

Elemzés és előrejelzés a magyar gazdaság és a külgazdaság legfontosabb folyamatairól

2015. június

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Virovác Péter kutatásicsoport-vezető szerkesztette.

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

Az előrejelzéshez felhasznált adatbázist június 9-én, az elemzéshez felhasznált adatbázist június 23-án zártuk le. A kiadványban megjelenő előrejelzés módszertana megtalálható a Statisztikai Szemle 89. évfolyamának decemberi számában (Balatoni András – Mellár Tamás [2011]: Rövid távú előrejelzésre használt makroökonometriai modell. 1213–1241. oldal).

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	1
Nemzetközi környezet	5
A globális konjunktúra alakulása	5
Munkaerőpiac	8
Infláció és monetáris kondíciók.....	11
Pénzügyi folyamatok	14
Fiskális politika.....	17
A magyar gazdaság jelenlegi helyzete.....	19
A hazai növekedés alakulása	19
Munkaerő-piaci folyamatok	24
Infláció	26
Monetáris és pénzpiaci kondíciók	29
Hitelezési helyzet.....	32
Külső finanszírozási képesség.....	36
A várható makrogazdasági pálya (2015)	39
Feltevéseink alakulása	39
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés	41
A külső egyensúly várható alakulása.....	45
Az államháztartási helyzet prognózisa	46
Táblázatok.....	51

Vezetői összefoglaló

Az Európai Unió éves gazdasági növekedése 1,5 százalékra gyorsult január és március között, miközben a tavalyi évhez hasonlóan az Egyesült Államok gazdasága gyenge első negyedévet zárt. Mind az unióban, mind az amerikai gazdaságban dinamikus bővült a foglalkoztatás, az USA munkanélküliségi rátája a válság kitörése előtti szintjére esett vissza. Az alacsony olajár következtében az idei év első hónapjaiban mindkét régióban negatív tartományba csúszott a pénzromlás üteme, a maginflációs mutatók alapján a nyomott, enyhén pozitív inflációs környezetet jellemezheti a következő fél évet. Az EKB monetáris lazításának hatására az euró valamennyi fontosabb valutával szemben veszített értékéből, miközben április közepéig tovább csökkentek az európai állampapír-piaci hozamok. Tavaly a válság kitörése óta először az uniós költségvetési hiány 3 százalék alatt maradt, ami egyaránt köszönhető a kiadási tételek csökkentésének és a konjunktúra miatt növekvő adóbevételeknek. Az eurózóna és az unió adósságrátája tavaly tetőzött, jövőre a mutató lassú csökkenése valószínűsíthető.

A magyar gazdaság teljesítménye 2015 I. negyedévében fokozódott, szemben a gazdaság lassulását váró általános vélekedéssel. A 3,5 százalékra gyorsuló növekedési ütem továbbra is az Európai Unió élmezőnyébe helyezi hazánkat. Az első háromhavi növekedést két év után ismét a nettó export alakulása vezérelte, ami önmagában 3 százalékponttal járult hozzá az éves GDP-növekedéshez. Az export fellendülését nagyban segítette az élénkülő külső konjunktúra és a leértékelődő árfolyam, míg az import növekedése a bázishatás miatt mérséklődött. A belföldi felhasználás csupán 0,6 százalékpontot magyaráz a növekedésből. Ilyen nagy különbségre a gazdaság belső és külső teljesítménye között a legutóbbi recesszió idején volt példa. A fogyasztást továbbra is visszafogja a hitelállományok leépítése és az óvatossági motívum, így 2,7 százalékos növekedést regisztráltak, ami elmarad a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének bővülési ütemétől. A mérsékelt belső felhasználás fő oka a bruttó állóeszköz-felhalmozás éves szinten 6,7 százalékos kitevő visszaesése volt. Ebben meghatározó szerepet játszott az előző év azonos időszakában a választásokkal összefüggő beruházások felfutása az állami szféra oldaláról. A versenyszféra beruházási teljesítményét az NHP II. elindulásának bázishatása mérsékelhette. Az elmúlt négy negyedév átlagosan 21 százalékos beruházási rátája felülmúlja az uniós és a lengyel arányt. A termelési oldalon kiegyensúlyozottnak mondható a növekedés: két kivétellel az összes nemzetgazdasági ágban növekedett a bruttó hozzáadott érték. A mezőgazdaság jelentős visszaesést regisztrált, ugyanakkor az ipari és az építőipari teljesítmény egyaránt fokozódott, rendre 7,7 és 9,2 százalékkal. Az iparhoz hasonlóan a szolgáltatások 2,3 százalékos növekedésében is elsősorban az exportteljesítmény játszotta a főszerepet.

A 2014-es munkaerő-piaci tendenciák az idei év elején is folytatódtak, a foglalkoztatottság és az aktivitás egyaránt emelkedett. Utóbbi nagyobb növekedése miatt összességében a

munkanélküliségi ráta kismértékben emelkedett, és 2015 I. negyedévében 7,4 százalékon állt. A bruttó keresetek éves szinten 4,1 százalékkal növekedtek, a béremelkedési ütem az állami szektorban meghaladta GDP-növekedés ütemét, a versenyszférában megegyezett vele, ami az utóbbi három hónapban feszebbé váló munkaerőpiacnak köszönhető.

A hazai fogyasztói árak 2015 I. negyedévében 1 százalékkal csökkentek, míg májusban újra pozitív, 0,5 százalékos volt az infláció. A nyomott inflációs környezet főként az olajársokk és a szabályozott árak csökkentésének hatását tükrözi. Azonban az erősödő inflációs nyomás szinte minden fő termékkörben érezhető, amit tovább emel a szűkülő kibocsátási rés mérséklődő árleszorító hatása. A középtávú trendmutatók az infláció fokozatos felpörgését vetítik előre. A globálisan felerősödött kockázatkerülés és az eurózóna állampapírpiacán lezajló korrekció következtében a hazai kockázati környezet az elmúlt negyedévben enyhén romlott. A hazai fizetőeszköz gyengült az euróval szemben, a CDS-felár historikus mélypontjáról enyhén visszakorrigált. A 10 éves állampapír hozama az eurózóna 10 éves állampapírpiacán kialakult turbulencia miatt nőtt. Az MNB az elmúlt hónapokban négy lépésben, összesen 60 bázisponttal csökkentette az alapkamatot, valamint bevezette a rugalmas inflációs célt. A jegybank deklarálta, hogy a kamatvágást az inflációs cél eléréséig folytatja.

Az elszámolás és a forintosítás következtében a jelzálogalapú lakossági devizahitelek rendszerszintű árfolyamkockázata megszűnt. Ezzel párhuzamosan jelentősen csökkent a nem teljesítő hitelek aránya is. A bankok lakossági hosszú hiteleinek lejárat szerkezetében a hosszú eszközei és a rövid lejáratú forrásai között nyíló pozícióra az MNB a jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutató (JMM) 15 százalékos minimumát írja majd elő.

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások (reálgazdaság) egyenlege 2014 IV. negyedévében az előző negyedévhez képest markánsan nőtt. A jövedelemkiáramlás és az EU-transzferek beáramlása jelentősen nőtt negyedéves bázison. Az ország GDP-arányos nettó finanszírozási képessége javult: 8,3-ról 10 százalékra.

Legfrissebb előrejelzésünk szerint a magyar gazdaság 2015-ben is megközelítheti az előző évi kiemelkedő gazdasági teljesítményét. A belső és külső tényezők az idei évben egyaránt pozitívan járnak hozzá a GDP-növekedéshez, melyet a fogyasztás és az export közel azonos arányban vezérelhet. Az export növekedése 2015-ben felülmúlja az importét, köszönhetően a legfőbb külkereskedelmi partnereink élénkülő keresletének. A fogyasztás idei évre várt dinamikus növekedését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése biztosítja, melyet piaci és gazdaságpolitikai intézkedések egyaránt segítenek. Idén az alacsony inflációs környezet emeli a háztartások fogyasztási hajlandóságát, melyet a munkaerő-piaci folyamatok javulása is hajt. A gazdaságpolitika oldaláról a lakosság elkölthető jövedelmének bővülését emeli a banki elszámolás és forintosítás, a minimálbér emelése, a különböző életpálya modellek folytatása és bevezetése, a közfoglalkoztatás bővítése. A beruházások idei évi jelentősen mérséklődő növekedését az uniós forráslehívás felpörgése miatt kialakult előző évi magas

bázis magyarázza. A magyar gazdaság várakozásunk szerint az idei év végére már a potenciálisnak megfelelő szinten teljesíthet, vagyis bezáruló kibocsátási résre számítunk. Összességében a magyar GDP-növekedés 2015-ben elérheti a 3,4 százalékot.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

	2014	2015
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	3,6	3,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	1,7	3,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	11,7	1,2
Kivitel (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	8,7	8,0
Behozatal (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	10,0	7,0
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,4	7,5
Éves fogyasztóiár-index (%)*	-0,2	0,3
A jegybanki alapkamat az év végén (%)	2,10	1,30
Munkanélküliségi ráta éves átlaga (%)*	7,7	6,9
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,0	2,9
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,1	5,5
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,3	9,2
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,6	-2,3
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	1,6	1,9

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

Előrejelzésünk szerint a jelenlegi munkaerő-piaci trendek folytatódnak, a foglalkoztatottak száma az év végéig akár 50 ezer fővel is bővízhet, aminek következtében a munkanélküliségi ráta 6,7 százalékra mérséklődhet. 2015 egészében így az állástalanok arányának átlagos értéke 6,9 százalék körül alakul. A bruttó bérek növekedési üteme várakozásunk szerint lelassul, és éves szinten 2015-ben 2,9 százalékos bruttó keresetnövekedést prognosztizálunk, ami reálértelemben 2,6 százalékos növekedésnek felel meg.

A maginfláció 2015 I. negyedévében érheti el mélypontját, amit egy tartósan emelkedő trend követhet. A ráta fokozatos gyorsulását az importált infláció, a záródó kibocsátási rés, az újbóli olajár-emelkedés és a béremelések lassan begyűrűző másodkörös hatásai indokolják. Az infláció 2015-ben még elmarad a maginflációtól, ami a közműdíjcsökkentések és az alacsonyabb olajárak hatását tükrözi. A pénzromlási ütem fokozatos erősödésére számítunk, ami 2015 végére megközelítheti az inflációs célsáv alját. A fogyasztói árak az idei évben átlagosan 0,3 százalékkal emelkedhetnek.

A globális és a hazai nyomott inflációs környezet, a gazdaság ciklikus pozíciója, az alacsony várakozások és hazánk kedvező pénzpiaci megítélése a további monetáris lazítás irányába

mutatnak. Az MNB inflációs célkövetési rendszerének átalakítása is ezt erősíti. Meglátásunk szerint a Monetáris Tanács idén akár 1,3 százalékra is csökkentheti az irányadó rátát.

Külső pozíciókra vonatkozó előrejelzésünkben a reálgazdasági aktívum szerepének további növekedését várjuk idén a nettó finanszírozási képesség alakulásában. Negatív irányban hat a jövedelmi hiány fejlődése, amit idén még ellensúlyoz az EU-transzferek beáramlása. Összességében 2015-re 9,2 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk.

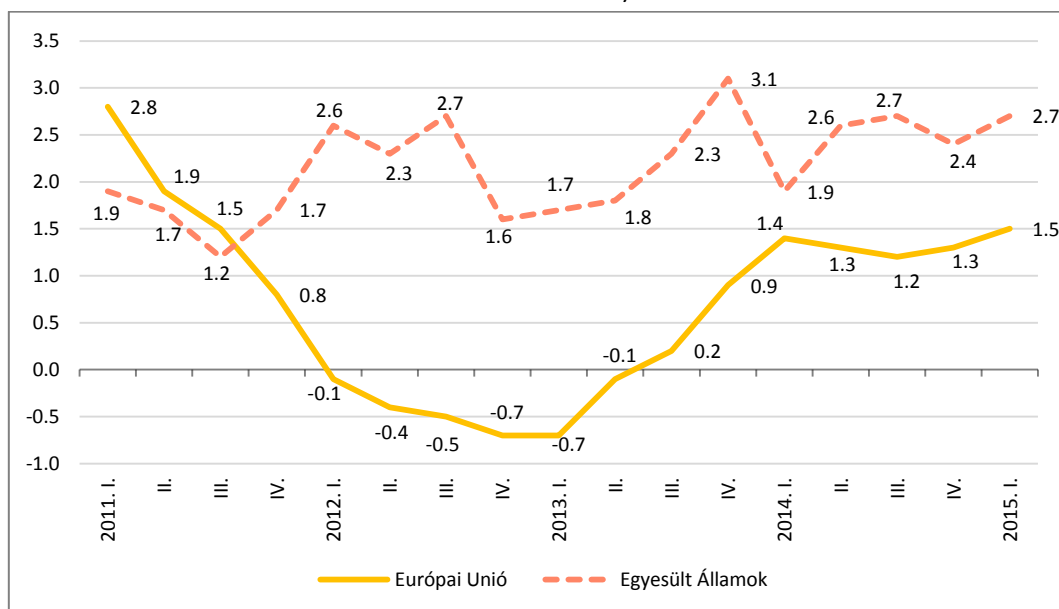
Az államháztartás központi alrendszerének első öthavi hiánya 511,1 milliárd forint volt. A központi költségvetés 588,5 milliárd forintos deficittel, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 47 milliárd, az elkülönített állami pénzalapok 30,4 milliárd forintos többlettel zártak. Májusig a hiány az idei évi előirányzat 58,3 százalékát érte el, ami az elmúlt évekhez képest kedvezőbb. A májusi teljesítményt egyrészt európai uniós források időben eltérő alakulása, másrészt a májusi családi támogatások április végi kiutalása is befolyásolta. Elemzéseink szerint a pénzforgalmi és az eredményszemléletű hiány közötti kapcsolatot megteremtő ESA-híd a költségvetés tervezéskori értékénél 20 milliárd forinttal is alacsonyabb lehet. A költségvetési törvényben előirányzott 2,4 százalékos GDP-arányos deficittel szemben további 15 milliárd forintos pozitív eltérést várunk, prognózisunk így 2,3 százalékos hiányt tartalmaz. Előrejelzésünk szerint 2015 végére az államadósság 75,2 százalékra csökkenhet.

Nemzetközi környezet

A globális konjunktúra alakulása

Az Egyesült Államok gazdasága 2014 és 2015 első negyedéve között 2,7 százalékkal bővült, így 0,3 százalékponttal gyorsult a GDP növekedési üteme a tavalyi utolsó negyedévhez képest (1. ábra). Éves összevetésben a szolgáltatások és tartós javak iránt megnövekedett keresletnek köszönhetően a fogyasztás 3 százalékkal emelkedett, ami a beruházásokkal együtt az amerikai gazdasági növekedés motorja volt az elmúlt egy évben. A beruházások volumene 7,4 százalékkal bővült egy év alatt az első negyedévvel záródóan, ami 2 százalékponttal haladta meg a mutató tavalyi év utolsó három hónapjában mért növekedési rátáját. A bővülés oka a lakhatási célú épületek építésének gyorsuló üteme, ami az előző negyedéves 2,5-ről 5,2 százalékra nőtt. Főként a növekvő regionális és hadikiadásoknak köszönhetően 2015 első háromhavi kormányzati fogyasztása 0,8 százalékkal haladta meg az egy évvel ezelőttit, miközben folytatódott a nettó export gazdasági növekedést támogató szerepének csökkenése. Az export 2,9 százalékos bővülési üteme elmarad az elmúlt évek átlagától, miközben az import bővülése a tavalyi utolsó negyedéves kiugró adathoz képest is tovább, 6,5 százalékra gyorsult.

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



Forrás: Eurostat, BLS

Az éves alapon mért gyorsuló GDP-bővülés ellenére a piac nem volt megelégedve az amerikai gazdaság teljesítményével, mivel az éves bővülés nagyrészt a tavalyi első negyedév gyenge teljesítménye miatti bázishatás eredménye. Az USA gazdaságának negyedévek közötti növekedése 2,2-ről -0,7 százalékra zuhant a tavalyi utolsó és az idei első

negyedévben. A visszaesés mögött a zord időjárás és a nyugati kikötők forgalmának mérséklődésén túl főképp az olaj áresése áll. A várakozásokkal ellentétben az energiahordozó világpiaci árának csökkenése érdemben nem dinamizálta a kiskereskedelmi forgalmat, ellenben drasztikusan visszavetette az amerikai olajipari vállalatok beruházási aktivitását. A negyedéves mutató visszaesését erősítette az adatok szezonális kiigazításának torzító hatása is, ami az első és negyedik negyedévi teljesítményt alul-, míg a középső két negyedéves teljesítményt rendszerint felülbecsli.

2015 első negyedévében ismét negatív volt a japán GDP éves növekedési üteme, így egy éve zsugorodik a szigetország gazdasága. Az 1,4 százalékos csökkenés ismét a belső tételek zsugorodásának tudható be: a fogyasztás 2,4, a lakásjellegű beruházások 15,3, míg az egyéb beruházások volumene 4,8 százalékkal esett. Bár a kormányzati költségek 0,8 százalékos bővülése pozitívan befolyásolta a növekedést, a nagyobb mértékű gazdasági zsugorodást egyértelműen a nettó export dinamikus emelkedése akadályozta meg. Miközben az ország importvolumene érdemben nem változott 2014 és 2015 első negyedéve között, az export 7,4 százalékkal bővült, amit a japán jegybank mennyiségi lazításának jent gyengítő hatása támogatott. A japán gazdasági növekedés még túlzottan függ a fiskális és monetáris politikai stimulusoktól, a kiegyensúlyozott és fenntartható növekedés megindulásához mindenképpen oldódnia kell a háztartások óvatossági motívumának.

Az Európai Unió gazdasági teljesítményét tükröző első negyedévi éves adatok csak kismértékben változtak az előző negyedévben mért éves statisztikákhoz képest. Az unió gazdasága 2014 és 2015 első negyedéve között 1,5 százalékkal bővült, miközben az eurózóna növekedése 1 százalékot tett ki. A negyedéves gazdasági teljesítmények alapján a két negyedév között mind az unió, mind az eurózóna kibocsátása 0,4 százalékkal nőtt, ám a régió dinamikus gazdasági bővülése továbbra is várat magára (2. táblázat).

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

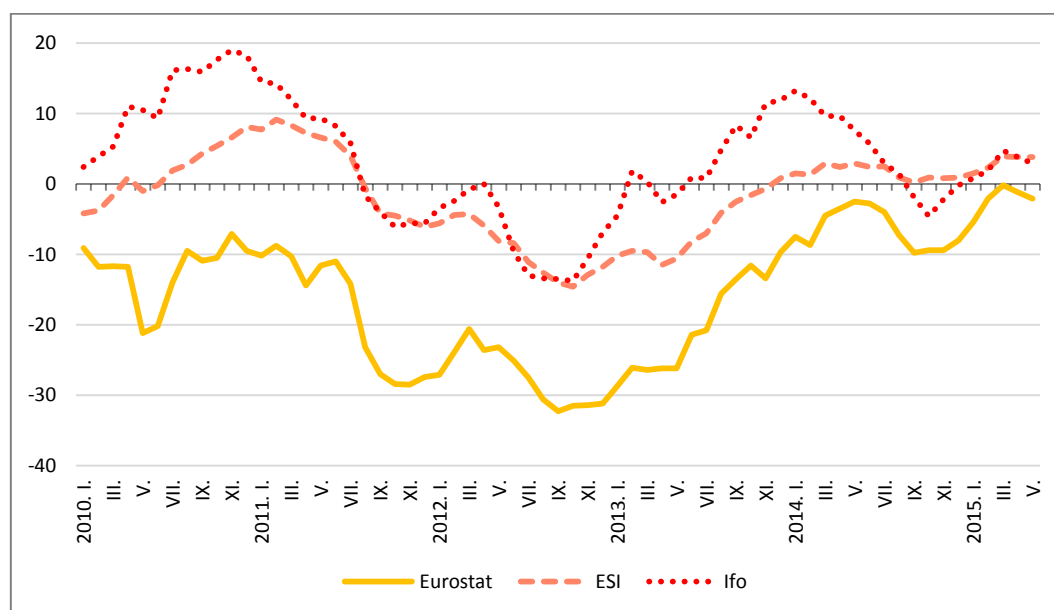
Ország	2014. II.	2014. III.	2014. IV.	2015. I.
Euróövezet	0,8	0,8	0,9	1,0
Európai Unió	1,3	1,2	1,3	1,5
Ausztria	0,5	0,3	0,0	0,1
Csehország	2,1	2,2	1,4	4,2
Egyesült Királyság	2,9	2,8	3,0	2,4
Franciaország	-0,2	0,2	0,0	0,1
Hollandia	1,1	1,0	1,4	2,4
Lengyelország	3,3	3,3	3,2	3,5
Németország	1,4	1,2	1,5	1,0
Olaszország	-0,3	-0,5	-0,5	0,0
Románia	1,8	2,9	2,7	4,2
Spanyolország	1,2	1,6	2,0	2,7
Szlovákia	2,4	2,5	2,6	2,9
Egyesült Államok	2,6	2,7	2,4	2,7

Forrás: Eurostat

Az unió gazdasági bővülését főként a fogyasztás vezérelte az idei első negyedévben, mely egymaga 1,13 százalékponttal járult hozzá az 1,45 százalékos bővüléshez. Az előző negyedévhez hasonlóan a kormányzati kiadások 0,31 százalékponttal emelték a GDP-bővülés rátáját, miközben a beruházás hozzájárulása a növekedéshez 0,24 százalékpontot tett ki. Az olaj alacsony világpiaci árának és az euró dollárhoz képest vett folyamatos gyengülésének fényében meglepő, hogy a nettó export 0,23 százalékponttal csökkentette a bruttó hazai termék éves növekedési ütemét: ennek magyarázata a vártnál enyhébb globális konjunktúra és a tavalyi év magas bázisa lehet.

2015 első negyedévében az uniós növekedés motorjai a kelet-közép-európai tagállamok voltak, melyek kimagasló gazdasági teljesítményt mutattak fel az elmúlt egy évben. A régió legalacsonyabb növekedését produkáló szlovák gazdaság is 2,9 százalékkal növekedett éves összevetésben, miközben Csehország és Románia egyaránt 4,2 százalékkal, Lengyelország, Magyarország és Szlovénia pedig 3 százalék fölötti ütemben bővült. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország növekedési üteme 0,5 százalékkal csökkent az előző negyedévhez képest, ám a német gazdaság 1 százalékos bővülése így is meghaladta az unió nagyobb tagállamai közül a 0,7 százalékkal bővülő Franciaországot és a 0,1 százalékos növekedést felmutató Olaszországot. Az olasz gazdaság 2011 harmadik negyedéve óta először tudott növekedést felmutatni, amit a következő negyedévekben lassú és fokozatos fellendülés követhet. A tavalyi első negyedévben látott dinamikus bővülés után a balti államok kibocsátásának volumennövekedése 1,5–2 százalékra esett. A ciprusi gazdaság 2011 óta tartó zsugorodása megállt: a január és március között mért gazdasági teljesítmény 0,2 százalékkal haladta meg a tavalyi első negyedévi termelést.

