vártnál alacsonyabb lesz az infláció is, ami így

tovább növeli a reálbéreket és a fogyasztási hajlandóságot. Szintén segíti a fogyasztást a családi adókedvezmény kiterjesztése és a szja kulcsának 1 százalékpontos csökkentése, valamint a különböző bérrendezések. A 2017-es időszakban az előző évi egyszeri hatások bázisba kerülése visszafogja a fogyasztás dinamikáját, amely így is 3 százalék közelében maradhat. A 2018. évben azonban ismételten élénkülésre számítunk, mivel várakozásunk szerint ekkora végleg lezárulhat a mérlegalkalmazkodás folyamata. A GDP-nél is gyorsabban bővülő fogyasztás is erre utal, valamint arra, hogy egyre feszesebb lehet a munkaerőpiac.

A beruházások 2014. évi kimagasló növekedési üteme magas bázist jelent a felgyorsított uniós forráslehívás következtében. Ennek hatásait már láthattuk az első három negyedév során, amelyben összességében stagnáltak a beruházások. Mindazonáltal egy erős IV. negyedévre számítunk, tekintettel arra, hogy még idén be kell fejezni a folyó projekteket, hogy a hozzájuk kapcsolódó uniós kifizetések teljesíthetők legyenek. Mindezeket figyelembe véve még idén is pozitív lehet a bruttó állóeszköz-felhalmozás növekedési üteme. Jövőre a beruházási dinamika visszaesését várjuk, mivel az új uniós tervezési időszakhoz kapcsolódó programok kiírása késésben van, így a források jelentős beszűkülésére lehet számítani. Az állami szféra beruházásának csökkenését némileg ellensúlyozhatja az élénkülő vállalati beruházás, amelyben meghatározó szerepet játszhat az MNB új Növekedéstámogató Programja. Meglátásunk szerint azonban a program csak arra lesz elég, hogy némileg tompítsa a beruházások csökkenését.

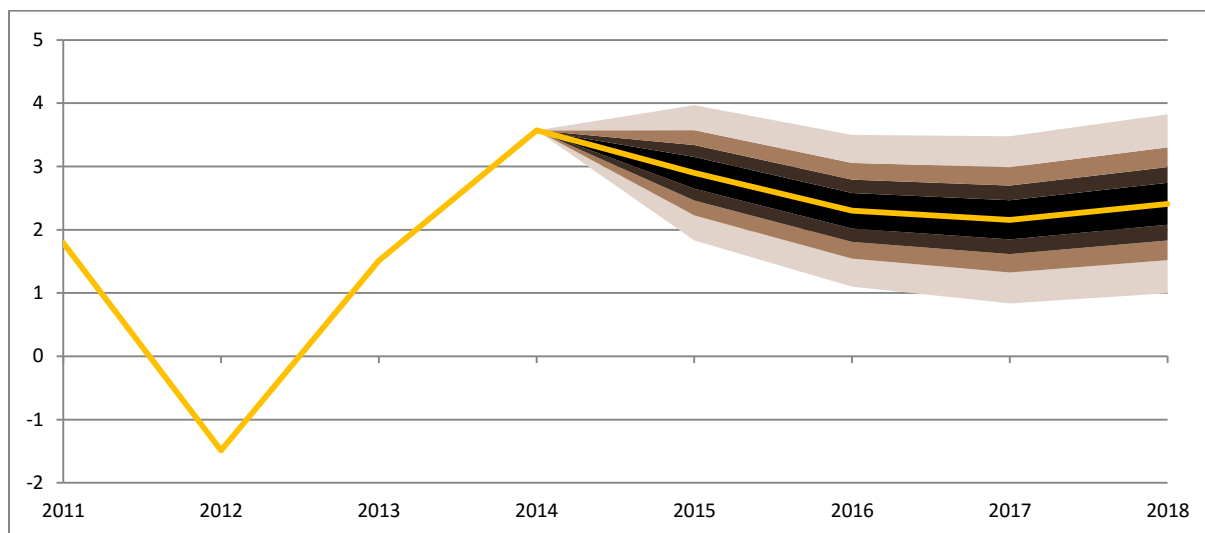
A 2017–2018-as időszakban a bruttó állóeszköz-felhalmozás erősödő növekedését várjuk. Az uniós források körüli helyzet rendeződése, az új programok felfutása az állami szféra, a tartósan kedvező gazdasági kilátások a versenyszféra oldaláról jelentenek ösztönzőt. Szintén kedvezhet a beruházásnak a tartósan alacsony kamatkörnyezet, amely negatív reálkamatot hoz és így ösztönzi a piaci alapú beruházásokat is.

A GDP-növekedés 2015 elmúlt fél évében mutatott lassulása előrevetíti, hogy az idei évben a tavalyinál kedvezőtlenebb gazdasági teljesítményre számíthatunk. Ebben meghatározó szerepet játszik a mezőgazdaság és az építőipar visszaesése. Ugyanakkor a végső fogyasztás szerepének erősödése és a továbbra is magas külkereskedelmi aktívum jelentős pozitív hatást gyakorol majd a növekedésre. A belső felhasználási tételek esetében elsősorban a fogyasztás lesz a meghatározó. Összességében kiegyensúlyozott szerkezetű, 2,9 százalékos GDP-növekedést várunk.