2. ÁBRA: A KÖVETKEZŐ 12 HÓNAP ÁLTALÁNOS GAZDASÁGI HELYZETÉRE ÉS A GAZDASÁGI HANGULATRA VONATKOZÓ BIZALMI INDEXEK



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

Az Eurostat euróövezeti bizalmi indexe, mely az általános gazdasági kilátások várható alakulását jelzi, bár áprilistól csökkenő trendet mutat, de márciusban a válság óta nem látott szintre emelkedett (2. ábra). A mutató értéke nem fordult pozitívba, de a márciusi $-0,2$ -es értéknél kedvezőbbet legutóbb 2007 júniusában mértek az eurózónában, miközben az ezredforduló óta mindössze 11 havi adat volt ennél magasabb. Hasonlóan kedvező várakozásokat tükröz az euróövezeti gazdasági hangulat indexe (ESI) és a német üzleti hangulat alakulását kifejező Ifo Index változása is: a december óta folyamatosan javuló mutatók márciusban forduloponthoz érkeztek, melyben komoly szerepet játszhatott az alacsony olajár vártnál kisebb reálgazdasági hatása is.

Az Európai Bizottság májusi előrejelzése szerint az unió 2015-ös gazdasági növekedése $0,2$ százalékponttal kedvezőbb lehet a korábban vártnál, $1,8$ százalékot tehet ki az év egészében. Idén a növekedés motorja az alacsony olajár támogatta fogyasztásbővülés lehet, amit az EKB mennyiségi lazítása miatt nyomott kamatkörnyezeten keresztül a beruházások, valamint az első negyedévvel szemben az euró gyengülése miatt a nettó export növekedése serkenthet. A bizottság szerint idén az amerikai gazdaság dinamikus növekedést mutathat fel, ám a gyenge első negyedéves adatok negatív korrekciót tettek szükségessé az USA gazdasági pályájában. A korábbi $3,2$ százalékos éves bővülés helyett a bizottság 3 százalékos növekedést vár, amit egyértelműen a folyamatosan javuló munkaerőpiac és az alacsony olajárak támogatta lakossági fogyasztás vezérel. Az energiaárak esése pozitív hatással lehet a vállalati beruházásokra is, ám a dollár összes fontosabb devizával szembeni erősödése a nettó export visszaesése irányába hat, ami egymaga $0,4$ százalékponttal csökkentheti a 2015-ös növekedési ütemet.

Munkaerőpiac

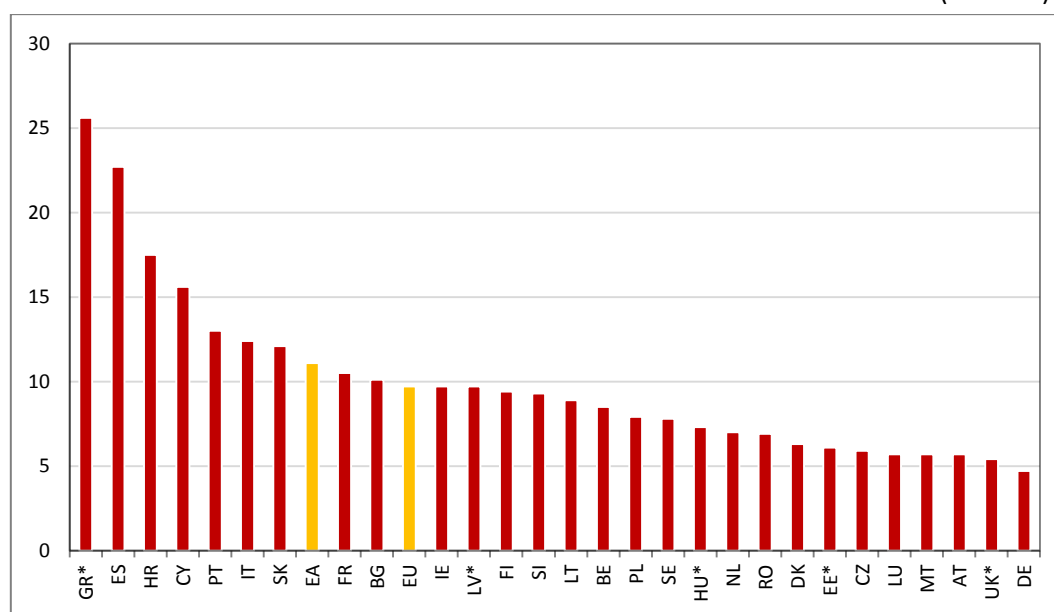
Az Egyesült Államok munkaerőpiaca tovább erősödött az elmúlt hónapokban, a foglalkoztatottak állománya éves összevetésben 2 százalékkal nőtt májusban. Az amerikai gazdaság javuló munkaerő-piaci statisztikái főként az üzleti szolgáltatások területén, az egészségügyben és építőiparban történt állományfejlesztés következményét tükrözik, míg az alacsony olajár miatt visszaeső olajipari termelés és beruházások miatt tovább csökkent a bányászatban foglalkoztatottak állománya. Mindezek következtében március és május között a munkanélküliségi ráta $5,4$ és $5,5$ százalék között ingadozott: az áprilisban mért $5,4$ százalékos értéknél alacsonyabbat legutóbb 2008 áprilisában mértek az amerikai gazdaságban.

Európában is folytatódtak a kedvező foglalkoztatási trendek. Az unióban már egy éve folyamatosan növekszik a foglalkoztatottak létszáma, ráadásul egyre gyorsuló ütemben, így tavaly az utolsó negyedévben 1 százalékkal volt magasabb a foglalkoztatottak állománya, mint 2013 azonos időszakában. A növekedés főként a tercier szektor $1,2$ százalékos létszámbővülésének következménye, amit az iparban dolgozók egyre kedvezőbb

foglalkoztatási folyamatai is támogattak. Az eurózónában a foglalkoztatás bővülése 0,9 százalékot tett ki, valamint tovább lassult az ipari foglalkoztatottak állományának csökkenő üteme. A tavalyi utolsó negyedéves adat szerint egy év alatt mindössze 0,1 százalékkal csökkent az iparban dolgozók száma, így egyre valószínűbb, hogy hamarosan megáll a válság kitörése óta tartó folyamatos létszámcsökkenés a szektorban.

A foglalkoztatottak állományának növekedésével párhuzamosan csökkent a munkanélküliek aránya mind az unióban, mind az euróövezetben (3. ábra). A legfrissebb, áprilisi adat szerint előbbiben 9,7, utóbbiban 11,1 százalékot tett ki a mutató értéke, ami mindkét régió esetében 0,6 százalékponttal alacsonyabb az egy évvel ezelőtti szinthez képest. A munkanélküliségi ráták csökkenése mögött egységes folyamatok húzódnak meg: a mutató mérséklődése főként a nagyobb perifériális országok (Spanyolország, Görögország) és Lengyelország javuló munkaerő-piaci folyamatainak tudható be. A javulás ellenére Málta kivételével az unió összes déli tagállama még mindig két számjegyű munkanélküliséggel küzd, a spanyol és görög mutató értéke a 20 százalékot is meghaladja. Az unió 28 tagállamából mindössze hatban magasabb a munkanélküliek aránya az egy évvel ezelőtti szinthez képest: ezek közül főként a 0,4 százalékpontos romlást mutató francia és a 0,9 százalékpontos növekedést mutató finn adatnak lehet komolyabb reálgazdasági következménye.

3. ÁBRA: MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTA AZ EURÓPAI UNIÓ TAGÁLLAMAIBAN (ÁPRILIS)

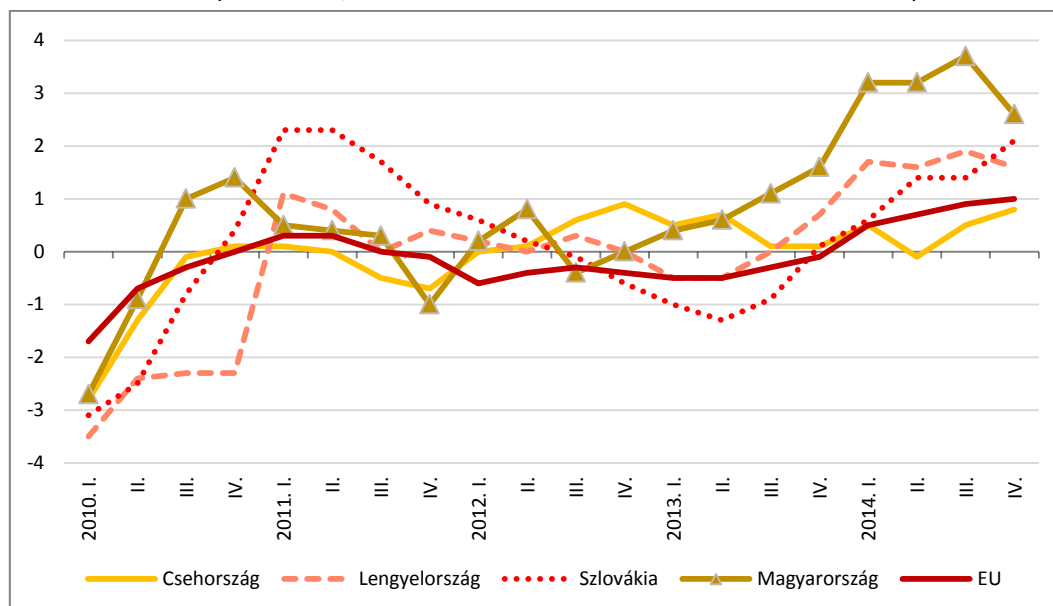


Megjegyzés: a csillagozott tagországokban a ráta márciusra vonatkozik. Forrás: Eurostat

A visegrádi négy valamennyi országában bővült a foglalkoztatás 2014 IV. negyedévében, a növekedés üteme egyedül a legstabilabb munkaerőpiaccal bíró Csehországban maradt el az unió átlagától (4. ábra). Éves alapon Magyarországon nőtt legjobban a foglalkoztatás, de a munkanélküliségi ráta legnagyobb mértékben a szlovák és lengyel munkaerőpiacon csökkent, rendre 1,4 és 1,5 százalékponttal. Két számjegyű munkanélküliségi rátával

mindössze Szlovákia küzd a visegrádi régióban, ami strukturális változtatások hiányában hosszabb távon is fennmaradhat.

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



Forrás: Eurostat

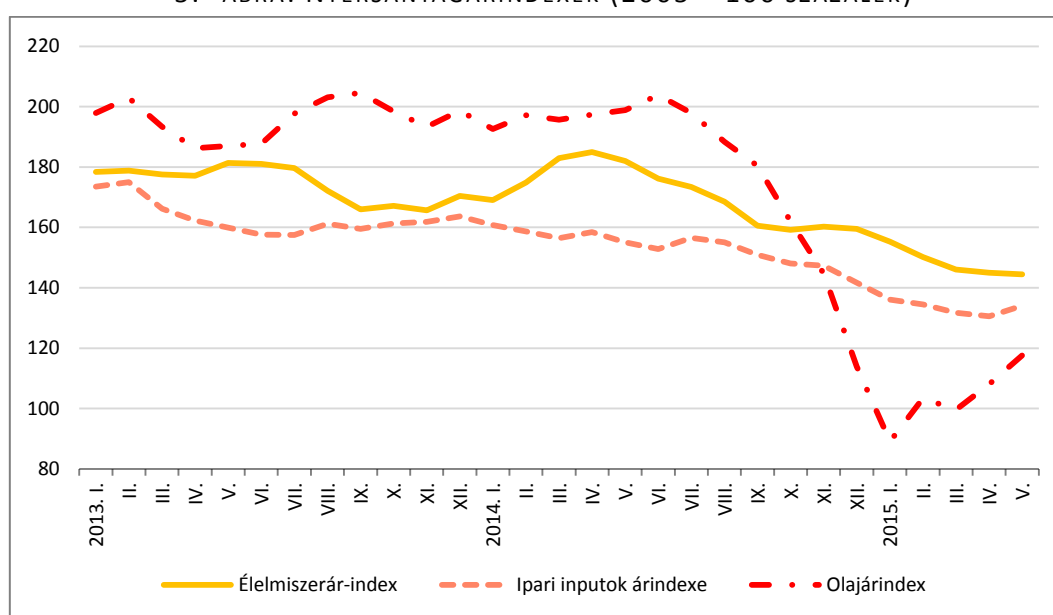
Az Európai Bizottság legfrissebb prognózisa szerint mind az eurózónában, mind az unióban folytatódnak a kedvező foglalkoztatási trendek. Idén mindkét régióban 0,9 százalékkal bővíthet a foglalkoztatottak állománya, ami magasabb a korábban prognosztizált értéknél: a bizakodás főként a német és spanyol gazdaság javuló teljesítményének köszönhető. 2015-ben a foglalkoztatás bővülésével párhuzamosan a munkanélküliségi ráta 9,7 százalékra csökkenhet az unióban, és valamivel 11 százalék fölött maradhat a valutaövezetben. A bizottság előrejelzése szerint az USA munkaerő-piac is tovább erősödhet, 2015 egészében a foglalkoztatottak állománya 2,5 százalékkal nőhet 2014-hez viszonyítva. Ennek ellenére a várakozások szerint a munkanélküliségi állomány várhatóan az év egészében 5,4 százalék körül ingadozhat.

Idén az Európai Bizottság előrejelzése szerint a foglalkoztatottság 1 százalék feletti ütemben Magyarországon kívül Szlovákiában bővíthet a visegrádi országok közül, köszönhetően a kormányzat alacsony jövedelműeket érintő járulékcsökkentésének és a munkavállalói kedvezmények kiszélesítésének: az intézkedések hatására 2015 végére 12,1 százalékra csökkenhet északi szomszédunknál munkanélküliségi ráta. Lengyelország esetében a bizottság visszafogottabb, 0,7 százalékos foglalkoztatásbővülésre számít 2015 folyamán, amit a jelenleg kiépülő gyártókapacitások támogatnak. A várakozások szerint a cseh munkaerőpiac elérte egyensúlyi szintjét, az elkövetkező egy évben a munkanélküliségi ráta tartósan 5,5–6 százalékos sávban ingadozhat.

Infláció és monetáris kondíciók

A fejlett országok többségében az előző negyedévhez hasonlóan idén a második negyedéves inflációs folyamatokat is az alacsony olajár határozta meg. Áprilistól kezdve a nyersolaj világsi ára 50–60 dollár között ingadozott, így bár megállt a nyersanyag árcsökkenése, az átlagos 56,53 dolláros hordónkénti ár messze alulmúlja a tavalyi második negyedév 103,09 dolláros hordónkénti átlagárát. Mivel a fejlett államok lakosságának fogyasztói kosarát jelentősen befolyásolja a háztartási energia- és üzemanyagárakon keresztül a nyersolaj árszintje, a fogyasztói árindex változása az első negyedévhez hasonlóan az unió legtöbb országában negatív szinten maradt, miközben az alacsony maginflációs mutatók is lanyha inflációs folyamatokra engednek következtetni.

5. ÁBRA: NYERSANYAGÁRINDEXEK (2005 = 100 SZÁZALÉK)



Forrás: IMF Primary Commodity Prices

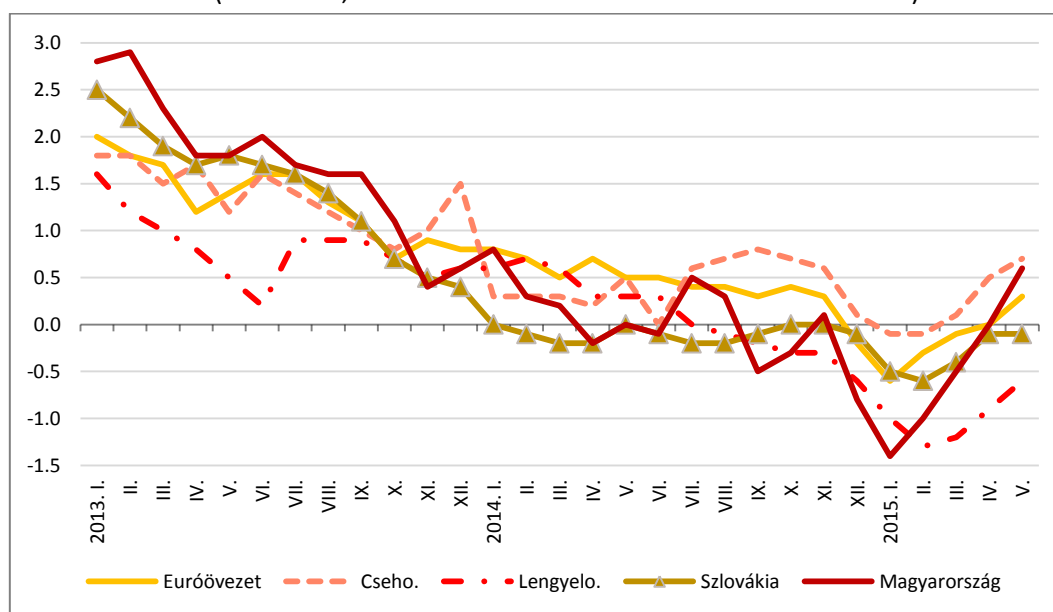
A fogyasztóiár-index nulla közeli éves változását az olajárcsökkenés mellett az élelmiszerárak csökkenése is támogatta az EU és USA gazdaságában. 2014 és 2015 áprilisa között a feldolgozatlan élelmiszerek ára több mint 20 százalékkal csökkent, így az megközelítette a válság kitörését követő évek árszintjét (5. ábra). Az idei évben folyamatosan csökkent a mezőgazdasági nyersanyagokat és fémeket tartalmazó ipari inputok árindexe is: ennek oka főként a globális növekedést övező aggodalmak és Kína növekedésének lassulása volt.

Az Egyesült Államokban januárban több mint négy év óta először negatív tartományba esett a fogyasztói árak éves változása, ami a februári változatlan árindexet követően folyamatosan süllyedt. A májusban mért zéró infláció nagyrészt az energiaárak éves szinten vett 16,3 százalékos csökkenésének köszönhető, mivel az élelmiszerek és a szolgáltatások árai is rendre 1,6 és 2,4 százalékkal nőttek. Az élelmiszer- és energiaáraktól megtisztított

maginflációs mutató gyakorlatilag nem változott az elmúlt három hónapban, a mutató 1,7–1,8 százalékos ingadozó értéke megközelíti az elmúlt öt év átlagát.

Az olajár csökkenésének köszönhetően az euróövezetben és a teljes unióban negatív éves pénzromlást mértek az idei évben, ám mindkét gazdasági övezetben egyre jobban nőtt az inflációs mutató értéke. Míg januárban az unióban –0,5 és az eurózónában –0,6 százalékos tette ki a fogyasztóiár-index változása, addig a májusi gyorsbecslés szerint mindkét gazdasági övezetben nulla fölé erősödött az infláció, ami az élelmiszerárak enyhe növekedésének tudható be. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó maginflációs mutatók mind az unióban, mind a valutaövezetben mérsékeltek maradtak, a rendre 0,8 és 0,9 százalékos értékek a legalacsonyabbak közé tartoznak a mutató 1997-es bevezetése óta. Az utóbbi hónapok adatai alapján megítélésünk szerint elmúlt az öreg kontinenst fenyegető deflációs veszély, ám a maginflációs mutatók tartósan nyomott inflációs környezetet sugallnak, így az inflációt az unió gazdaságának dinamikus bővülése és az európai mennyiségi lazítás hatása mozdíthatja az EKB 2 százalékos célértéke közelébe.

6. ÁBRA: AZ EURÓÖVEZET ÉS A V3 HARMONIZÁLT FOGYASZTÓIÁR-INDEXE
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: Eurostat

Az unióhoz hasonló inflációs folyamatok jellemezték a visegrádi három gazdaságait is (6. ábra). A három állam közül Csehországban volt a legenyhébb a fogyasztói árak visszaesése: a januári és februári –0,1 százalékos inflációs mutató után májusban már 0,7 százalékos pénzromlási ütemet mértek a cseh gazdaságban közel változatlan, 1 százalékos körüli maginfláció mellett. Szlovákiában a februári –0,6 százalékos mélypont óta a fogyasztóiár-index közelít a pozitív tartomány felé, májusban már zéró közeli inflációt mértek 0,3 százalékos maginfláció mellett. A deflációs környezet fennmaradása leginkább a lengyel gazdaságot fenyegeti, melyben tavaly augusztus óta tart a fogyasztói árak csökkenése. A

csökkenés bár februárban megállt, a májusban mért $-0,6$ százalékos éves fogyasztóiár-változás a legalacsonyabb a régióban. A lengyel dezinflációs környezet hosszabb fennmaradását vetíti előre a maginflációs mutató alacsony szintje, ami február és május között $0,2$ és $0,1$ között ingadozott.

Az Európai Bizottság előrejelzése szerint az alacsony inflációs környezet 2015-ben fennmarad az EU-ban és az eurózónában. Az olajár tavaly második féléves csökkenésének köszönhetően a bázishatás miatt nulla fölötti inflációt valószínűsít a bizottság idén a harmadik és negyedik negyedévben, ám az éves átlagos változás mindkét régió esetében nulla körüli lehet.

Legutóbbi, június 3-ai ülésén az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa változatlanul hagyta az euróövezet irányadó rátáját, ami így továbbra is a technikai zérónak tekinthető $0,05$ százalékon maradt. Mario Draghi leszögezte, hogy az EKB nem fogja idő előtt befejezni a márciusban bejelentett mennyiségi lazítási programját, sőt, a havi felvásárlási keretet akár 60 milliárd euró fölé is emelhetik ideiglenesen. A felvásárlási mennyiség esetleges növelését az európai kötvénypiac április végén megindult túlzott volatilitása helyezte előtérbe, ami komoly stabilitási kockázatot indukálhat az európai pénzügyi rendszerben.

Az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed kamatdöntő szervének, a Nyílt Piaci Bizottság (FOMC) márciusi gyűlését követő közleményben már nem szerepelt a „türelmes” szó, így Janet Yellen korábbi nyilatkozata alapján a bizottság bármelyik ülésen az amerikai kamatkondíciók szigorításáról határozhat. Az ülést követően a piac a kamatemelések júniusi kezdetét tartotta a legesélyesebbnek, amikor 2008 decembere után a Fed irányadó kamatlába ismét elmozdulhat $0,25$ százalékos jelenlegi szintjéről. A kamatrata gyors emelkedésébe vetett hitet leginkább az alacsony olajár várt gazdaságélénkítő hatása és az alacsony, folyamatosan csökkenő munkanélküliségi adatok fűtötték.

A FOMC júniusi ülését követően az elemzői konszenzus 2015 végére valószínűsíti a monetáris szigorítás indítását, Yellen nyilatkozata alapján valószínűleg kettő helyett csak egy emelés lehet idén. Az amerikai első negyedéves GDP-adat gyenge eredménye miatt a bizottság változatlanul hagyta az irányadó rátát annak ellenére, hogy az USA inflációs mutatói a közeljövőben is alacsony dinamikát mutathatnak. Az indoklás szerint a Fed még mindig nincsen megelégedve a munkaerő-piaci folyamatokkal: hiába alacsony a munkanélküliségi ráta, a nominális bérek nem növekednek a tartós konjunktúrától elvárt ütemben. Ezenfelül az amerikai növekedési ütem visszaesése jelentős mértékben a nettó export szűkülésének volt köszönhető, amit főként az euróval szemben erősödő dollár magyaráz: egy esetleges kamatemelés következtében a dollár tovább erősödhetne az európai valutával szemben, ami így komoly versenyhátrányt okozhatna az USA exportszektorának.