A jövő évi gazdasági kilátások is kedvezőtlenebb képet festenek a nyáron várthoz képest. Ennek elsődleges oka, hogy a globális növekedési és kereskedelmi kilátások negatív irányban módosultak, ami kihat a nettó export növekedést élénkítő szerepére. A beruházások esetében zsugorodásra, így növekedést korlátozó hatásra számítunk. A fogyasztásra erősödése nem tudja ellensúlyozni a külső forrásból fakadó növekedési hatás mérséklődését. Várakozásunk szerint jövőre a belső felhasználás így is pozitívan járul hozzá a növekedéshez, melynek mértéke közelíti a külkereskedelem szerepét, de továbbra is utóbbi marad a főbb

hajtóerő. A Fed kamatemelésének hatását (tőkekiáramlás) a hazai adósságbesorolás jövő évre várt javítása és az EKB további lazítása képes lehet ellensúlyozni, így ennek érdemi gazdaságot befolyásoló szerepével nem számolunk. A magyar gazdaság növekedési üteme 2016-ban 2,3 százalékos lehet.

13. ÁBRA: A KÖZÉPTÁVÚ GDP-ELŐREJELZÉS LEGYEZŐÁBRÁJA



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A 2017–2018-as időszakban a növekedési ütem stabilizálódására, 2,2–2,4 százalék körüli teljesítményre számítunk. Várakozásunk szerint a növekedés így a potenciális növekedés ütemével közel megegyező mértékű lehet. Mindez egyben azt is jelenti, hogy a 2015-ben záruló és 2016-ban már enyhén pozitív kibocsátási rés nagyjából változatlan marad, az előrejelzési horizontunk végén. Ezzel kalkulációnk szerint az output gap +0,6 százalékot tehet ki a potenciális GDP-hez mérve. A növekedés szerkezetét illetően középtávon egy a belső keresletre erősen támaszkodó magyar gazdaságot várunk.

Prognózisunk szerint a munkaerőpiac helyzete mind az idei évben, mind pedig 2016-ban tovább javul, mindamellett, hogy a növekedési ütem lassuló tendencia szerint alakul. A munkával rendelkezők száma idén 2,7 százalékkal, jövőre 1,8 százalékkal növekedik, amely 2017-ben és 2018-ban 1,3 százalék körül stabilizálódik. Ezzel szemben az aktívák tekintetében 2015-ben 1,6 százalékos, majd 2016 és 2018 között 1 százalék körüli növekedési ütemet várunk. A munkanélküliségi ráta az idei 6,8 százalékról 2016 végéig 6,1 százalékra csökken, majd ezt követően nem változik jelentős mértékben az előrejelzési időhorizont végéig.

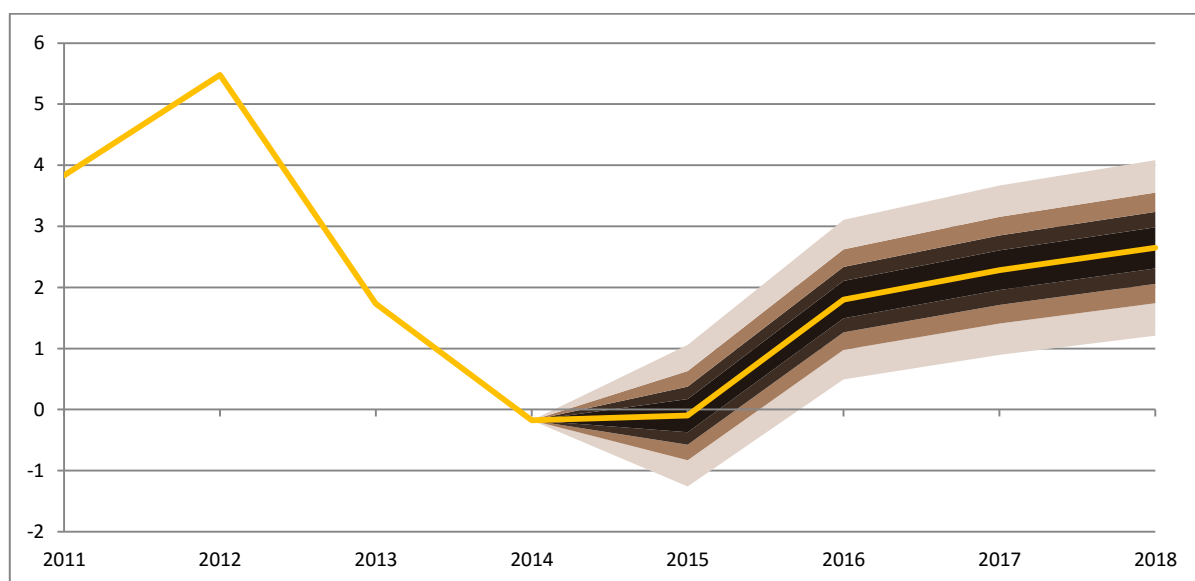
A lassuló növekedést a gyengülő konjunktúra és a munkaerőpiac kínálati bázisát adó munkaképes korú népesség csökkenése okozza. Utóbbi tényező elsősorban az aktivitás bővülése elé állít korlátot, ami a már feszes, de az elkövetkező években még feszesebbé váló munkaerőpiacon keresztül a foglalkoztatás növekedését is visszafoghatja. Középtávon negatív irányú kockázatként jelentkezhet a növekvő munkaerőhiány, ami azonban

rövidtávon még nem befolyásolja számottevő mértékben a főbb munkaerőpiaci folyamatokat.