A Cseh Központi Bank májusi kamatdöntő ülésén sem változtatott irányadó rátáján, ami így 2012 októbertől $0,05$ százalékon áll. Az igazgatóság továbbra is elkötelezett a laza monetáris politika folytatása mellett addig, amíg érdemi inflációs nyomás nem keletkezik a

cseh gazdaságban. A jegybank tovább folytatja fizetőeszközeinek gyengítésén keresztül a monetáris lazítást, ami nem engedi, hogy a 27 korona/euró szint alá erősödjön a cseh fizetőeszköz, ellenben nem akadályozza meg a korona esetleges leértékelődését.

Júniusi ülésén a lengyel jegybank monetáris tanácsa sem változtatott 1,5 százalékos irányadó rátáján. A tanács megítélése szerint az energiaárak esése és a munkabérek lanya bővülése miatt a következő hónapokban is negatív maradhat a pénzromlás üteme, ami középtávon sem érheti el a 2 százalékos inflációs célt: ennek ellenére a jegybank tartotta magát márciusban tett ígéretéhez, és továbbra sem tervezi az alapkamat újabb csökkentését.

Magyarország mellett a kelet-közép-európai régióban egyedül a román jegybank lazított kamatkondícióin idén a második negyedévben. A Román Nemzeti Bank Igazgatótanácsa májusban 2-ről 1,75 százalékra csökkentette irányadó rátáját, valamint két klasszikus monetáris politikai eszköz változtatásán keresztül is támogatni kívánja a gazdasági fellendülést. Júniustól a lejalapú hitelek utáni tartalékképzést a jegybank 10-ről 8 százalékra csökkentette, valamint szűkítette az alapkamat körüli kamatfolyosót 1,75-ről 1,5 százalékpontra. Mindkét intézkedés célja a lejalapú hitelezés ösztönzése, mivel a privát szektor teljes hitelállományán belül a román fizetőeszközben denominált hitelek aránya még mindig csak 45 százalékot tesz ki.

Pénzügyi folyamatok

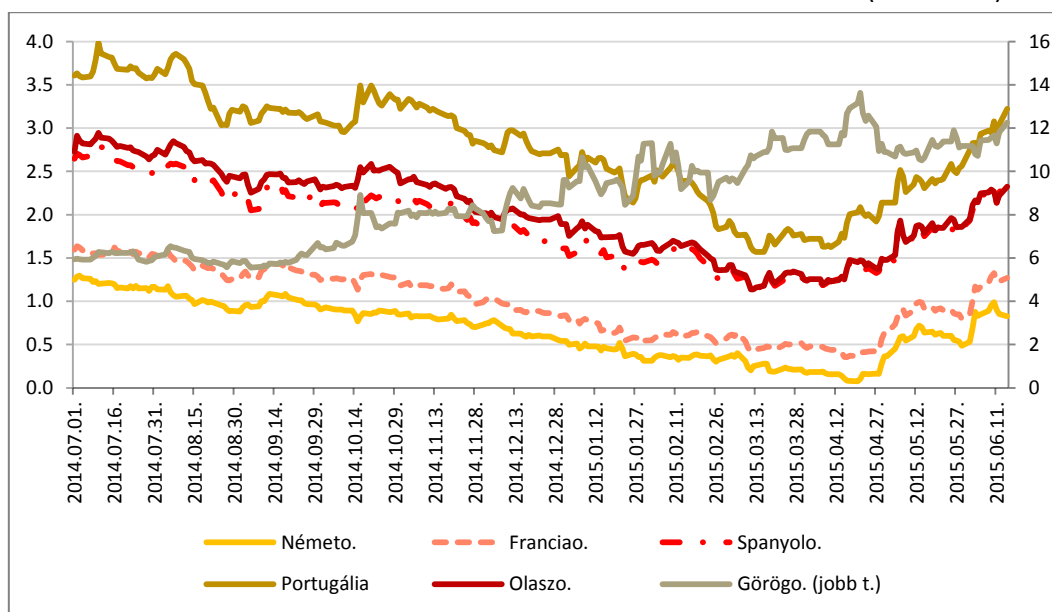
Az utóbbi hónapok pénzügyi folyamatai továbbra is az alacsony kamatkörnyezet fenntartását vetítik előre annak ellenére, hogy áprilisban megfordult az európai kötvénypiaci hozamok csökkenő trendje. Az USA gyengébb makrogazdasági adatai későbbre tolták az amerikai kamatemelésen keresztül a pénzpiac szigorítását, sőt, a gyenge exportmutató miatt egy újabb amerikai monetáris stimulus sem tűnik lehetetlennek.

Az EKB legfrissebb, áprilisi hitelezési körképe alapján az eurózóna bankjai enyhítették hitelezési feltételeiket a vállalati és személyi kölcsönök esetében, míg szigorították azokat a lakáscélú hitelek bírálata során. Az adatok összességében kedvezőek az eurózóna gazdasági növekedése szempontjából, ám a jelenlegi enyhítések még mindig nem elegendőek a válság alatti szigorítások korrekciójához, így historikusan szigorúnak tekinthetők a hitelezési feltételek az eurózónában. A banki válaszok alapján ennek ellenére nagy kereslet mutatkozott az első negyedévben a lakáscélú kölcsönök iránt, míg az utóbbi két negyedév között csökkent a vállalati hitelek iránti igény. Az alacsony kamatkörnyezet hatására a bankok egymás közötti fedezetlen, egynapos kölcsönügyleteinek kamatlábát kifejező EONIA negatív tartományban tartózkodott az egész második negyedév során, sőt, áprilisban a három hónapos euró LIBOR kamatláb is negatív tartományba süllyedt.

A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak nagyrészt változatlanok maradtak március vége és június közepe között. A vizsgált időszakban a portugál, spanyol és a magyar kockázati mutató rendre 41, 13 és 14

bázisponttal emelkedett, míg a francia felár 5 bázispontos csökkenést mutatott. Jelentős változás egyedül az orosz állampapírok megítélésében mutatkozott, melyek esetében bár 110 egységgel csökkent a CDS-felár február vége óta, a mutató június közepén mért 327 bázispontos értéke globális szinten még mindig magas. A vizsgált három hónap végpontjai között kicsi eltérés mutatkozott, de a dél-európai államok CDS-felárai viszonylag nagy volatilitást mutattak. Az időszak legmagasabb és legalacsonyabb csődkockázati felára között a portugál állampapírok esetében 62, Olaszország és Spanyolország esetében rendre 32 és 24 bázispont volt a differencia.

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



Forrás: Thomson Reuters

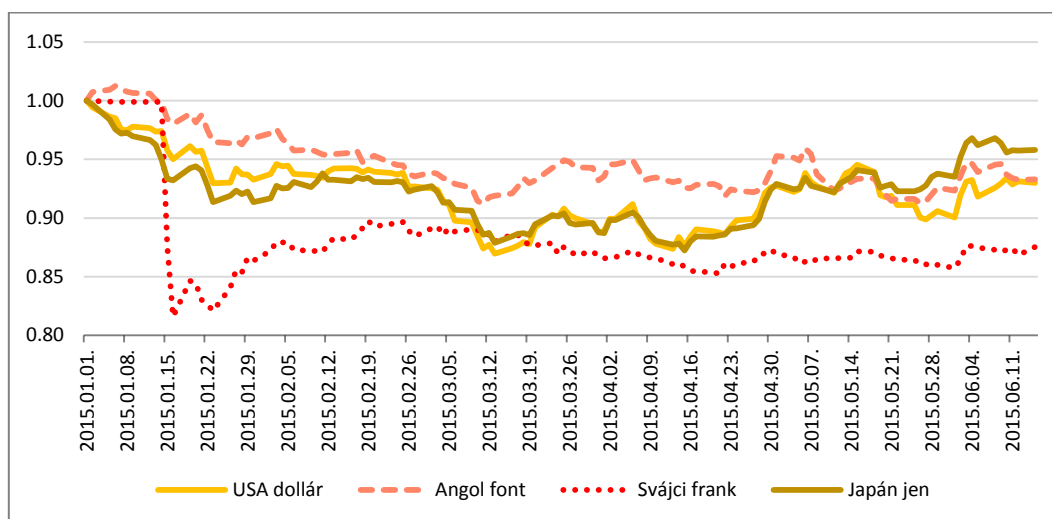
Az európai kötvénypiacok hozamainak csökkenő trendje áprilisban megtört, ekkor az alacsony kamatkörnyezethez viszonyítva jelentősen emelkedtek az elvart hozamok (7. ábra). Április utolsó hetében a 10 éves német lejáratig tartott kötvény hozama 179 százalékkal emelkedett, miközben a dán hozamok 93, az osztrák hozamok 92 és a francia kamatok is 74 százalékkal nőttek. A rosszabb hitelminősítési besorolású periferiális államokban a hozamok 10 százalékos körüli mértékben növekedtek. Áprilishoz hasonlóan az európai kötvényhozamok június elején hirtelen növekedésnek indultak, az egy hét alatt látott 30–40 bázispontos emelkedést a görög tárgyalások váltották ki.

A piaci preferenciák változását jól szemlélteti, hogy április és június közepe között az unió egyik legbiztonságosabb eszközének tekinthető 10 éves német állampapír hozama visszatért az EKB mennyiségi lazításának bejelentése előtti szintjére, miközben közel 450 milliárd dollár áramlott ki az európai kötvénypiacokról. A korrekció előtt, az április közepéig tartó csökkenés hatására a német rövid lejáratú állampapírokat negatív hozam mellett jegyezték, sőt, április 8-án még a kockázatosabbnak tekintett Spanyolország is nulla alatti lejáratig tartott hozam mellett tudott hat hónapos kincstárjegyet kibocsátani. Hasonlóan, bár tíz éven

felüli lejáratig negatív hozam mellett forogtak a helvét állampapírok a másodpiacon, Svájc a történelemben először negatív lejáratig tartott hozamon tudott tízéves lejáratú állampapírt kibocsátani.

A hozamok korrekciója mögött főként három egymást támogató piaci folyamat húzódtott meg. Elsőként, a kedvező európai makrofolyamatok és az Európai Unió növekedési adatai alapján egyre valószínűtlenebb, hogy az unió egy japán stílusú deflációs spirálba csússzon. Bár az alacsony európai hozamkörnyezet elsősorban az EKB mennyiségi lazításának eredménye, az öreg kontinens dinamizálódó gazdasági fellendülése kevésbé teszi vonzóvá a negatív hozamú, ám biztonságos eszközök tartását: végső soron az emelkedő kamatok egyik alapvető oka a kockázatvállalási kedv növekedése. Másodsorban ezt támogatja, hogy a gyenge amerikai gazdasági és exportteljesítmény hatására a Fed kamatemelési ciklusának kezdete várhatóan kitolódik, így a közeljövőben az USA-ból kiáramló tőke nem helyezi érdemi nyomás alá az európai kötvénypiacot. Végül harmadrészt, a görög mentőcsomagról való megállapodás késése egyre jobban növeli Görögország eurózónából való kilépésének esélyét, aminek az európai pénzpiacra gyakorolt hatása nehezen becsülhető.

8. ÁBRA: AZ EURÓ FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI IDEI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA



Forrás: Thomson Reuters

Az euró első negyedévben látott gyors leértékelődése megállt, a nagy volatilitás ellenére a további gyengülés nem valószínűsíthető (8. ábra). A március végéig tartó komoly gyengülés főként az EKB mennyiségi lazításának az eredménye: március közepén az euró árfolyama közel tízéves mélypontra került a dollárral szemben, mivel egységnyi európai fizetőeszközért mindössze 1,05 amerikai adtak a valutapiacon. A piac egyre nagyobb része vetítette előre az euró paritásig való gyengülését, amire 2002 decembere óta nem volt példa, ám végül a gyenge amerikai növekedés, a stabilizálódó olajár és az európai kötvénypiacokról kivont tőke megállította a dollár további erősödését. Az elmúlt negyedévben az euró valamennyi vezető valutával szemben 5–15 százalékot veszített értékéből, ami így pozitív hatással lehet az exportszektor bővülésén keresztül az európai gazdaságra.

Fiskális politika

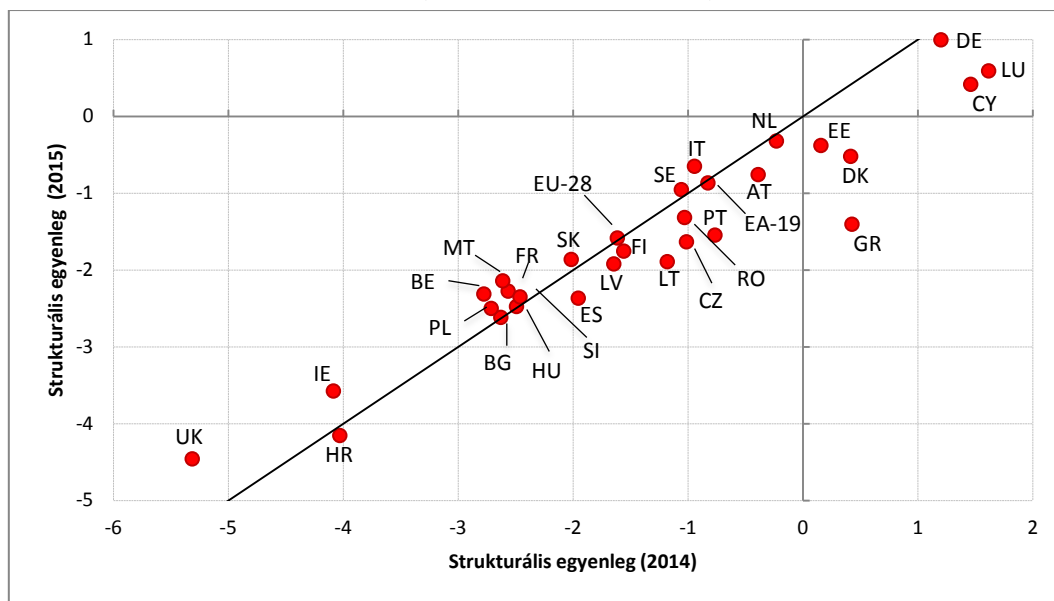
Az Európai Bizottság tavaszi elemzése alapján az Európai Unióban és az eurózónában is folytatódik 2015-ben a lassú költségvetési konszolidáció. A válság kitörése óta 2014 az első év, amikor az unió költségvetési hiánya a maastrichti kritériumként megfogalmazott 3 százalékos szint alá süllyedt: a tavalyi 2,9 százalékos GDP-arányos hiányszám idén 2,5 százalékra csökkenhet, míg az eurózona költségvetési hiánya 2 százalékra eshet. A javuló mutatók mögött a tavalyi évhez hasonlóan a bevételi oldal növelése mellett a kiadási oldal csökkenése is szerepet játszik: az EKB teremtette alacsony kamatkörnyezet mérsékli a tagállamok kamatkiadásait, míg az unió javuló foglalkoztatási folyamatai egyszerre csökkentik a szociális kiadások mértékét és az irántuk támasztott igényt is.

A februári prognózishoz képest a legnagyobb változás a ciprusi költségvetést érintette: a 2014-es költségvetési hiány a korábban várt 3-ról 8,8 százalékra nőtt a bankrendszer állami feltőkésítésének szükségessége miatt. Az előre hozott tőkeemelés miatt az előrejelzés szerint a korábbi költségvetési pályánál kedvezőbb lehet idén a ciprusi hiányszám, ám a feltőkésítés 8,6 százalékpontos hiányt növelő hatását nem számítva 2014-ről 2015-re várhatóan romlik a költségvetés egyensúlya. A fogyasztáshoz köthető állami bevételek vártnál kedvezőtlenebb alakulása miatt Finnország hiányszáma 3 százalék fölé nőtt. A romló finn foglalkoztatási folyamatok miatt várhatóan a személyi jövedelem- és a jövedéki adó emelése ellenére sem tudja a következő két évben teljesíteni a finn költségvetés az uniós hiánycélt.

Németország és Luxemburg mellett nem várt módon Észtország volt a harmadik uniós tagállam, mely költségvetési többlettel zárta a 2014-es évet. A nem várt, 1 százalékpontos javulás mögött az elmaradt állami beruházásokon túl az erősödő munkaerőpiachoz köthető növekvő állami bevételek állnak. Bár az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzése 0,4–0,5 százalékponttal csökkentette az ország 2015-ös és 2016-os hiányszámával szembeni várakozását, ám ezt komoly kockázatok övezik: az észt kormányzat a kiterjesztett családi támogatások és a nyugdíjak 6,3 százalékos emelésének terhét az állami vállalatok növekvő osztalékbecfizeséséből kívánja kompenzálni.

Az uniós tagállamok fiskális egyensúly melletti elköteleződését jól szemlélteti, hogy várhatóan 12 tagállam javítja 2014-hez viszonyítva idén strukturális egyenlegét. Strukturális többlete mindkét évben mindössze a német, luxemburgi és ciprusi költségvetésnek lesz, ám ezekből kiegyensúlyozottnak egyedül a német tekinthető. A ciprusi többlet a bankválság következtében kialakult recesszió költségvetési hatását igyekszik ellensúlyozni, míg a pozitív luxemburgi mutató az e-kereskedelem megváltozott európai adóztatási szabályai miatt szükséges a stabil költségvetéshez. A tavalyi évhez képest többlet helyett strukturális hiánya lesz várhatóan Dániának és Észtországnak, míg a Sziriza-kormány korábbiánál kisebb elsődleges hiányt megcélzó költségvetése miatt Görögországban is negatív tartományba fordulhat a strukturális egyenleg (9. ábra).

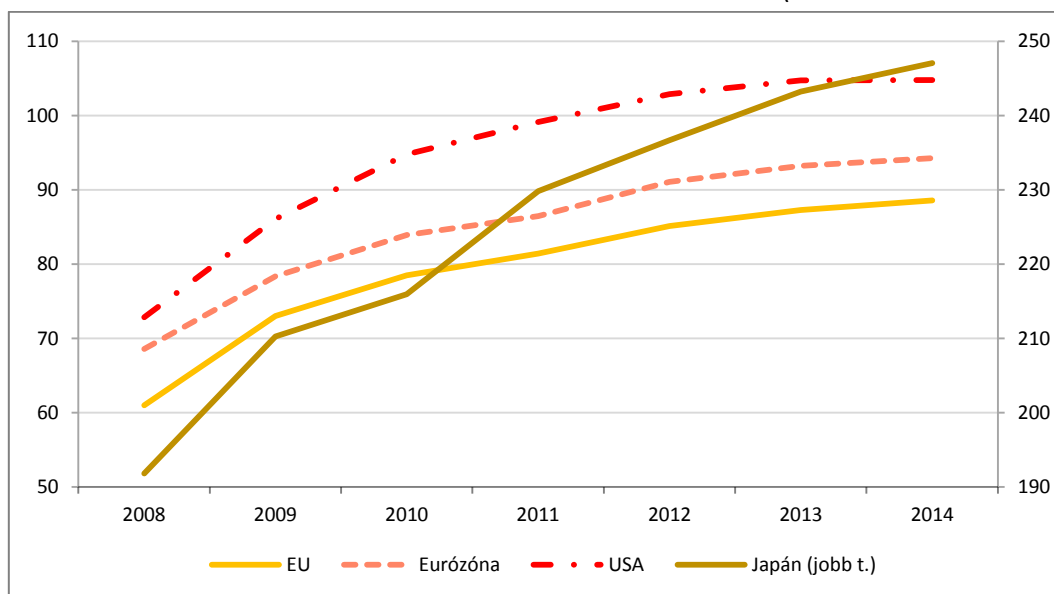
9. ÁBRA: 2014-ES ÉS 2015-ÖS STRUKTURÁLIS HIÁNY AZ EURÓPAI UNIÓ TAGÁLLAMAIBAN
(A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Spring, 2015

A legfrissebb előrejelzések szerint mind az eurózóna, mind az EU adósságállománya tavaly tetőzött, rendre 94,2 és 88,6 százalékra (10. ábra). Az Európai Bizottság szerint mindkét régióban csökkenő pályára állhat a bruttó hazai termékhez mért adósságállomány, amit mind az alacsonyabb költségvetési hiány, mind a GDP növekedése támogat. A költségvetési hiány csökkenését elsősorban az alacsony kamatkörnyezet miatti csökkenő kamatkiadások és a konjunktúrával párhuzamosan bővülő adóbevételek teszik lehetővé, míg a GDP lassan, de folyamatosan bővízhet az öreg kontinensen. A várakozások szerint 2015 végére az unió GDP-hez mért adóssága 88, míg az eurózónáé 94 százalékra csökkenhet.

10. ÁBRA: A VILÁG VEZETŐ GAZDASÁGAinak ÁLLAMADÓSSÁGA (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: AMECO adatbázis

A magyar gazdaság jelenlegi helyzete

A hazai növekedés alakulása

A hazai gazdaság teljesítménye 2015 I. negyedévében összességében pozitív meglepetést okozott. Egyrészt a várt lassulással szemben a GDP éves bázisú növekedési üteme a KSH számításai alapján 3,5 százalékra gyorsult. Eközben a szezonálisan és naptárhatással kiigazított negyedéves teljesítmény változatlanul 0,8 százalék volt. A január–márciusban mutatott gazdasági teljesítmény felülmúlja a tavasszal közzétett várakozásunkat, ugyanakkor az év eleji havi adatok és konjunktúraindexek alakulásának fényében nem jelentett meglepetést. A magyar gazdaság teljesítménye továbbra is kiemelkedőnek mondható az EU szintjén, ugyanakkor a régió egésze rendkívül erős növekedést mutatott 2015 elején.

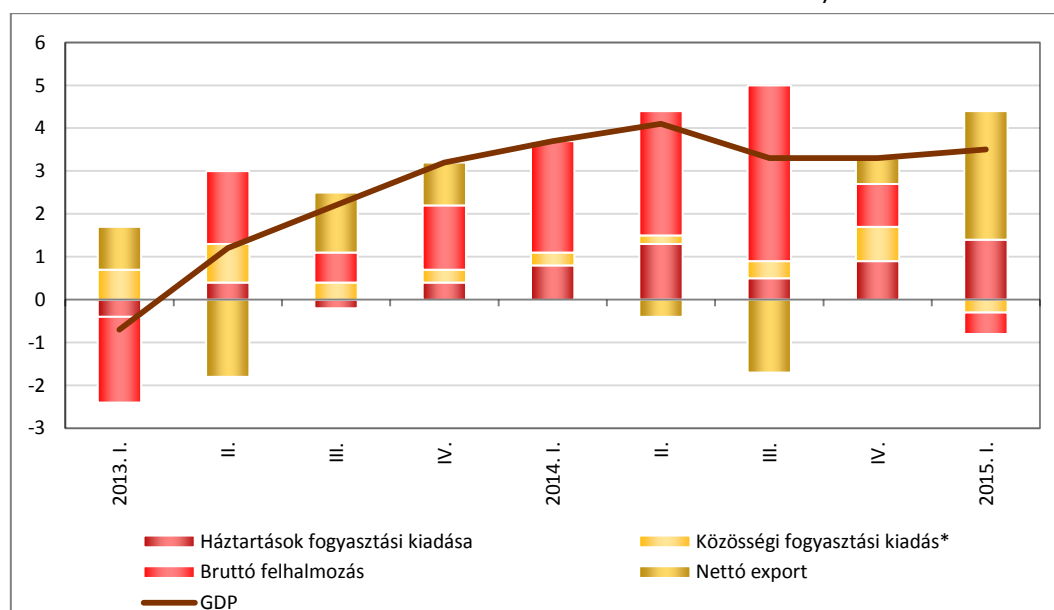
A GDP felhasználási oldalán a külső tételek a márciusi várakozásunkhoz képest dinamikusabb növekedést mutattak. A legfontosabb változás, hogy 2013 óta most először haladta meg a kivitel volumenének bővülése az importét. Az export 2015 I. negyedévében 10,3 százalékkal növekedett éves összevetésben, miközben az import 7,8 százalékos növekedést mutatott fel. A kivitel bővülése így már 2014 nyara óta fokozódik, miközben az import növekedési üteme három negyedéve trendszerűen lassul. Ez egyben azt is jelenti, hogy a külkereskedelmi aktívum negyedévről negyedévre tovább bővült: 2015. január–márciusban folyó áron 762 milliárd forintra, ami így közel negyedével több, mint egy évvel korábban. Az export dinamikus bővülésének egyik eleme a cserearány javulása, ami a forint vezető devizákkal szembeni leértékelődésére vezethető vissza. Ennek is köszönhető, hogy az export egyre erősödő növekedésében nagy szerepet játszik a szolgáltatások (beleértve az idegenforgalmat is) külföldi értékesítése. Az áruforgalom esetében termékcsoportok szerint vizsgálva az export bővülése továbbra is az autóipar és a beszállítói hálózat emelkedő teljesítményéhez köthető. A közúti jármű-export döntő többsége az EU-ba irányult, azonban már az Egyesült Államokból megnyilvánuló kereslet is jelentősen élénkült. A feldolgozott termékek esetében tapasztalt bővülés nagyban köszönhető a vegyiparnak, ugyanis újból növekedni tudott a gyógyszer és gyógyszerészeti termék kivitele. Emellett az autóiparhoz szorosan kötődő, valamint az élelmiszer-ipari termékek exportja is élénkült 2015. január–márciusban.

A hazai import volumenének lassuló növekedése mögött a tavalyi évi magas bázis áll. Az energiahordozók behozatala jelentősen visszaesett az előző év azonos időszakához képest, elsősorban a természetes és mesterséges gáz, valamint a kőolaj és kőolajtermékek miatt. Az első negyedévben a gépek és szállítóeszközök importjában minden jelentősebb árucsoportot két számjegyű növekedés jellemezte. A feldolgozott termékek között a gyógyszer és gyógyszerészeti termékek, valamint az autóiparhoz kötődő termékek importja élénkült jelentősen. A nettó export változása 2015 első negyedévében összességében

3 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét, így 2013 óta először a külkereskedelmi forgalom volt a hazai gazdasági teljesítmény legnagyobb hozzájárulója.

A belföldi felhasználás továbbra is segítette a magyar GDP növekedését, azonban ennek mértéke az előző negyedévekhez képest rendkívül visszafogott volt. Az I. negyedévben 0,6 százalékponttal járult hozzá a bruttó hazai termék éves bázisú bővüléséhez. Ilyen nagy különbségre a gazdaság belső és külső teljesítménye között legutóbb három éve, még a recesszió idejében volt példa. A hazai növekedés szerkezete így átalakult az előző két évhez képest, de a várakozásokkal ellentétben nem tudott igazán kiegyensúlyozott maradni.

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



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

A háztartások fogyasztási kiadása 2015 I. negyedévében 2,7 százalékkal bővült éves szinten. Negyedéves összevetésben a szezonálisan és naptárhatással kiigazított ráta 0,7 százalékos bővülést mutatott. Az élénkülés meghaladta a márciusi várakozásunkat, de a rendelkezésre álló jövedelem bővülése a következő negyedévektől éreztetheti igazán a hatását. Az erősnek mondható – bár egyes elemzői várakozásoktól elmaradó – növekedés így bizakodásra adhat okot a 2015. évi teljesítmény tekintetében. Fontos ugyanakkor megjegyezni, hogy a háztartások fogyasztásának emelkedése továbbra is elmarad a rendelkezésre álló jövedelem bővülési ütemétől. A családi adókedvezményekkel számított nettó reálbér ugyanis kalkulációnk szerint 5,1 százalékkal bővült az I. negyedév folyamán. Az ettől továbbra is elmaradó fogyasztásbővülés azt jelzi, hogy a háztartások adósságállományának leépítése és az óvatossági megtakarítások még korlátozzák a fogyasztási kiadások fellendülését.

A háztartások különböző bizalmi indexei 2015 első három hónapjában összességében romlottak az előző negyedévhez viszonyítva. A negatív trend már 2014 tavasza óta tart,

azonban a bizalmi indikátorok április–május folyamán újból emelkedni kezdtek. A várható általános gazdasági helyzet és a pénzügyi helyzet jövőbeni megítélésére vonatkozó mutatók az első negyedévben érhatték el mélypontjukat. Ugyanakkor kedvező változás, hogy márciusban a lakosság saját anyagi helyzetének megítélésére vonatkozó indikátor 2005 óta először emelkedett a pozitív tartományba. Összességében úgy véljük, hogy a bizalomvesztés megállása és egy emelkedő trend kibontakozása mindenképpen kedvező képet fest rövid távon. A lakossági fogyasztás igazi beindulása az idei második fél évre tehető, ami így kiválthatja a beruházások gazdaságot dinamizáló hatásának múlását, és újból gyorsulhat a gazdaság belső forrásfelhasználása.

Idén január–márciusban a beruházási teljesítmény 6,7 százalékkal esett vissza éves összevetésben, így két év után először mérsékelte a gazdasági növekedést. Maga a visszaesés és annak mértéke is negatív meglepetést okozott a márciusi várakozásunkhoz képest. A bruttó állóeszköz-felhalmozás kedvezőtlen alakulása elsősorban bázishatásokkal magyarázható. A tavalyi év azonos időszakában ugyanis a választások miatt jelentősen megugrottak a beruházások, ami a választási ciklikusság visszatérésére utalhat. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok szerint az előző negyedévhez képest 2,7 százalékos volt a beruházások volumenének növekedése.

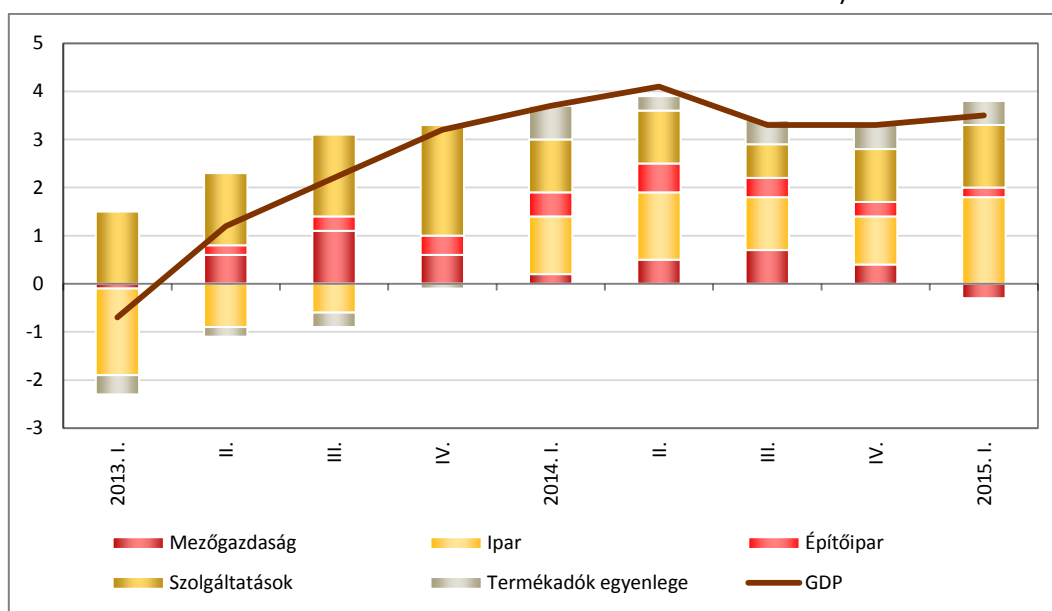
A költségvetési szféra beruházásainak volumene 2015. január–márciusban 10 százalékkal esett vissza. Eközben a versenyszférában mindösszesen 0,7 százalék volt a csökkenés mértéke. Ez is arra utalhat, hogy a tavalyi év azonos időszakában a választások jelentősen torzították a beruházási teljesítményeket a költségvetési szféra oldaláról. A versenyszféra mérséklődő beruházásbővülése mögött technikai hatás állhat, ugyanis 2014 elején indult el a Növekedési Hitelprogram második szakasza. Összességében a nemzetgazdaság beruházási tevékenysége az idei első negyedévben 4,5 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakának bázisán. A gép- és berendezésberuházások január–márciusban 1, míg az építési beruházások 8,9 százalékkal maradtak el az előző évi bázistól, ami szintén a választási ciklikusságra utalhat.

A beruházások I. negyedévi alakulása iparáganként nagyjából hasonló képet mutat: a feldolgozóipari stagnálást kivéve az összes nagyobb súlyú nemzetgazdasági ágban visszaesést regisztrált a KSH. A szállítás, raktározás ág beruházásainak volumene 8,3 százalékkal csökkent, főként a közlekedési infrastruktúra fejlesztésének és a járműparkok korszerűsítésének jelentős visszaesése miatt. Az állami tevékenységekkel összekapcsolható nemzetgazdasági ágakban (közigazgatás, védelem; oktatás; humán-egészségügyi, szociális ellátás) 20–29 százalék közötti csökkenést mértek. A kereskedelemben és a mezőgazdaságban éreztette leginkább hatását az NHP II. tavalyi év eleji elindulása, így itt rendre 5–8 százalékos volt a beruházási teljesítmény visszaesése. A feldolgozóiparban mért stagnálásközelű bővülés (0,2 százalék) elsősorban a vegyi anyag termékek és a gép, gépi berendezések gyártása területéhez köthető.

A szezonálisan és naptárhatással kiigazított beruházási ráta az előző év azonos időszakához képesti 1,1 százalékpontos csökkenése után 20,4 százalékon áll Magyarországon. Az elmúlt négy negyedévi átlag 21 százalékos beruházási rátát jelez, amely felülmúlja az uniós és a lengyel arányt is, ugyanakkor elmarad a szlovák és cseh mutatóktól.

A hazai gazdaság 2015 első negyedévi teljesítménye a termelési oldalon kiegyensúlyozottnak mondható. Két nemzetgazdasági ág kivételével (pénzügyi, biztosítási tevékenység és mezőgazdaság) az összes ágban növekedett a bruttó hozzáadott érték. A mezőgazdaság teljesítménye az I. negyedévben 11,6 százalékkal zsugorodott, azonban ez csak technikai becslésnek tekinthető, így egy kedvező agrárév esetén ez pozitív irányban is revideálódhat. Az agrárium 0,3 százalékponttal fogta vissza az éves bázisú GDP-növekedést az első negyedévben.

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



Forrás: KSH

Az építőiparban megtört a lassuló trend, vagyis az ágazat hozzáadott értékének növekedési üteme gyorsulni tudott. Az I. negyedévben az éves bázisú növekedés 9,2 százalékot tett ki, míg negyedéves összevetésben 7,8 százalékkal nőtt az építőipari volumen. Az építőipar összességében 0,2 százalékponttal járult hozzá az éves GDP-növekedés rátájához január–március folyamán. Az ágazat ismét fokozódó teljesítménye felülmúlta a várakozásokat, amely elsősorban a rendelésállományok zsugorodása miatt volt mérsékelt. Ugyanakkor mivel a szerződésállomány apadása markáns csúszással jelentkezik az ágazat teljesítményében, így az építőipari növekedés még a közeljövőben is erős maradhat. Az idei első negyedévben mindkét építményfőcsoport, vagyis az épületek és az egyéb építmények építése is bővülni tudott. Utóbbi mutatta fel a dinamikusabb növekedést, amit továbbra is az infrastrukturális fejlesztések vezérelnek. Az épületek építése esetében a lakásépítés némileg visszaesett

január–márciusban: az előző év azonos időszakához képest 7 százalékkal kevesebb új lakás épült. Ezzel szemben 44 százalékkal több lakásépítési engedélyt adtak ki, mint egy évvel korábban. Mindez tehát árnyalja azt a kedvezőtlen képet, amit a teljes szerződésállomány alakulása mutat. A márciusban kötött új szerződések volumene közel 35 százalékkal maradt el az egy évvel korábbtól, míg a 2015. március végi szerződésállomány 31,1 százalékos zsugorodást jelez. Ezzel párhuzamosan az építőipar rövid távú kilátásait jelző bizalmi index is romlott, márciusban közel másfél éves mélypontjára süllyedt.

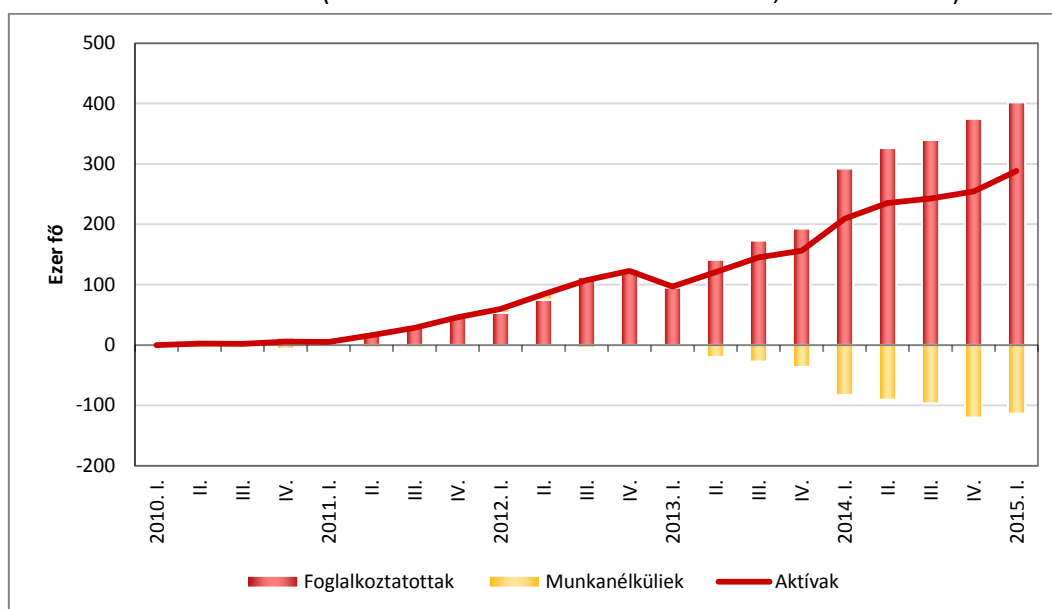
Az ipar hozzáadott értéke 2015 I. negyedévében gyorsabban növekedett, mint a megelőző negyedévben, vagyis erősödött a teljesítmény. Az előző év azonos időszakának bázisán 7,7 százalékkal bővült az ipari volumen. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok 2,2 százalékos növekedést mutatnak az előző negyedévhez viszonyítva. A kedvező teljesítményt továbbra is a feldolgozóipar vezérelte. Az ipar bővülésében a tavalyi évhez hasonlóan az idei első negyedévben is az exportértékesítés játszotta a nagyobb szerepet. Az exportra történő értékesítés 10,6 százalékos növekedése mellett azonban a belföldi értékesítés is jelentősen, 7 százalékkal bővült. A belföldi kereslet felfutása mindenképpen kedvező folyamat, ugyanakkor meglátásunk szerint a kiemelkedő növekedés elsősorban a bázishatás következménye. Ennél visszafogottabb bővülésre számítunk a következő negyedévekben. Az iparon belül a feldolgozóipar hozzáadott értéke 8 százalékos év/év növekedést mutatott. A feldolgozóipari ágak közül átlagon felüli növekedést mértek a járműgyártás és a hozzá kapcsolódó beszállítói ágazatokban. Emellett dinamikusabban bővült az elektronikai ipar és az élelmiszeripar. Az ipar az I. negyedévben – legnagyobb hozzájárulóként – 1,8 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét.

A szolgáltatások bruttó hozzáadott értéke együttesen 2,3 százalékkal növekedett az első negyedévben éves összevetésben, ami 0,2 százalékpontos gyorsulást jelent. A tercier szektor egésze 1,3 százalékpontos GDP-hozzájárulást mutatott fel. A szolgáltatások nem dinamizálódtak annyira, mint ahogyan a háztartások fogyasztása, ami így elsősorban az ipari (termékek) iránti keresletet bővíthette. Egy kivétellel az összes szolgáltató ágban bővülést regisztráltak. A pénzügyi, biztosítási tevékenység 1,3 százalékos visszaesését a háztartások hitelállományának folytatódó mérséklődése okozta, a devizahitelek forintosításával, a banki elszámolással és a tartalékképzéssel párhuzamosan. Az ingatlanügyletek ág már két egymást követő negyedévben tudott szerény mértékű növekedést felmutatni. A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, mint a legnagyobb súlyú szolgáltatói ágak, az idei évet kiugró, 5,5 százalékos bővüléssel kezdték. Ez összefüggésben áll a turizmus és a kiskereskedelmi forgalom fellendülésével. A szállítás, raktározás ág hozzáadott értékének volumene 2,1, az információ, kommunikációé pedig 2,6 százalékkal növekedett.

Munkaerő-piaci folyamatok

A 2014-es munkaerő-piaci tendenciák az idei év elején is folytatódtak, a munkaerő-felmérés szezonálisan kiigazított adatai alapján a foglalkoztatottság és az aktivitás is nőtt. Ennek köszönhetően a foglalkoztatási ráta 2015 I. negyedévében meghaladta az 55 százalékot, míg a munkaerő-piaci részvétel aránya elérte az 59,5 százalékot. Ez összesen mintegy 4490 ezer aktívát és 4160 ezer foglalkoztatottat jelent, ezzel újbóli megdőlt az előző negyedévi évtizedes csúcs. Ezek az adatok kismértékben meghaladják előző negyedévi előrejelzésünket, vagyis a munkaerőpiac állapota a vártnál jobban alakult az év első három hónapjában, elsősorban a javuló konjunkturális helyzetnek köszönhetően.

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



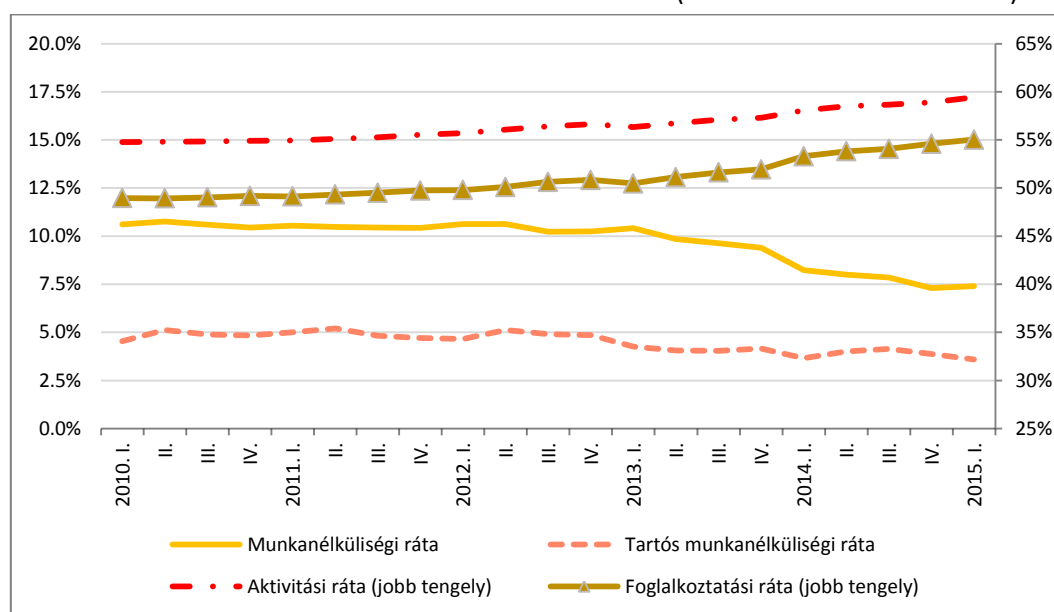
Forrás: KSH, Századvég-számítás

A munkaerő-piaci folyamatok alakulását árnyalja, hogy a havi adatok alapján márciusban a foglalkoztatás csak mérsékelten nőtt, míg az aktivitás enyhén visszaesett, ami azt jelezheti, hogy az aktivitás elérhette a változatlan munkakereslet melletti természetes felső korlátját. Ugyanakkor a márciusi adatok nem jelentenek trendfordulót: a megfigyelt adatokban bekövetkező változás nagy részét a vártnál lassabban felfutó 2015-ös közfoglalkoztatási programok magyarázzák. Ebből adódóan a közfoglalkoztatottak számának 165 ezer fős átlaga 2015 első három hónapjában 35 ezer fővel volt kevesebb, mint egy évvel korábban.

Az intézményi statisztikák a munkaerő-felmérés adatainál mérsékeltebb javulást mutatnak. A szezonálisan kiigazított adatok alapján az alkalmazottak száma mindössze 2 ezer fővel nőtt az év első negyedévében, így a 4 főnél több alkalmazottat foglalkoztató gazdasági szervezeteknél összesen 2874 ezer munkavállaló dolgozott. A bővülés a versenyszférához köthető, ahol az alkalmazottak száma 25 ezer fővel nőtt. Tehát a munkaerőpiac állapotának

javulását a vállalkozásokat érintő pozitív konjunkturális folyamatok magyarázzák. A csökkenő közfoglalkoztatás az állami szektor foglalkoztatói szerepének mérséklődését eredményezte. Az alkalmazottak számánál nagyobb mértékben, 1,7 százalékkal nőtt a ledolgozott munkaórák száma, miközben a részmunkaidőben ledolgozott munkaórák száma csökkent. Vagyis a foglalkoztatási szerkezet egyre inkább a teljes munkaidős foglalkoztatás felé tolódik, ami a piaci szereplők konjunktúrába vetett bizalmát jelzi.

14. ÁBRA: A LEGFŐBB MUNKAERŐ-PIACI ADATOK (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)

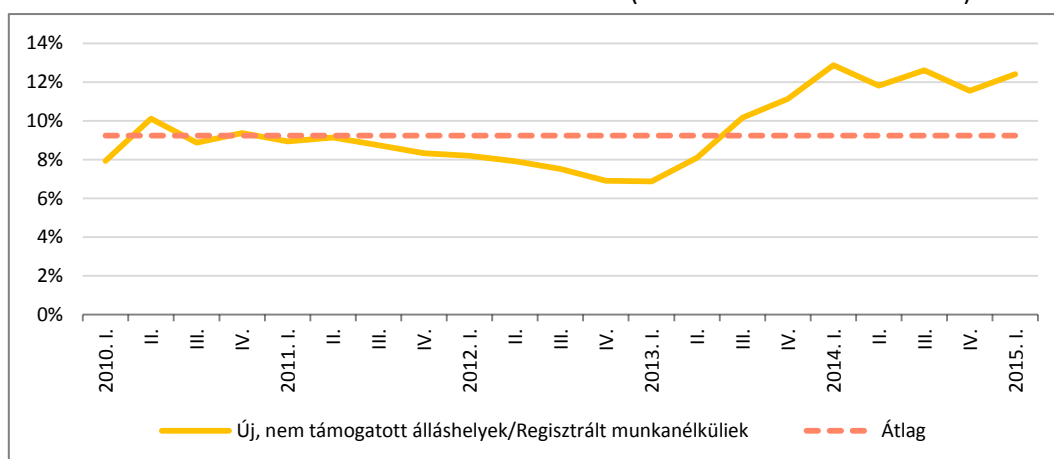


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A munkaerő-piaci folyamatok eredményeképp a munkanélküliség 7,4 százalékra emelkedett. Az aktívak számának munkakeresletnél gyorsabb növekedése miatt az új belépők egy része nem talált munkát vagy korábbi munkavállalókat szorított ki, ami összességében a munkanélküliek számának növekedését eredményezte. A tartós munkanélküliek aránya jelentősen visszaesett, ami a korábbi időszakoktól eltérően nem a közfoglalkoztatásnak, hanem a hosszabb ideje munkanélküliek egy részét felszívó versenyszférának köszönhető.