A bérek tekintetében jelentős mértékű növekedést várunk elsősorban a kormányzat bérrendezésekre vonatkozó hosszú távú terveinek eredményeként. A feszes munkaerőpiac miatt a versenyszférában a mérséklődő gazdasági növekedés nem befolyásolja számottevő mértékben a bérfolyamokat, ugyanakkor a bérek viszonylagos merevsége miatt a növekvő infláció negatívan érinti a reálbérek alakulását. Így 2015–2016-ban 3,8, míg az előrejelzési időhorizont második felében 3 százalék körüli reálbér-emelkedést prognosztizálunk.

Az éves bázisú infláció előrejelzésünk szerint 2015-ben jelentősen elmarad a jegybanki céltól, –0,1 százalék körül alakulhat. Ennek elsődleges oka, hogy az idei évben a szabályozott árak csökkentése, a tartósan alacsony, sőt az utóbbi hónapokban ismét csökkenő olajár és a globálisan továbbra is mérsékelt árnyomás visszafogják a hazai inflációt. 2016 folyamán e hatások bázisba kerülésével már a pénzromlási ütem fokozatos erősödésére számítunk. A fogyasztás élénkülése és a pozitív kibocsátási rés már a kereslet oldali inflációs nyomás enyhe felépülését biztosítja. Ezzel szemben jövőre az olajárak további csökkenésére számítunk, valamint a tartósan alacsony külső infláció is mérsékli a hazai pénzromlási ütemet. Előrejelzésünk 1,8 százalékra teszi a várt éves átlagos infláció mértékét, miközben az év végére is csak a jegybanki célsáv alját érheti el a ráta. Várakozásunk szerint a tartósan nyomott inflációs környezet 2018-ig fennmarad, előrejelzési horizontunk végére érheti el a pénzromlási ütem a jegybanki célt. Ennek oka, hogy a pozitív kibocsátási rés nem bővül tovább, így nem válik túlfűtötté a gazdaság. A külső infláció is csak lassan épülhet fel, melynek hatását az általunk várt erősödő forint is tompítja.

14. ÁBRA: A KÖZÉPTÁVÚ INFLÁCIÓS ELŐREJELZÉS LEGYEZŐÁBRÁJA



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A fenti inflációs folyamatok fényében a hazai monetáris politika tartósan laza maradhat, amennyiben a nemzetközi pénzügyi helyzet ezt megengedi. A Fed kamatemelésének hatását az EKB és a régiós jegybankok további lazítása ellensúlyozhatja, így az elkövetkező egy-két évben a forint drasztikus gyengülésére nem számítunk. Jövőre várhatóan a nemzetközi hitelminősítők befektetésre ajánlott kategóriába sorolhatják a magyar állampapírokat, ami kordában tarthatja a forint árfolyamát. A globálisan is fennmaradó mérsékelt inflációs környezet, a hazai gazdaság ciklikus pozíciója és az alacsony inflációs várakozások is elősegíthetik az alapkamat 1,35 százalékon tartását 2017 második feléig. Várakozásunk szerint 2017 végén már megkezdődhet egy lassú kamatemelési ciklus, mivel a monetáris politika számára releváns időhorizonton érdemi inflációs nyomás keletkezik a gazdaságban. A megkezdődő szigorítás hatására 2017 végére 1,75 százalékon állhat az irányadó ráta. Tekintettel a gazdasági növekedés törekénységére, valamint az inflációs célsáv rugalmasságára, várakozásunk szerint a jegybank középtávon a hosszú távú egyensúlyi kamatrátához (4,5 százalék) képest laza monetáris politikát folytat majd, ezzel is támogatva a gazdasági növekedést. 2018 végére 3 százalék közelébe emelkedhet az irányadó ráta.

Az államháztartási helyzet prognózisa

A 2015. évi költségvetés

2015 júniusában az Országgyűlés elfogadta az idei évi költségvetésről szóló törvény első módosítását.³ A módosítás eredményeképp az államháztartás központi alrendszerének bevételi főösszege 16 359,7 (+46,9 Mrd), a kiadási főösszeg 17 252,1 (+61,9 Mrd), a tervezett hiány 892,4 (+15,0 Mrd) milliárd forintra módosult.

- A törvénymódosítás egyik legfontosabb momentuma a BKV Zrt. 52,3 milliárd forint értékű adósságának állami átvállalása. Az átvállalás aktualitását az adta, hogy a társaság korábbi hitele az idei évben jár le, ezért a módosítással ezt a viszonyt hosszabbítják meg.
- A módosítás megteremtette a szükséges forrást az Erste Bank Hungary Zrt. kisebbségi tulajdoni részesedésének állami tulajdonba kerüléséhez, számszerűen 15 milliárd forintot. Az állam az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bankkal közösen 15 százalékos kisebbségi tulajdont szerzett az Erste Bank hazai leányvállalataiban, ezen keresztül támogatva a bank aktív hitelezési tevékenységét, ami a gazdasági növekedést segíti elő.
- Az Országgyűlés döntött az Iszlám Állam elleni nemzetközi koalícióhoz való csatlakozáshoz, ami a Magyar Honvédség gazdálkodási kereteinek megemelését indokolja. A törvény forrásokat különít el országunk Kurdisztánban betöltött katonai szerepvállalásához.

³ Igazságügyi Minisztérium (2015): 2015. évi LXXIII. törvény Magyarország központi költségvetéséről szóló 2015. évi C. törvény módosításáról. Magyar Közlöny, 84., 8014.-8030. o.