A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (NFSZ) szezonálisan kiigazított adatai alapján a regisztrált munkanélküliek száma 4 ezer fővel csökkent, ami ellentétes tendenciát mutat a KSH adataival. Az eltérések elsősorban a különböző adatfelvételi módszerből és a szezonális kiigazításból származnak. Eközben az új, nem támogatott álláshelyek száma is több mint 3 százalékkal emelkedett, így az előző negyedévi visszaesés után a magyar munkaerőpiac újra feszesebbé vált a Beveridge-görbe alapján.

15. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

A feszebb munkaerőpiac kedvező hatást gyakorolt a bérek alakulására, ugyanis a bruttó nemzetgazdasági keresetek éves viszonylatban a tavalyi év átlagát meghaladó ütemben, 4,1 százalékkal emelkedtek. A gyorsuló növekedési ütem az állami szektorhoz köthető, ahol a bruttó kereset 4,3 százalékkal emelkedett a közalkalmazottak bérkompenzációja és a kevesebb közfoglalkoztatott okozta összetételhatás következtében. Emellett az év elejétől a minimálbér összege is nőtt, amely bruttó 105 ezer forintba emelkedett, így pozitívan járult hozzá a nemzetgazdasági keresetek növekedéséhez. A versenyszférában dolgozók bruttó bére 3,5 százalékkal nőtt 2014 I. negyedévéhez képest, azaz a magánszektorban dolgozók a GDP növekedésének ütemével megegyező béremelésben részesültek, elsősorban a feszebb munkaerőpiac miatt. Mivel az adózási környezet az év elején nem változott számottevő mértékben, ezért a nettó bérek alakulása a bruttó keresetekével megegyezően alakult. Ha figyelembe vesszük a fogyasztói árak alakulását, akkor a munkavállalók nettó reálbérei átlagosan 5,1 százalékkal emelkedtek az év első három hónapjában, ami jelentős vásárlóerő-növekedést jelent, és a fogyasztás bővülésében is éreztette hatását.

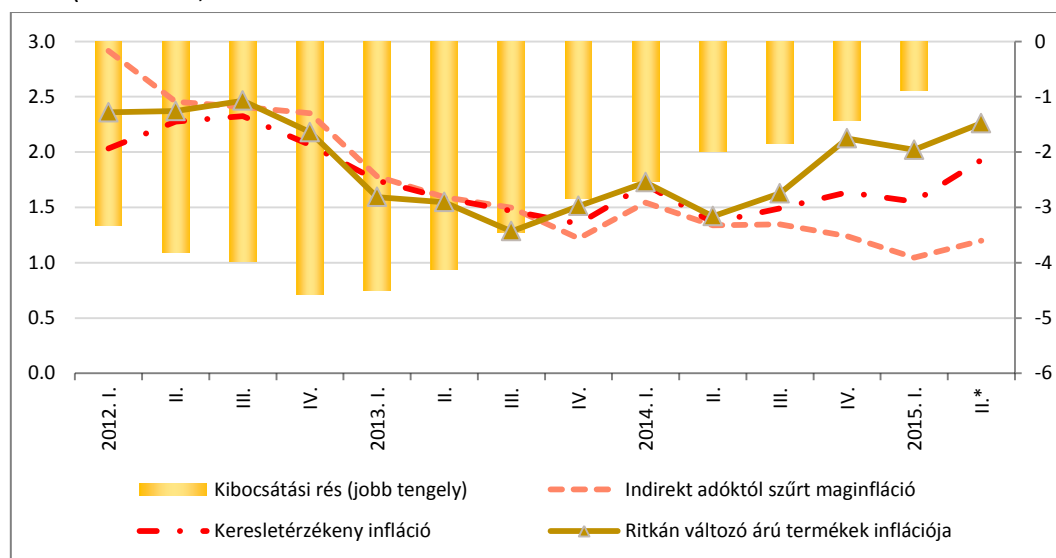
Infláció

Az infláció 2015 I. negyedévében továbbra is az árak általános mérséklődését jelezte: éves bázison a fogyasztói árak 1 százalékos csökkenését regisztrálta a KSH, ami megegyezik a márciusi előrejelzésünkkel. A tényadatok alapján az év első három hónapjában folyamatosan erősödött az árnyomás a gazdaságban. Ez a tendencia április–májusban is folytatódott. Az év ötödik hónapjában már 0,5 százalékos áremelkedést regisztráltak, ami 2013 decembere óta a legmagasabb inflációs mutató. A 2015 első negyedévében tapasztalt negatív infláció a szabályozott árak csökkentésének és az éves összevetésben továbbra is alacsony olajáraknak köszönhető. Az árnyomás erősödése általános, minden termékkörre kiterjed, azonban kiemelendő az olajárak újbóli emelkedése. Összességében az inflációs folyamatok messze elmaradnak a jegybank 3 százalék $\pm$ 1 százalékpontos célsávjának aljától is.

Idén májusban a háztartási energia ára már csak 2,6 százalékkal csökkent éves szinten, mivel a gáz árát érintő rezsicsökkentés bekerült a bázisba. Emellett a járműüzemanyagok árának éves szintű esése bírt árleszorító hatással. Az élelmiszerek esetében mért 1,2 százalékos áremelkedés másfél éves csúcsnak számít, amit elsősorban a zöldségek és gyümölcsök két számjegyű inflációja vezérelt. A szeszes italok, dohányárak drágulása elsősorban adóváltozásokkal hozható összefüggésbe. A tartós fogyasztási cikkek esetében évek óta nem volt pozitív az infláció, ez a trend április óta megtört. Ennek oka kettős: az emelkedő külső infláció, valamint a forint leértékelődése éreztette hatását. Szintén jelentős árfelhajtó hatást gyakorolt a szolgáltatások drágulása (2,3 százalék), ami elsősorban az egészségügyi, a pénzügyi és a közlekedési szolgáltatások áremelkedését hordozza.

Az emelkedő árnyomás ellenére a lakossági és a vállalati inflációs várakozások azt mutatják, hogy a gazdasági szereplők az alacsony inflációs környezet rövid távú fennmaradását várják. Az MNB számításai szerint az elmúlt hónapokban a magyar lakosság várakozásai 2 százalék körül stabilizálódtak. Ez az inflációs céllal konzisztens várakozásoknak felelhet meg, így mindez a visszafogott árazási és bérezési viselkedésen keresztül elősegíti a középtávú inflációs céllal összhangban lévő inflációs környezet középtávú fennmaradását. Az I. negyedévben a fentebb említett tényezők mellett az árnyomás erősödését indokolja a még negatív, de szűkülő kibocsátási rés. Mivel a gazdaság tényleges teljesítménye lassan közelíti a potenciális szintjét, így egyre inkább mérséklődik a keresleti korlátok árleszorító hatása.

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



* Csak az április–májusi adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

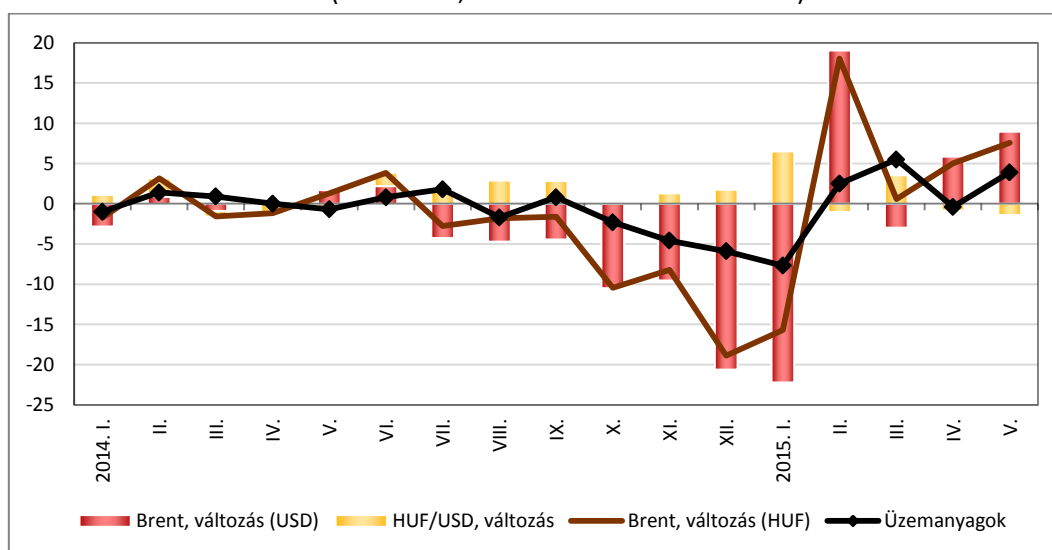
A kibocsátási résre vonatkozó számításainkat jelentősen befolyásolták a beérkező új adatok és azok gazdasági folyamatokról mutatott összképe. Márciusi becslésünkhöz képest nagyobb kibocsátási rést kalkuláltunk, mivel a gazdaság újbóli dinamizálódása erre is utalhat. Továbbra is negatív az eltérés a tényleges és a potenciális GDP között. Az output gap a

legfrissebb számításaink szerint 2015 I. negyedévében az előző időszakhoz képest tovább mérséklődött, és $-0,9$ százalékon állt. A gazdaság ciklikus helyzete így az előző negyedévhez képest javulást mutatott, köszönhetően a fokozódó gazdasági teljesítménynek, mely jelentősen meghaladta a potenciális kibocsátás növekedési rátáját. Meglátásunk szerint a kibocsátási rés már 2015 végére bezáródhat, emelve az inflációs nyomást a gazdaságban.

Az MNB által kalkulált inflációs trendmutatók az I. negyedévben csökkentek a tavalyi év végéhez képest, azonban az április–májusi adatok az árnyomás erősödésének irányába mutatnak. Az egyes indikátorok szintjei azonban továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek, minden mutató elmarad az inflációs célsáv közepét jelentő 3 százaléktól. A ritkán változó árú termékek inflációja közelíti a 2,5 százalékot, vagyis már meghaladja a lakossági várakozásokat. Amennyiben a középtávú trendmutatók tovább emelkednek és az inflációs várakozások ezt nem követik, úgy ez jelentős piactorzító hatásokkal járhat. Mindez a monetáris politikát is óvatosságra intheti.

A maginflációs kosáron kívüli termékek és szolgáltatások éves áremelkedési üteme vegyesen hatott az inflációra. A mérsékeltebb árnyomás irányába mutatott a negatív olajársokk hatása: bár újból emelkedtek az olajárak az elmúlt hónapokban, éves szinten továbbra is alacsonyabbak, ahogyan az üzemanyagárak is. Január–márciusban éves összevetésben 14,6 százalékkal esett a járműüzemanyagok ára, míg április–májusban 10 százalékkal. Ez utóbbi azt jelenti, hogy a termékkör éves áresése önmagában 0,8 százalékponttal fogta vissza a pénzromlási ütemet. A fogyasztók azonban nem élvezhették az olajársokk teljes hatását az I. negyedévben a forint jelentős leértékelődése miatt: egy dollár márciusban átlagosan több mint 280 forintba került. A dráguló dollár és a február óta újból trendszerűen emelkedő olajár miatt így havi összevetésben már emelkedett az üzemanyagok ára. A Brent típusú olaj hordónkénti ára a januári 49 dolláros mélypontról májusra 65 dollár fölé nőtt.

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



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

A nyers élelmiszerek ára az I. negyedévben 0,5 százalékkal csökkent éves bázison, mérsékelve a pénzromlás ütemét. Ez köszönhető annak is, hogy a mezőgazdasági termelői árak ebben az időszakban közel 8 százalékkal voltak alacsonyabbak, mint egy évvel korábban. Vélhetően a termelői árak éves összevetésben idén még mérsékeltén csökkenhetnek, összhangban az orosz embargó fennmaradásával. Ezzel szemben április–májusban a feldolgozatlan élelmiszerek ára már emelkedett, erősítve ezzel az árnyomást. A fentieket és a rezsicsökkentést figyelembe véve, a maginfláción kívüli költségoldali inflációs hatások együttesen lefelé irányuló nyomást helyeztek az inflációra az elmúlt negyedévben, de az elmúlt két hónapban a hatás pozitív volt.

Monetáris és pénzügyi kondíciók

A hazai jegybank az elmúlt négy kamatdöntő ülésén 15 bázispontos lépésekkel, összesen 60 bázisponttal, 1,5 százalékra mérsékelte az irányadó rátáját. Emellett változtatott az inflációs célkitűzésen is: a korábbi 3 százalékos pontcél helyett egy 3 százalékos ± 1 százalékos inflációs célt jelölt meg, azaz az infláció 2 és 4 százalékos közötti sávban ingadozhat. A jegybank ezzel a rugalmas céllal a tartósan alacsony és elsősorban kevésbé változó kamat és a volatilisabb infláció lehetőségét készítette elő. A jegybank deklarálta továbbá, hogy a kamatvágást az inflációs cél teljesüléséig folytatja.

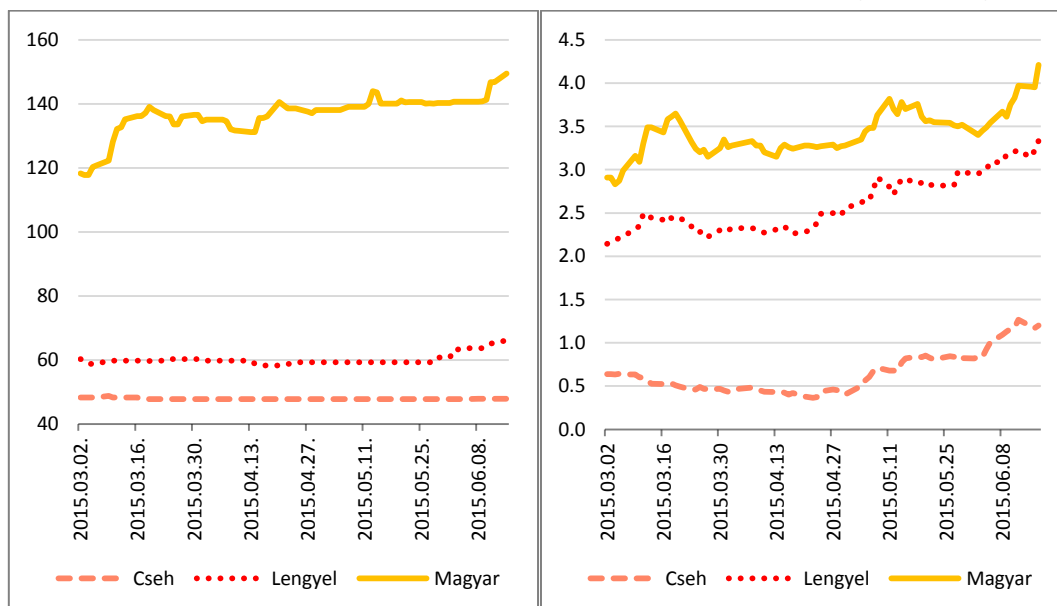
2015. június elején a Monetáris Tanács döntött a jegybanki irányadó instrumentum megváltoztatásáról. Ennek értelmében a kéthetes betét helyett szeptember végétől a három hónapos jegybanki betét lesz az irányadó instrumentum. A kéthetes betét is megmarad, azonban a 2015. év végére értéke a jelenlegi 5500 milliárdos szintről 1000 milliárd forintosszintre csökken, és kamatát aukciós technikával hirdetik meg. A jegybank célja, hogy a kéthetes betétből az állampapírpiacon áramoljon a bankok likviditása, és a bankok nagyobb mértékben finanszírozzák az államot.

A nagy nemzetközi hitelminősítő intézményeknél hazánk besorolása a befektetésre nem ajánlott szint legmagasabbjára emelkedett. Legutóbb, 2015. május 22-én a Fitch minősítette pozitív kilátására a magyar állam által kibocsátott állampapírok BB+ besorolását. A döntést a hitelminősítő elsősorban a magyar gazdaság külső mutatóinak jelentős javulásával indokolta.

A kedvező folyó fizetési mérleg erősítette, a jegybank kamatcsökkentése és az eurózóna állampapírpiacon kialakult feszültség gyengítette a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamát. A forint árfolyama az euróval szemben a március eleji 305-ről június közepére 313 forintra emelkedett, 3,1 százalékkal gyengült. A régió devizái (0,7, ill. 0,2 százalékkal) felértékelődtek. A 10 éves állampapírok piacán az eurózónában tapasztalható turbulenciák éreztették hatásukat. Csehországban és Lengyelországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozamai 0,57 és 1,15 százalékponttal emelkedtek, míg Magyarországon a hozamnövekedés mértéke 1,38 százalékpont volt. Az országkockázatot kifejező ötéves magyar CDS értéke

31 bázisponttal emelkedett az elmúlt három hónap folyamán, amely így 149 bázisponton áll. Az emelkedés az előző időszak markáns csökkenése utáni korrekciónak tekinthető. Mindeközben a régióban a kockázati megítélés e mutatója Csehországban gyakorlatilag stagnált, míg Lengyelországban 6 bázisponttal emelkedett.

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



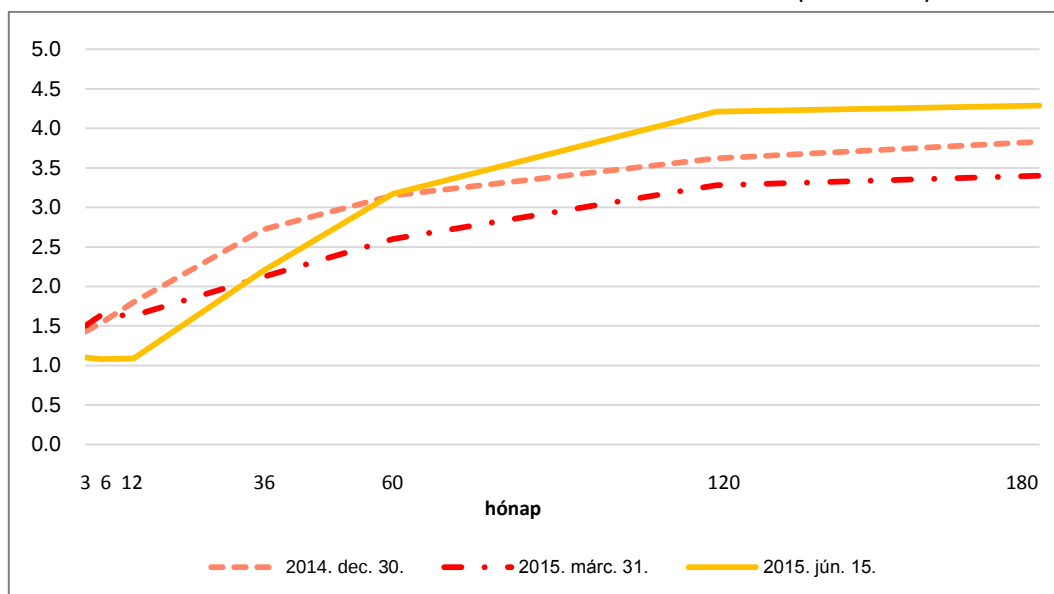
Forrás: Thomson Reuters

Az állampapír-piaci aukciókon elért hozamok a futamidő függvényében eltérően alakultak. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében 23, az egyévesnél 16 bázisponttal csökkentek a hozamok. Az államkötvények (3–10 éves lejárat) esetében 14–29 bázispont közötti, markáns hozamemelkedés volt megfigyelhető. Mind az állampapírok, mind a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során előfordult olyan eset, amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben csak hat alkalommal (két diszkontkincstárjegy-aukciónál, négy állampapír-kibocsátásnál), de összességében mindkét értékpapírcsoportban markáns többletkibocsátás mutatkozott a március–május időszakban.

A másodpiaci hozamgörbe az utóbbi negyedévben jelentősen módosult. A hozamgörbe rövid vége lejjebb tolódott, míg az éven túli lejáratoknál emelkedtek a hozamok. Összességében tehát a hozamgörbe meredekebbé vált. A hozamgörbe rövid végén 40–56 bázispont között csökkentek a hozamok. Az, hogy a hozamgörbe rövid vége a kamatvágások közepette is az alapkamat szintje alatt maradt (53–55 bázisponttal), a nagy likviditásbőségnek tudható be, és annak, hogy a piaci szereplők további kamatvágásra számítanak. A hosszabb futamidők esetében 8 és 93 bázispont közötti volt a hozamemelkedés, amelynek két okát látjuk. Az egyik, hogy az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány jelentősen csökkent, 4981-ről 4499 milliárd forintra, ami gyengítette a forint euróárfolyamát is. Másrészt a hozamemelkedés beleillik a nemzetközi trendbe, mivel az eurózónában a

hosszú hozamok jelentősen növekedtek az április második felében tapasztalt, historikusan alacsony szintről.

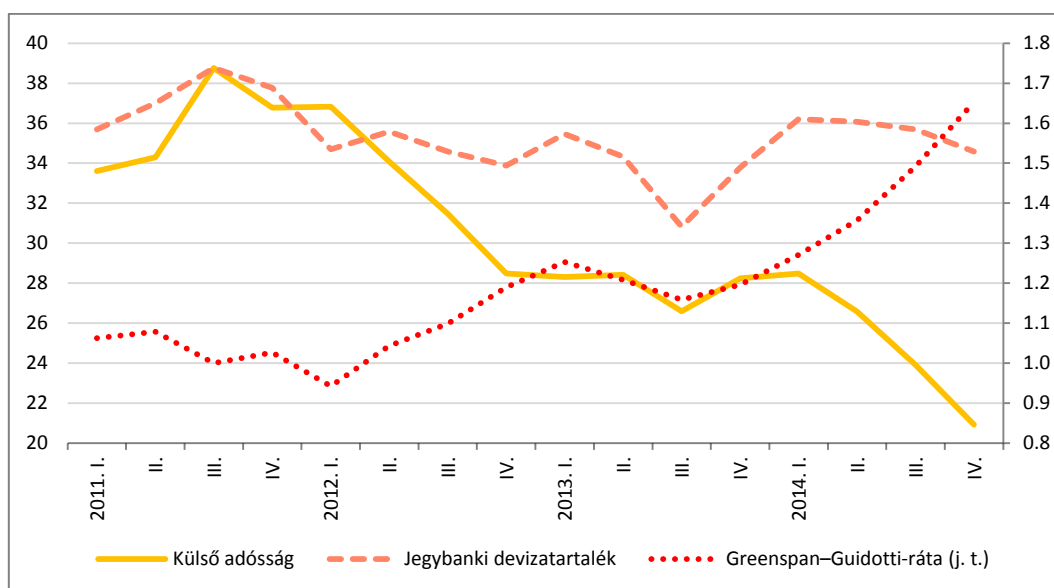
19. ÁBRA: A REFERENCIAHOZAM-GÖRBE VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: ÁKK Zrt.

A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők körében. 2015. május végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 2766 milliárd forintra emelkedett. Az államadósság devizaaránya tovább csökkent, a január végi 37 százalék után 2015. április végén 36 százaléknak felelt meg, és eleget tesz a 2015. évi finanszírozási tervben meghatározott 40 százalékos maximum előírásnak.

20. ÁBRA: JEGYBANKI DEVIZATARTALÉK, KÜLSŐ ADÓSSÁG (MRD EURÓ) ÉS A GREENSPAN-GUIDOTTI-RÁTA ALAKULÁSA



Forrás: MNB, Századvég-számítás

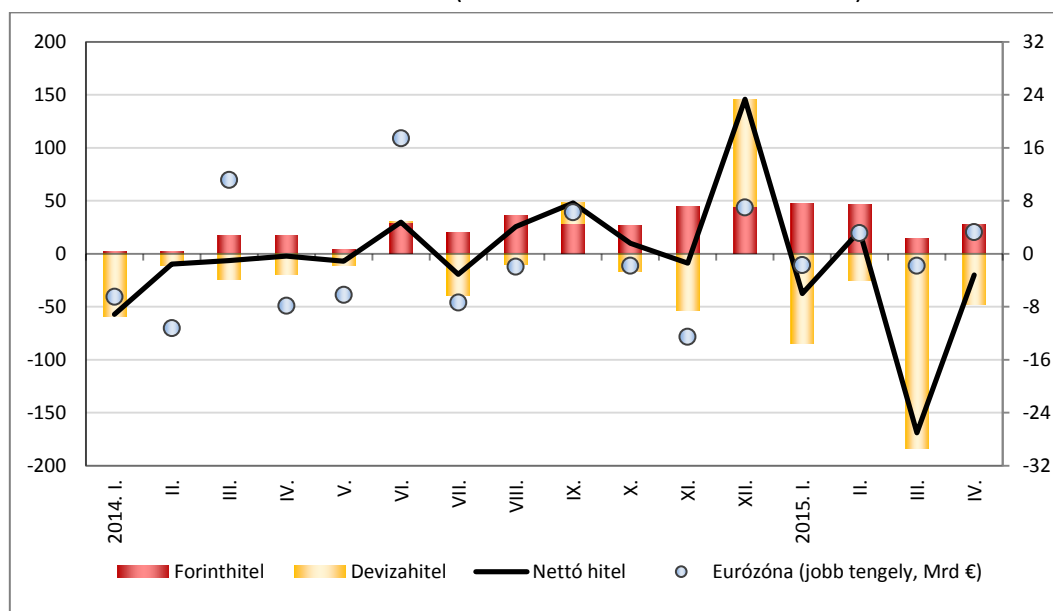
Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2014. szeptember vége óta az MNB devizatartalékai csökkentek, december végén 34 6 milliárd eurót tettek ki. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak: jegybanki tartalékai magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei.

Hitelezési helyzet

A vállalatoknál 2015 első negyedében a szezonálisan szűrt számok alapján a banki nettó forinthitelfelvét 108,9 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke –293,7 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként adódóan 2015 első negyedében a teljes nettó hiteltörlesztés (szezonálisan igazítva) így 184,9 milliárd forintnak felelt meg.

A devizahitel-törlesztések elsősorban az év első hónapjaiban erős forintárfolyam következményei. A vállalatok egy része úgy gondolhatta, hogy kedvező lehetőség ebben az árfolyamkörnyezetben a hitel visszafizetése vagy forintra váltása. Továbbá 2015 áprilisában a vállalati szektor teljes nettó hiteltörlesztése (szezonálisan kiigazítva) 20 milliárd forintnak felelt meg.

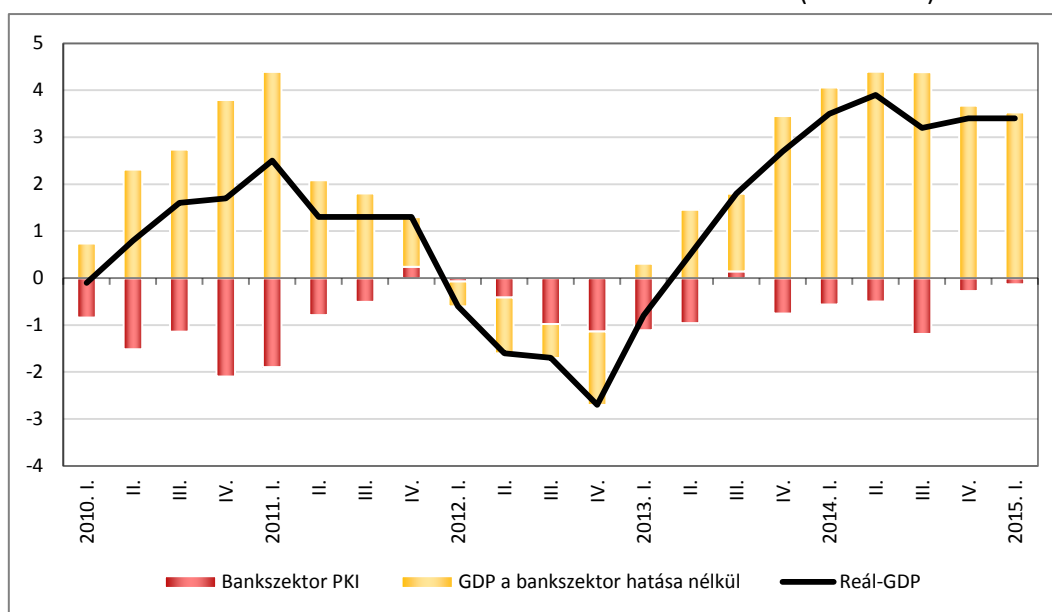
21. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD FT ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

A hitelezés fontosságát az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) is jelzi, mely a bankszektor és a monetáris kondíciók éves GDP-növekedésre gyakorolt hatását számszerűsíti. Ezen belül a bankszektorra számított index éves növekedési üteme azt mutatja meg, hogy mennyi a bankrendszer hozzájárulása a reál-GDP növekedési üteméhez. A jegybank számításai szerint 2015 I. negyedében a kedvező kamatkörnyezetben a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági teljesítményt fékező hatása tovább mérséklődött.

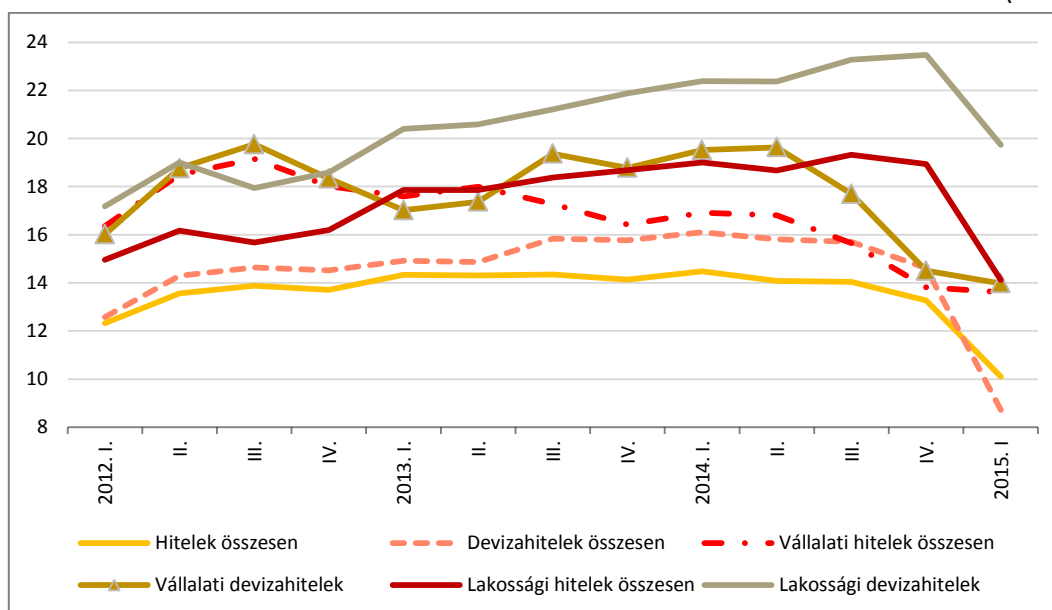
22. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A bankszektor teljes hatása bő $-0,1$ százalékpontnak felelt meg, vagyis egy egészséges banki hitelezés esetén ennyivel magasabb reál-GDP-vel számolhattunk volna 2015 I. negyedévére vonatkozóan. Továbbá a bankrendszer a vállalati hitelezésen keresztül az előző negyedév pozitív hatása után ismét negatív hatást gyakorolt a növekedésre. A 2014 és 2015 első negyedéve közötti időszakban a PKI vállalati részindexe $-0,1$ százalék, azaz $0,1$ százalékponttal mérsékelte a vállalati hitelezés a reál-GDP növekedését. Ennek oka, hogy az első negyedévben lanyhább volt a Növekedési Hitelprogramon keresztüli hitelezés, továbbá jelentős vállalati devizahitel-leépítés következett be.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves időszora alapján 2015 I. negyedévében összességében mind a lakossági szegmensben, mind pedig a vállalati szegmensben csökkent a 90 napon túl késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. Az elszámolás keretében a bankok visszafizetései csökkentették a hiteladós tartozását, így kisebb állomány tartozik immáron a nem fizető adós kategóriájába, továbbá az alacsonyabb törlesztőrészek is a fizetési képesség javulását feltételezik. A legmagasabb a lakossági devizahiteleknel volt a teljes állományhoz viszonyított ráta, míg a legalacsonyabb a vállalati forintbiteleknel. Az összesített forintbiteleknel 11,6-ról 10,9 százalékra csökkent az NPL-ráta, míg az összes devizahitelnel 5,9 százalékponttal, 8,7 százalékra süllyedt. A teljes hitelállomány esetében az NPL-ráta 13,3-ról 10,1 százalékra esett.

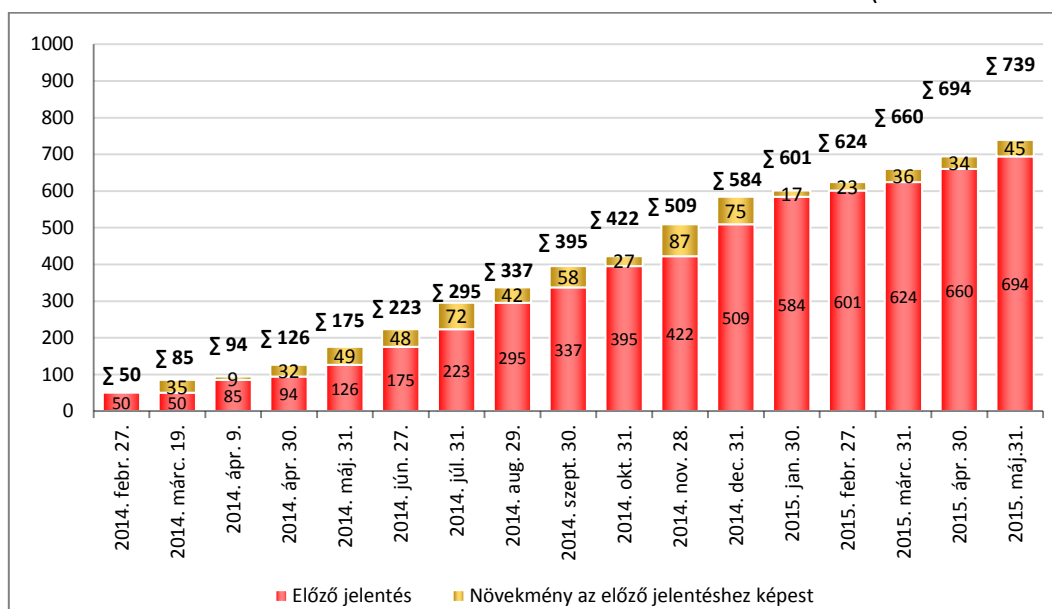
A hitelintézetek mérlegében jelentős átalakulás ment végbe, hiszen lezajlott a forintosítás. Ennek következtében a 2014. december végi lakossági, devizában denominált jelzálogbitelek jelentős részét forintra konvertálták, azaz a korábbi 3536 milliárd forint helyett csak 287 milliárd forint maradt a hitelintézetek mérlegében. A forint-jelzáloghitel állománya ezzel párhuzamosan jelentősen nőtt. A lakossági hitelállomány összességében közel 500 milliárd forinttal zsugorodott, hiszen a hiteladósok részére a pénzintézetek által visszautalt összegek (elszámolás) a hiteladós tartozását csökkentették.

Az elszámolás és a forintosítás következtében a lakossági hitelportfólió összetétele teljesen megváltozott. A rendszerszinten fenyegető árfolyamkockázat megszűnt, a lakossági hitelek havi törlesztőrészei a svájci frank jelentős árfolyam-erősödését már nem szenvedték el, mivel azok a magasabb árfolyam és a forintosításkor rögzített 256,47 CHF/HUF árfolyam közötti különbséggel már nem terhelődtek. A Kormány, az MNB és a Magyar Bankszövetség határozottan és fontosat léptek a forintosításnál. A törlesztőrészek akár 70 százalékkal is emelkedhetek volna az intézkedés elmulasztásakor. Azt azonban fontos megemlíteni, hogy maradtak még hitelkockázatok: a szabályozó hatóságoknak figyelemmel kell kísérniük a későbbiekben egy kamatemelési ciklusban a rendszerszinten fellépő kamatkockázatot. A fair bankokról szóló törvény lehetetlenné teszi ugyan a bankok egyoldalú kamatemeléseit, azonban a referenciakamatok emelkedése jelentősen növelheti a havi kamatfizetési kötelezettséget, és rendszerszinten magasabb lakossági NPL-rátát idézhet elő.

A lakossági devizahitelek forintosítása után a bankrendszer mérlegében jelentősen megnőtt a forintbitelek lejáratí különbsége. A kinyíló lejáratí eltérésből fakadó kockázatokat, azaz abból, hogy a hosszú forintbiteleket az adott bank rövidebb forintforrásokból finanszírozza, markánsan csökkentheti a tervezett jelzáloghitel-megfelelési szabályozás. Ennek keretében a szabályozási hatóság a lejáratí összhang megteremtésére ösztönözheti a bankokat. A tervezett szabályozás keretében egy jelzáloghitel-finanszírozás megfelelési mutatót (JMM) vezetnének be, amely 15 százalékos minimumot írna elő az éven túli lakossági jelzálogbitelek fedezete mellett bevont hosszú források és az éven túli forint-jelzálogbitelek arányára.

Érdekes vita bontakozott ki az MNB és az NGM között az EBRD–Erste–Kormány-megállapodást követően, melynek a jövő évtől csökkenő bankadó is része volt. A Kormány 2016. január elsejétől a bankadó felső kulcsát 0,53-ról 0,31 százalékra csökkenti, majd ez a későbbi években tovább csökken (2017–2018-ban 0,21 százalék). A bankadó vetítési alapja nem a 2009. évi, hanem a 2014. évi egyedi banki mérlegfőösszeg lesz. A vita arról folyt, hogy azoknak a bankoknak, amelyek jobban visszafogták a hitelezést, a fizetendő adójuk jobban csökken majd, mint azoké, akik ezt csak kisebb mértékben tették meg, vagy esetleg növekedett a mérlegfőösszegük. Az MNB felvetését végül, úgy tűnik, az NGM elfogadta. A Kormány terve szerint 30 százalékos bankadókedvezményben részesülhetnek a mérlegfőösszegüket növelő bankok. A szándék egyértelmű, de véleményünk szerint végső soron a tényleges hitelezést kellene vizsgálni, és nem a mérlegfőösszeget, hiszen például a banki eszközök között található bankközi hitelek nem feltétlenül jelentik a gazdasági növekedés serkentését.

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



Forrás: MNB

Az év eleji hónapokban a hitelezést jellemző szezonális miatt az NHP igénybevétele visszafogottabb volt. A tavaszi hónapokban a hitelezés a várakozásunknak megfelelően felfutott: az NHP II. havi igénybevétele érdemben meghaladja az előző év azonos időszaki értékét. A program kihasználtsága a március–májusban kötött új szerződésekkel (115 milliárd) együtt összesen 739 milliárd forintot tett ki. Az eddig leszerződött hitelösszeg 96 százaléka új hitelként került az igénylőkhöz. Ezen belül a beruházási hitelek (és új lízingügyletek) részesedése 63, az új forgóeszközhiteleké 26, az új EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított arány 11 százalék. A nagy bankok kihelyezéseinek felét teszik ki a beruházási hitelek, míg a kis és közepes bankoknál, valamint a takarékszövetkezeteknél a hitelek túlnyomó többsége ilyen célú. Vállalatméret szerint vizsgálódva megállapítható, hogy

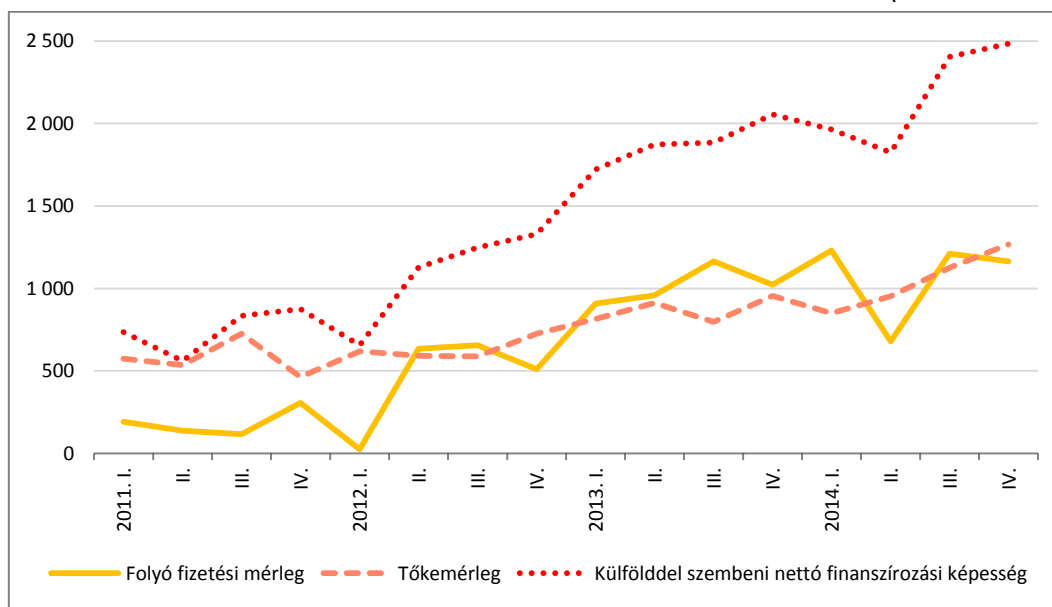
a mikrovállalkozások által eddig felvett 280 milliárd forint közel 80 százalékban új beruházási hitelekre irányul. A kis- és közepes vállalkozások 428 milliárd forintot kitevő hitelfelvétele esetében ez az arány 50 százalék körüli.

Az ágazati eloszlást tekintve a mezőgazdaság, a kereskedelem, javítás és a feldolgozóipari ágazatok részesedése kimagasló, a hitelek továbbra is közel háromnegyede erre a három területre irányult. Véleményünk szerint az NHP II. 1000 milliárd forintos (a maradvány jelenleg 261 milliárd Ft) hitelkerete a jelenlegi tendenciákat figyelembe véve az év végéig elfogyhat. Az NHP+ teljesítményéről még nem rendelkezünk információkkal. Ha a bankok alapos hiteladós-minősítés után – ez különösen fontos az NHP+ program esetében – nyújtanak kölcsönt a vállalkozásoknak, akkor a megfelelő volumenű és struktúrájú, döntően tehát beruházásokat elősegítő hitelezés jelentősen ösztönözheti a gazdaság növekedését.

Külső finanszírozási képesség

A folyó fizetési mérleg szezonálisan kiigazított egyenlege 2014 IV. negyedévében 48 millióval, 1163 millió euróra nőtt az előző negyedévihez képest. A növekedés egyrészt az áruforgalom egyenlegének 59 millió eurós bővülésével magyarázható, ami az importnál (81 millió euró) nagyobb mértékben növekedő export (132 millió euró) miatt alakult ki. Másrészt a szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege pozitívan változott: 51 millióval, 1324 millió euróra nőtt. Az elsődleges jövedelmek negatív egyenlege 38 millióval, 622 millió euróra zsugorodott, a másodlagos jövedelmek negatív egyenlege 135 millióval, 259 millió euróra bővült. A tőkemérleg egyenlege a 143 milliós növekedés után 1268 millió euróra emelkedett.

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



Megjegyzés: Szezonálisan kiigazított adatok. Forrás: MNB

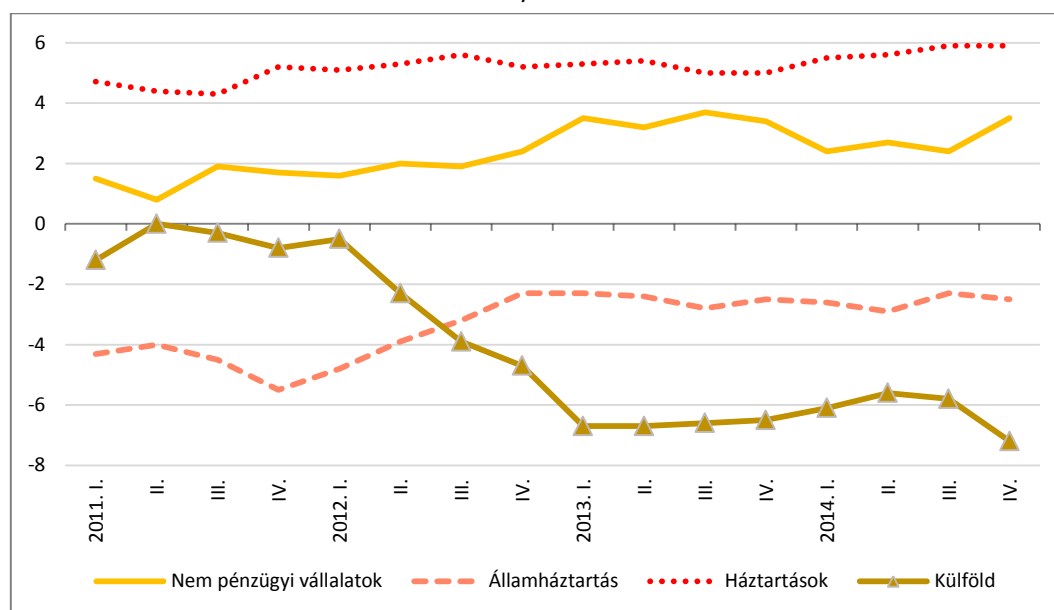
Az EU-transzferek beáramlásának szezonálisan kiigazított értékéről az MNB nem közöl adatot. A nyers adatot vizsgálva összesen 2412 millió euró volt az Európai Unióval szembeni

egyenleg 2014 IV. negyedévében, ami az elsődleges, a másodlagos jövedelmek és a tőkemérleg EU-val szembeni egyenlegeiből áll össze. 2014 III. negyedévének nyers adata 1418 millió eurót tett ki. A folyó és tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség 2878 millió euróra nőtt, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 2484 millió eurót tett ki, ami a negyedéves GDP 10 százaléka.