- A törvény megteremtette a kellő forrást a 2015. szeptember 1-jétől kibővülő, térítésmentes bölcsődei és óvodai gyermekétkeztetéshez.
- A helyi önkormányzatok adósságkonszolidációjakor a Kormány egyben arról is döntött, hogy az adósságot fel nem halmozó önkormányzatok hatékony gazdálkodását is honorálja, elismerve eredményességüket. Ennek fedezetét az önkormányzati fejezeti tartalék 6 milliárd forintnyi összege és további 3,7 milliárd forint többletforrás teszi ki, így az előirányzat összesen 9,7 milliárd forint lett.
- Az Integrált Közlekedésfejlesztési Program kiemelt jelentőségű Magyarország vidékfejlesztési politikájában. A korábban megfogalmazott kormányzati cél, miszerint 2018-ig minden megyei jogú város bekapcsolódhasson az országos gyorsforgalmi úthálózatba és ezzel egy időben az országhatárral való összeköttetés is megvalósuljon, további forrásokat igényel, ennek 11 milliárd forintos fedezetét is a bemutatott törvénymódosítás biztosítja.
- A törvény tartalmazza a Szövetkezeti Hitelintézetek Integrációs Alapja részére teljesített, 4,7 milliárd forintos befizetés költségvetési elszámolását, valamint ezen összeg felhasználási céljainak meghatározását, amely a Szövetkezeti Hitelintézetek Integrációs Szervezet részére történő átadást jelenti.
- A legutoljára említett tételen túl egy további változtatás történt a bevételi oldalon, ez pedig a kamatbevételek 42,2 milliárd forintos megemelése volt.

2015. november 12-én a 2015. évi központi költségvetésről szóló törvény újabb módosítása lépett életbe.⁴

- A megemelkedett illegális határátlépések miatti hatékonyabb ügyintézés még égetőbb kérdéssé vált. A feladatok további ellátásához többletforrások váltak szükségessé, ezért az eddig felmerülő költségeken túl a Belügyminisztérium fejezetben egy új előirányzatot hoztak létre 1 milliárd forinttal.
- Az eddigi 100 milliárd forintot kitevő rendkívüli kormányzati intézkedések sort 60 milliárd forinttal emelték meg, a nem tervezhető események finanszírozása érdekében.
- Döntés született továbbá az MTVA adósságállományának átvállalásáról és a Modern Városok program költségvetésének megemeléséről is. A költségtételek megemelkedését a tervezetten felül teljesülő társasági és általános forgalmi adó bevételek fedezik.

Számításaink szerint a 2015. évi költségvetési hiánycél a költségvetési törvény módosításai után is biztonsággal tartható. Előrejelzésünk szerint a gazdálkodói szervezetek befizetései az előirányzathoz képest 47 milliárd forinttal felülteljesülhetnek. Várakozásaink szerint a

⁴ Igazságügyi Minisztérium (2015): 2015. évi CLXIV. törvény Magyarország központi költségvetéséről szóló 2015. évi C. törvény módosításáról. Magyar Közlöny, 172., 21604.-21607.o.

társasági adóból származó bevételek tartósan a tervezett felett teljesülnek, ugyanakkor a növekedési adóhitel kedvezmény keretében az idei év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőség 19 milliárd forint kiesést okozhat az idei költségvetésben. A két ellentétes folyamat eredményeként összesen a társasági adóbevételek 65 milliárd forintos felülteljesülésére számítunk. A kisadózó adónemek teljesülése a tavalyi évhez képest kedvezőbb, mégis 5 milliárd forintos alulteljesülést várunk. Ahogyan azt már korábban jeleztük, az adónemek közötti átrendeződés a kormányzati szándékkal megegyezik, így a 2015-ös előirányzat már kalkulált ennek hozadékaival. Az adózói létszámban komoly átalakulások történtek, de ez még mindig alulmúlja a korábban várt volument, ezért beszélhetünk negatív hatásról. A kőolaj árának tartósan alacsony szinten maradása miatt a bányajáradék soron idén összesen 13 milliárd forint deficitet becslünk.

A január–októberi időszakra jellemző kedvező gazdasági folyamatok fennmaradását várjuk a fogyasztáshoz kapcsolt adók és a lakosság befizetéseinek kapcsán is. Az általános forgalmi adó esetében 30, a jövedéki adó során 83 milliárd forintos előirányzat feletti bevétellel, valamint a kedvező foglalkoztatási és bérkiáramlási adatok miatt a személyi jövedelemadó 36, az egyéb lakossági befizetések 27 milliárd forintos többletével kalkulálunk az év végi teljesüléskor.

A központi alrendszer kiadásainál a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai⁵ soron várakozásaink szerint akár 250 milliárd forinttal az előirányzat felett alakulhatnak. Ez a növekmény a bevételi oldalon a tervezettnél magasabban teljesülő „költségvetési szervek bevételei” és a „szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok saját bevételeire” és a „költségvetési szervek kiadásai” sorokra vezethető vissza. A költségvetési szervek 2015. január–október időszaki kiadásainak szerkezetét vizsgálva látjuk, hogy megközelítőleg a tétel kétharmad része a személyi juttatásokra, szociális hozzájárulási adóra és munkaadókat terhelő adókra ment el. Ehhez hozzájárult a rendvédelmi és honvédelmi illetményemelés és az ágazatokban dolgozó közalkalmazottak béremelése. Fontos kiemelni, hogy a kiadásnövekedés jelen esetben nem jelent veszélyt a hiánycél teljesülésére, mivel a többletkiadást fedezi a kedvező adóbefizetésekől származó többletbevétel.