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

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

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



Megjegyzés: 2011 első negyedéves adata nem veszi figyelembe a magán-nyugdíjpénztári kilépések miatti tőketranszfer hatását. Forrás: MNB

A háztartások készpénz- és folyószámla-állománya 2014 IV. negyedévében – az év végére jellemzően – emelkedett. Ezenfelül a tárgyidőszakban megfigyelhető a háztartások külföldi eszközökbe történő befektetéseinek növekedése, valamint a hosszú lejáratú állampapírok és a nem pénzügyi befektetési jegyek tranzakcióból eredő állománynövekedése. A háztartások pénzügyi eszközei közül csökkenés volt tapasztalható a rövid lejáratú értékpapírok, a

pénzpiaci befektetési jegyek és az egyéb követelések esetében. A kötelezettségeket tekintve a háztartási devizahitel-törlesztés tovább folytatódott, azonban a korábbi negyedévekben tapasztalt élénkülő forinthitel-felvétel megállt.

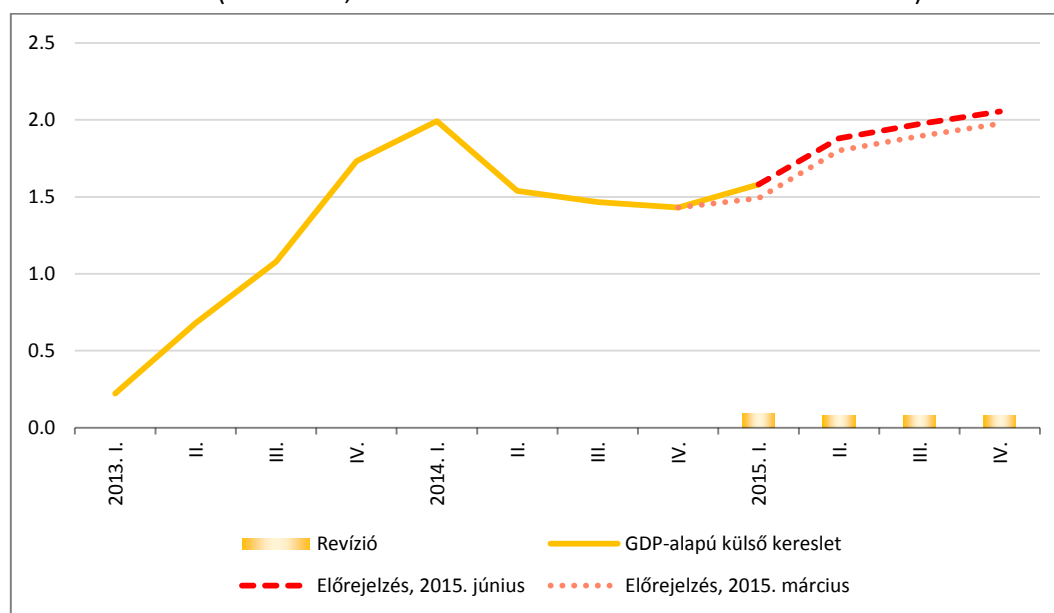
Az eszközöket tekintve a külföldiek folyószámlabetétekbe, hosszú lejáratú értékpapírokba és hazai tulajdonú vállalatok részvényeibe fektettek be, valamint jelentős mértékben nyújtottak hazai szereplőknek rövid lejáratú hiteleket. Ugyanakkor nagy arányban csökkent a hosszú lejáratú hitelek és az egyéb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

A várható makrogazdasági pálya (2015)

Feltevéseink alakulása

A magyar export iránt megnyilvánuló, GDP-alapú külső kereslet 2015 I. negyedévében pozitív meglepetést okozott, mivel felülmúlta a márciusi várakozásunkat. Annak ellenére, hogy legjelentősebb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági teljesítménye visszafogottabb volt a vártnál, összességében az uniós tagországok többségénél gyorsult a GDP-növekedés. Ez különösen igaz a kelet-közép-európai régióra, amely továbbra is az unió legdinamikusabban fejlődő országait tömöríti. Németország mellett legfőbb partnereink a régiós országok, így kiemelkedő teljesítményük kedvezően hatott a magyar exportra. Szintén pozitív volt a francia, a spanyol és az olasz gazdaság erősödése is. Összességében a külső keresletünk növekedési rátája egyéves stagnálás után elmozdult a mélypontról, és jelentősen gyorsult. Az unió és az euróövezet tehát folytatja a kilábalását, amelyet az EKB mennyiségi lazítása és a munkaerőpiac folyamatos erősödése támogathat, ami végső soron kedvező hatást gyakorolhat a magyar kivitelre is.

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



Forrás: Századvég-számítás

A kedvező első negyedéves tényadat, valamint a főbb külkereskedelmi partnereink esetében mutatkozó jobb gazdasági kilátások miatt a 2015. évre vonatkozó feltevésünket pozitív irányban módosítottuk. A fejlett európai országok gazdasági előrejelzései összességében javulást mutattak a tavasszal vázoltakhoz képest. Ennél is nagyobb pozitív irányú revízió mutatkozott az EU fejlődő országaiban, annak ellenére, hogy az ukrán–orosz konfliktus elhúzódása ezt a régiót is negatívan érinti. Az Egyesült Államok esetében a gyenge első

negyedév rontotta az egész éves kilátásokat, miközben az egyéb geopolitikai feszültségek és Kína gazdasági növekedésének tartós lassulása is kedvezőtlen hatást fejt ki globális szinten. Az országok kedvezőbb fiskális helyzete és a támogató monetáris politika ugyanakkor ellentételezni tudja a kedvezőtlen hatásokat. A globális likviditásbőség fennmaradhat a Fed közelgő monetáris szigorítása ellenére is. Ezt ugyanis ellensúlyozza az EKB mennyiségi lazítása, kiegészülve a japán jegybank intézkedésével. Mindezeket figyelembe véve júniusi alappályánkon az aggregált külső kereslet 1,9 százalékos növekedését várjuk 2015-ben.

A mezőgazdasági termelőiár-indexre vonatkozó márciusi feltevésünk 2015-ben továbbra is az árak mérséklődésével számol, ám ennek mértéke a korábban vártnál alacsonyabb, 2,3 százalék lehet. Ennek oka az I. negyedévi visszafogottabb árcsökkenés, valamint a lassan emelkedő külső infláció.

A Brent típusú nyersolaj ára körülbelül fél évig tartó intenzív zuhanás után 2015 első negyedévére elérte mélypontját. Míg 2015. január–márciusban az energiahordozó átlagos ára 54 dollár/hordó körül alakult, addig a második negyedévben már 60 dollár/hordó körüli átlagár várható. Az olajár rövid távon némileg 60 dollár feletti szinten látszik stabilizálódni, középtávon azonban a határidős árak iránymutatása szerint enyhe növekedés jelezhető előre. A 2015. év végére a hordónkénti ár megközelítheti a 63 dolláros szintet.

Keresleti oldalon a növekedés mérsékelt, előreláthatólag a közeljövőben a világgazdaság növekedése nem gerjeszt ugrásszerű olajkeresletet és ezzel együtt olajár-növekedést. Kínálati oldalon az OPEC továbbra is azt a stratégiát folytatja, hogy a kitermelési kvóta változatlanul magas szinten hagyásával és ennek hatására az olajárak alacsonyan tartásával próbálja a piaci részesedését megőrizni, valamint az elmúlt években jelentősen felfutó amerikai, nem konvencionális olajkitermelést visszaszorítani. Az OPEC kezdi elérni ezt a célját: az amerikai, nem konvencionális kitermelés jelentősen visszaesett, és a jövőre vonatkozó kutatási-kitermelési terveket is módosították. Az olajárak jelenlegi stabilizálódása a nem konvencionális kitermelés visszaesésének köszönhető. Azonban a jövőben csak kismértékű további árnövekedésre lehet számítani, ugyanis egy gyors árnövekedés esetén az amerikai kitermelés újra felfuttatható, ami ismét kínálati többletet eredményezne a piacon. Elméletileg az olajárak csökkenésének irányába fejthetne ki hatást az Irán elleni szankciók enyhülése következtében felfutó iráni olajkínálat, azonban szakértők szerint ennek műszaki korlátai vannak. Az előző években a szigorú szankciók hatására az iráni olajkitermelők jelentősen visszafogták kitermelésük mellett a karbantartó beruházásokat is, ami a közeljövőben inkább a kitermelés további enyhe csökkenését idézheti elő. A termelés újraindítására szakértők szerint pedig csak hosszabb távon van lehetőség.

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

A magyar export várakozásunkat meghaladóan bővült 2015 első negyedévében, ami a lassan magára találó uniós gazdaság és az erős régiós növekedés következménye. A dinamikusan bővülő exporthoz jelentősen hozzájárult a forint leértékelődése. Az idei évre vonatkozó előrejelzésünket pozitív irányban befolyásolta mindezek mellett, hogy a főbb külkereskedelmi partnereink gazdasági kilátásai a tavaszi várakozáshoz képest egyértelműen javulást mutatnak. Itt elsősorban a kelet-közép-európai régiót, illetve Németországot kell kiemelnünk. Az uniós tagországok kedvezőbb konjunkturális kilátásait azonban árnyalja az Egyesült Államok visszafogottabb teljesítménye, illetve a keleti fejlődő országokban (pl. Kína) várt mérséklődő bővülés. Mindez ugyanis kihat a világkereskedelmi aktivitásra is, ahogyan az ukrán–orosz és egyéb geopolitikai konfliktusok elhúzódása is mérsékli az optimizmust. Ez utóbbiak és a tavalyi évi magas bázis a hazai exportnövekedés lassuló dinamikáját vetítik előre 2015-re. Összességében idén a márciusinál 1,4 százalékponttal magasabb, 8 százalékos exportvolumen-bővülést prognosztizálunk.

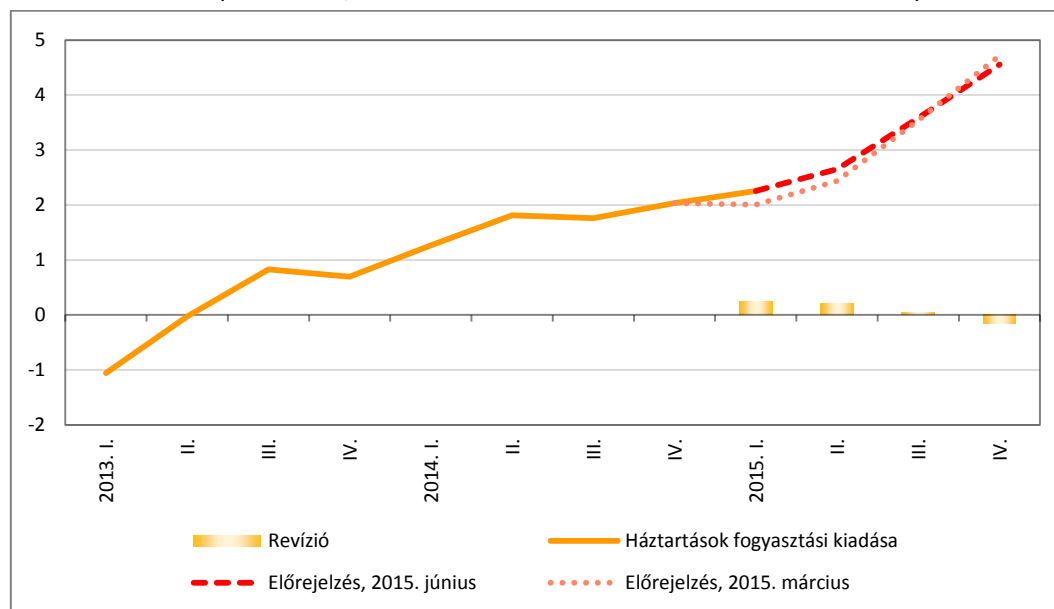
Az importvolumen növekedése január–márciusban szintén felülmúlta várakozásunkat, de a bővülés üteme továbbra is lassul. A pozitív meglepetés elsősorban az erősebb exporthoz és a jobb fogyasztási teljesítményhez köthető. Ebből fakadóan márciusi prognózisunkat pozitív irányban revideáltuk, ami mögött elsősorban a magasabb export és a dinamikusabban bővülő fogyasztás importigénye húzódik meg. Ezt azonban némileg ellentételezi a beruházások visszafogottabb alakulása. Összességében a tavalyi évhez képest jelentősen mérséklődő importdinamikára számítunk, amit a tavalyi évi kiemelkedően magas bázis indokol. Mindezeket számszerűsítve, 2015-ben 7 százalékos importbővülést várunk.

A hazai külkereskedelem áruforgalmi egyenlege idén tovább bővízhet, mivel az export dinamikája végig jelentősen meghaladja a behozatalét. A nyíló export-import olló miatt így a márciusinál is kedvezőbb, 7,5 milliárd eurót kitevő aktívumra számítunk 2015 egészében. A külkereskedelmi forgalom így 2015-ben emeli az éves GDP-növekedést.

A háztartások fogyasztási kiadása a tavaszi prognózisunknál enyhén kedvezőbben alakult az I. negyedévben, vagyis tovább nőtt a fogyasztási kedv. Mindez kedvező előjelnek tekinthető az év egészére nézve, hiszen a fogyasztást bővítő egyedi hatások csak a második fél évben jelentkezhetnek markánsan. A lakosság rendelkezésre álló jövedelmének jelentős emelkedése a 2014. évhez képest erősödő fogyasztási dinamikát implikál. A javuló munkaerő-piaci helyzet, az emelkedő reálbérek és az olyan gazdaságpolitikai intézkedések, mint a bérrendezés, a banki elszámolás és a forintosítás, kedvező irányban befolyásolja a fogyasztási kedvet és lehetőséget. Emellett lassan véget érhet a mérlegalkalmazkodás folyamata is, továbbá az óvatossági megtakarítások is csökkenhetnek. A márciusihoz képesti pozitív revíziót a jobb tényadat, a kedvezőbb munkaerő-piaci helyzet és béralakulás, az alacsonyabb kamatkörnyezet indokolják, amit némileg ellensúlyoz a magasabb olajár.

Mindezeket figyelembe véve 2015-ben 3,3 százalékkal emelkedhet a háztartások fogyasztási kiadása. A második fél évben felerősödő növekedés oka, hogy a lakosság elköltethető pénzeszközeinek jelentősebb emelkedése csak ekkortól jelentkezik.¹

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



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

A közösségi fogyasztás esetében átvesszük a 2015 áprilisában megjelent konvergenciaprogram előrejelzését, vagyis idén 0,9 százalékos növekedéssel számolunk.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás növekedési üteme az idei első három hónapban markánsan visszaesett, ami önmagában jelentős negatív irányú revíziót indukált az év egészére vonatkozóan. A dinamikát visszafogó bázishatás azonban véleményünk szerint az első negyedévben lehet a legmagasabb, így a következő negyedévekben ennél mérsékeltebb visszaeséssel kalkulálunk. Összességében ugyanakkor még az idei évben is a beruházások enyhe bővülésével számolunk. Ennek oka egyrészt, hogy az NHP mellett idén elindult az NHP+ is, amelynek kifejezetten az a célja, hogy a kockázatosabb beruházásokat is támogatni tudja. A várhatóan alacsonyabb kamatkörnyezet szintén pozitív ösztönzőt jelenthet az előző évhez képest. Így összességében a tavalyi évi magas bázis ellenére is emelkedhet a versenyszféra bruttó állóeszköz-felhalmozása. Az állami szféra oldaláról az utolsó negyedévben rendkívül erős teljesítést várunk. Ennek oka, hogy az idei évben lezárul a 2007–2013-as uniós időszak forráslehívása. Feltevésünk szerint a kormányzat a teljes keretösszeget lehívja az év végéig, a projektek befejezése pedig az utolsó negyedévben várható. Összességében tehát 2015-ben a versenyszféra némileg erősödő beruházási teljesítménye és

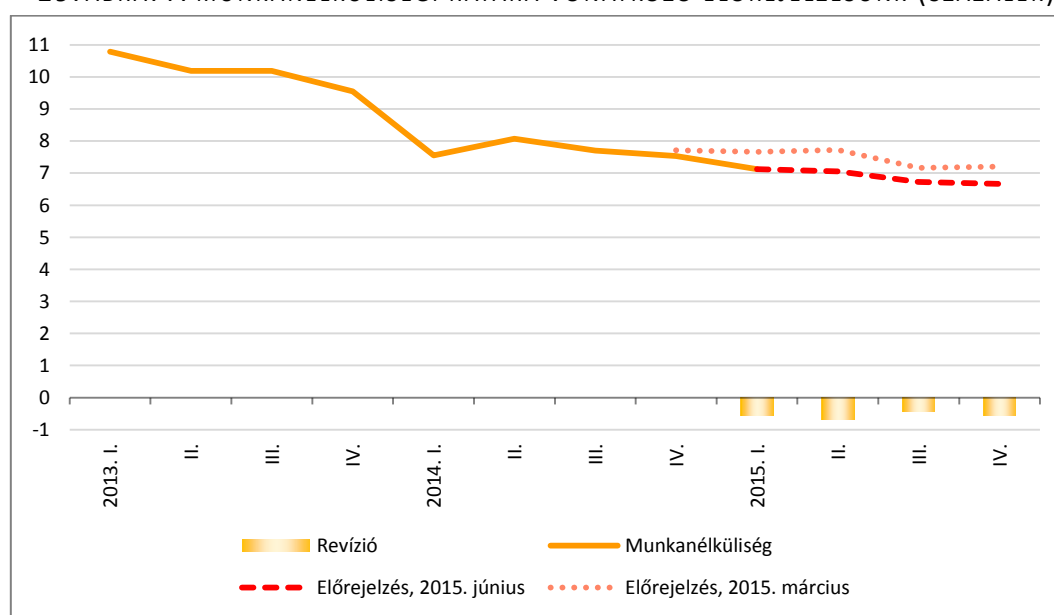
¹ A közfoglalkoztatás jelentős, mintegy 40 ezer fős bővítése, valamint az egyes állami alkalmazottakat érintő bérrendezés egyaránt 2015 júliusától lépnek életbe. Továbbá a bankok elszámoltatásából fakadó visszafizetés vagy adósságleírás (törlesztőrészlet-csökkenés) is csak fokozatos ütemben megy végbe.

az uniós forrásból finanszírozott állami fejlesztések év végi emelkedése miatt 1,2 százalékos beruházásbővülésre számítunk. Mindezek fényében a GDP-arányos beruházási ráta 2015 egészében átlagosan 20,6 százalékos lehet.

A GDP 2015 I. negyedében mutatott – a nettó export és fogyasztás vezérelte – dinamikus növekedése pozitív meglepetést okozott a tavaszi várakozásunkhoz képest. Az erősödő külső és némileg kedvezőbb belső gazdasági teljesítmény hatására, valamint a magasabb bázis ellenére a tavalyi évvel közel megegyező növekedést várunk. A növekedés szerkezetében eltérés a tavaszi prognózishoz képest, hogy a nettó export nagyobb arányú hozzájárulására számítunk. Összességében így a belső és a külső forrásokra egyaránt támaszkodó növekedési szerkezetet és 3,4 százalékot kitevő GDP-növekedést várunk.

A munkaerő-piaci előrejelzésünk szerint a fennmaradó kedvező növekedés és a közfoglalkoztatás bővítésének hatására a jelenlegi munkaerő-piaci trendek folytatódhatnak: a foglalkoztatottak száma 2015 végéig akár 50 ezer fővel is bővízhet. Az új munkahelyek nagyobb része az állami szektorhoz kapcsolódik, ugyanis a Start munkaprogram bővítése várhatóan 40 ezer fővel több közfoglalkoztatott alkalmazását teszi lehetővé, így a program keretében dolgozók száma elérheti a 240 ezer főt az év végére. A versenyszféra munkaerő-kereslete mérsékelten növekszik, így a privát szektor által teremtett új munkahelyek száma mintegy 10 ezer fővel nőhet az idei évben. A magas munkaerő-kereslet a piacra való belépést is ösztönzi, így az aktívak száma az év végére várhatóan 0,7 százalékkal emelkedik, ami 30 ezer új belépőt jelent az idei év I. negyedéhez képest. Ugyanakkor a foglalkoztatás bővülésével ellentétben az aktivitás csak lassabb ütemben növekszik, így munkanélküliségi ráta az év végéig 6,7 százalékra mérséklődik, átlagos értéke 2015-ben 6,9 százalék körül alakul.

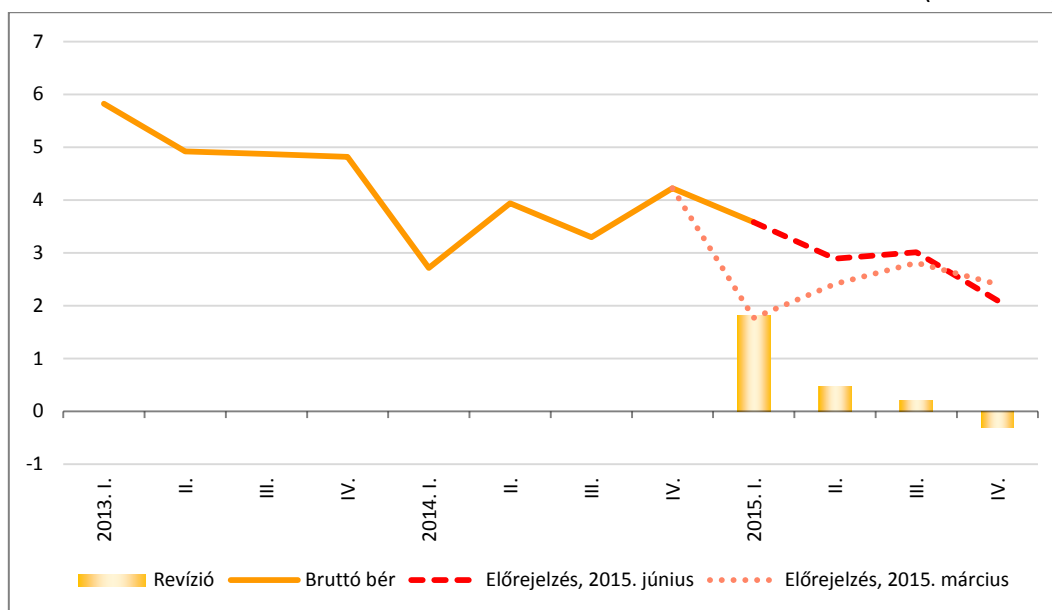
29. ÁBRA: A MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK)



Forrás: Századvég-számítás

A bruttó bérek növekedési üteme a nagyobb közfoglalkoztatás okozta összetételhatás miatt lelassul, és éves szinten 2015-ben 2,9 százalékos keresetnövekedést prognosztizálunk. A bérek alakulását pozitív irányban befolyásolja a feszes munkaerőpiac, a pedagógus életpálya-modell fokozatos teljesülése, valamint a fegyveres és rendvédelmi dolgozók béremelése. A reálbérek 2015-ben az alacsony inflációs környezet következtében a bruttó bérekkel közel megegyező ütemben, 2,6 százalékkal nőnek, így a tavalyi évvel ellentétben a bérből élő háztartások vásárlóereje a GDP növekedésének üteménél kisebb mértékben emelkedik az idei évben.