Elemzéseink szerint a pénzforgalmi és az eredményszemléletű hiány közötti kapcsolatot megteremtő ESA-híd a költségvetés tervezéskori értékénél 20 milliárd forinttal alacsonyabb lehet. Mindent egybevetve a költségvetési törvényben előirányzott 2,4 százalékos GDP-arányos deficitnél prognózisunk enyhén kedvezőbb, 2,25 százalékos hiányt tartalmaz.

A költségvetési törvény alapján a központi költségvetés 2015. december 31-ére tervezett adóssága 25 100,4 milliárd forint.⁶ Az Államadósság Kezelő Központ Zrt. adatai alapján a központi költségvetés adóssága 2015. szeptember végén már elérte a GDP-arányosan számított 78,03 százalékot.

⁵ A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásainak és bevételeinek egyenlege.

⁶ 310,1 Ft/euró, 255,2 Ft/svájci frank és 230,1 Ft/amerikai dollár árfolyam mellett.

2015-ben az Alaptörvényben foglalt adósságcsökkentési kritérium hatályos. Ez kimondja, hogy „mindaddig, amíg az államadósság a teljes hazai össztermék felét meghaladja, az Országgyűlés csak olyan központi költségvetésről szóló törvényt fogadhat el, amely az államadósság a teljes hazai össztermékhez viszonyított arányának csökkentését tartalmazza”. Ezt a stabilitási törvény 6. § (1) alapján úgy kell számítani, hogy a külföldi pénznemben fennálló adósságot keletkeztető ügyleteket azonos árfolyamon kell figyelembe venni. Így tehát a 2014. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság intézetünk előrejelzése szerint – a jelenlegi helyzet változatlansága mellett – 78,2 százalékot érhet el, ami nominális értékben 26 328,4 milliárd forintot jelent. Az adósságráta ilyen mértékű emelkedésének legfőbb magyarázata, hogy a várakozásokhoz képest később kezdődött meg az európai uniós források utalása, továbbá a KESZ-egyenleg emelkedése is folytatódott, növelve az államadósság szintjét. Az államadósság-ráta leszorításához és a vonatkozó fiskális szabályok betartásához így beavatkozás válhat szükségessé, amelyre azonban a kellő szándék és az eszközök is biztosítottak. Ilyen eszköz lehet többek között a Budapest Bank értékesítésének előrehozatala, a KESZ állomány lecsökkentése (az MNB-től vásárolható állampapírokon keresztül), a lejáró Prémium Magyar Államkötvények megújításának eltolásával, a forintalapú állampapírok kibocsátási tervének módosítása.

A 2016. évi költségvetési kilátások

Az idei évben rendhagyó módon már májusban benyújtásra került a következő évi költségvetésről szóló törvényjavaslat, amit az Országgyűlés júniusban elfogadott. A Magyarország 2016. évi központi költségvetéséről szóló 2015. évi C. törvény az államháztartás központi alrendszerének bevételi főösszegét 15 800,4, kiadási főösszegét 16 562,0, hiányát 761,6 milliárd forintban határozta meg. Az államháztartás 2016. december 31-ére tervezett adósságaként 25 898,5 milliárd forintot, az államadósság-mutató mértékeként 73,3 százalékot határozott meg.

A következő évi költségvetésre vonatkozó legutolsó előrejelzésünket először módosítottuk a korábbi modellünkben szereplő törvényjavaslati paramétereket az elfogadott törvényi értékekkel. Az átvezetett főbb változtatás az Országvédelmi Alap 100-ról 70 milliárd forintra való lecsökkentése, amely az idei 30 milliárd forintos tartaléknál még mindig nagyobb. Az egyenleget javító változtatásként az egyéb értékesítési és hasznosítási bevételek mérleg soron 17,9 milliárd forinttal növekedést és a vegyes kiadásoknál 19,0 milliárd forintos csökkenést láthatunk. Az egyenleget rontó intézkedések között szerepel a hitelintézetektől várt bevétel csökkenése, ami a pénzügyi szervezetek különadója soron 10 milliárd forintos csökkenésként jelenik meg, továbbá a beruházási célú kiadások 30 és az egyéb vegyes célú kiadások 32,4 milliárd forinttal megnövelt nagysága.

Az elfogadott változtatásokon túl változott intézetünk makrogazdasági folyamatokra vonatkozó előrejelzése is. A gazdasági növekedés mérséklődése mögötti okok

(mezőgazdasági teljesítmény visszaesése, nettó export csökkenése) az államháztartás mérlegére is hatással vannak, ezeket a kockázatokat számszerűsítjük a következőkben.

Kockázatok

Előrejelzésünk figyelembe veszi a következő évi gazdálkodói környezet átalakulását, mind a makrogazdasági mutatók, mind az egyéb szabályozói környezet módosulását. Ennek fényében a bevételi és kiadási oldal vizsgálatakor kisebb eltérések szerepelnek becslésünk és a törvényben szereplő előirányzat között.

A bevételi oldalon a gazdálkodószervezetek befizetéseinél előrejelzésünkben az előirányzatnál kisebb összeg szerepel, az idei költségvetés vonatkozásában már említett növekedési adóhitel kedvezmény miatt. Az idei év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőség a következő évben 10 milliárd forintot kitevő kiesést okozhat, ami az egyenleg alakulását végül negatív tartományba tolja el.

A fogyasztási adókat az idei év bevételei fényében alultervezettnek találtuk, a tervezettnél jelenleg 37 milliárd forinttal több bevételre számítunk. Korábbi becslésünk az olajár lassú emelkedésével számolt, ennek bekövetkezése azonban időben kitolódni látszik, jelenleg az energiahordozó egységárának további csökkenésére számítunk.

A lakossági befizetéseket kismértékben alultervezettnek találtuk, vagyis pozitív kockázatot azonosítottunk. Ez jelenti azt is, hogy az elmúlt negyedév teljesítménye miatt felülvizsgáltuk korábbi előrejelzéseinket. Úgy látjuk a következő évben életbe lépő kedvezményeket képes lesz fedezni az idei éven is áthúzódó trendszerű növekedés.

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

A társadalombiztosítási alapok kiadását kicsivel feljebb korrigáltuk, összesen 24 milliárd forintot kitevő mértékben. Az eltérés oka intézetünk és a költségvetésitörvény-tervezetben megfogalmazott makropálya közötti különbség, különösen az inflációra vonatkozó előrejelzés, melyet intézetünk valamivel magasabb szinten vár, mint a kormányzat.

Összegzésképpen elmondhatjuk, hogy az előirányzathoz képest előrejelzésünk 60 milliárd forinttal több bevételt, és 24 milliárd forinttal több kiadást tartalmaz, melyek eredője 36 milliárd forintot kitevő pozitív eltérés.

Egyenleg és államadósság

Figyelembe véve a bruttó hazai termék alakulására vonatkozó várakozásunkat, ez a GDP 0,1 százaléka rúgó pozitív kockázatot jelent a 2016. évi költségvetés tervezetében. Mivel előrejelzésünk átveszi a kormányzat ESA-hídra, valamint az önkormányzatokat érintő kiadásokra vonatkozó előirányzatait, ezért várakozásunk szerint a jövő évi GDP-arányos ESA-hiány a kormányzati tervszám alatt, 1,9 százalék körül alakulhat.

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

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	-7	-0,02
Fogyasztási adók	37	0,10
Lakossági befizetések	29	0,08
Bevételi oldali kockázatok	59	0,17
Költségvetési szervek és fej. kez. előirányzatok nettó kiadásai	0	0,00
Tb-alapok	24	0,07
Kiadási oldali kockázatok	24	0,07
ESA-híd	0	0,00
Összesen	35	0,10

Forrás: Századvég-számítás

2016-tól az államadósságnak már nemcsak az Alaptörvényben foglalt, változatlan árfolyamon számolt bruttó GDP-arányos ráta csökkenésnek kell megfelelnie, hanem az Európai Unió egyhuszados szabályának is eleget kell tennünk. Ennek a szabálynak az értelmében az államadósság teljes hazai össztermék 60 százalékát meghaladó részének egyhuszadával kell csökkenteni a GDP-arányos államadósságot. Tekintettel a nominális GDP-re vonatkozó várakozásainkra és a 2015. évi államadósságról szóló fejezetünkre, amennyiben a jelenlegi (változatlan árfolyamon számolt bruttó GDP-arányos államadósság ráta) 78,2 százalékról nem tudnánk adósságállományunkat idén lecsökkenteni, úgy a jövő évi változatlan áron számolt ráta 76,6 százalékon teljesülne.

Ugyanakkor az erős a teljesítési kényszer miatt ettől a forgatókönyvtől eltekintünk. Helyette kiindulópontként az ideai cél teljesítésének minimumkritériumával, az EDP-módszer szerint számolt 76,1 százalékkal kalkulálunk. Ebből az origóból kiindulva, a 2015-ös árfolyamon számolt bruttó GDP-arányos államadósság ráta 2016-ban 74,6 százalék lenne teljesítve az Alaptörvényben foglalt célt. Másrészt ugyanilyen ideai feltétellel a változó árfolyamon számolt bruttó GDP-arányos államadósság-ráta 74,7 százalékot érne el, teljesítve az egyhuszados szabályt, aminek követelménye a 75,3 százalékos EDP módszertan szerint számolt adósság-ráta lenne. Összefoglalva tehát: amennyiben idén teljesül az államadósság-rátára vonatkozó kritérium, úgy jövőre sem sértünk meg egyetlen szabályt sem.

A 2017–2018. évi fiskális prognózis

A 2016. évi költségvetés és az azt megalapozó adótörvények ismeretében elmondhatjuk, hogy előrejelzésünk időhorizontján továbbra is a kormányzat 2010-ben prioritásként kitűzött, családokat támogató gazdaságpolitikája marad fent. Ennek értelmében a családi adókedvezmény kiterjesztése 2019-ig évente, lépcsősen emelkedik majd. A családi adókedvezmények egyenletes, évenkénti emelkedésének eredményeként a kétgyermekes családok esetében 2015-beni 10 000 forintos kedvezmény 2019-ig 20 000 forintra növekszik. Az intézkedés eredményeként a költségvetési törvénytervezet évente 14 milliárd forintnyi közvetlen bevételkieséssel számol, ugyanakkor a személyi jövedelemadó egy százalékpontnyi csökkentése a családi adókedvezmény igénybevételét mérsékelheti, így tehát számításaink szerint évenkénti 10 milliárd forintnyi bevételkiesést eredményez.

A Kormány az EBRD-vel kötött megállapodásának értelmében a következő három évben két lépcsőben csökken a hitelintézetekre kivetett különadó kulcsa. Mindazonáltal az eredeti törvénytervezethez módosítást nyújtottak be december folyamán. A bankadó kulcsa a korábbi 0,53-ról 2016-ban 0,24, majd 2017-ben 0,21 százalékra csökken, ami a felső sávot illeti. Továbbá változás, hogy az eddigi tervekkel ellentétben nem változik meg az adó alapja, így az továbbra is a 2009. évi mérlegfőösszeg marad. Eltörölnék továbbá azt a kitételezt, ami az előző évi bankadó 45 százalékában maximalizálná a fizetési kötelezettséget. További változtatás, hogy a hitelezési aktivitás növelését nem kell figyelembe venni az adókötelezettség megállapításánál. Az NGM szerint a bevételek mértékét a módosítás nem érinti. Ezek eredményeképp a pénzügyi szervezetek különadójából származó bevétel a jövő évi 60 milliárd forintos csökkenés után 2017-ben számításaink szerint további 24 milliárddal lesz alacsonyabb.

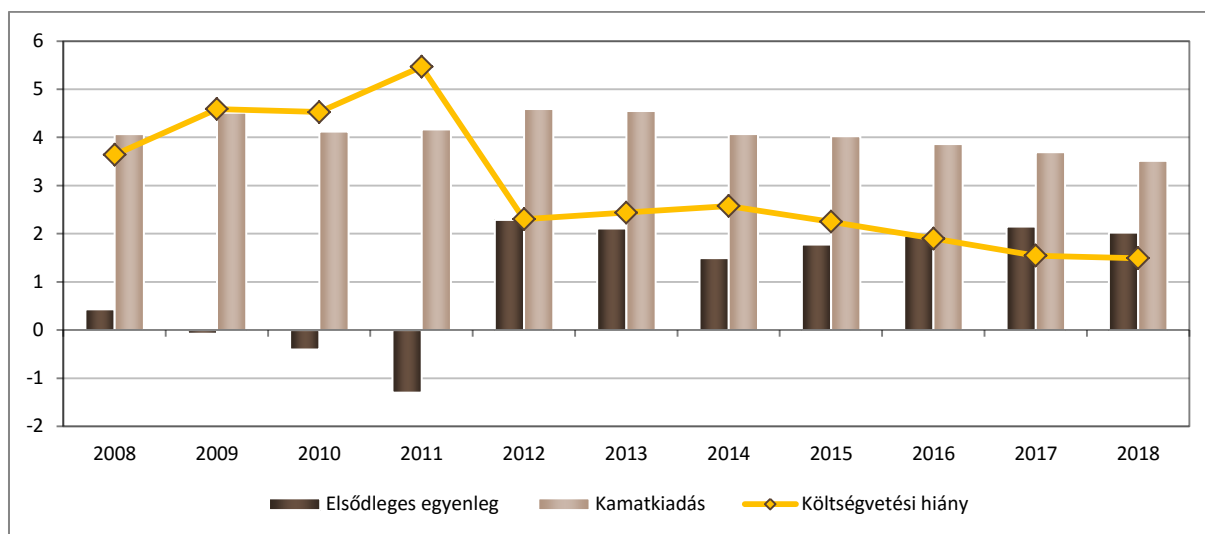
Az egyik legkorábban bevezetett pedagógusi életpályamodellnek köszönhetően az érintettek 2013–2014-es tanévben megígért bérnövekedésük 60 százalékát kapták meg, ami 2018–2019. éves tanévig ez évenként lépcsőzetesen további 10–10 százalékkal növekszik. Prognózisunk alapján a 2017. évben ez megközelítőleg 30, 2018-ban pedig további 25 milliárd forint személyi juttatást jelent, ami többletkiadás a költségvetés számára.

A költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásai tekintetében a korábbi, 2007–2013-as Európai Unió ciklushoz kapcsolódó források lehívása az idei évben szinte teljesen lezárul. Számításaink szerint 2016-ban a forráslehívások még nem érik el a jelenlegi ciklusra jutó források egy évre vetített átlagos szintjét, ugyanakkor az azt követő két évben már nem mondhatjuk el. Így előrejelzési horizontunkon a jövő évi költségvetésben szerepeltetett európai uniós forrásokkal és az ahhoz tartozó önrésszel számolunk.

A 2016. évi költségvetéshez hasonlóan az azt követő esztendőben is számítani kell a honvédség Iszlám Állami elleni katonai szerepvállalásából adódó többletkiadásra. A tétel becslésének nehézsége miatt – két év alatt a jelenlegi konfliktus több szempontból is

változhat – a jelenlegi helyzet változatlanóságát feltételezve tudunk csak becsülni, ez alapján 10 milliárd forint többletkiadással számolunk.

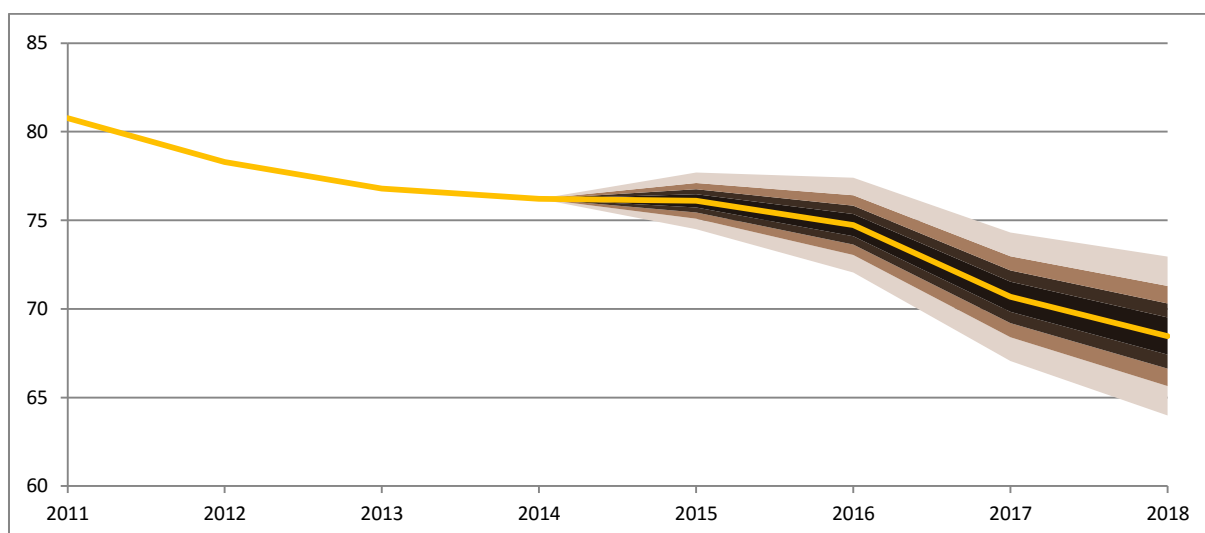
15. ÁBRA: A KÖLTSÉGVETÉSI HIÁNY VÁRHATÓ ALAKULÁSA A GDP SZÁZALÉKÁBAN



Forrás: Századvég-számítás

A nettó kamatkiadások a 2013-as csúcs óta folyamatosan csökkennek, ami az állampapírpiazi hozamok csökkenésének köszönhető. Előrejelzésünk szerint 2018-ig a hazai kamatok mérsékelt növekedése várható, ugyanakkor ennek hatása az átárazódási folyamat szakaszossága miatt csak lassabban történik meg. Összességében ezért a nettó kamatkiadások folyamatos, de lassú mérséklődésével számolunk az előrejelzési horizontunkon.

16. ÁBRA: A GDP-ARÁNYOS BRUTTÓ ÁLLAMADÓSSÁG ELŐREJELZÉSÉNEK LEGYEZŐÁBRÁJA



Forrás: Századvég-számítás

A részletezett tételek változását modellünkbe beépítve, összességében a 2015. évi Konvergenciaprogramban szereplő értékeket megalapozottnak tartjuk. A kedvező

makroökonómiai folyamatok fennmaradása mellett intézményünk az államháztartás egyenlegét a GDP arányában –1,5 százalékra teszi úgy 2017-ben, mint 2018-ban. A bruttó államadósság EDP szerint számolt GDP-arányos állománya 2016-ban 74,7 százalékról a rá következő évre már 70 százalék közelébe, majd 2018-ban további 2,2 százalékpontot csökkenhet az államadósság. Mindezek az államadósságra vonatkozó hazai és európai uniós elvárásoknak egyaránt megfelelnek.

Táblázatok

2. táblázat: Középtávú előrejelzés

	2014	2015	2016	2017	2018
Bruttó hazai termék (volumenindex)	3,6	2,9	2,3	2,2	2,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	1,8	3,0	3,2	2,9	3,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	11,2	0,7	-2,4	5,5	6,6
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	7,6	8,8	7,9	7,2	7,4
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	8,5	7,7	7,2	8,5	8,9
Fogyasztóiár-index (%)	-0,2	-0,1	1,8	2,3	2,6
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	2,10	1,35	1,35	1,75	3,00
Munkanélküliségi ráta (%)	7,7	6,8	6,1	6,0	6,0
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	3,0	3,8	5,5	5,3	5,4
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-1,5
A bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában (EDP)	76,2	76,1	74,7	70,7	68,5
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)	1,6	2,0	2,3	2,5	2,8
Brent típusú olaj hordónkénti ára (USD)	99,3	53,7	50,9	54,0	55,8
Euróárfolyam (HUF)	309	310	311	308	304

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

3. táblázat: Az előrejelzés változása az előző fél évhez képest

	Előrejelzés – 2015. tél				Előrejelzés – 2014. nyár			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Bruttó hazai termék (volumenindex)	2,9	2,3	2,2	2,4	3,4	2,7	2,7	2,6
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	3,0	3,2	2,9	3,3	3,3	3,0	2,8	2,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	0,7	-2,4	5,5	6,6	1,2	-1,6	3,9	5,6
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	8,8	7,9	7,2	7,4	8,0	7,9	7,4	7,0
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	7,7	7,2	8,5	8,9	7,0	6,8	7,8	7,6
Fogyasztóiár-index (%)	-0,1	1,8	2,3	2,6	0,3	2,6	3,4	2,8
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,35	1,35	1,75	3,00	1,30	1,75	3,50	3,50
Munkanélküliségi ráta (%)	6,8	6,1	6,0	6,0	6,9	6,0	6,0	6,0
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	3,8	5,5	5,3	5,4	2,9	3,2	5,1	4,8
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,3	-1,9	-1,5	-1,5	-2,3	-1,8	-1,8	-1,6
A bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában (EDP)	76,1	74,7	70,7	68,5	2,9	3,2	5,1	4,8
GDP-alapon számított külső kereslet	2,0	2,3	2,5	2,8	1,9	2,4	2,6	2,9
Brent típusú olaj hordónkénti ára (USD)	53,7	50,9	54,0	55,8	60,6	65,1	80,0	88,0
Euróárfolyam (HUF)	310	311	308	304	311	311	309	302

Forrás: Századvég-számítás