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



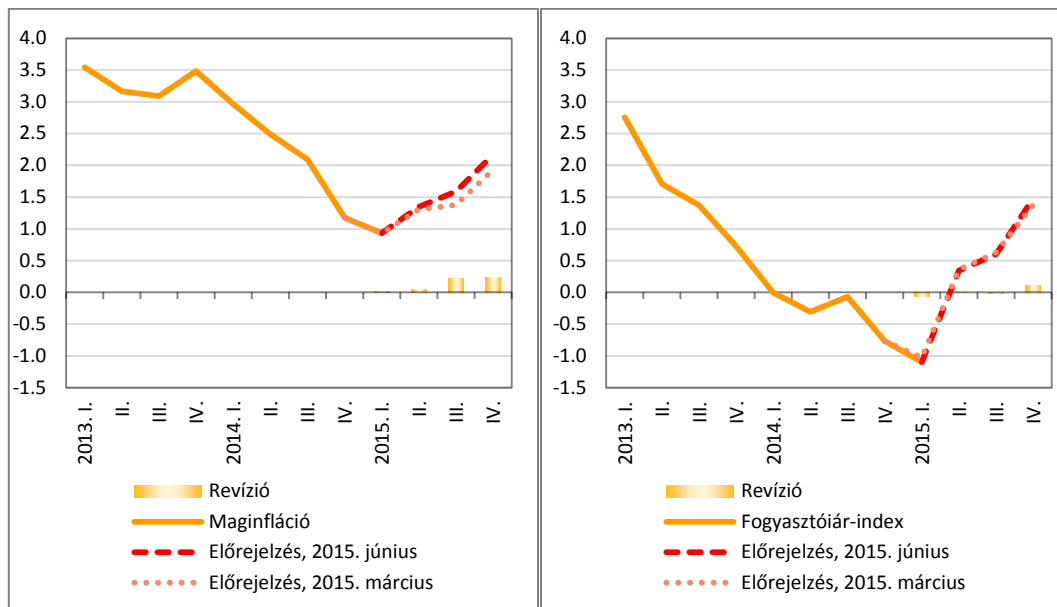
Forrás: Századvég-számítás

A maginfláció a márciusi előrejelzésünknek megfelelően alakult az idei első negyedévben, és továbbra is arra számítunk, hogy az első három hónap jelenti a mélypontot. Ezt követően a szűrt inflációs mutató trendszerű emelkedését várjuk. A ráta fokozatos gyorsulását az importált infláció, a szűkülő, majd 2015 végére záródó kibocsátási rés, az újbóli olajár-emelkedés és a béremelések másodkörös hatásai indokolják. Korábbi előrejelzésünkhöz képest idén 0,1 százalékponttal magasabb, 1,5 százalékos maginflációra számítunk, amit elsősorban a külső inflációs nyomás felépülése és a dinamikusabban erősödő belső kereslet magyaráz.

Az éves bázisú fogyasztóiár-index a legfrissebb előrejelzésünk szerint – hasonlóan a tavaszihoz – a teljes előrejelzési horizonton a maginflációs mutató alatt tartózkodik, bár jövőre már közel megegyezhet a két mutató. A 2015. évi inflációt az emelkedő maginfláció mellett az éves szinten érzékelhető olajárcsökkenés, valamint a közműdíjak mérséklésének kifutó hatása befolyásolja. Emellett további árleszorító hatást generál a mezőgazdasági termékek esetében várt árcsökkenés. Összességében az idei évre vonatkozó inflációs

előrejelzésünk megegyezik a március prognózissal, vagyis 0,3 százalékos inflációt várunk az év egészében.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Meglátásunk szerint a globálisan és a hazai gazdaságban fennmaradó, mérsékelt inflációs környezet, a gazdaság ciklikus pozíciója, az alacsony inflációs várakozások és hazánk kedvező pénzpiaci megítélése a monetáris lazítás folytatásának irányába mutatnak. Ezt erősíti az EKB kötvényvásárlási programja, valamint az, hogy a Magyar Nemzeti Bank rugalmasabbá tette az inflációs célkövetés rendszerét. Ez utóbbi célja meglátásunk szerint, hogy megengedőbb lehessen a monetáris politika az infláció ingadozásával szemben, így simítva az alapkamat pályáját. Mindezek fényében várakozásunk szerint nyár végére 1,3 százalékra mérsékelheti a Monetáris Tanács a magyar alapkamatot.² A rendkívül alacsony kamatszint az idei év végéig biztosan kitarthat.

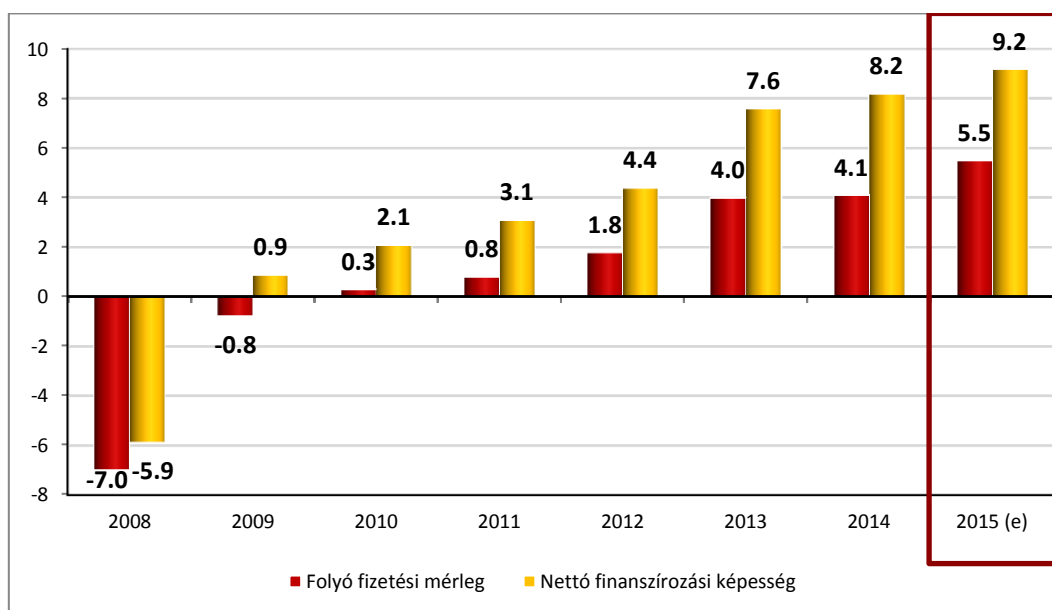
A külső egyensúly várható alakulása

Legfrissebb előrejelzésünk szerint 2015-ben növekedést várunk mind az export, mind az import volumenét tekintve, de előbbi üteme markánsan magasabban alakul az importénál. A javuló külső kilátásokkal összefüggésben 2015-ben így jelentősen nő a reálgazdaság (vagyis az áruk és szolgáltatások egyenlegének) pozitív hozzájárulása a nettó finanszírozási képességhez. A jövedelemkiáramlás a tartósan kedvező hazai gazdasági kilátásokkal és a

² Előrejelzésünk ugyanakkor nem számol a jegybanki eszköztár 2015 júniusában bejelentett, 2015. szeptember 23-ától életbe lépő átalakításával. A jelenlegi kéthetes betét helyett a három hónapos lejáratú, fix kamatozású jegybanki betét lesz az MNB irányadó eszköze, vagyis az alapkamatot meghatározó instrumentum.

külföldi vállalatok profitabilitásának javulásával összhangban erős marad az idei évben. Mindazonáltal a negatív egyenleg tovább mérséklődésére számítunk. 2015-ben még magas szintű EU-transzferekkel és ezzel összefüggő forrásbeáramlással számolunk. Mindez érinti az elsődleges és másodlagos jövedelmek csökkenő mértékű kiáramlásán keresztül a folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulását is. Mindezeket figyelembe véve úgy látjuk, hogy a folyó fizetési mérleg további markáns erősödése javítja hazánk külső egyensúlyát.

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



Megjegyzés: A 2015. évre vonatkozó érték a Századvég előrejelzése. Forrás: Eurostat, Századvég-számítás

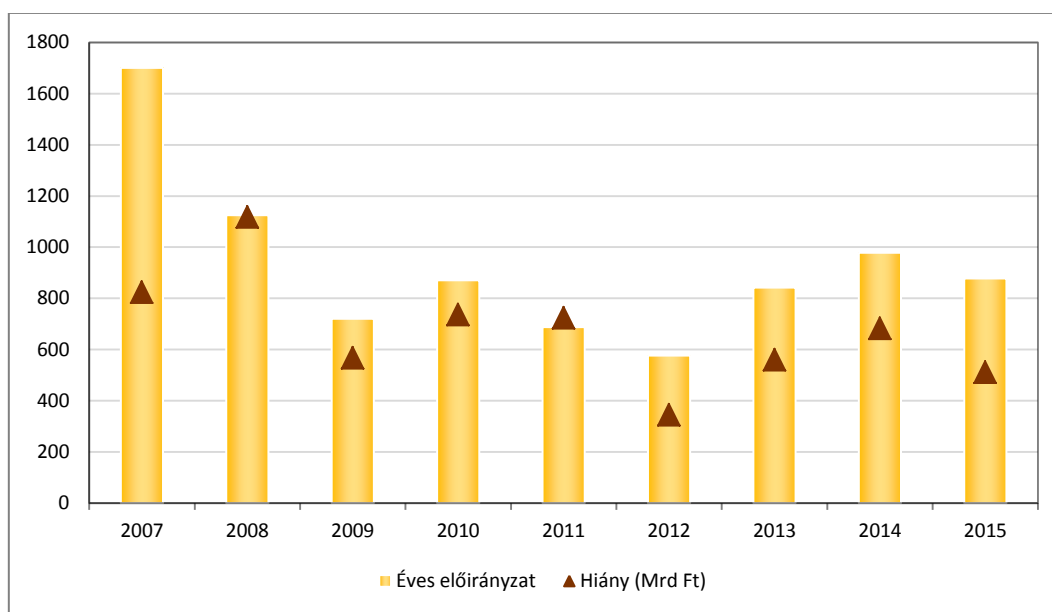
A tökemérleg esetében mindazonáltal enyhe csökkenésre számítunk. 2015-ben így a reálgazdaság és az EU-transzferek beáramlása okozza a nettó finanszírozási képesség rekord mértékűre történő erősödését. Összességében a 2015. évre 9,2 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk.

Az államháztartási helyzet prognózisa

Az idei év első öt hónapjában az államháztartás központi alrendszere 511,1 milliárd forintot hiányt halmozott fel. Ezen belül a központi költségvetés 588,5 milliárd forintos deficittel, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 47 milliárd forintot, az elkülönített állami pénzalapok pedig 30,4 milliárd forintot többlettel zártak. A január–májusi teljesülés az idei év egészére előirányzott hiány 58,3 százalékát érte el, ami az elmúlt évekhez képest kedvezőbb alakulást jelent. A legfrissebb, májusi adatot vizsgálva láthatjuk, hogy az több szempontból is eltér az egy évvel korábbi eredménytől. A központi alrendszer ötödik havi egyenlege 98,7 milliárd forintot tett ki, ami 2014-ben 269,4 milliárd volt. A májusi teljesítményt a szaktárca indoklása szerint egyrészt rontja az európai uniós források csökkenése, amit a fejezeti kezelésű

előirányzatok uniós bevételeinek és kiadásainak időben eltérő alakulása magyaráz. Másrészt a Nemzetgazdasági Minisztérium korábbi tájékoztatója alapján elmondhatjuk, hogy a helyzetet javítja az, hogy a május eleji munkaszüneti napok miatt a májusi családi támogatások jelentős részét április végén kiutalták, ami májusban kiadáscsökkentő tételként lépett fel.

33. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ ÖTHAVI HIÁNYÁNAK ALAKULÁSA AZ ELMÚLT ÉVEKBEN



Forrás: NGM, MÁK

A központi alrendszer bevételei és kiadásai tekintetében csupán az év első négy hónapjára vonatkozóan rendelkezünk részletes adatokkal, melyekből az év egészére becsült teljesülések ingadozást mutathatnak. Ezt azért fontos kiemelni, mert az éves tervezett hiány az időarányos lefutással, valamint a megelőző évek első öt hónapjával vett összehasonlítása könnyen téves következtetésekre vezethet. A bevételi oldalon több olyan tétel van, ami egyrészt nem időarányosan folyik be a költségvetésbe, másrészt a kiadási oldalon is sok az olyan tétel, amelyek éven belüli eloszlása nem egyenletes. Ezenfelül az összehasonlítást torzíthatják az egyszeri intézkedések is.

Fejezetünk következő részében a költségvetés teljesülését tétel mélységű bontásban vizsgáljuk meg, összevetve azt az előirányzatban megfogalmazott célértékekkel és a korábbi évek azonos időszaki teljesüléseivel. Az első négy hónap részletes adataira támaszkodva, makroökonómiai modellünk legfrissebb előrejelzése segítségével becslést adunk a 2015. évi – uniós módszertan szerinti és önkormányzati egyenleggel bővített – költségvetési deficitre vonatkozóan.

Az elmúlt hónapok egyre kedvezőbb konjunkturális kilátásai, a kormányzati várakozásokat felülmúló 2014. évi államháztartási tényadatok alakulása összességében azt eredményezték,

hogy idei prognózisunkat néhány tétel esetében felül kellett vizsgálnunk. Összességében az általunk korábban prognosztizálnál kismértékben alacsonyabb deficittel számolunk.

Bevételek

A gazdálkodószervek befizetései az előirányzathoz képest elhanyagolható mértékben, 6 milliárd forinttal alulteljesülhetnek. A társasági adóból származó bevételek tartósan a tervezett felett teljesülnek, ami véleményünk szerint megelőlegezi az év következő időszakának tovább erősödő eredményeit. Ugyanakkor a növekedési adóhitel kedvezmény keretében az idei év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőség 19 milliárd forint kiesést okozhat az idei költségvetésben, ami az egyenleg alakulását végül negatív irányban tolja el. A kisadózók tételes adójának mértékére vonatkozóan – fenntartva az első negyedéves prognózisunkat – továbbra is a tervezettnél alacsonyabb teljesülést várunk, amit az egyszerűsített vállalkozói adónál jelentkező többletbevétel okoz. A január–április közötti bányajáradék-befizetések jelentősen elmaradnak a tervezettől, amit a kőolaj árának tartósan alacsony szinten maradása magyaráz. Ezen a soron valamivel mérsékeltebb, de az idei trendet követő kiesést becslünk, összesen 10 milliárdnyi deficitet. Előrejelzésünk alapján a közmuádó és az egyéb központosított bevételek terén is a kormányzati terveknel valamivel magasabb befizetéseket várunk, a két tétel összesen 10 milliárd többlettel zárhat.

A fogyasztáshoz kapcsolt adók tekintetében a kormányzati célt meghaladóak a becsléseink, az általunk várt teljesülés 36 milliárd forinttal több az előirányzatnál. A megnövekedett befizetések az áfa, a jövedéki adó és a pénzügyi tranzakciós illeték soron közel hasonló arányban oszlanak meg. A felülteljesülés magyarázata egyrészt a korábban már említett olajáresés, ami az üzemanyag-keresletet éves összevetésben jelentősen megnöveli, továbbá a gazdasági növekedés és a bérkiáramlás erősödése a fogyasztás növekedését implikálja, amelyek a tervezetten felüli adóbevételt generálnak.

A lakossági befizetések esetén márciusi előrejelzésünkhöz képest jelenleg kedvezőbb képet fest az szja és a lakosság egyéb adóbefizetései sor is. Az általunk prognosztizált felülteljesülést a személyi jövedelemadó vonatkozásában a versenyszektor bázisához képest kedvezőbb bérkiáramlása, a foglalkoztatottság növekedése és a munkanélküliségi ráta csökkenése okozhatja.

A központi költségvetés egyéb bevételeinek kapcsán az elmúlt negyedéves álláspontunkat továbbra is fenntartjuk. A 169 milliárd forint értékű vagyonértékesítés részletes adatait ugyan a kormányzat még nem hozta nyilvánosságra, ennek ellenére ezen tétel teljesülésével számolunk. Az ebből fakadó lehetséges kockázatot – amennyiben mégsem teljesülne a tervezett bevétel – csökkenti az, hogy a Beruházási Alapból teljesítendő kiadások egy részét ennek a bevételnek a realizálásához köti a törvény.

Kiadások

A bevételekhez hasonlóan a kiadások esetében is több tételt érintően módosultak a várakozásaink az egy negyedévvvel korábbiakhoz képest.

A legnagyobb kiadási tételnek számító költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai³ várakozásaink szerint akár 70 milliárd forinttal az előirányzat felett alakulhatnak. Az idén még tovább növekvő európai uniós támogatások miatt a hazai költségvetési társfinanszírozási rész egyidejű megemelkedését várjuk. A Nemzeti Stratégiai Referenciakeret 2015. évre vonatkozó kifizetési tervéről szóló 1118/2015. (III. 6.) kormányhatározat szerint a 2007–2013-as tervezési ciklus operatív programjai kapcsán 2015-ben kifizetendő támogatások értéke mintegy 390 milliárd forinttal meghaladja a költségvetésben szerepelő összeget, az ehhez kapcsolódó additív költségvetési társfinanszírozási rész pedig eléri a 100 milliárd forintot. Ezt némiképp ellensúlyozza, hogy véleményünk szerint az új hétéves ciklus pályázataihoz kapcsolódó kifizetések jelentősen elmaradhatnak a költségvetésben tervezett mintegy 280 milliárd forinttól, e téren az egyenleget csaknem 40 milliárd forinttal javító hatással számolunk. 2017-ig további mintegy 21 milliárd forintos többletterhet jelenthet a költségvetés számára a magyar szerepvállalás az Iszlám Állam elleni nemzetközi katonai fellépésben, az idei évre ebből 10 milliárd forint többletkiadással kalkulálunk.

A nettó kamatkiadások érdemben elmaradhatnak az előirányzattól, amit az idei évben a jegybankpolitika alakulása befolyásolhat. Az irányadó kamatláb tavaszi csökkentései után várakozásaink szerint a jegybank nyáron további három lépcsőben, 1,3 százalékra csökkenti az irányadó kamatlábát, ami véleményünk szerint az év további részében már változatlan marad. Ennek köszönhetően az adósságszolgálattal kapcsolatos nettó kamatkiadások mintegy 65 milliárd forinttal elmaradhatnak az előirányzattól.

Az év első felében végbement, az Erste Bankot érintő 15 százalékos részesedésvásárlás és a brókerbotrányban érintett önkormányzatok kártalanítása várakozásaink szerint az egyéb kiadási tételek⁴ soron a terven felüli kismértékű kiadási többletet jelent majd.

Az elkülönített pénzügyi alapok, a társadalombiztosítás alapjai, valamint az önkormányzatok gazdálkodása terén egyelőre nem azonosítottunk további konkrét, számszerűsíthető többlet kiadási tételt. Mindazonáltal korábbi negyedéves kiadványunkban említett, az egészségügyi szektor szerkezetátalakításából fakadó kiadási hatások továbbra is kilátásban vannak, amik a 2015. évi költségvetést negatívan érinthetik.

³ A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásainak és bevételeinek egyenlege.

⁴ Ez alatt elemzésünkben az egyéb kiadások mérleg sor mellett a társadalmi önszerveződések támogatását, a kormányzati rendkívüli kiadásokat, a kezességérvényesítést, az állami vagyonnal kapcsolatos kiadásokat, a helyi önkormányzatok támogatását, valamint az EU-költségvetéshez történő hozzájárulást értjük.

3. táblázat: A 2015. évi költségvetést övező kockázatok (eltérés az előirányzattól)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	–6	–0,01%
Fogyasztási adók	36	0,10%
Lakossági befizetések	25	0,07%
Járulékok	5	0,01%
Bevételi oldali kockázatok	60	0,18%
Költségvetési szervek és fej. kez. előirányzatok nettó kiadásai	70	0,21%
Nettó kamatkiadások	–65	–0,19%
Kiadási oldali kockázatok	25	0,07%
ESA-híd	–20	–0,06%
Összesen	35	0,1%

Forrás: Századvég-számítás

Egyenleg

Legutóbbi negyedéves prognózisunkat fenntartva, elemzéseink szerint a pénzforgalmi és az eredményszemléletű hiány közötti kapcsolatot megteremtő ESA-híd a költségvetési tervezéskori értékénél akár 20 milliárd forinttal is alacsonyabb lehet. Mindent egybevetve a költségvetési törvényben előirányzott 2,4 százalékos GDP-arányos deficittel szemben kismértékű eltéréssel számolunk, prognózisunk valamivel kedvezőbb, 2,3 százalékos hiányt tartalmaz.

Az államadósság alakulása

A 2015. évi államadósság esetében továbbra is elsődlegesen a változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos állomány csökkenése a legfontosabb kritérium. A 2014. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re vonatkozó várakozásainkra, amelyek az elmúlt időszakhoz képest tovább javultak, ezen túl fenntartva várakozásainkat az év végi KESZ-állomány növekedésére – akár 1,7 százalékponttal, a GDP 75,2 százalékára csökkenhet. Ez a költségvetési törvényben szereplő 0,9 százalékpontos adósságcsökkentési ütemnél nagyobb javulást jelentene.

Táblázatok

4. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban

	2014	2015				
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	3,6	3,5	3,1	3,3	3,5	3,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	1,7	2,3	2,7	3,6	4,6	3,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	11,7	-4,3	-3,5	-1,6	14,2	1,2
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	8,7	10,2	7,7	7,3	6,9	8,0
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	10,0	7,8	4,8	6,7	8,8	7,0
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,4	2,5	1,9	2,0	1,1	7,5
Fogyasztóiár-index (%)	-0,2	-1,1	0,3	0,6	1,5	0,3
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	2,10	1,95	1,50	1,30	1,30	1,30
Munkanélküliségi ráta (%)*	7,7	7,1	7,1	6,7	6,7	6,9
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,0	3,6	2,9	3,0	2,1	2,9
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,1	-	-	-	-	5,5
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,3	-	-	-	-	9,2
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,6	-	-	-	-	-2,3
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	1,6	1,6	1,9	2,0	2,1	1,9

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

5. táblázat: Az előrejelzés változása az előző negyedévhez képest

	2015		
	2015. március	2015. június	változás
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	3,1	3,4	+0,3
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,2	3,3	+0,1
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	5,5	1,2	-4,4
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	6,6	8,0	+1,4
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	6,1	7,0	+0,9
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	7,2	7,5	+0,3
Fogyasztóiár-index (%)	0,3	0,3	-0,0
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,50	1,30	-0,20
Munkanélküliségi ráta (%)*	7,4	6,9	-0,5
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	2,3	2,9	+0,5
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	5,1	5,5	+0,4
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,5	9,2	+0,7
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,4	-2,3	+0,1
GDP-alapon számított külső kereslet*	1,8	1,9	+0,1

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás