

Elemzés és előrejelzés a magyar gazdaság és a külgazdaság legfontosabb folyamatairól

2015. szeptember

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Virovác Péter kutatócsoport-vezető szerkesztette.

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

Az előrejelzéshez felhasznált adatbázist szeptember 8-án, az elemzéshez felhasznált adatbázist szeptember 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.....	10
Pénzügyi folyamatok	13
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.....	33
Külső finanszírozási képesség.....	37
A várható makrogazdasági pálya (2015)	40
Feltevéseink alakulása	40
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés	41
A külső egyensúly várható alakulása.....	46
Az államháztartási helyzet prognózisa	47
Egyenleg és államadósság	51
A hiánycélt veszélyeztető kockázatok	52
Táblázatok.....	55

Vezetői összefoglaló

Tovább gyorsult az Európai Unió gazdasága, miközben a gyenge exportteljesítmény miatt enyhén apadt az USA GDP-növekedési üteme. Mind az unióban, mind az amerikai gazdaságban folytatódott a foglalkoztatottak állománybővülése, az USA 5,1 százalékra csökkenő munkanélküliségi rátája 7 éves mélypont. A defláció egyik gazdaságot sem veszélyeztet, ám az árupiaci árak csökkenése miatt középtávon is fennmaradhat az alacsony inflációs környezet, ami laza monetáris politikát vetít előre. A korábbinál gyengébb uniós kilátások hatására az EKB mennyiségi lazításának bővítését helyezte kilátásba, miközben a Fed hónapokon belül emelheti irányadó rátáját. A globális pénzpiacot a kínai tőzsde összeomlása uralta, a pénzpiaci hangulatkeltés hatására és az április óta tartó korrekció jegyében estek a fejlett tőzsdék és gyengült a dollár. Idén tovább folytatódhat a fiskális konszolidáció az EU-ban, stabilitási és konvergenciajelentéseikben a tagállamok a költségvetési hiány jelentős mértékű leszorítását vetítik előre.

A magyar gazdaság növekedési üteme 2015 II. negyedévében a várakozásunkat meghaladó mértékben lassult. A 2,7 százalékos, visszafogottabb teljesítmény elsősorban egyedi tényezők következménye, a növekedés fundamentumai nincsenek veszélyben. Az április–júniusi időszak GDP-bővülését ismét kiegyensúlyozottság jellemezte: a nettó export 1,4, míg a belső felhasználás 1,3 százalékponttal járult hozzá a gazdaság éves teljesítményéhez. A külkereskedelem előző negyedévinél mérsékeltebb hozzájárulása az export és az import egyaránt lassuló növekedése mellett valósult meg. A belföldi felhasználást elsősorban a háztartások fogyasztási kiadásának 3 százalékos növekedése húzta, amit továbbra is visszafog az adósságállományok leépítése és az óvatossági motívum. A beruházások az első negyedév negatív teljesítménye után több mint 5 százalékkal bővültek, ami kedvező jelnek tekinthető az idei év egészére nézve. A beruházásokat továbbra is az uniós forrásokkal összefüggő projektek segítik leginkább. A termelési oldalon a termelőágazatok növekedési üteme általánosságban lassult, míg a tercier szektor némi élénkülést mutatott a II. negyedév folyamán. A mezőgazdaság közel 17 százalékos visszaesése az előző évi magas bázis és az idei aszály következménye, mely az idei év hátralévő részére is rányomhatja bélyegét, rontva a gazdasági kilátásokat. Az ipar és az építőipar lassuló ütemben, de továbbra is bővült, előbbi az export, utóbbit pedig az infrastrukturális beruházások vezérelték. Az ipar után a szolgáltatások területe volt a második legnagyobb GDP-hozzájáruló, rendre 1,4 és 1,3 százalékponttal.

A munkaerőpiac helyzetének javulása a gazdasági növekedés lassulása ellenére folytatódott: a foglalkoztatás és az aktivitás is nőtt. Mivel a munkaintenzív ágazatok dinamikusabban növekedtek, így a munkanélküliségi ráta 7 százalékra mérséklődött, amely alacsonyabb, mint a nyári előrejelzésünk. A bruttó keresetek éves szinten 2,9 százalékkal emelkedtek a

versenyszféra növekvő munkakeresletének köszönhetően, miközben az állami szektorban az átlagbér mindössze 0,7 százalékkal nőtt a bővülő közfoglalkoztatás miatt.

A hazai fogyasztói árak 2015 II. negyedévében éves összevetésben 0,2 százalékkal emelkedtek, de a nyár folyamán tapasztalt újabb negatív olajársokk mérsékeltebb inflációt hozott. Emellett a szabályozott árak csökkentése és a még negatív, de hamarosan záruló kibocsátási rés is visszafogta az inflációt. Ezenkívül széles körben tapasztalható az árak emelkedése, főként a szolgáltatások és a tartós fogyasztási cikkek drágulása jelentős. A középtávú trendmutatók alátámasztják a laza kamatkörnyezet hosszabb távú fenntartását. A globálisan felerősödött kockázatkerülés következtében a hazai kockázati környezet az elmúlt negyedévben enyhén romlott. A hazai fizetőeszköz gyengült az euróval szemben, a 10 éves állampapír hozama esett, miközben a CDS-felár nőtt. A hazai jegybank nyáron két lépésben összesen 30 bázisponttal, 1,35 százalékra csökkentette az alapkamatot, valamint bejelentette a második kamatvágási ciklus végét. Az ezt követő két ülésen a jegybank nem változtatott az irányadó rátáján, de megnyitotta a lehetőséget a hosszabb tartás irányába.

A nagy nemzetközi hitelminősítő intézeteknél hazánk besorolása a befektetésre nem ajánlott szint legmagasabbján maradt. Az MNB két új mutatót jelentett be a hazai banki szabályozás szigorítására. A likviditásfedezeti ráta hamarabb és magasabb értékkel történő bevezetése az állampapír-vásárlások irányába tereli a bankokat. A devizaegyensúly-mutató pedig a mérlegen belüli devizális eltéréseket maximálja, elősegítve a bankrendszer külső eladósodottságának csökkentését. A korábban bejelentett jelzálog-megfelelési mutató a bankokat jelzálogbank alapítására ösztönözte.

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások egyenlege 2015 II. negyedévében az előző negyedévhez képest csökkent. A jövedelemkiáramlás negatív egyenlege zsugorodott, míg az EU-transzferek beáramlása gyorsult az előző negyedévhez képest. Az ország GDP-arányos nettó finanszírozási képessége 10 százalékra emelkedett.

Legfrissebb előrejelzésünk a korábbinál mérsékeltebb, de továbbra is 3 százalék körüli GDP-növekedéssel számol 2015-ben. A gazdasági kilátások romlása egyedi tényezőkhöz köthető, ezért fontos hangsúlyozni, hogy Magyarország növekedési potenciálját ezek nem érintik. Várakozásunk szerint a belső és külső tényezők az idei év egészében pozitívan járulnak hozzá a GDP-növekedéshez, melyet a fogyasztás és az export közel azonos arányban vezérelhet. Az export növekedését, mely 2015-ben felülmúlja az importét, a külső kereslet fokozatos élénkülése segíti. Ez utóbbiban meghatározó szerepet játszik a kelet-közép-európai régió kedvező gazdasági teljesítménye. A fogyasztás dinamikus növekedését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése biztosítja, melyet piaci és gazdaságpolitikai intézkedések egyaránt segítenek. Az alacsony inflációs és kamatkörnyezet egyaránt fogyasztásra ösztönöz, miközben a reálbérek emelkedését a munkaerőpiac javuló állapota és a bérrendezések is segítik. Emellett a forintosítás és elszámolás mind növeli a lakosság elkölthető jövedelmét. A beruházás idén még pozitívan járulhat hozzá a növekedéshez, köszönhetően az uniós

források lehívásának. A magyar gazdaság az idei év végére már a potenciálisnak megfelelő szinten teljesíthet, vagyis a kibocsátási rés bezáródását várjuk. Összességében idén 3,1 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

	2014	2015
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	3,6	3,1
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	1,7	3,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	11,7	2,9
Kivitel (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	8,7	7,8
Behozatal (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	10,0	7,5
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,3	7,0
Éves fogyasztóiár-index (%)*	-0,2	0,1
A jegybanki alapkamat az év végén (%)	2,10	1,35
Munkanélküliségi ráta éves átlaga (%)*	7,7	6,9
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,0	3,1
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,0	5,3
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	7,8	8,8
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,6	-2,2
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	1,6	2,0

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

Előrejelzésünk szerint a jelenlegi kedvező munkaerő-piaci trendek folytatódnak, a foglalkoztatottak száma az év végéig akár 40 ezer fővel is bővíthet, aminek következtében a munkanélküliségi ráta 6,7 százalékra mérséklődhet. Ezzel 2015 egészében az állástalanok arányának átlagos értéke 6,9 százalékra süllyed. A bruttó bérek növekedési üteme várakozásunk szerint szinten marad: 2015-ben 3,1 százalékos bruttó keresetnövekedést prognosztizálunk, ami reálértelemben 3 százalékos növekedésnek felel meg.

A maginfláció az első negyedévi mélypontja után fokozatosan erősödhet, az idei év végére elérve a 2 százalékot. A ráta fokozatos emelkedését a tavalyi évi alacsony bázis mellett az importált infláció erősödése, a 2015 végére záródó kibocsátási rés és a negatív olajársokk másodkörös hatásainak lecsengése implicálja. Az infláció az idei év folyamán biztosan elmarad a maginflációtól, de a különbség fokozatosan szűkül majd. Ez a folyamat a közműdíjcsökkentések bázisba kerülése mellett az olaj és a nyers élelmiszerek árának várható emelkedését tükrözi. A pénzromlási ütem fokozatos erősödését is a fenti tényezők vezérik a maginfláció erősödése mellett. A fogyasztóiár-index összességében idén 0,1 százalékon állhat, ami elmarad a korábbi előrejelzésünktől, főként a gyengébb gazdasági teljesítmény és az alacsonyabb olajárpálya miatt.

A magyar alapkamat várakozásunk szerint az idei évben változatlanul 1,35 százalékon maradhat. Ezt elsősorban a nyomott inflációs környezet fennmaradása indokolja. A Fed kamatemelése miatti piaci turbulencia jelenthet erre egyedül kockázatot, azonban ez az idei évben még nem materializálódik, illetve hatását csökkentheti, amennyiben hazánkat valamely hitelminősítő kedvezőbb adóbsbesorolásba helyezi.

Külső pozíciókra vonatkozó előrejelzésünkben a reálgazdasági aktívum szerepének tavalyi évhez képesti további növekedését várjuk idén a nettó finanszírozási képesség alakulásában. A jövedelemkiáramlás a tartósan kedvező hazai gazdasági kilátásokkal és a külföldi vállalatok profitabilitásának javulásával összhangban erős marad, míg 2015-ben még magas szintű EU-transzferekkel számolhatunk. Összességében az idei évben átlagosan 8,8 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk.

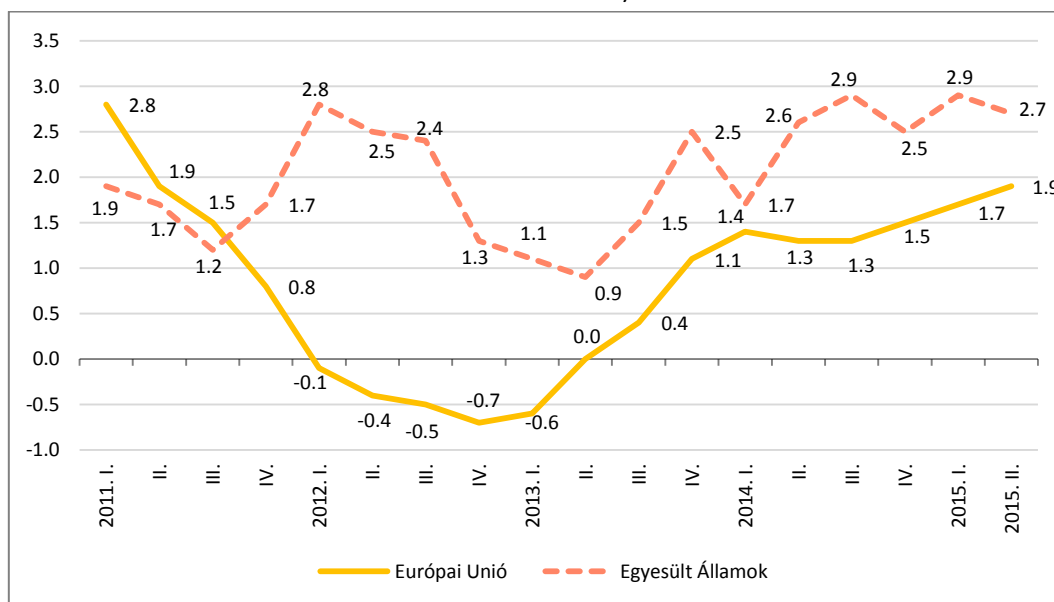
Júniusban módosult először az idei évi költségvetésről szóló törvény, amely többek között a BKV Zrt. adósságának állami átvállalását, az Erste Bank Hungary Zrt. kisebbségi tulajdonosi részesedésének állami tulajdonba kerülését és az új közszolgálati életpályamodellt is tartalmazza. A Kormány szeptemberben bejelentette a második módosítást is, melynek legfőbb intézkedése várhatóan az általános tartalék 100-ról 160 milliárd forintra történő megemelése lesz. A már módosított költségvetési törvény keretei között megvizsgáltuk az idei bevételek és kiadások alakulását és a hiánycélt övező kockázatokat (költségvetési tartalékok, felfüggesztett adónemek, uniós források késése). A központi alrendszer bevételi oldalán a növekvő bérfiórámlás és a gazdasági növekedés adóbefizetésekre gyakorolt markáns hatása figyelhető meg, így prognózisunk szerint az idei évre kitűzött hiánycél és államadósság-ráta is tartható. Számításaink szerint az államháztartás GDP-arányos ESA-hiánya 2,2, az államadósság-ráta 75,1 százalékon teljesül.

Nemzetközi környezet

A globális konjunktúra alakulása

A második körös GDP-becslés alapján az Egyesült Államok kibocsátása 2,7 százalékkal nőtt 2014 és 2015 második negyedéve között, így enyhén lassult a gazdaság növekedési üteme az első negyedévben mért 2,9 százalékos éves bővüléshez képest. Az év első három hónapjához hasonlóan a növekedés motorjai a második negyedévben is a belső tételek voltak: éves alapon a fogyasztás 3,1 százalékkal nőtt, főként a tartós fogyasztási javak iránti magas keresletnek köszönhetően. Javarészt a lakáscélú beruházások 7,8 százalékos bővülése miatt 5,8 százalékkal növekedett a beruházások volumene, ám aggodalomra adhat okot, hogy a nem lakáscélú beruházások növekedési üteme egy év alatt közel felére esett vissza. Ennek legfőbb oka, hogy éves alapon már második negyedéve csökken a gazdasági célú építmények beruházási volumene, ráadásul a gépekre és berendezésekre költött források növekedési rátája is folyamatosan apad. Főként a helyi kiadások növekedése miatt a második negyedévben éves összevetésben a kormányzati költségek 0,7 százalékkal bővültek, aminél nagyobb ütemű növekedésre 2010 első negyedéve óta nem volt példa. Az alacsony olajár, az erős dollár és a fejlődő piacok lassulása következtében az amerikai kivitel mindössze 1,5 százalékkal bővült, miközben az import növekedési üteme 4,8 százalékot tett ki.

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



Forrás: Eurostat, BLS

Az éves alapon lassuló növekedési ütem ellenére az amerikai gazdaság felülteljesítette a piaci várakozásokat és a GDP első körös becslését is. A tengerentúlon gyakrabban használt negyedéves alapú évesített ráta 3,7 százalékot tett ki a második negyedévben, ami

kedvezőbb az előző két negyedév növekedési adatánál. Az idei első és második negyedév közötti évesített növekedéshez a fogyasztás 2,1 százalékpontot tett hozzá, míg a beruházás 0,9 és a kormányzati kiadás 0,5 százalékpontot. Az előző negyedévek többségével ellentétben az idei második negyedévben a nettó export is pozitívan járult hozzá a bővüléshez, összességében 0,2 százalékponttal. Ennek ellenére a külső tényezők további növekedést támogató szerepe igencsak kérdéses, a jelenlegi növekedés is inkább a kifejezetten gyenge első negyedév, mint a valós gazdasági folyamatok eredménye. A fejlődő piacok, főként Kína vártnál nagyobb mértékű gyengélkedése miatt az export további bővülése korlátos, a jelenlegi piaci folyamatok alapján a következő negyedévekben a nettó export visszafoghatja az USA gazdasági növekedését.

A világgazdaság alakulását nagymértékben meghatározta a kínai növekedés lassulása. Az első negyedévhez hasonlóan április és június között is 7 százalékkal növekedett a világ második legnagyobb gazdasága, ám a kínai statisztikai hivatal megbízhatatlansága miatt a valós növekedés 4–6 százalék közötti lehet. A bővülés mérséklődése az egész gazdaságot érinti, 2015 eddigi két negyedéve között egyedül a pénzügyi szektor által létrehozott hozzáadott érték tudott bővülni, ami a kínai tőzsdék mélyrepülése következtében várhatóan nem lesz tartós folyamat. A második negyedév gazdasági történései megkérdőjelezik a Hszi Csin-ping kínai elnök által márciusban meghirdetett Új norma elnevezésű program eredményeit, ami célként a 7 százalékos növekedés mellett a gazdaság exportkitettségeinek csökkentését és a fogyasztás növelését fogalmazta meg. A kínai gazdaság lassulása komoly fertőző hatással bírhat a fejlett államok többségére, mivel az USA, az Európai Unió és Japán is komoly exportkitettséggel rendelkezik Kína felé.

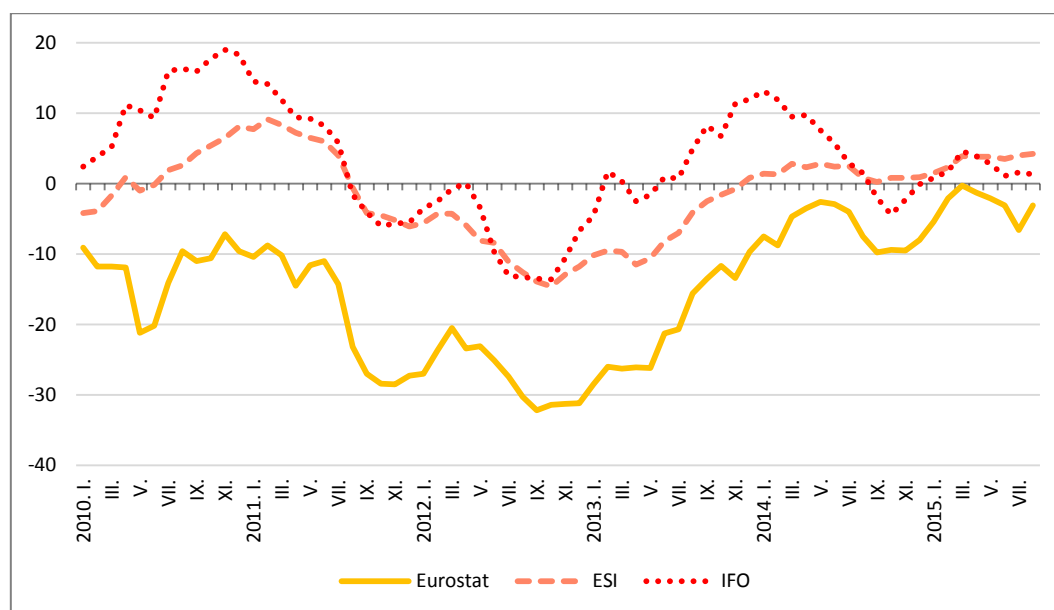
Az eurózónában és az Európai Unióban folytatódott a gazdaság folyamatos bővülése, a második negyedévben az éves GDP-növekedés rendre 1,5 és 1,9 százalékra gyorsult. A kedvező növekedési adatokat árnyalja, hogy a negyedévek közötti növekedés enyhén lassult: a 0,4 százalékos bővülés 0,1 százalékponttal marad el az első negyedéves növekedési teljesítménytől mindkét országcsoporthoz.

Az unió növekedését továbbra is a lakossági fogyasztás vezérli, ami éves alapon 2,2 százalékkal bővült a második negyedévben. Az 1,9 százalékos GDP-bővülés közel kétharmadát, 1,3 százalékot magyaráz a fogyasztás, ami csökkenti az európai növekedési teljesítmény külpiacoktól való nagy fokú függését. A Juncker-terv ellenére az unió beruházási volumene éves alapon mindössze 0,3 százalékkal nőtt, így az továbbra sem tudja betölteni a neki szánt növekedést katalizáló szerepet. Összességében a beruházás mindössze szűk 0,1 százalékponttal növelte a gazdaság növekedési ütemét, ami komoly visszaesés az első negyedév bő 0,2 százalékpontos hozzájárulásához képest. Az előző negyedévhez mérve gyakorlatilag nem változott a kormányzati költségek GDP-bővülést támogató szerepe: a 0,3 százalékpontos hozzájárulással a növekedés második legfontosabb tényezője maradt az állami gazdaságélénkítés. Főként az első negyedévinél kedvezőbb euró–dollár árfolyam és a

visszaeső kínai import hatására a nettó export ismét támogatta a gazdasági bővülést, a 0,25 százalékpontos hozzájárulás közel megegyezik az első negyedév teljesítményével. Az export növekedést támogató szerepe igen sérülékeny lehet a következő negyedévekben: a kínai és az egész világ gazdaság tavasszal vártnál lassabb ütemű bővülése komoly kockázatot hordoz a jelentős exportkitettséggű öreg kontinens számára is.

2015 első negyedévéhez hasonlóan a legtöbb kelet-közép-európai gazdaság átlag feletti ütemben bővült: ezek közül is kiemelkedik Csehország 4,4 százalékos éves növekedési adata, amit csak a 4,8 százalékkal bővülő máltai gazdaság múlt felül. A nagyobb uniós országok közül erős negyedévet zárt a spanyol gazdaság, ami folyamatosan gyorsuló növekedés mellett 3,1 százalékkal bővült április–júniusban. Ezzel szemben a francia, német és olasz növekedési ütem is elmarad az uniós átlagtól, bár utóbbi két gazdaságban jelentős, 0,5 százalékpontos mértékben emelkedett a GDP-bővülés üteme az első negyedévhez képest. Az unió válságból való kilábalása szempontjából kedvező, hogy Ciprus és Horvátország is kiemelkedő negyedévet produkált, így több év után ismét növekvő pályára állhat mindkét gazdaság. Éves alapon továbbra is változatlan a finn gazdasági kibocsátás, így itt a legalacsonyabb a növekedési ráta az unióban. 2007 decembere óta az idei II. negyedév az első, melyben éves alapon egyik uniós tagállam gazdasága sem zsugorodott.

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 bizalmi mérlege, ami az általános gazdasági kilátások várható alakulását jelzi, augusztusban ismét nőtt, így megállt a mutató március óta tartó csökkenése. Bár az indikátor továbbra is negatív tartományban tartózkodik, annak augusztusi -3,1 bázispontos értéke historikusan kedvezőnek tekinthető. A bizalmi mérleggel hasonló pályát járt be a német

üzleti hangulatot számszerűsítő Ifo index is, ami a kínai növekedés lassulása ellenére is pozitív tartományban maradt. Az euróövezeti gazdasághangulat-index (ESI) értéke enyhén növekedett az elmúlt hónapokban, a mutató 4,2-es értéke négyéves csúcs.

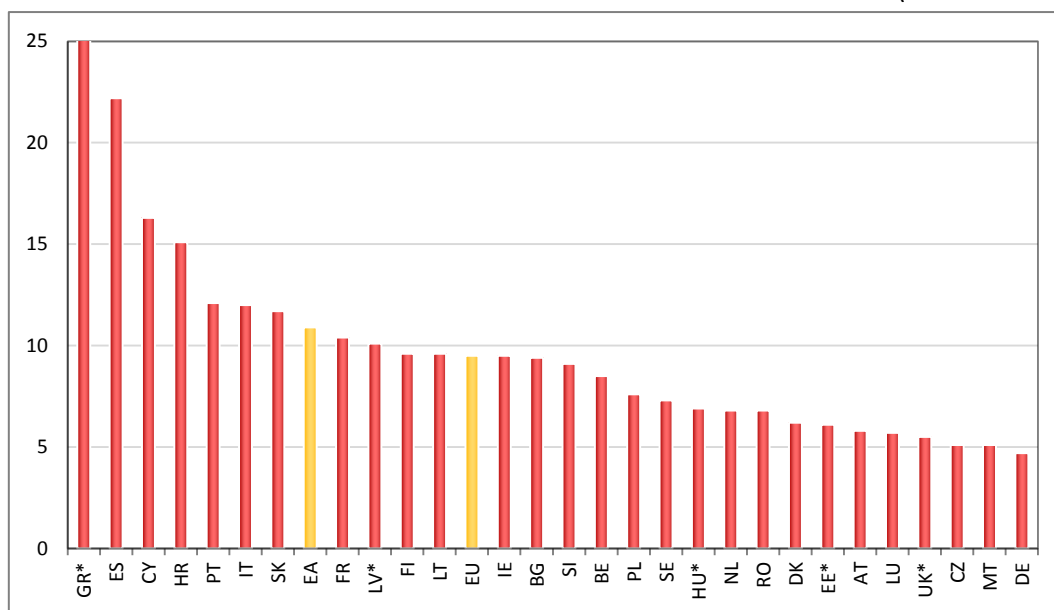
Munkaerőpiac

Az elmúlt hónapokban igen vegyes képet mutatott az Egyesült Államok munkaerőpiaca: bár augusztusban 5,1 százalékra, hétéves mélypontra csökkent a munkanélküliségi ráta, a foglalkoztatottak állománybővülése a vártnál kedvezőtlenebbül alakult. Az előre jelzett 220 ezer fős állománybővülés helyett 173 ezer fővel növekedett a foglalkoztatás, főként a feldolgozó- és a bányaiiparban esett vissza a létszámbővítés üteme. Az amerikai gazdaságban továbbra is magas a tartósan munkanélküliek és a nem önszántukból részmunkaidőben foglalkoztatottak állománya, miközben a 16 évnél idősebb lakosság körében mért aktivitási ráta 62,6 százalékon állt, ami négy évtizedes mélypontnak tekinthető.

Európában is folyamatosan bővül a foglalkoztatottak állománya, 2014 és 2015 első negyedéve között az eurózónában 0,8, míg az unióban 1,1 százalékkal nőtt a munkaerő-állomány. Mindkét régióban a kedvező folyamatok a szolgáltató szektornak köszönhetőek, ami egy év alatt rendre 1,3 és 1 százalékkal növelte foglalkoztatását az unióban és az euróövezetben. Uniós szinten enyhén csökkent a mezőgazdaságban foglalkoztatottak állománya, miközben főként az eurózónán kívüli államokban kiépülő új kapacitások következtében az iparban foglalkoztatottak száma 0,7 százalékkal nőtt. Eközben azért az eurózónában megállt az ipar foglalkoztatotti létszámának 2008 harmadik negyedéve óta tartó folyamatos csökkenése.

A javuló foglalkoztatási folyamatokkal párhuzamosan a munkanélküliek aránya is csökkent mind uniós, mind euróövezeti szinten: a ráta előbbiben 0,1, míg utóbbiban 0,2 százalékponttal mérséklődött április és július között. Az euróövezetben a mutató csökkenése kiegyensúlyozottnak mondható, a nagyobb lélekszámú gazdaságok közül mindössze Franciaországban nőtt a munkanélküliek aránya, miközben Olaszországban 0,3, Spanyolországban 0,5 százalékponttal csökkent a ráta három hónap alatt. A javulás ellenére az unió valamennyi nagyobb déli tagállamában még mindig két számjegyű a munkanélküliség aránya, Görögország és Spanyolország továbbra is 20 százalékot meghaladó rátával küzd. Uniós szinten a munkanélküliség legjobban a horvát gazdaságban csökkent, ahol április és július között 1,1 százalékponttal, 15,1 százalékra mérséklődött a mutató.

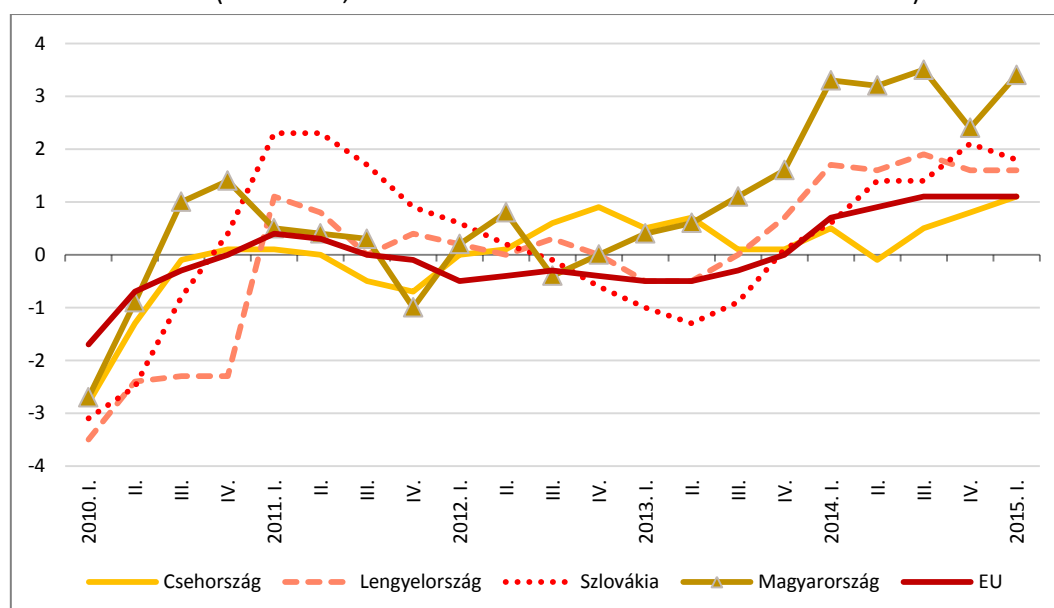
3. ÁBRA: MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTA AZ EURÓPAI UNIÓ TAGÁLLAMAIBAN (2015. JÚLIUS)



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

A visegrádi három valamennyi államában nőtt a foglalkoztatás, a munkanélküliségi ráta pedig a válság kitörése előtti szintre csökkent, így továbbra is kedvezőnek tekinthetők az régiós munkaerő-piaci folyamatok. Csehországban volt a legalacsonyabb, 1,1 százalékos a munkaerő-állomány bővülése, ami így is meghaladja a korábbi várakozásokat: a cseh munkanélküliségi ráta mindössze 5,1 százalékot tett ki júliusban, ami a cseh jegybank szerint alacsonyabb a mutató természetes értékénél.

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



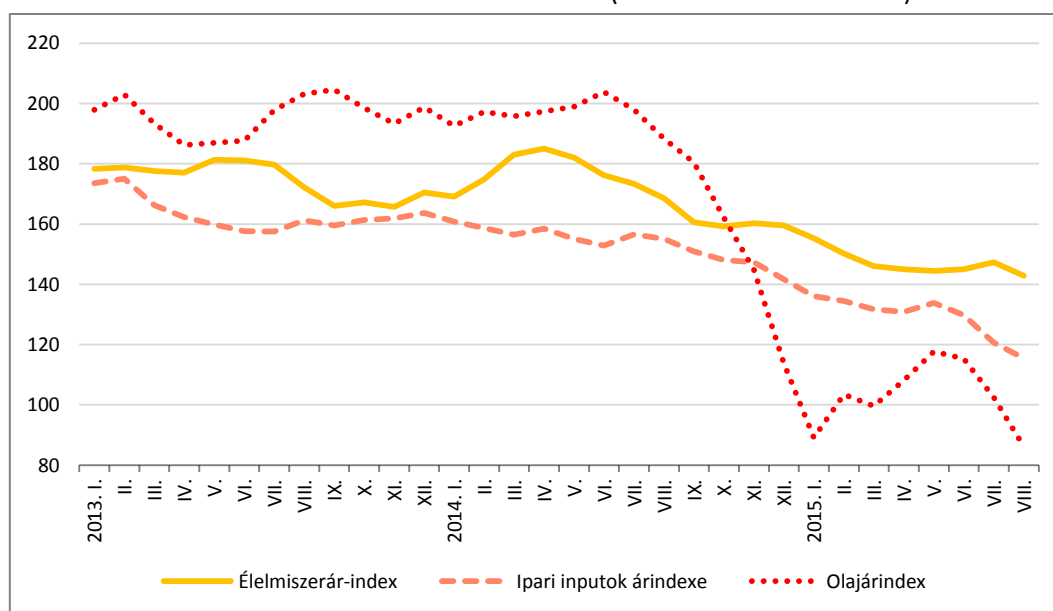
Forrás: Eurostat

Szlovákiában 2014 utolsó negyedévéhez képest romlott a foglalkoztatás növekedési üteme, ám az 1,8 százalékos bővülés így is magasabb az uniós átlagnál. Északi szomszédunk továbbra is komoly munkaerő-piaci problémákkal küzd: bár a munkanélküliségi ráta április és július között 0,2 százalékponttal csökkent, a mutató 11,7 százalékos értékénél csak az unió déli tagállamaiban mértek magasabbat. A kiépülő új ipari termelőkapacitások következtében a foglalkoztatottak létszáma Lengyelországban 1,6 százalékkal emelkedett egy év alatt. A júliusban mért 7,6 százalékos lengyel munkanélküliségi ráta kedvezőnek mondható uniós szinten, ám a régióban a magyar és a cseh adat is alacsonyabb nála.

Infláció és monetáris kondíciók

Az európai államok többségében az inflációs folyamatokat az alacsony olajár határozza meg. Az olaj világpiaci ára április és június közepe között 60 dollár körül ingadozott, ám az Irán atomprogramjával kapcsolatos megállapodás felgyorsulásának hatására június végétől az olajár tovább csökkent. Augusztus végére a hordónkénti ár 40 dollár alá is benézett: az elmúlt tíz évben mindössze 31 alkalommal volt arra példa, hogy a napi záróár ilyen alacsony legyen, ami az összes kereskedési nap mindössze 1 százalékát érinti. Az elkövetkező hónapokban az olaj árának fogyasztói árakat mérséklő hatása várhatóan egyre inkább veszít lendületéből, mivel a tavalyi árcsökkenés a bázisba épül. Ennek ellenére várakozásunk szerint a mérsékelt inflációs folyamatok több negyedéven keresztül fennmaradhatnak.

5. ÁBRA: NYERSANYAGÁRINDEXEK (2005 = 100 SZÁZALÉK)



Forrás: IMF Primary Commodity Prices

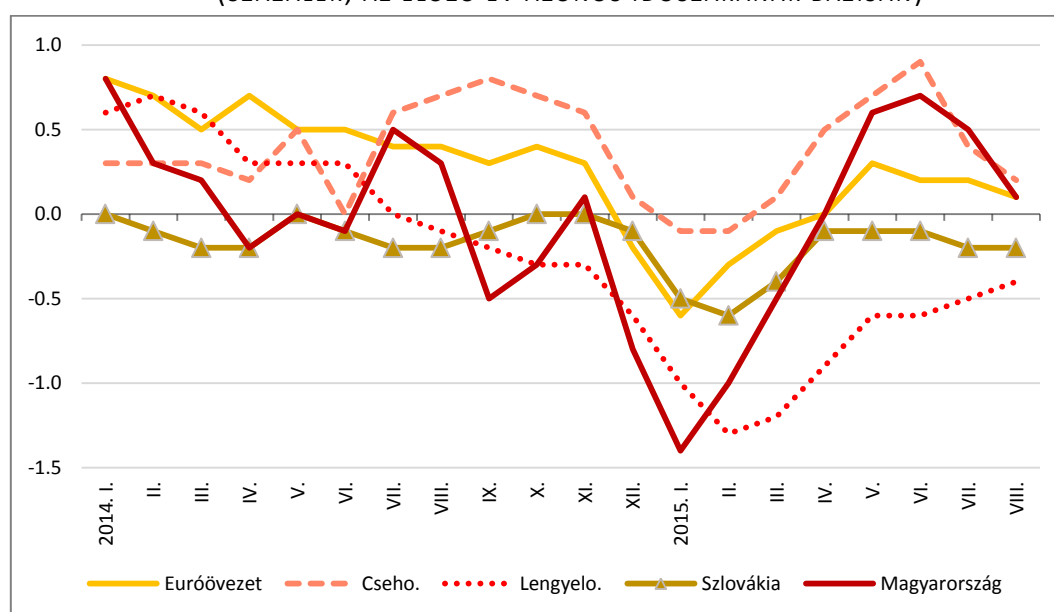
Az alacsony olajár mellett az unió és az USA mérsékelt inflációs folyamataiban az élelmiszerek nyomott ára is komoly szerepet játszott. Júniusban átmenetileg megállt az élelmiszerár-index november óta tartó folyamatos csökkenése, de augusztusban újabb csökkenés következett. Az elmúlt évek fényében az élelmiszerek ára rendkívül alacsonynak

tekinthető. Ezzel szemben megtört az ipari nyersanyagok májusban remélt áremelkedése, a gyenge kínai növekedési teljesítmény hatására tovább csökkentek az input árak. Éves alapon júliusban a világ második legnagyobb gazdaságában 6 százalékkal növekedett az ipari kibocsátás, ami messze elmarad a korábbi évek dupla számjegyű növekedésétől. A lassulás nemcsak a nemesfémek, főként a réz és az acél, hanem az olaj világpiaci árát is lefelé nyomta, mivel Kína a világ második legnagyobb kőolajimportőre.

Májusban megállt a fogyasztói árak január óta tartó csökkenése az Egyesült Államokban, ám a legfrissebb, augusztusi adat szerint is mindössze 0,2 százalék az éves pénzromlási ütem az amerikai gazdaságban. A nyomott inflációs környezet jórészt az energiahordozók árának 15 százalékos mérséklődésének eredménye, amit támogat a rezsiköltségek 3 százalékos átlagos csökkenése is. A maginflációs mutató február óta 1,8 százalék között mozog, az USA gazdaságának inflációs alapfolyamatai így stabilnak tekinthetők, és megközelítik a Fed 2 százalékos inflációs célját.

Mind az unióban, mind az euróövezetben májustól már pozitív pénzromlást regisztráltak. Az EKB mennyiségi lazítása ellenére azonban újból mérséklődött az infláció az augusztusi gyorsbecslés szerint, melyben meghatározó szerepet játszhatott a csökkenő olajár. Az unióban nem változtak a fogyasztói árak éves szinten, míg az eurózónában 0,1 százalékot tett ki az infláció. A maginflációs mutatók alapján a nyomott inflációs környezet az olajár stabilizálódása esetén is fennállhat, az inflációs alapfolyamatok az unióban és az euróövezetben rendre 0,8 és 0,9 százalékos pénzromlást mutatnak. A maginflációs mutatók így elmozdultak a májusban mért historikus mélyponttól, ám az EKB által egészségesnek tartott 2 százalékos fogyasztóiár-változáshoz még mindig alacsonynak tekinthetők.

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



Forrás: Eurostat

Az unióhoz hasonlóan a visegrádi három valamennyi országát nyomott inflációs környezet jellemzi. Inflációs céljához legközelebb a cseh gazdaság áll, melyet a negatív pénzromlási ütem is mindössze két hónapig sújtott. A fogyasztói árak februártól tartó folyamatosan gyorsuló emelkedése júliusban megtört, és augusztusra 0,2 százalékra csökkent az éves pénzromlás mértéke. A stabilnak tekinthető cseh inflációs folyamatot megtörte, hogy az elmúlt 10 hónapban 1 százalék körül ingadozó maginfláció 0,6 százalékra süllyedt a VIII. hónapban. A szlovák gazdaságot december óta defláció jellemzi, bár áprilistól kezdve alacsony, -0,1 és -0,2 százalék közötti. Északi szomszédunknál a nulla közeli inflációs környezet hosszabb távon is fennmaradhat: a maginfláció október óta szinte folyamatosan csökken, május óta mindössze 0,2–0,3 százalékot tesz ki. Lengyelországban még mindig tart a fogyasztói árak éves csökkenése, ám a pénzromlás ütemének a februári mélypontja óta a mutató folyamatosan nő, augusztusban -0,4 százalék volt. Szlovákiához hasonlóan Lengyelországban is főként strukturális okokra vezethető vissza az alacsony infláció, amit jól mutat, hogy az elmúlt egy évben egyszer sem nőtt 0,4 százalék fölé a maginflációs mutató.

Legutóbbi, szeptember 3-ai ülésén sem változtatott irányadó rátáján az Európai Központi Bank, így az továbbra is a technikailag nullának tekinthető 0,05 százalékos szinten áll. Az elmúlt hónapok gazdasági folyamatai alapján Mario Draghi jegybankelnök a korábban vártnál lassabb gazdasági növekedésre számít az eurózónában, ami az alacsony árupiaci árakkal együttvéve továbbra is a nyomott inflációs környezet fennmaradását vetíti előre. Ebben az esetben az EKB kormányzótanácsa kész kibővíteni mennyiségi lazításának jelenleg havi 60 milliárd eurós felvásárlási keretét, ám Draghi szerint ennek technikai részleteit nem vitatták meg az ülésen.

Az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed kamatdöntő szerve, a Nyílt Piaci Bizottság (FOMC) szeptemberi ülésén is változatlanul hagyta 0–0,25 százalékos irányadó rátáját. A bizottság az esetleges kamatemelést a tovább javuló munkaerőpiac függvényeként kezelte, és bár augusztusban a munkanélküliségi ráta válság óta nem látott mélységbe, 5,1 százalékra süllyedt, az amerikai gazdaság aktivitási rátája továbbra is négy évtizedes mélypontján áll. A felemás munkaerő-piaci adatokon és a pénzpiaci zavarokon túl a tartás valószínűségét növelte, hogy a Fed által használt inflációs mutató három éve 2 százalék alatt tartózkodik, egy esetleges kamatemelés tovább tolhatja a célérték 2018-ra várt teljesülését. A szeptemberi gyűlésen végül 9–1 arányban szavaztak a tanácsstagok az irányadó ráta változatlanságára, ám Fed 17 kormányzójából 13 továbbra is kitart korábbi véleménye mellett, mi szerint a kamatemelési periódus még idén elkezdődik. Várakozásunk szerint erre az év utolsó, sajtótájékoztatóval egybekötött decemberi ülésén kerülhet legkorábban sor, amikor a FOMC biztosabb képpel rendelkezik a következő két év világgazdasági folyamatairól.

Augusztusi kamatdöntő ülésén nem változtatott irányadó rátáján a Cseh Nemzeti Bank, így az az EKB refinanszírozási eszközéhez hasonlóan 0,05 százalékon áll közel három éve. Az

előrejelzések szerint Csehországban a 2 százalékos inflációs cél legkorábban 2017-ben, a kibocsátási rés záródását követően teljesülhet, az árfolyamon keresztüli monetáris lazítás így várhatóan 2016 második feléig fennmaradhat.

Szeptember 2-ai ülésén sem változtatott a lengyel jegybank kamatdöntő szerve 1,5 százalékos irányadó rátáján. A monetáris tanács megítélése szerint a harmadik negyedévben a lengyel pénzromlási ütem enyhén nőhet, amit a kedvező foglalkoztatási folyamatok, a folyamatosan bővülő fogyasztás és a stabil gazdasági növekedés támogathat. A kedvező inflációs folyamatok hatását ronthatja a fejlődő gazdaságok növekedésének lassulása, ami a csökkenő árupiaci árakon keresztül komoly lefelé mutató kockázatot hordoz a 2 százalékos inflációs cél teljesítésének irányában.

Legutóbbi, augusztus 26-ai ülésén a jegybanki feladatokat betöltő Kínai Népi Bank 25 bázisponttal csökkentette irányadó egyéves hitel- és betéti kamatlábát, melyek így rendre 4,6 és 1,75 százalékra csökkentek. Az intézkedés célja a vállalatok hitelköltségeinek csökkentése és a lassuló gazdasági növekedés élénkítése volt. A döntéssel egy időben a központi bank 50 bázisponttal csökkentette a nagyobb, országos lefedettségű bankok kötelező tartalékrátáját, valamint 100 bázisponttal a vidéki és 300 bázisponttal a járműhitelezéssel foglalkozó pénzügyi szervezetekét is. Utóbbi intézkedések célja főként a kis-és középvállalkozások beruházásainak és a lakosság fogyasztásának élénkítése, míg a nagyobb bankok esetében a döntés a likviditásuk fenntartását segítheti, amit a központi bank heti rendszerességű repoügyletei is támogatnak.

Pénzügyi folyamatok

Az elmúlt hónapok pénzügyi folyamatait főként a harmadik görög mentőcsomag tárgyalása körüli bizonytalanság és a lassuló kínai növekedés miatti részvénypiaci pesszimizmus határozta meg. A júniusban kipukkadt kínai tőzsdebuborék hatása a befektetők letétkövetelményein keresztül az amerikai és európai piacokra is beszivárgott, a kínai válságkezelő lépések eddig kevés eredménnyel jártak.

Az EKB legfrissebb, júliusi hitelezési körképe szerint a bankszektor tovább enyhítette hitelezési feltételeit, ezúttal nemcsak a vállalati és személyi, hanem a lakáscélú hitelezés terén is. Valamennyi kategóriában a hitelezési feltételek oldását főként a növekvő bankpiaci verseny indukálta, miközben az enyhítés irányába hatott az olcsó forráshoz jutás és a mérlegalkalmazkodási folyamat kifutása is. A bankok várakozásai alapján a harmadik negyedévben a vállalati hitelezési feltételek változatlanok maradhatnak, miközben enyhén szigorodhatnak a lakáshitelekkel szemben támasztott elvárások. A nyomott inflációs környezet és a nagy fokú pénzpiaci likviditás hatására mind az egynapos kölcsönügyletek kamatlábát kifejező EONIA, mind a három hónapos euró LIBOR-kamatláb is negatív tartományban tartózkodott június és szeptember között.

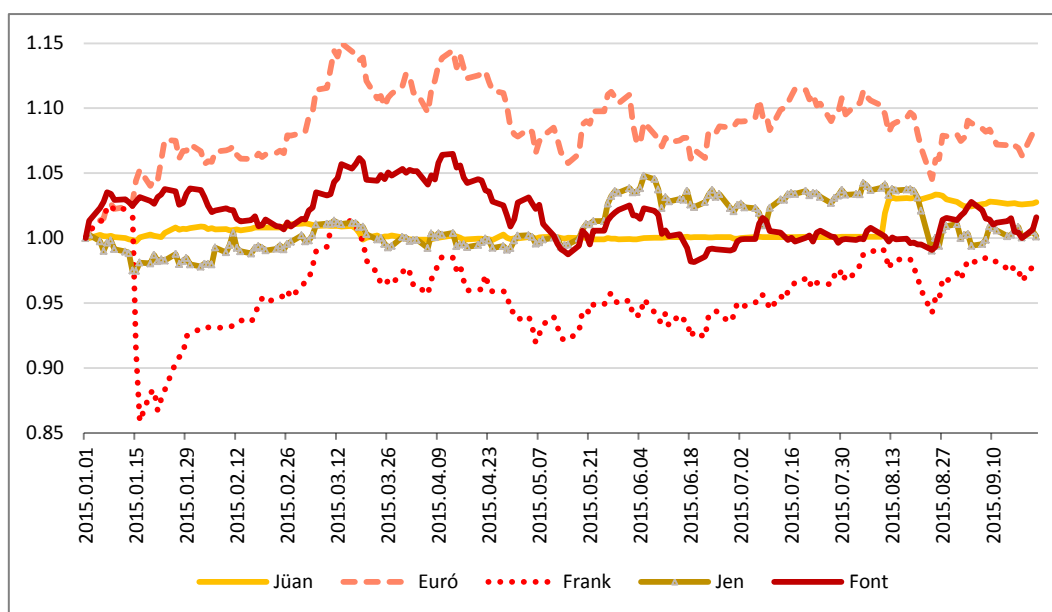
A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak érdemben nem változtak május és szeptember közepe között, viszont viszonylag nagy volatilitás jellemezte őket. Az euróóóna déli tagállamainak kockázati felárai magas, több tíz bázispontos heti változást mutattak a görög mentőcsomag július elején történő tárgyalása során. A vizsgált időszak legalacsonyabb és legmagasabb CDS-felára közötti különbség Portugália esetében 70, míg Spanyolország és Olaszország viszonylatában rendre 40 és 44 bázispontot tett ki: valamennyi periferiális állam esetében ez a szeptember közepi felár közel fele. Továbbra is nagy volatilitás jellemzi az orosz kockázati felárat, ami 60 bázisponttal nőtt a vizsgált időszakban, vélhetően a költségvetés stabilitását garantáló olaj árának további csökkenése következtében.

Az európai állampapír-piaci hozamok alakulását leginkább a harmadik görög mentőcsomag tárgyalása körüli bizonytalanság vezérelte, ami miatt viszonylag nagy volatilitást mutattak a kötvényhozamok. A legnagyobb hozamingadozás Görögországot sújtotta, az elmúlt három hónap legmagasabb és legalacsonyabb 10 éves referenciahozama között több mint 10 százalékpont volt az eltérés, valamint többször előfordult, hogy két egymás utáni kereskedés átlaghozamának különbsége meghaladta a 3 százalékot. A görög 10 éves hozam július elején felülmúlta a 19 százalékot is, ám július 10-én, a mentőcsomag tárgyalását megelőző kritériumok elfogadásának hatására 19,1-ről 13,7 százalékra csökkent az elvárt hozam.

A német 10 éves hozamok júniusi emelkedő trendje a görög tárgyalások felgyorsulásakor megállt, sőt, a görög állampapír-piaci hozammal ellentétesen mozgott: a görög kötvények eladása miatt felszabadult likviditás jelentősebb részét a befektetők német államkötvénybe fektethették. Augusztus utolsó heteiben, a tőzsdeindexek esésének hatására a globális szinten jelentős parkettel rendelkező európai államokban és az USA-ban is nőttek a 10 éves hozamok, míg Kínában a részvénytőzsdéből kötvénypiacra való tőkeátcsoportosítás hatására estek a referenciahozamok. A korrekció szeptemberre lecsengett, így május vége és szeptember közepe között a francia és spanyol hozamok 10-10 bázisponttal nőttek, míg a brit hozam visszatért kiinduló szintjére.

A valutapiac június óta tartó viszonylagos stabilitása megszűnt, augusztus végén az amerikai tőzsdék esésének hatására a dollár minden eddiginél jobban megközelítette az euróval szembeni év eleji értékét. Június és augusztus közepe között a dollár enyhén erősödött az euróval és a svájci frankkal szemben, amit némi korrekció követett. Az erősödő dollár negatív hatással lehet a növekvő importbeviten keresztül az USA nettó exportjára. Az elmúlt három hónapban a japán jen és a brit font is viszonylag szűk sávban mozgott a dollárhoz viszonyítva, utóbbi valuta dollárral szembeni értékét nem változtatta meg jelentősen az augusztus végi tőzsdepánik és annak lecsengése.

7. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI IDEI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA

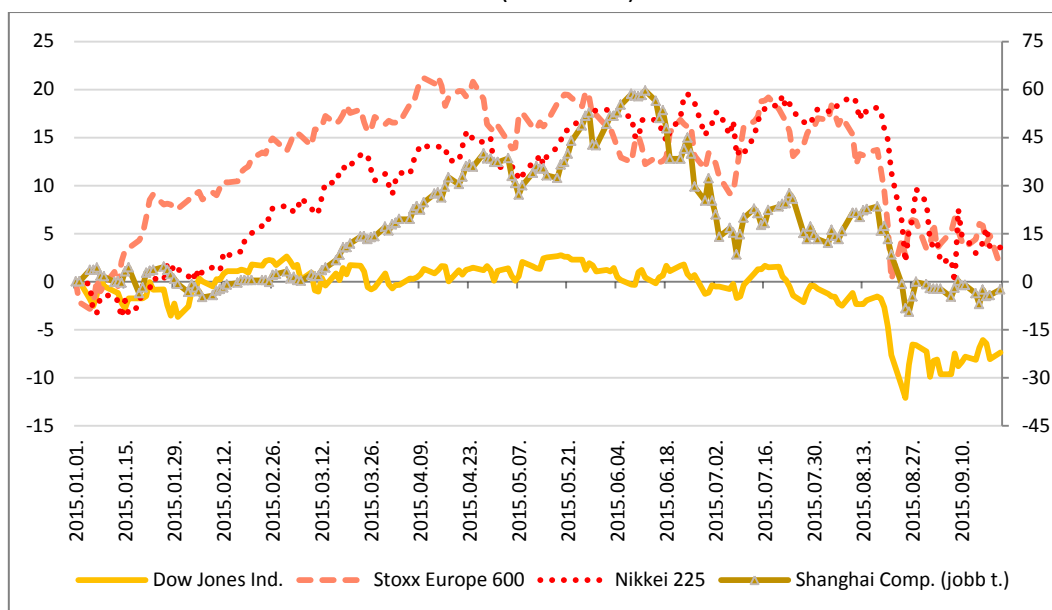


Forrás: Thomson Reuters

Augusztus 11-én a kínai jegybank mesterségesen gyengítette a jüant, így az több mint két évtizede nem látott mértékben gyengült a dollárhoz képest. A lépést a Kínai Népi Bank a jüan liberalizációjának részeként jelentette be, ám a kínai fizetőeszközzel való kereskedés továbbra is szigorú korlátozások alatt áll. A jegybank továbbra is csak egy szűk sávban engedi lebegni a valutát, ráadásul a sávok közepét is maga határozza meg, bár ígérete szerint ebben a jövőben jobban figyelembe veszik a piaci folyamatokat. A lépéssel Kína közelebb került ahhoz, hogy a jüan novembertől a dollár, az euró, a jen és a font után ötödik valutaként bekerülhessen az IMF valutakosarába, ami tovább bővíthetné a kínai fizetőeszköz nemzetközi tranzakciókban való használatát.

Bár kínai szempontból a jüan leértékelése a pénzpiac liberalizációjának tűnhet, a lépésben komoly motiváló szerepet kaphatott a reálgazdaság élénkítése is. Kína gazdasági szerkezete eddig nem tudott a márciusban meghirdetett Új norma elnevezésű programnak megfelelően a belső tételek és főként a fogyasztás felé eltolódni, így a növekedésben még mindig kiemelt szerepet játszik az exportszektor. A jüan gyengülése lendületet adhat a kínai kivitelnek, amire égető szüksége van a gazdaságnak: az Európába tartó exportvolumen júliusban éves szinten több mint 8 százalékkal csökkent. A kínai fizetőeszköz leértékelése ellenben csökkenti a Kínába exportáló amerikai, japán és európai vállalatok versenyképességét, ami miatt egyre több támadás éri a kínai valutapolitikát: több kongresszusi képviselő is tiltott exporttámogatásnak tartja a leértékelést. Az ez ellen való fellépéssel, akár az európai vagy japán mennyiségi lazítási program kiszélesítésével könnyen fellángolhat a valuták egymással való versengése, ami komoly stabilitási kockázatot hordoz a globális pénzügyi rendszer számára.

8. ÁBRA: VEZETŐ TŐZSDEINDEXEK ÉRTÉKÉNEK ALAKULÁSA 2015. JANUÁR 1-JÉHEZ KÉPEST
(SZÁZALÉK)



Forrás: Thomson Reuters

Június–szeptemberben a részvénypiaci folyamatokat főként a kínai tőzsde mélyrepülése határozta meg. A vezető kínai tőzsdeindex, a Shanghai Composite június 12-én érte el tetőpontját, az index 4610 pontos értéke szinte duplája volt a tavalyi év 2340 pontos átlagértékének. A kezdeti visszaesés a túlárzott kínai kötvények korrekciójának volt köszönhető, amit később támogatott a gyenge kínai növekedési teljesítmény hatása is. A részvénypiac túlfűtöttségét jól példázza, hogy a nagy növekedési potenciálú cégeket tömörítő ChiNext index P/E mutatója a 95-ös értéket is elérte, ami közel duplája a hasonló profilú nyugati tőzsdeindexek árfolyam/nyereség mutatójának. A visszaesést a kínai kormányzat kezdetben az állami tulajdonú pénzintézetek között bevezetett részvényeladási stoppal, később az új tőzsdére lépő vállalatok számának korlátozásával kívánta kezelni, ám a sanghaji tőzsdeindex értéke szeptemberre annak év eleji szintjére csökkent vissza.

Augusztus 24-én másfél éves mélypontra zuhant az amerikai tőzsde, amiben komoly szerepet játszhatott a kínai parkett fertőző hatása is. Aznap az előző kereskedési naphoz viszonyítva 1000 pontot zuhant a Dow Jones Industrial részvényindex, ám a napon belüli korrekciót követően a záróár 600 pontos csökkenést mutatott. Az eladási hullámot a nagyobb befektetők indították, akik az Egyesült Államokon kívüli kitettségeik fedezése és likviditásuk fenntartása érdekében csökkentették az általuk birtokolt amerikai részvények mennyiségét. Ennek hatását erősítették fel a korábban nagy számban kötött stop-loss opciós ügyletek, amik miatt az árak csökkenésének hatására nőtt az eladni kívánt részvények volumene. Ezek fundamentumokat torzító hatását mutatja, hogy a 25-ei mélypontot követően, 26-án 600 ponttal nőtt a Dow Jones index, így stabilizálódott az amerikai tőzsde.

Az amerikai tőzsdék visszaesése érzékenyen érintette a többi, globális szinten is meghatározó indexeket: a vezető európai részvényeket tömörítő Stoxx Europe 600 és a japán Nikkei 225 tőzsdeindex is év eleji értékére esett vissza. Jelentős visszaesést mindkét részvényindex esetében ellenkező irányú korrekciók követték, ám a vizsgált időszak végére egyik sem tudott érdemben elszakadni az év eleji nyitóértékétől. Az augusztus végi események hatására év eleji szintjére süllyedt a vezető közép-európai részvényeket tömörítő CETOP 20 index, miközben a visszaesés ellenére is a BUX értéke közel 30 százalékkal magasabb, mint 2015 első napjaiban.

Fiskális politika

Az Európai Unió Stabilitási és növekedési paktuma alapján a tagországoknak kötelességük középtávú gazdasági előrejelzésüket stabilitási vagy konvergenciajelentéseken keresztül évente közzétenniük. A legutóbbi, tavaszi jelentések alapján várhatóan mindössze négy tagállamban nem teljesül idén a 3 százalékos hiánycél, és 2018-ban teljesítheti mindegyik tagállam a maastrichti kritériumot. A jelentések alapján az egyik legrosszabb helyzetben a finn költségvetés van, melyben a hiány 2017-ig enyhén 3 százalék fölött maradhat. 2015-ben a legmagasabb költségvetési hiánya várhatóan Horvátországnak lesz, míg mindössze két tagállamban, Észtországban és Luxemburgban lehet szufficites a költségvetés.

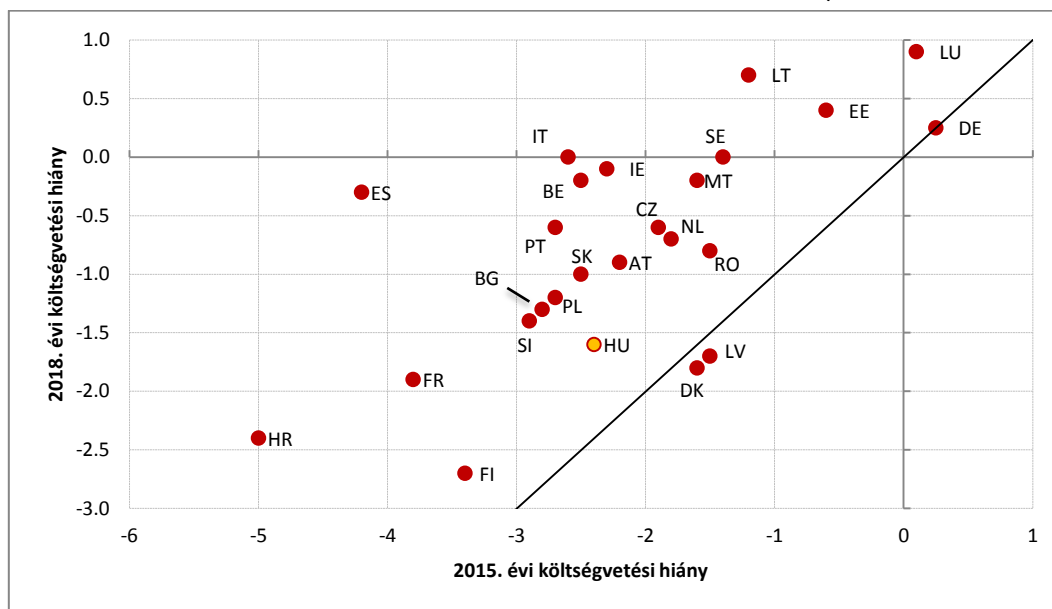
A jelentések alapján így 2018-ban kerülhet ki minden állam a túlzottdeficit-eljárás (EDP) alól. Jelenleg 9 ország ellen folyik EDP, mivel májusban Lengyelország és Málta került ki a programból, ám várhatóan év végén Finnország növeli az eljárás alatt lévő államok számát. Az Európai Bizottság előrejelzése szerint idén Szlovénia és Írország ellen szűnhet meg az EDP, mivel várhatóan Portugália költségvetési hiánya enyhén 3 százalék fölött maradhat.

A jelentésekben felvázolt 2015–2016-os növekedési és fiskális pálya a legtöbb állam esetében alig különbözik a bizottság legutóbbi, júniusi előrejelzésétől, ám több túlzottdeficit-eljárás alatt lévő állam esetében jelentős eltérés mutatkozik. Portugália, Írország és Horvátország a bizottságnál 0,4–0,6 százalékponttal alacsonyabb költségvetési hiányt valószínűsít idén, míg a 2016-os becslések közötti eltérés Portugália esetében 1, Írországnál 1,2, míg Horvátországban 1,8 százalékpontot tesz ki. Ennél is nagyobb eltérés mutatkozik Románia esetében, ahol a kormány a GDP arányában mérve 2,3 százalékkal kedvezőbbnek látja a jövő évi hiányadatot, mint a bizottság. Az eltérés a román áfacsökkentés fiskális hatásának eltérő megítéléséből adódik: a kormány szerint a növekvő forgalomból származó fiskális bevétel képes ellensúlyozni az adócsökkentés hatását, ezzel szemben a bizottság szerint az intézkedés 1,9 százalékponttal növeli a hiányt.

Több kormány is a költségvetési hiány nagyarányú mérséklésével számol: az előrejelzések szerint 2018-ban 16 államban lehet a hiány kisebb, mint a GDP 1 százaléka, valamint négy állam költségvetésében haladhatja meg a bevételi oldal a kiadásit. 2014 és 2018 között a legnagyobb mértékű hiánycsökkenést a spanyol költségvetés kívánja végrehajtani, ami

5,8 százalékról 0,3 százalékra mérsékelné a hiányt. Három százalékpontot meghaladó ütemben csökkenhet a spanyol mellett az ír, a portugál, a szlovén, a horvát, a belga és a magyar költségvetési hiány is, ám meglátásunk szerint komoly, főként politikai kockázatok övezik valamennyi fiskális pályát.

9. ÁBRA: STABILITÁSI ÉS KONVERGENCIAJELENTÉSEK FISKÁLIS PÁLYÁI (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: Európai Bizottság, Századvég-számítás

Több kormány is a költségvetési hiány nagyarányú mérséklésével számol: az előrejelzések szerint 2018-ban 16 államban lehet a hiány kisebb, mint a GDP 1 százaléka, valamint négy állam költségvetésében haladhatja meg a bevételi oldal a kiadásit (9. ábra). 2014 és 2018 között a legnagyobb mértékű hiánycsökkenést a spanyol költségvetés kívánja végrehajtani, ami 5,8 százalékról 0,3 százalékra mérsékelné a hiányt. Három százalékpontot meghaladó ütemben csökkenhet a spanyol mellett az ír, a portugál, a szlovén, a horvát, a belga és a magyar költségvetési hiány is, ám meglátásunk szerint komoly, főként politikai kockázatok övezik valamennyi fiskális pályát.

Az Ernst & Young és az Oxford Economics közös júniusi előrejelzése alapján idén tovább folytatódik a költségvetési konszolidáció az eurózónában. A gazdasági övezet aggregált hiánya az eurózána GDP-jének 2 százalékára süllyedhet, ami 0,4 százalékkal kedvezőbb a tavalyi hiányszámnál. Az Európai Bizottság előrejelzésével szemben az Oxford Economics szerint idén még enyhén növekedhet az euróövezet adóssága, ami a bruttó hazai kibocsátás 92,6 százalékán tetőzhet idén. A gyorsuló gazdasági növekedés hatására a következő években várhatóan folyamatosan tovább csökken az eurózána költségvetési hiánya, főként a szükséges szociális kiadások mérséklése és a növekvő adóbevételek következtében. Az övezet javuló fiskális helyzete és a várhatóan évekig fennmaradó alacsony kamatkörnyezet teret enged a felhalmozott adósságállomány mérsékelt ütemű csökkentésének, ám a felhalmozott adósság válság előtti szintre csökkenésére akár évtizedeket is várni kell.

A magyar gazdaság jelenlegi helyzete

A hazai növekedés alakulása

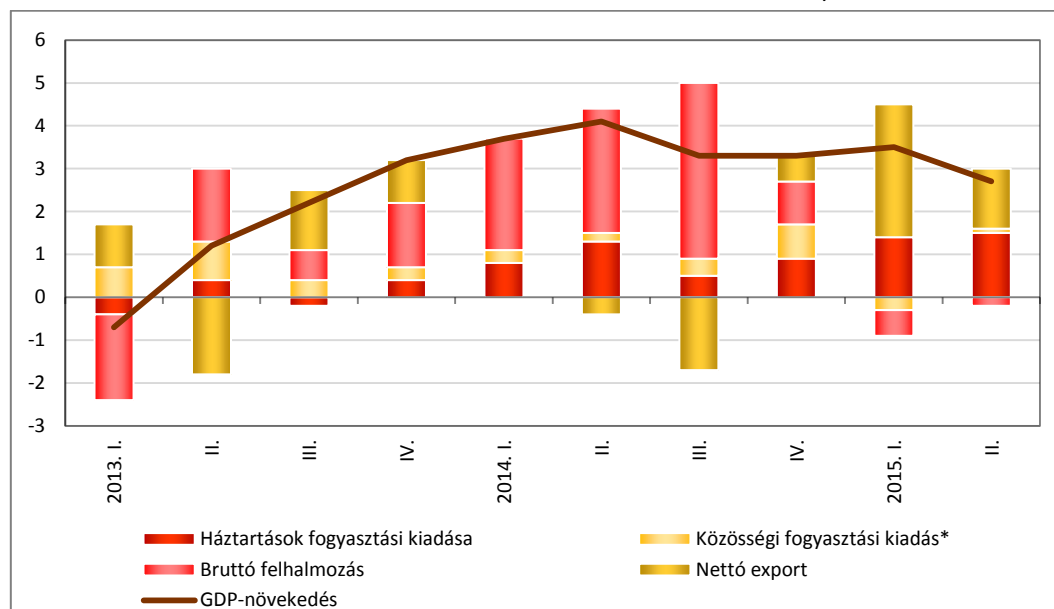
A magyar gazdaság 2015 II. negyedévében a korábbiakhoz képest mérsékeltebb növekedést regisztrált. A lassulás ténye önmagában nem jelent meglepetést, mivel júniusi előrejelzésünk során is számítottunk erre. A KSH által regisztrált 2,7 százalékos éves bázisú GDP-növekedés ugyanakkor jelentősen alacsonyabb a várakozásunknál, ami rontja az idei évre vonatkozó kilátásokat. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított negyedéves teljesítmény 0,5 százalék volt, ami szintén a gazdasági teljesítmény lassulását jelzi. A magyar gazdaság a második negyedévben mutatott teljesítménye alapján továbbra is az uniós rangsor első felében található, ugyanakkor a régiós versenytársak mind dinamikusabban bővültek.

A GDP felhasználási oldalán a külső tételekben júniusi előrejelzésünkhöz képest az import esetében dinamikusabb, míg a kivitel tekintetében lassabb növekedést regisztrált a KSH a II. negyedévben. Az exportvolumen emelkedése továbbra is felülmúlta az importét, mivel rendre 7,5, valamint 6,5 százalékot tett ki a bővülés az előző év azonos időszakának bázisán. Ezzel mindkét külső tétel esetében lassulásról számolnak be a mutatók, ahogyan erre júniusban számítottunk is. Az export teljesítménye mögötti egyik fő tényező a leértékelődő forint miatt kialakult cserearány-javulás. A részletes adatok alapján a szolgáltatások kivitele (beleértve az idegenforgalmat is) dinamikusabban bővült, mint a termékexport. Termékcsoporthoz vizsgálva a kivitel bővülése főként a gépek és szállítóeszközök kereskedelmére vezethető vissza: a járműgyártás kiviteli teljesítménye tovább, a negyedével erősödött a személygépkocsik iránti világpiaci kereslet emelkedésének következtében. Szintén ehhez köthető az autóipari beszállítói ágazatok jó kiviteli teljesítménye. A feldolgozott termékek esetében tapasztalt bővülés is nagyban köszönhető a járműipari alkatrészek exportjának, de dinamikusan nőtt a gyógyszer és gyógyszerészeti termék kivitele is. Az élelmiszeripar gyorsuló kiviteli üteme főként a gabonakereskedelemhez köthető.

A hazai import volumenének II. negyedévben tapasztalt lassuló ütemű növekedése az árufőcsoportok széles skáláján megmutatkozó lanyhább teljesítmény eredője. Mindez összhangban van az exportteljesítmények alakulásával. Az energiahordozók behozatala továbbra is visszaesést mutat éves összevetésben, főként a gázimport csökkenése nyomán. A gépek és szállítóeszközök importjának növekedését továbbra is a járműalkatrészek behozatala vezérelte. A feldolgozott termékek között a gyógyszer- és autóipari termékek importja élénkült jelentősen. A vas és acél csökkenő behozatala az ukrán feladású import visszaesését tükrözi. A nettó export változása 2015 II. negyedévében összességében 1,4 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét, amely közel a fele az I. negyedévben mért hozzájárulásnak. Ezzel a külkereskedelmi forgalom volt a hazai gazdasági teljesítmény második legnagyobb hozzájárulója a fogyasztás után.

A belföldi felhasználás összességében 1,3 százalékponttal segítette a magyar GDP növekedését, vagyis ismét kiegyensúlyozottá vált a gazdaság szerkezete, szemben az első negyedévi, erősen exportorientált növekedéssel.

10. 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 II. negyedévében 3 százalékkal bővült éves szinten. Negyedéves összevetésben a szezonálisan és naptárhatással kiigazított ráta 0,6 százalékos bővülést mutatott. A fogyasztás alakulása így az első fél év tekintetében egybeesik a júniusban felvázolt várakozásunkkal. A kiskereskedelmi forgalom dinamikus bővülése ugyanakkor nem jelent meg teljes egészében a háztartások fogyasztásában, ami arra utalhat, hogy előbbi mutatóban továbbra is jelentős lehet az online pénztárgépek miatti „fehéredés” hatása. A fogyasztás bővülése emellett vélhetően elmarad a rendelkezésre álló jövedelem bővülési ütemétől. A családi adókedvezményekkel számított nettó reálbér ugyanis kalkulációnk szerint 2,7 százalékkal bővült a II. negyedév folyamán. Azonban az elkölthető jövedelem a forintosítás és a banki elszámolás miatt ennél nagyobb mértékben növekedhetett. Mindez azt feltételezi, hogy a háztartások adósságállományának leépítése és az óvatossági megtakarítások még korlátozzák a fogyasztási kiadásokat.

A háztartások aggregált bizalmi indexe 2015 április–júniusában összességében romlott az előző negyedévhez viszonyítva. A 2014 tavasza óta tartó negatív trend azonban a nyár folyamán megtört, és az indikátor július–augusztus folyamán jelentősen javult. Az egyes részmutatók közül a várható általános gazdasági és a pénzügyi helyzet jövőbeni megítélésére vonatkozó mutatók javultak leginkább. Mindez arra utalhat, hogy a gazdaság lassulása olyan események következménye, melyet a lakosság nagyobb része közvetlenül nem érzékel. Mindazonáltal ezen indikátorok továbbra is a negatív tartományban maradtak, vagyis a

megkérdezettek inkább pesszimistábban tekintenek a jövőbe. A lakosság megítélése szerint a jelenlegi gazdasági környezet inkább kedvező a költsékezésre, mint a megtakarításra, ami egyrészt a monetáris politika irányultságát tükrözi, másrészt kedvező jelnek tekinthető a háztartások fogyasztási kiadásának rövid távú alakulását illetően.

Idén április–júniusban a nemzetgazdaság beruházási volumene meglepetésünkre 5,2 százalékkal emelkedett éves viszonylatban, így ismét pozitívan (1,1 százalékponttal) járult hozzá a gazdasági növekedéshez. Az első negyedéves visszaesés így valóban az egyszeri magas bázis, és nem a trend következménye. A negyedév/negyedév növekedés – szezonálisan kiigazítva – 2,3 százalékot tett ki a második negyedévben. A teljes első fél év szaldója már pozitívba is fordult, amire mi csak az év vége felé számítottunk. Mindez kedvező irányban befolyásolja várakozásainkat a beruházásokat illetően.

A költségvetés és a versenyszféra beruházásainak volumene 2015. április–júniusban rendre 15,7 és 13,6 százalékos éves emelkedést mutatott. Összességében a nemzetgazdaság beruházási tevékenysége 5,7 százalékkal növekedett. A statisztikákból arra lehet következtetni, hogy a beruházások újbóli felpörgésében az uniós források lehívása meghatározó szerepet játszott. Ezt magyarázza egyrészt a költségvetési szféra teljesítménye, másrészt pedig a versenyszféra egyes ágazataiban tapasztalt beruházási teljesítmények alakulása. Erre utalhat tovább az is, hogy az építési beruházások 10,1, míg a gép- és berendezésberuházások mindössze 0,5 százalékkal növekedtek. Utóbbi esetben a pozitív index a Növekedési Hitelprogram további felfutásával magyarázható, mivel a program igénybevétele enyhén meghaladta az előző év azonos időszakában tapasztaltat.

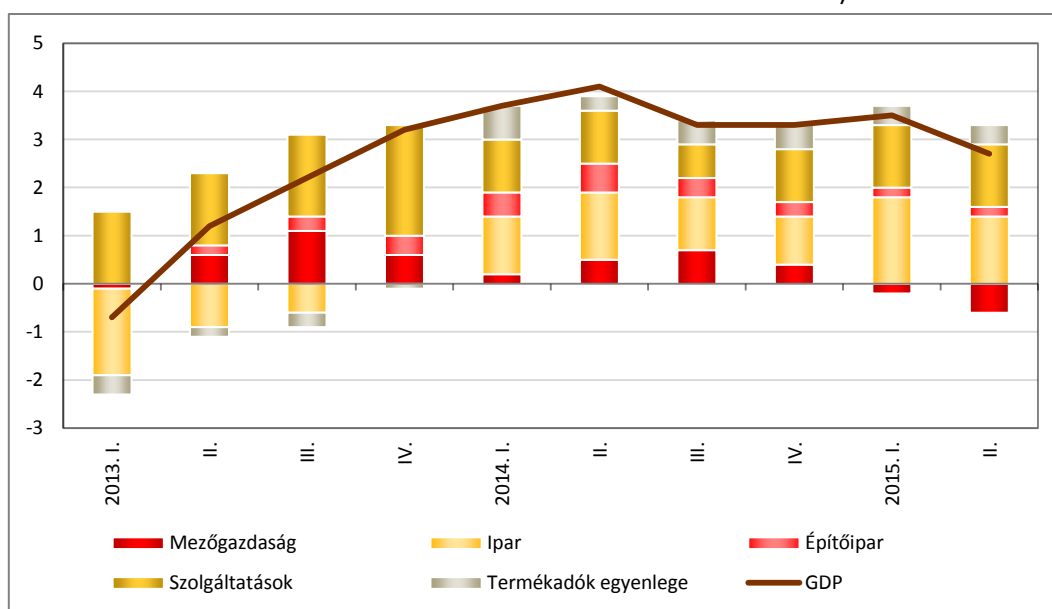
A beruházások II. negyedévi alakulása iparáganként szintén alátámasztja azt a képet, miszerint az uniós forrásokból megvalósuló teljesítmény a meghatározó. A szállítás, raktározás nemzetgazdasági ág beruházásainak volumene 45 százalékkal emelkedett, köszönhetően a közlekedési hálózatot érintő infrastrukturális fejlesztéseknek. Jelentősen nőttek a beruházások a villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, továbbá a vízellátás, szennyvíz- és hulladékgazdálkodás, illetve az oktatás ágazatokban, melyek szintén érintettek az uniós források hajtotta beruházásokban. Jelentősen visszaestek a beruházások ugyanakkor a mezőgazdaság és a kereskedelem területén, melyek az NHP legfőbb felhasználói voltak, így itt a magas bázis játszhat meghatározó szerepet. A feldolgozóipar esetében közel 7 százalékos volt az év/év visszaesés, főként a gyógyszeripar, a járműgyártás és a hozzá köthető beszállító ágak visszaeső teljesítménye nyomán, ami az egy évvel korábbi nagyberuházások technikai hatását tükrözi.

A szezonálisan és naptárhatással kiigazított beruházási ráta az előző év azonos időszakához képesti 0,4 százalékpontos emelkedése után 21,7 százalékon áll Magyarországon. Az elmúlt négy negyedévi átlag 21,1 százalékos magyar beruházási rátája felülmúlja az uniós és a lengyel arányt is, de elmarad a dinamikusan emelkedő cseh és szlovák mutatóktól.

A hazai gazdaság 2015. II. negyedévi teljesítménye a termelési oldalon jelentős negatív meglepetést tartogatott a mezőgazdaság tekintetében. Az agrárium mellett a pénzügyi, biztosítási tevékenység és a közigazgatás ágak mutattak visszaesést. Ezeket leszámítva mindenhol nőtt az ágazati bruttó hozzáadott érték, bár az előző negyedévhez képest jellemzően mérséklődtek a növekedési ütemek.

A mezőgazdaság teljesítménye a II. negyedévben közel 17 százalékkal zuhant éves összevetésben. Ennek oka egyrészt a rendkívüli nyári forróság és aszály, valamint a tavalyi jó mezőgazdasági év biztosította magas bázis. Mindezen negatív tényezők az idei harmadik negyedévben is éreztethetik majd hatásukat, így a mezőgazdaság teljesítménye jelentősen rontja az idei gazdasági kilátásokat.

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



Forrás: KSH

Az építőipar hozzáadott értékének volumene a II. negyedévben 6,5 százalékkal bővült éves összevetésben, míg az előző negyedévhez képest, szezonálisan kiigazítva mindössze 0,2 százalék volt a növekedés. Az építőipar így, az előző negyedévhez hasonlóan, 0,2 százalékponttal járult hozzá az éves GDP-növekedés rátájához április–június folyamán. Az ágazat előző negyedévhez képest lassuló, de továbbra is pozitív teljesítménye tükrözi a havi termelési statisztikák eredményeit, így nem nevezhető meglepetésnek. Az ágazat rendelésállományának zsugorodása azonban tovább folytatódott, de az idei évre még biztosított annyi megrendelés, ami pozitívan tarthatja az ágazat gazdasági teljesítményéhez való hozzájárulását. Mindazonáltal jövőre megjelenhetnek az első negatív indikátorok. Az idei II. 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 vezérelnék. Az épületek építése esetében a lakásépítés

továbbra is visszaesést mutat: április–júniusban éves bázison 5,4 százalékkal kevesebb új lakás épült. Ezzel szemben a kiadott lakásépítési engedélyek száma 36 százalékkal emelkedett. Mindez tehát árnyalja azt a kedvezőtlen képet, amit a teljes szerződésállomány alakulása mutat. A hatodik hónapban kötött új szerződések volumene bő 10 százalékkal maradt el az egy évvel korábbtól, míg a 2015. június végi szerződésállomány 48,5 százalékos elmaradást mutat. Ezzel párhuzamosan az építőipar rövid távú kilátásait jelző bizalmi index is romlott az év elejéhez képest.

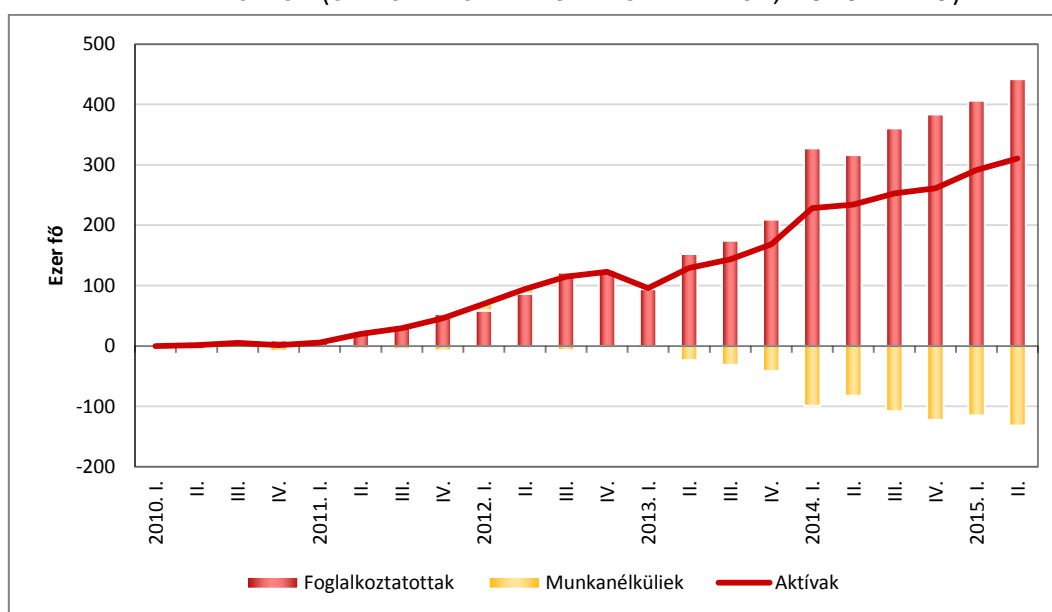
Az ipar hozzáadott értéke szintén lassuló ütemű növekedésről számolt be 2015 II. negyedévében. Az előző év azonos időszakának bázisán 6,1 százalékkal bővült az ipari volumen, míg a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok 1,2 százalékos növekedést mutatnak negyedéves összevetésben. Mindkét indikátor a teljesítmény lassulását jelzi. Az ipar növekedését ágazati szempontból a 7 százalékkal bővülő feldolgozóipar, míg az értékesítés tekintetében a külső megrendelésre történő termelés vezérelte. Az exportértékesítés 8,3 százalékos növekedése mellett ugyanis a belföldi értékesítés 0,7 százalékkal csökkent. A belső ipari kereslet visszaesése ugyanakkor csak a tavalyi évi magas bázis miatt alakult ki, ahogyan erre a júniusi elemzésünkben már számítottunk is. A feldolgozóipari ágak közül átlagon felüli növekedést mértek a járműgyártás és a hozzá kapcsolódó beszállítói ágazatok közül a gumigyártás terén. Emellett dinamikusabban bővült a gyógyszeripar is. Összességében az ipar a II. negyedévben – legnagyobb hozzájárulóként – 1,4 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét.

A szolgáltatások bruttó hozzáadott értéke éves összevetésben 2,4 százalékkal növekedett a II. negyedévben, ami egy mérsékelt, 0,1 százalékpontos gyorsulásnak felel meg az előző negyedévi adathoz viszonyítva. A tercier szektor egésze második legnagyobb hozzájárulóként 1,3 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét. Két kivétellel az összes szolgáltató ágba bővülést regisztráltak: az egyik a közigazgatás, a másik a pénzügyi, biztosítási tevékenység. Utóbbi ágazat 0,4 százalékos visszaesését a háztartások és a vállalatok folytatódó hitelleépítése magyarázza. Az ingatlanügyletek már harmadik negyedéve pozitív teljesítményt mutatnak, összhangban a lakáspiac élénkülésével. A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás mint a legnagyobb súlyú szolgáltatói ágak 5 százalékos bővülést tudtak felmutatni április–június folyamán. A jó teljesítmény főként a turizmushoz köthető. Meglátásunk szerint ugyanakkor a III. negyedév kevésbé kecsegtet ilyen jó teljesítménnyel, mivel a menekülthelyzet rányomhatja bélyegét az idegenforgalomra. A nagyobb szolgáltató ágak közül az információ, kommunikáció hozzáadott értéke 3,8, a szállítás, raktározásé 3,5 százalékkal növekedett.

Munkaerő-piaci folyamatok

A munkaerőpiac helyzetének javulása a gazdasági növekedés lassulása ellenére 2015 II. negyedévében folytatódott. A nagyobb munkaerő-igényű szolgáltatási ágazatok továbbra is dinamikus bővülést mutattak, ami növekvő munkakeresletet eredményezett. Ebből adódóan a foglalkoztatottak száma a szezonálisan kiigazított adatok alapján a vizsgált három hónapban 36 ezer fővel nőtt, és a foglalkoztatottak aránya meghaladta az 55,6 százalékot. A nagyobb kereslet a munkaerőpiacra való belépést is ösztönözte, így a 19 ezer új belépőnek köszönhetően az aktivitási ráta meghaladta az 59,8 százalékot.

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

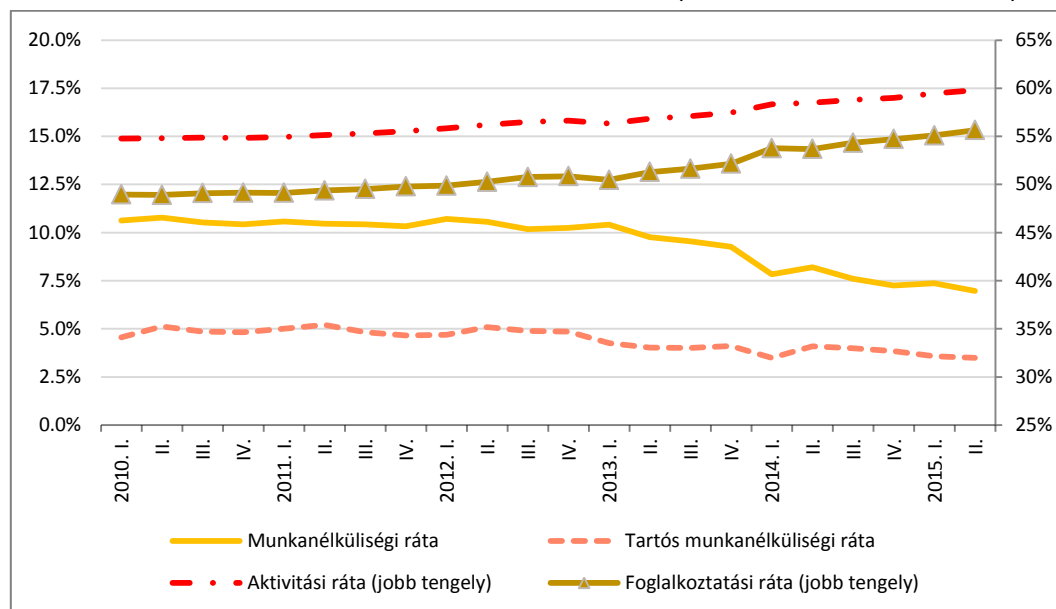


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A bővülő foglalkoztatás elsősorban a nagyobb önfoglalkoztatásnak és az 5 főnél kevesebb alkalmazottal rendelkező vállalkozásoknak köszönhető, ugyanis az ezeket figyelmen kívül hagyó intézményi statisztikák szezonálisan kiigazított adatai szerint az alkalmazottak száma nem nőtt számottevően. Április és június között a létszám mindössze 2 ezer fővel emelkedett, annak ellenére, hogy a versenyszférában dolgozók száma mintegy 4 ezer fővel nőtt, és a közfoglalkoztatottak száma elérte a 195 ezret. Azaz a lassuló, ugyanakkor a munkaerőpiac alakulásának szempontjából továbbra is kedvező konjunktúra és a tavasztól újra beindult nagyobb volumenű közfoglalkoztatás nem járt az alkalmazottak számának szignifikáns bővülésével, amely a nem közfoglalkoztatott költségvetési dolgozók számának csökkenésével magyarázható. Az intézményi statisztikákban megjelenő változatlan alkalmazotti létszám ellenére a szezonálisan kiigazított ledolgozott munkaórák száma három hónap alatt 0,6 százalékkal nőtt a felmért szervezetek körében. A növekedés a teljes munkaidőben dolgozók által ledolgozott munkaórák számának emelkedéséből ered,

miközben a részmunkaidőben foglalkoztatottakhoz köthető munkaórák száma csökkent. Tehát 2015 II. negyedévében tovább mérséklődött a részmunkaidős foglalkoztatás súlya a magyar munkaerőpiacon, ami a munkaadók tartós konjunktúrába vetett bizalmát jelzi.

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

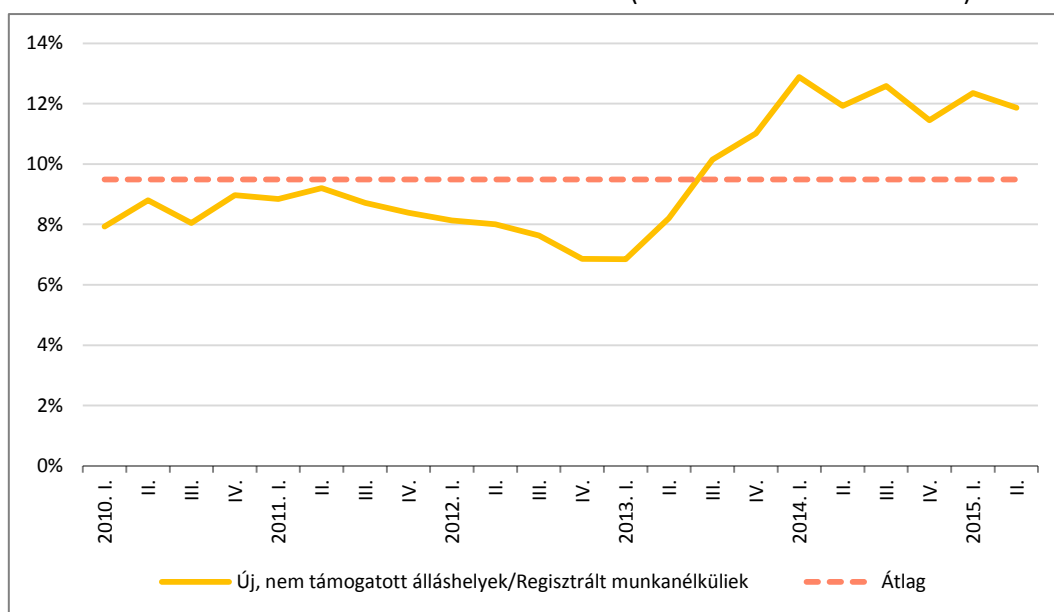


Forrás: KSH, Századvég-számítás

Tekintve, hogy a munkaerőpiacra belépők számát meghaladta a gazdaság munkaerőigénye, így a munkanélküliek száma 16 ezer fővel csökkent, és a munkanélküliségi ráta 7 százalékra mérséklődött 2015. április–június között. Ez még a vártnál lassabb gazdasági növekedés mellett is alacsonyabb, mint a júniusi előrejelzésünk, ami abból fakad, hogy a lassulás elsősorban a kisebb munkaerő-igényű ágazatokat érintette, így a munkakereslet bővülése korábbi prognózisunkkal ellentétben nem mérséklődött. A kedvező munkaerő-piaci folyamatok – szemben az előző negyedévvel – kevésbé érintik a tartósan munkanélkülieket: azok száma a vizsgált három hónapban mindössze 3 ezer fővel csökkent, így összességében a legalább egy éve állástalanok aránya nőtt.

A KSH adataival ellentétben az NFSZ adatfelvétele a pozitív munkaerő-piaci tendenciák megtorpanását jelzi, tekintve, hogy a szezonálisan kiigazított adatok alapján a regisztrált munkanélküliek száma lényegében nem csökkent, míg a nem támogatott új álláshelyek száma 44 ezerre mérséklődött. Mindezek miatt a munkaerőpiac feszességét jellemző Beveridge-görbe alapján a munkaerőpiac lazábbá vált. Másfél éves távlatban a mutató értéke csak kismértékben ingadozott, így kijelenthető, hogy a munkaerőpiac feszessége stabilizálódott, ami az aktivitás bővülésének lassulását is eredményezheti a jövőben.

14. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

A munkaerőpiac lazábbá válása a bérek alakulására is negatívan hathat, ugyanakkor ez 2015 II. negyedévében még nem jelentkezett a bérek ragadósságából fakadóan. Ennek ellenére április és június között a bérek növekedési üteme jelentősen lelassult, a nemzetgazdasági bruttó átlagkereset mindössze 2,9 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. A lassuló növekedés az állami szektorhoz köthető, ahol a bővülő közfoglalkoztatás okozta összetételhatás következtében az átlagkereset mindössze 0,7 százalékkal nőtt egy év alatt. Az összetételhatást némileg ellensúlyozza az év elején végrehajtott minimálbér-emelés és a szociális területen dolgozók bérkompenzációja, amely azonban nem volt elegendő ahhoz, hogy a közsféra bérnövekedési üteme megközelítse a versenyszféráét. Utóbbi szektorban az átlagkereset a lassuló, ugyanakkor még továbbra is kedvező konjunkturális helyzetben 4 százalékkal emelkedett a II. negyedévben, amely kétéves távlatban átlagosnak tekinthető. 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 2,6 százalékkal emelkedtek az év második három hónapjában.

Infláció

Az infláció 2015 II. negyedévében már a pozitív tartományban tartózkodott: éves bázison a fogyasztói árak 0,2 százalékos emelkedését regisztrálta a KSH, ami némileg alacsonyabb a júniusi várakozásunknál. A tényadatok alapján az év második három hónapjában végig erősödött az árnyomás a gazdaságban, míg végül hosszú idő után májusban volt először érdemben pozitív az éves árváltozás mértéke. Ez a tendencia július–augusztus folyamán azonban megtört, mivel újból csökkent a pénzromlás növekedési üteme. Az említett két

hónapban rendre 0,4 és 0 százalék volt az infláció mértéke. A mérsékeltebb áremelkedés elsősorban az olajárak alakulásával és azok hazai begyűjtésével hozható párhuzamba, ugyanis a nyáron több mint hat éve nem látott mélypontra zuhant az energiahordozó hordónkénti ára a világpiacon. A II. negyedévre visszatekintve az áremelkedés ütemét továbbra is visszafogta a rezsicsökkentés utolsó üteme, valamint az üzemanyagárak éves bázison mért csökkenése. Mindezekről eltekintve az árnyomás erősödése általános, minden termékkörre kiterjedő volt. Összességében az inflációs folyamatok messze elmaradnak a jegybank 3 százalék $\pm$ 1 százalékpontos célsávjának aljától.

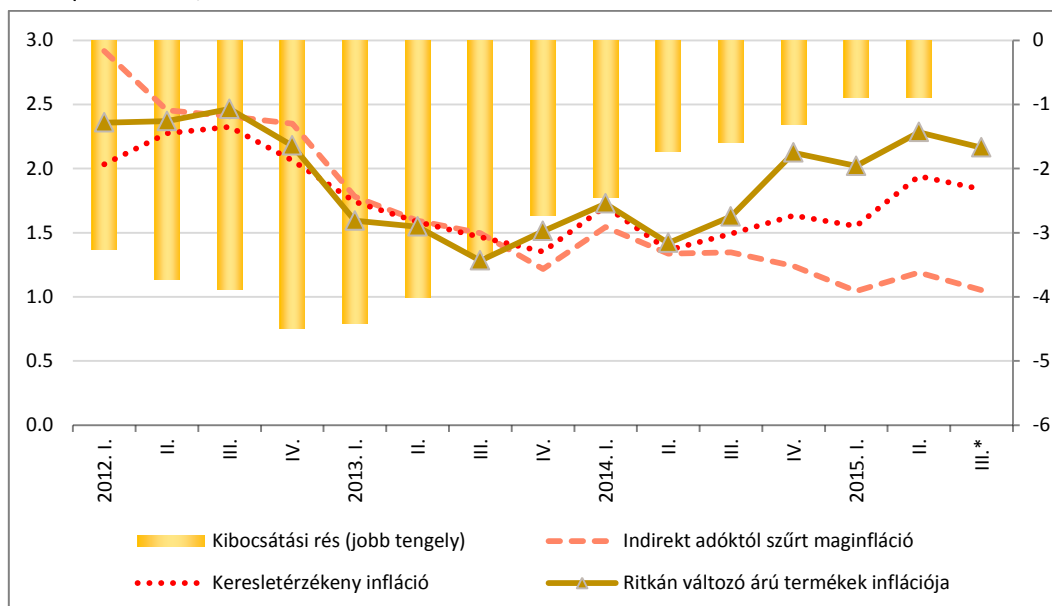
Idén augusztusban a háztartási energia ára 2,7 százalékkal csökkent éves szinten, mivel már csak az áram és a távhő árát érintő rezsicsökkentés érezteti hatását. Emellett a járműüzemanyagok árának éves szintű 11,9 százalékos esése bírt érdemi árleszorító hatással. Az élelmiszerek 0,9 százalékos inflációját elsősorban az idényre jellemző zöldségek és gyümölcsök 15 százalék körüli drágulása indukálta. A szeszes italok, dohányárak áremelkedését továbbra is a jövedéki adó változása okozza. A tartós fogyasztási cikkek esetében több mint öt éve nem látott áremelkedés (1,3 százalék) oka az erősödő külső infláció és a belső kereslet, valamint a forint leértékelődésének kombinációja. Ezek a tényezők főként a járművek drágulásában jelentek meg. Továbbra is 2 százalék körüli a szolgáltatások áremelkedése, ami az egészségügyi és az üdülési szolgáltatások mellett – összhangban az élénkülő lakáspiaccal – a lakbér 3,2 százalékos növekedését is magába foglalja.

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 valamivel 2 százalék alatt 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. A II. negyedévben a fentebb említett tényezők mellett az árnyomás erősödését indokolja a szűk kibocsátási rés. Mivel a gazdaság tényleges teljesítménye lassan közelíti a potenciális szintjét, így egyre inkább mérséklődik a keresleti korlátok árleszorító hatása.

A kibocsátási résre vonatkozó számításainkat az előző negyedévhez képest érdemben nem változtattuk, a beérkezett adatok összhangban voltak a gazdaság potenciális pályájára vonatkozó feltevésünkkel. Ez egyben azt is jelenti, hogy a második negyedévi mérsékeltebb teljesítmény nem befolyásolja gazdaságunk hosszú távú növekedési kilátásait. Júniusi kalkulációnk szerint továbbra is negatív az eltérés a tényleges és a potenciális GDP között. Az output gap a legfrissebb számításaink szerint 2015 II. negyedévében az előző időszakhoz hasonlóan -0,9 százalékon állt. A gazdaság ciklikus helyzete így az előző negyedévhez képest csak enyhe javulást mutatott. Ennek oka, hogy bár a tényleges teljesítmény meghaladta a potenciális kibocsátás növekedési rátáját, a kettő közötti különbség csökkent. Meglátásunk

szerint a kibocsátási rés már 2015 végén bezárulhat, így megjelenhet a kereslet oldali inflációs nyomás a gazdaságban.

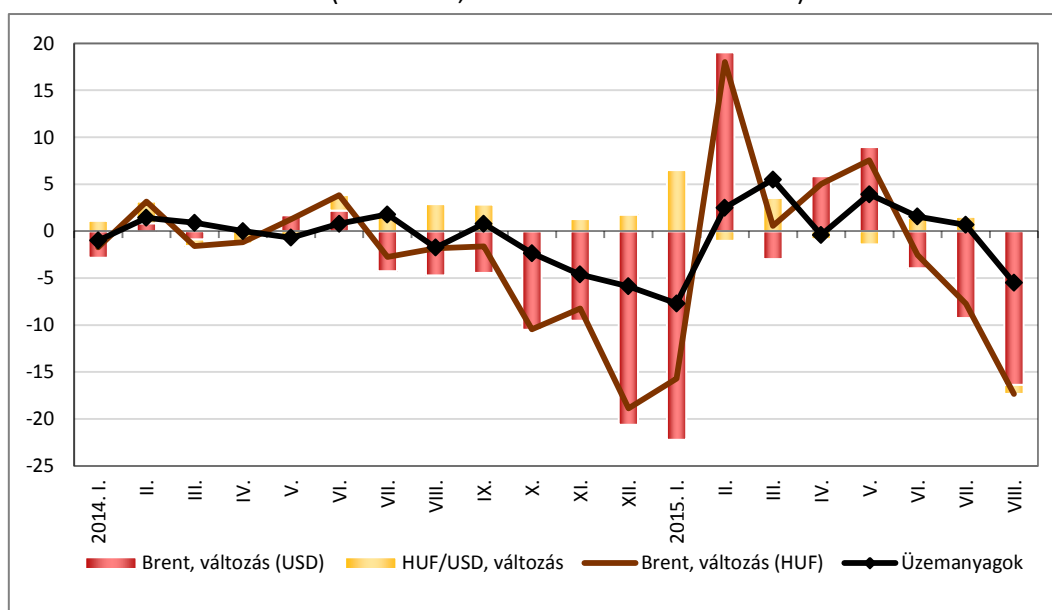
**15. ÁBRA: A KIBOCSÁTÁSI RÉSRÉ VONATKOZÓ BECSLÉSÜNK ÉS AZ INFLÁCIÓS TRENDMUTATÓK
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK ÉS A POTENCIÁLIS GDP BÁZISÁN)**



* Csak a július–augusztusi adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB által kalkulált inflációs trendmutatók a II. negyedévben emelkedtek 2015 első negyedévéhez képest, míg a július–augusztusi adatok újabb enyhe csökkenésről számolnak be. Az egyes indikátorok szintjei így továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek, minden mutató elmarad az inflációs célsáv közepét jelentő 3 százaléktól.

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



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

A ritkán változó árú termékek inflációja visszatért a lakossági várakozásoknak megfelelő 2 százalék körüli szintre. A középtávú trendmutatók alapján egyelőre kijelenthető, hogy a hazai rendkívül laza, a gazdasági növekedést ösztönző kamatkörnyezet valóban hosszabb ideig fenntartható marad.

A maginflációs kosáron kívüli termékek és szolgáltatások éves áremelkedési üteme vegyesen hatott az inflációra. A mérsékeltebb árnyomás irányába mutatott az újabb negatív olajársokk hatása: az elmúlt három hónap során 27 százalékkal (közel 20 dollárral) esett az energiahordozó ára. Az augusztusban mért – 2009 eleje óta nem látott – mélypont az előző évhez képest több mint 50 százalékos áresést jelent. Ennek hazai hatását tompította ugyanakkor a forint elmúlt hónapokban tapasztalt leértékelődése a dollárral szemben. Április–júniusban így éves összevetésben 9 százalékkal esett a járműüzemanyagok ára, míg július–augusztus folyamán újabb 10 százalékkal. Az előbbi adat egyben azt is jelenti, hogy a termékkör éves áresése önmagában 0,8 százalékponttal fogta vissza az éves inflációt a második negyedév során.

A nyers élelmiszerek ára a II. negyedévben 4,1 százalékkal emelkedett éves bázison, 0,3 százalékponttal emelve a pénzromlás ütemét. A mezőgazdasági termelői árak az év első felében ugyanakkor 6,9 százalékkal csökkentek. Vélhetően a termelői árak az idén még mérsékeltén csökkenhetnek éves összevetésben, de a gyengébb terméseredmények lassan kifejtik árfelhajtó hatásukat. A fentieket és a rezsicsökkentést figyelembe véve, a maginfláción kívüli költségoldali hatások együttesen lefelé irányuló nyomást helyeztek az éves inflációs mutatóra mind az elmúlt negyedévben, mind az utóbbi két hónapban.

Monetáris és pénzügyi kondíciók

A hazai jegybank júniusi–júliusi kamatdöntő ülésein 15 bázispontos lépésekkel, összesen 30 bázisponttal, 1,35 százalékra mérsékelte az irányadó rátáját. Továbbá bejelentette a kamatvágási ciklus lezárását, így ennek megfelelően legutóbbi két ülésén nem változtatott az alapkamat mértékén. A Monetáris Tanács jegyzőkönyve alapján a júliusi ülésen a 9 fős grémiumból 8 fő 15 bázispontos csökkentésre, míg 1 fő a kamat tartására szavazott. A Monetáris Tanács véleménye szerint a második kamatcsökkentési ciklus lezárásával az alapkamat arra a stabil, az egyensúly eléréséhez szükséges szintre került, amelynek a vártnál hosszabb horizonton történő fenntartása a Monetáris Tanács megítélése szerint biztosítja az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését.

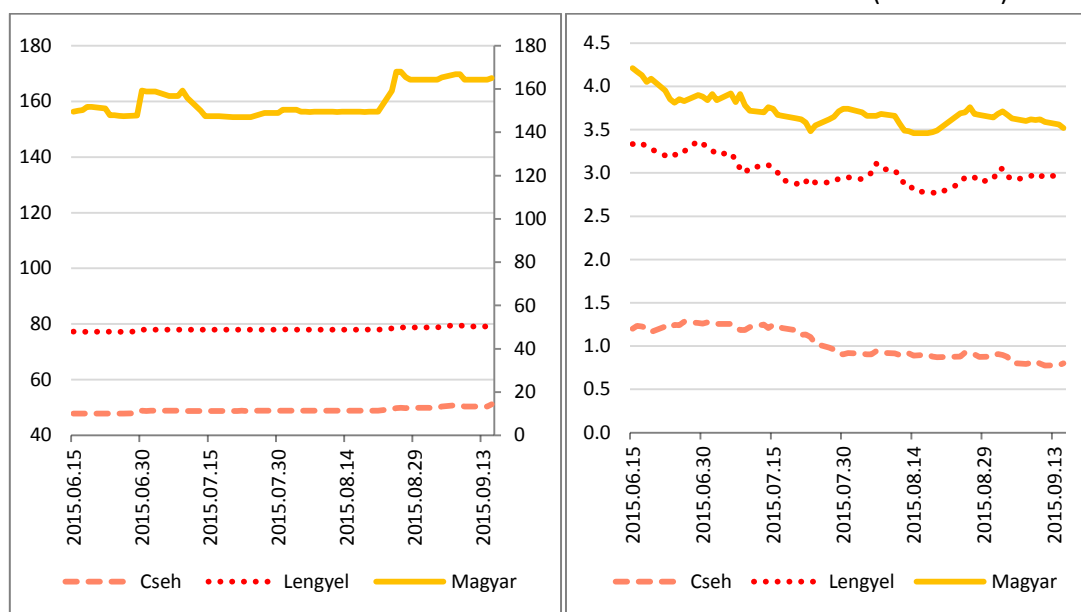
A jegybank döntött a likviditásfedezeti ráta (LCR – liquidity coverage ratio) 2016. április 30-ra előre hozott bevezetéséről. A szabályozás jóval szigorúbb a Basel III-ban leírtaknál. Ott ugyanis a bankoknak csak fokozatosan kell bevezetnie és csupán 2018-tól kezdődően 100 százalékra emelnie a mutatót. A szabályozás értelmében a jegybank a nála elhelyezett

betétekkel szemben előnyben részesíti az állampapírokat likviditási szempontból. A döntés a továbbiakban is azt a célt szolgálja, hogy a bankokat az állampapírpiaira terelje.

A jegybank bevezette a devizaegyensúly-mutatót, amely szabályozás révén a mérlegen belüli devizális eltéréseket maximálja a mérlegfőösszeg 15 százalékában. Ez csökkenti a bankrendszer túlzott ráutaltságát a devizaswappiacra. A szabályozás ugyanakkor nemcsak megakadályozza a bankok külföldi adósságának drasztikus felfutását, hanem hatására a bankok külső adóssága 2–3 milliárd euróval is csökkenhet 2016 végéig.

A kedvező folyó fizetési mérleg erősítette, a jegybank kamatcsökkentése és a görögországi hitelmegállapodás elhúzódása, továbbá a kínai részvénypiaci események nyomán kialakult feszültség gyengítette a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamát. A forint kurzusa az euróval szemben a június eleji 310-ről szeptember közepére 313 forintra emelkedett, 1 százalékkal gyengült. A régió devizái közül a cseh korona 0,3 százalékot erősödött, míg a lengyel zloty 2 százalékot gyengült az euróval szemben.

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



Forrás: Thomson Reuters

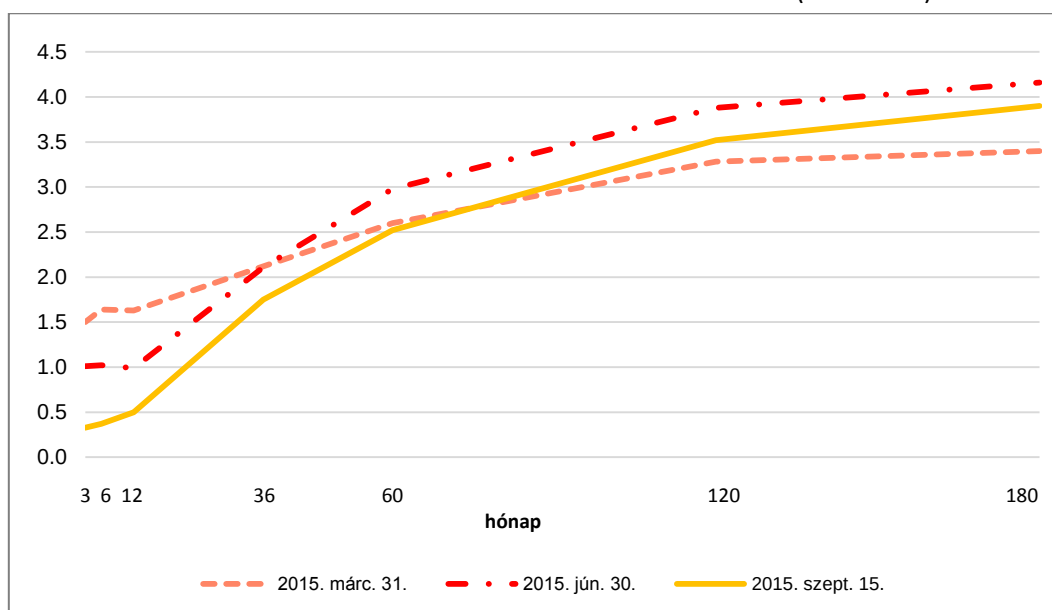
Az állampapír-piaci aukciókon elért hozamok a futamidő függvényében eltérően alakultak. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében 75bázisponttal, az egyévesnél 66 bázisponttal csökkentek a hozamok. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 17 bázispontos hozamesés, míg az 5–10 éves lejárat esetében 17–41 bázispont közötti, jelentős hozamesés 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 két alkalommal (mindkétszer

diszkontkincstárjegy-aukcióján), de összességében mindkét értékpapírcsoportban markáns többletkibocsátás mutatkozott a június–szeptember közepe időszakban.

Az MNB igyekszik a kamatcsereügyletekkel (IRS) a hosszabb hozamok felé terelni a piaci szereplőket annak érdekében, hogy a likviditás ne a rövid lejáratoknál csökkentse csak a hozamokat, hanem a hosszabb lejáratoknál is megjelenjen. Ezzel az eszközzel ugyanis a likviditás, ami a jegybanki eszközből kiszorult, meg tud jelenni a 3, 5 és immáron 10 éves futamidőknél is. A kamatcsereügyletben részt vevő bankok nemcsak növelték hosszabb lejáratú állampapír-állományukat, hanem vállalták, hogy ezt a magasabb kitétséget hosszabb ideig fenntartják.

A másodpiaci hozamgörbe az utóbbi negyedévben jelentősen módosult. A jegybanki alapkamat 30 bázisponttal csökkent 2015. június közepe óta. A hozamgörbe rövid vége lejjebb tolódott, míg a hosszú lejáratoknál emelkedtek a hozamok. Összességében tehát a hozamgörbe meredekebbé vált. A hozamgörbe rövid végén 49–68 bázispont között csökkentek a hozamok. Az, hogy a hozamgörbe rövid vége a kamatvágások közepette is az alapkamat szintje alatt maradt (85–102 bázisponttal), kizárólag az önfinanszírozási program okozta nagy likviditásbőségnek tudható be, hiszen a második kamatcsökkentési ciklusát lezárta a jegybank, és a piac sem számít kamatcsökkentésre.

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



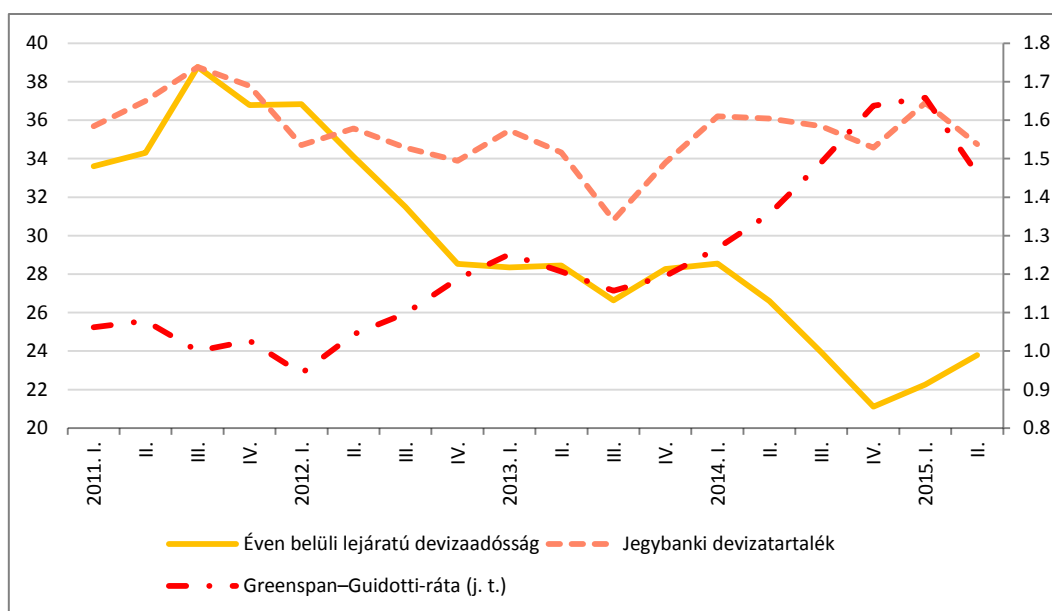
Forrás: ÁKK Zrt.

A 10 és 15 éves futamidők esetében 26 és 36 bázispont közötti volt a hozamesés, amely több tényező eredőjeként alakult ki. Az egyik, hogy az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány jelentősen csökkent, 4644-ről 4236 milliárd forintra, amely gyengítette a forint euróárfolyamát is. Másrészt a görögországi és a kínai események hatására a feltörekvő országok kötvénypiacain a nagyobb bizonytalanság kezdetben a hosszú

hozamok emelkedését eredményezte. Ez azonban csak átmenetinek bizonyult és szeptember közepére a nemzetközi trendnek megfelelően estek a hosszú hozamok is. Továbbá a jegybanki kéthetes betétek helyett az állampapírok piacán megjelent egy pótlólagos kereslet, ami a hosszú papírok hozamát is érintette.

A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők körében. 2015. augusztus végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 3105 milliárd forintra emelkedett. Az államadósság devizaaránya stagnált és 2015. augusztus végén 36 százaléknak felelt meg, és eleget tesz a 2015. évi finanszírozási tervben meghatározott 40 százalékos maximum előírásnak.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

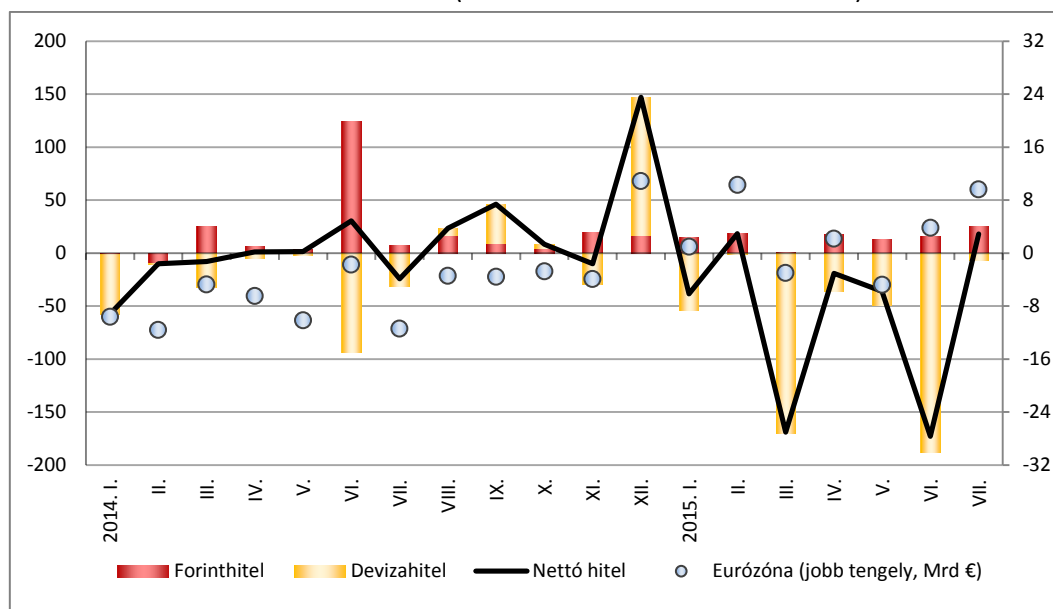
Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2015. március vége óta az MNB devizatartalékai csökkentek, 2015. június végén 34,8 milliárd eurót tettek ki. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak: jegybanki tartalékai jóval magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei. A Kormány és a jegybank az autóhitelek forintosítása mellett döntött. Ennek értelmében a bankok részére 591,9 millió svájci frankot ajánlott fel a konverzióhoz devizatartalékaiból augusztus 24-én, tendereztetés formájában. A konverziónál az augusztus 19-én érvényes hivatalos svájcifrank-árfolyamot (287,2 Ft) alkalmazták. Ez a tétel csökkenti a jegybanki devizatartalékot, az EU-transzferek és a nettó export azonban növelik azt. A mutató nevezője – a rövid lejáratú külföldi adósság – az elmúlt időszakban kismértékben nőtt. Az ennek

eredőjeként kialakuló 1,46-os Greenspan–Guidotti-ráta nagy mozgásteret enged a jegybank számára tartalékainak csökkentésére.

Hitelezési helyzet

A vállalatoknál 2015 II. negyedévében a szezonálisan szűrt számok alapján a banki nettó forinthitelfelvét 46,4 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke –274,1 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként 2015 második negyedévében a teljes nettó hiteltörlesztés (szezonálisan kiigazítva) 227,6 milliárd forintnak felelt meg. A vállalati hitelezést egyrészt a kkv-knak nyújtott hitelek felfutásával, másrészt pedig a nagyvállalati hitelállomány jelentős csökkenésével jellemezhetjük.

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

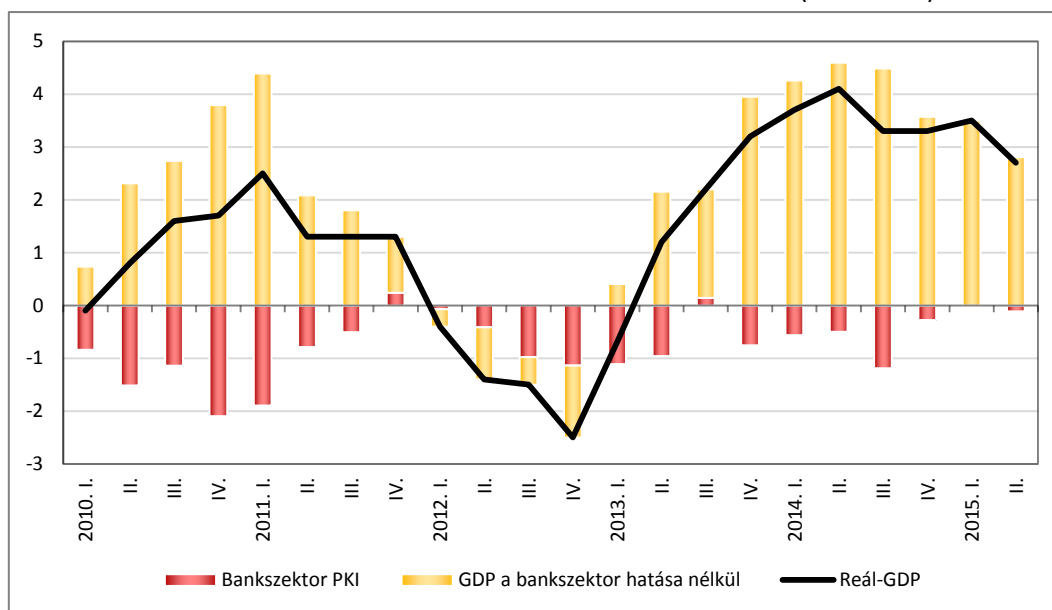


Forrás: MNB, EKB

Általánosságban elmondható, hogy a nem pénzügyi vállalatok forintban hitelfeltevők és devizában hiteltörlesztők. A devizahitel-törlesztések a II. negyedévben is az erősebb forint következményei. A vállalatok egy része úgy gondolhatta, hogy kedvező lehetőség ebben az árfolyamkörnyezetben a hitel visszafizetése vagy forintra váltása. 2015 júliusában a vállalati szektor teljes nettó hitelfelvétele (szezonálisan kiigazítva) 18 milliárd forint volt.

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. A jegybank szerint 2015 II. negyedévében a kedvező kamatkörnyezetben a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági teljesítményt fékező hatása – az előző negyedéves semlegességhez képest – kismértékben erősödött.

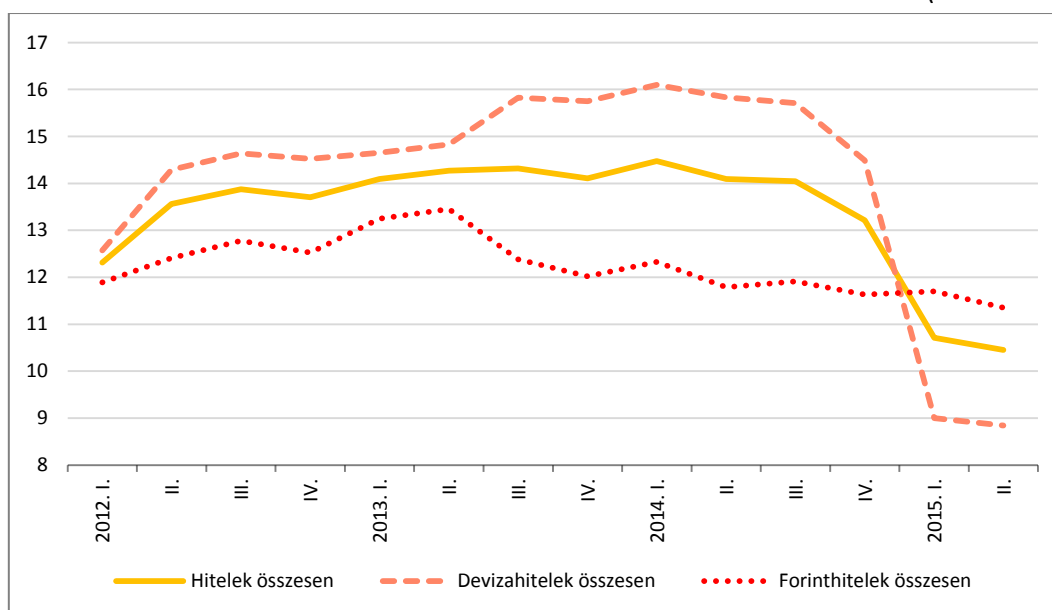
21. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A bankszektor teljes hatása bő -0,1 százalékpontnak felelt meg, vagyis egy egészséges banki hitelezés esetén ennyivel magasabb reál-GDP-val számolhattunk volna 2015 II. negyedévére vonatkozóan. Továbbá a bankrendszer a vállalati hitelezésen keresztül az előző negyedév negatív hatása után kismértékben pozitív hatást gyakorolt a növekedésre, azaz minimális mértékben, de erősítette a vállalati hitelezés a reál-GDP növekedését. Ennek oka, hogy a II. negyedévben élénkebb volt az NHP-n keresztüli hitelezés.

22. ÁBRA: A NEM TELJESÍTŐ HITELEK ARÁNYA DEVIZÁLIS MEGBONTÁSBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves időszora alapján 2015 II. negyedévében csak enyhén csökkent a 90 napon túl késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. Az elszámolás következtében a bankok visszafizetései csökkentették a hiteladós tartozását az I. negyedévben, így kisebb állomány tartozott a nem fizető adós kategóriájába, továbbá az alacsonyabb törlesztőrészek is a fizetési képesség javulását feltételezték. Ugyanakkor a II. negyedév folyamán ez már nem érezte hatását. Ez azzal magyarázható, hogy az elszámolás során a kapott jóváírás a legrégebbi hátralékokat kezelte, így statisztikailag az ügyfelek automatikusan teljesítővé váltak. Az ügyfelek tartozásainak egy jelentős része – további befizetések nélkül – fokozatosan visszakkerülhet a nem teljesítő hitelek kategóriájába. Az autóhitelek forintosításánál is ilyen lefutás várható.

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

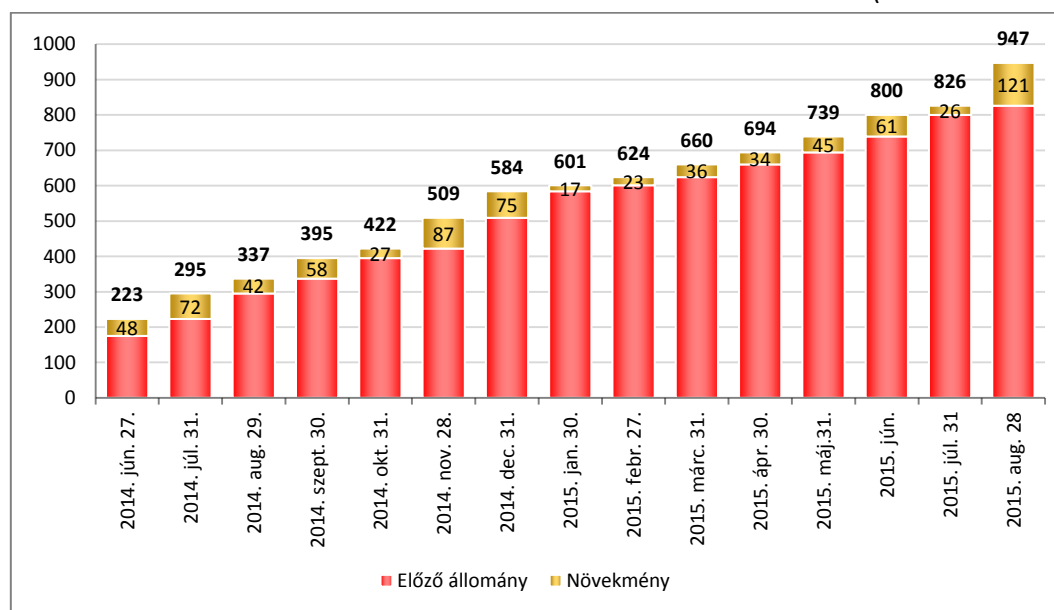
Az állam megvásárolta a Budapest Bankot, pontosabban az MFB hitelt nyújtott a Corvinus Nemzetközi Befektetési Zrt.-nek, amely megvásárolta a Budapest Bankot. A 700 millió dolláros vételár a GDP 0,6 százalékával növelte az államháztartás bruttó adósságát. A bank megvásárlásával az állam növelte részvételét a banki szektorban, amely önmagában nem hasznos vagy káros. A vétel sikeressége – eltekintve itt a későbbi eladástól vagy az MKB-val történő fúziótól – attól függ, hogy a bank/a bankrendszer egésze a jövőben valóban kevésbé működik-e prociklikusan, azaz fellendüléskor kisebb mértékben hitelezik túl a magánszektor, recessziókor pedig nem fogják túl nagy mértékben vissza a hitelezést.

A lakossági devizahitelek forintosítása után a bankrendszer mérlegében jelentősen megnőtt a forinthitelek lejáratí különbsége. A kinyíló lejáratí eltérésből fakadó kockázatokat, azaz abból, hogy a hosszú forinthiteleket az adott bank rövidebb forintforrásokból finanszírozza, csökkentheti a 2015. június 10-én bejelentett és 2016. október 1-jétől bevezetendő jelzáloghitel-megfelelési szabályozás. Ennek keretében a szabályozási hatóság a lejáratí összhang megteremtésére ösztönözheti a bankokat. A szabályozás keretében egy jelzáloghitelfinanszírozás-megfelelési mutatót (JMM) vezetnek be, amely 15 százalékos minimumot írna elő az éven túli lakossági jelzáloghitelek fedezete mellett bevont hosszú források és az éven túli forint-jelzáloghitelek arányára. A jelzáloghiteleket tehát legalább

15 százalékban hosszú forrásokkal kell majd finanszírozni a likviditási és kamatkockázat csökkentése érdekében. A jegybank szándékai szerint elegendő felkészülést biztosít a bankok számára, és előzetes becslése szerint 300 milliárd forint összegű új jelzáloglevél kibocsátását várja. Magyarországon jelenleg három nagy pénzintézetnek van jelzálogbankja: az OTP Jelzálogbank, az UniCredit Jelzálogbank és az FHB Jelzálogbank. Az Erste Bank 2015. augusztus 3-án jelentette az MNB-nek, hogy – reagálva a forintosításra és a JMM jövőbeni alkalmazására – jelzálogbankot alapít. Több nagy pénzintézet is fontolóra vette jelzálogbank alapítását.

A nyári hónapokban az NHP keretében a hitelezés a várakozásunknak megfelelően felfutott: az NHP II. havi igénybevétele érdemben meghaladja az előző év azonos időszaki értékét. A program kihasználtsága a június–augusztusban kötött új szerződésekkel (208 milliárd) együtt összesen 947 milliárd forintot tett ki. Az eddig leszerződött hitelösszeg 96 százaléka új hitelként került az igénylőkhöz. Ezen belül a beruházási hitelek (és új lízingügyletek) részesedése 59, az új forgóeszközhiteleké 29, az új EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított arány 12 százalék. Az elmúlt időszakhoz képest 4 százalékponttal csökkent a beruházási hitelek részaránya, míg 3 és 1 százalékponttal nőtt az új forgóeszközhitelek és az EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított hitelek részaránya. Vállalatméret szerint vizsgálva megállapítható, hogy a mikrovállalkozások hitelfelvétele 76 százalékban új beruházási hitelekre irányul. A kis- és közepes vállalkozásoknál ez az arány 50 százalék alatti. Az ágazati eloszlást tekintve a mezőgazdaság, a kereskedelem, javítás és a feldolgozóipari ágazatok részesedése kimagasló, a hitelek továbbra is közel 70 százaléka erre a három területre irányult.

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



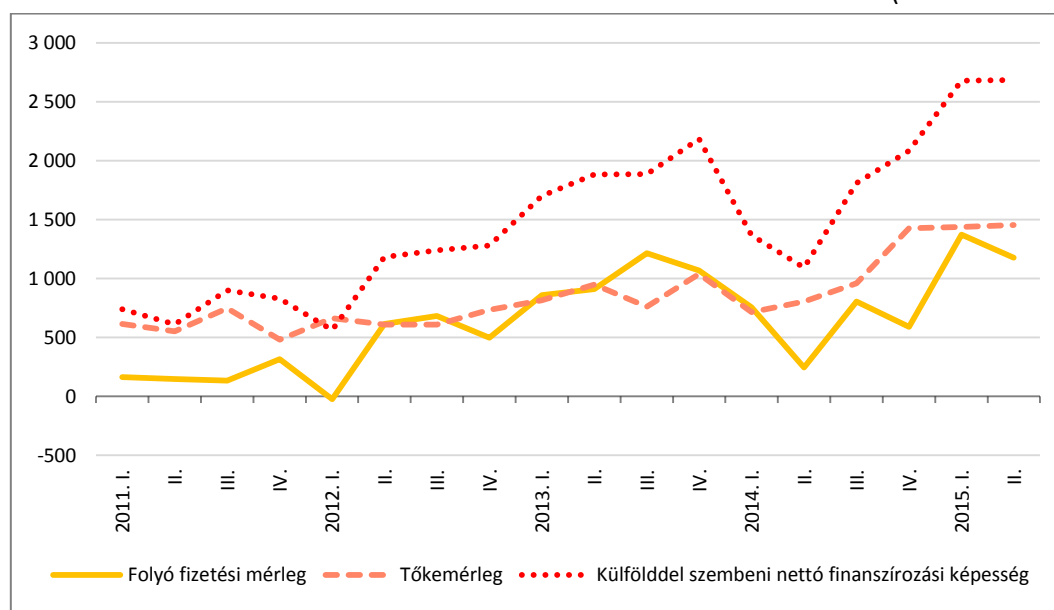
Forrás: MNB

Véleményünk szerint az NHP II. 1000 milliárd forintos (a maradvány jelenleg 53 milliárd Ft), hitelkerete a jelenlegi tendenciákat figyelembe véve akár a következő hónapban elfogyhat. A Monetáris Tanács augusztusi végi döntött arról, hogy az NHP+ akadozása miatt az 500 milliárd forintos keret fele a normál NHP II. keretében is felhasználható. A 2015. szeptember 23-án megjelent MT döntés ezt a lehetőséget a teljes NHP+ keretre kiterjesztette. Ez tehát azt jelenti, hogy az egyes hitelintézetekre van bízva, hogy az NHP+ rájuk eső keretéből mennyitallokálnak az NHP II. feltételei szerinti hitelprogramra. Az MNB szerint az NHP kivezetése azonban jövő év elején megkezdődik. A probléma ezzel az, hogy korántsem beszélhetünk még a jegybank által ideálisnak vélt, éves szinten 6–8 százalékos hitelállomány növekedést felmutató vállalati szektorról. Ugyanakkor a NHP program kivezetése nem elodázható, és az NHP-nál egy költségesebb, szűkebb forrásra támaszkodó és fókuszáltabb hitelezés várható.

Külső finanszírozási képesség

A folyó fizetési mérleg szezonálisan kiigazított egyenlege 2015 II. negyedévében 195 millióval, 1177 millió euróra csökkent az előző negyedévhez képest. A csökkenés javarészt az áruforgalom egyenlegének 205 millió eurós zsugorodásával magyarázható, ami az exportnál (481 millió euró) nagyobb mértékben növekedő import (842 millió euró) miatt alakult ki. Másrészt a szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlege kismértékben negatívan változott: 2 millióval, 1374 millió euróra csökkent. Az elsődleges jövedelmek negatív egyenlege 5 millióval, 1005 millió euróra, míg a másodlagos jövedelmek negatív egyenlege 57 millióval, 141 millió euróra zsugorodott. A tőkemérleg egyenlege a 16 milliós növekedés után 1453 millió euróra emelkedett.

24. ÁBRA: A KÜLFÖLDEL SZEMBENI NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG (MILLIÓ EURÓ)



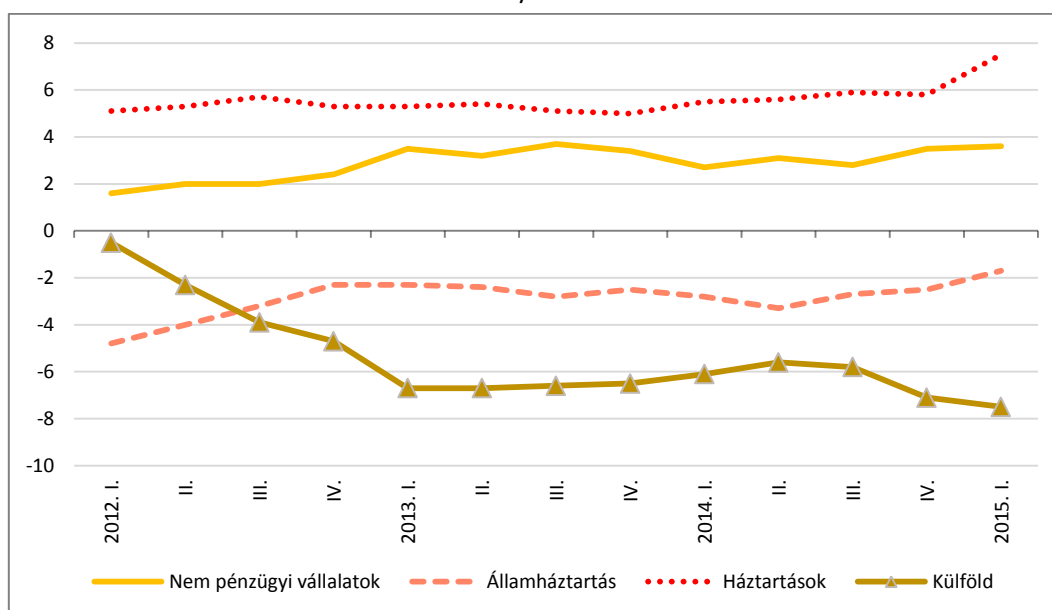
Megjegyzés: Szezonálisan kiigazított adatok. Forrás: MNB

Az EU-transzferek beáramlásának adatát vizsgálva összesen 1909 millió euró volt az Európai Unióval szembeni egyenleg 2015 II. negyedévében, ami az elsődleges, a másodlagos jövedelmek és a tőkemérleg EU-val szembeni egyenlegeiből áll össze. 2015 I. negyedévének nyers adata 1351 millió eurót tett ki. A folyó és tőkemérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség 2331 millió euróra nőtt, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 2685 millió eurót tett ki, ami a negyedéves GDP 10 százaléka.

Az előző negyedéves tendenciával ellentétesen a nemzetgazdaság bruttó adósságállománya csökkent. 2015 II. negyedévének végére 87,9 milliárd eurónak felelt meg a mutató, ami 4,8 milliárd euróval alacsonyabb az előző negyedévi adatnál. Ez a csökkenés elsősorban az államháztartás pótlólagos hitelállományának I. negyedévi emelkedése után a lejáró kötelezettségekre vezethető vissza. Ha az előző év második negyedéves adatával vetjük össze, akkor 2,5 milliárd eurós csökkenés figyelhető meg.

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 7,5 százalékát tette ki a 2015 első negyedévével¹ záruló elmúlt egy évben, ami 0,4 százalékpontos növekedést jelent a 2014 negyedik negyedévével záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2015. január–márciusban az államháztartás finanszírozási igénye 0,8 százalékponttal, a GDP 1,7 százalékára csökkent. A háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 1,7 százalékponttal, 7,5 százalékra emelkedett, amelyet a forintosítás ugyan nem érintett, de az elszámolás miatt jelentősen javult. A vállalatok pénzügyi megtakarítása 0,1 százalékponttal, a GDP 3,6 százalékára nőtt.

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



Forrás: MNB

¹ A 2015 II. negyedévről szóló adatok 2015. szeptember 30-án jelennek meg.

A háztartások szokásostól eltérő mértékű negyedéves nettó finanszírozási képességét a fogyasztói hitelek elszámolása és a megszűnő hitelintézetek betéteivel kapcsolatos kártalanítás határozták meg. 2015 első negyedévében a háztartások eszközeit tekintve a likvid, rövid lejáratú pénzügyi instrumentumokban történő felhalmozás tovább folytatódott. Meghatározó mértékben emelkedett a valutakészpénz, a folyószámlabetétek és az éven belüli lejáratú állampapírok állománya. A korábbi negyedévekben tapasztalt nagyarányú befektetési jegy-vásárlás mérséklődött. Csökkenés mutatkozott a lekötött betéteknél és a tőzsdén jegyzett vállalatokban történő részesedéseknél. A kötelezettségek közül a hiteltartozások devizanem szerinti átrendeződése a forintosítás hatását tükrözi.

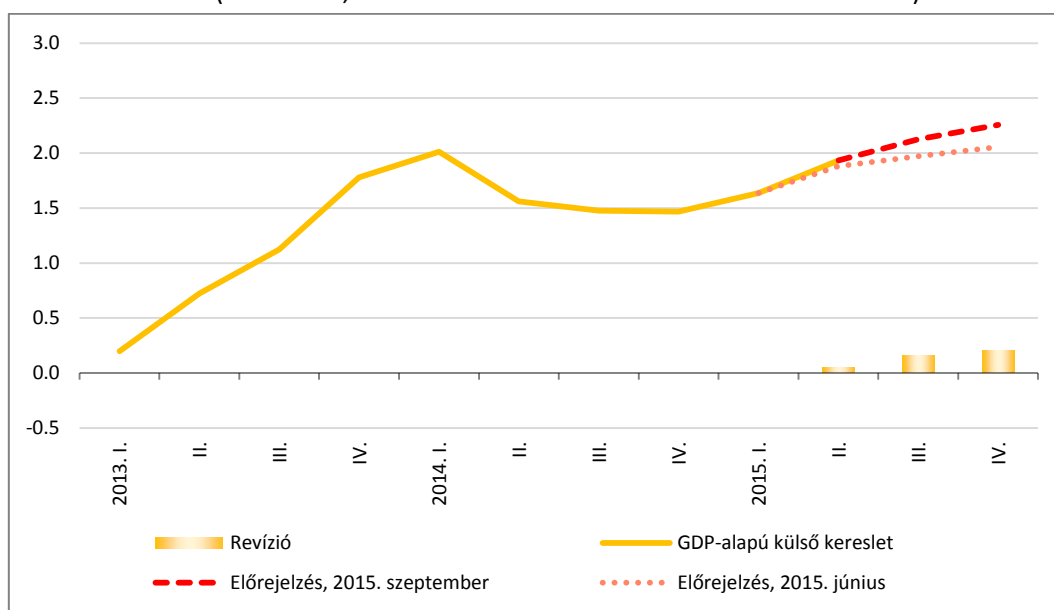
A külföldiek pénzügyi eszközeik közül a központi kormányzatnak nyújtott hitelek, a rezidens vállalatokban lévő részesedések, valamint a kereskedelmi hitelek és előlegek állományát növelték. Ugyanakkor csökkenést mutatnak a folyószámlabetétek, a hosszú lejáratú értékpapírok, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek, valamint az egyéb követelések tranzakciói. A kötelezettségek közül a készpénz, a rövid lejáratú értékpapírok és hitelek, illetve a kereskedelmi hitelek és előlegek állománya nőtt tranzakciókból eredően, miközben a folyószámla- és egyéb betétek, valamint a hosszú lejáratú értékpapírok és hitelek jelentősen csökkentek.

A várható makrogazdasági pálya (2015)

Feltevéseink alakulása

A magyar export iránt megnyilvánuló, GDP-alapú külső kereslet 2015 II. negyedévében némileg felülmúlta a nyáron felvázolt várakozásunkat. Ebben meghatározó szerepet játszhatott, hogy Németország gazdasági teljesítménye az elmúlt negyedévben ismét nőtt. Mindemellett a legfontosabb külkereskedelmi partnereink között számon tartott régiós államok is meglepően erős növekedést produkáltak idén április és június között. Összességében az uniós tagországok többségében és az EU egészében is gyorsult az éves GDP-bővülés üteme. A külső keresletünk növekedési rátája mindezeknek köszönhetően gyorsuló pályára állt, és megközelítette a 2 százalékos éves növekedési ütemet, amelyre legutóbb 2014 elején volt példa. A legfőbb külkereskedelmi partnereink javuló gazdasági teljesítménye, összhangban az EKB mennyiségi lazításával és a munkaerőpiac folyamatos erősödésével, tehát kedvező hatást gyakorolt a magyar kiviteltre is.

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



Forrás: Századvég-számítás

A vártnál jobb első fél év, valamint a főbb külkereskedelmi partnereink esetében tapasztalható jobb gazdasági kilátások miatt a 2015. évre vonatkozó feltevésünket enyhén kedvező irányban módosítottuk. Az Európai Unió fejlődő országaiban nagyobb pozitív irányú revízió mutatkozott, ami főleg a régiós országok fokozódó gazdasági teljesítményének köszönhető. A fejlett országok esetében is inkább kedvező irányba változtak a növekedési kilátások. Mindezen pozitív hatásokat ugyanakkor ellensúlyozza az ukrán–orosz konfliktus negatív hatása, amelynek következtében elsősorban az ukrán konjunktúra jelentősen

romlott. Az Egyesült Államok esetében a második negyedév sem sikerült erősre, így a tengerentúli ország a korábban vártnál gyengébb növekedésre számíthat az idei év egészében. A kínai gazdaság növekedését is jelentős kockázatok övezik, amelyre a kínai monetáris politika lazítással reagált, de a folyamatos tőkekiáramlást ez sem lehet képes ellensúlyozni. A globálisan laza monetáris környezet mellett az olajárak korábban vártnál alacsonyabb szintje az importáló országoknál többletjövedelmet biztosíthat, így ez pozitív kockázatot jelent a világ külkereskedelmi kilátásaira nézve. A Fed idén várható kamatemelése ugyanakkor újból átrendezheti a tőkemozgások irányát, de a likviditásbőségre ez nem lesz jelentős hatással. Mindezeket figyelembe véve júniusi alappályánkon az aggregált külső kereslet 2 százalékos növekedését várjuk 2015-ben.

A mezőgazdasági termelőiár-indexre vonatkozó szeptemberi feltevésünk szerint 2015-ben a júniusban vártnál alacsonyabb lesz az áresés (–1,5 százalék), melynek legfőbb oka a II. negyedévi visszafogottabb csökkenés és a kedvezőtlen mezőgazdasági termés árfelhajtó szerepe.

A 2015 második negyedévében tapasztalt mérsékelt korrekciót követően július–augusztus a korábbi várakozásokkal szemben masszív olajáresést hozott, a Brent északi-tengeri könnyűolaj jegyzésére hordónként átlagosan 52 dollárra csökkent. Az újabb áresés mögött fundamentális, technikai és spekulatív tényezők egyaránt meghúzódhattak. Az olaj világpiaci túlkínálata évi 2,6 millió hordó fölé emelkedett az OPEC hároméves csúcson lévő, saját kvótáját lényegesen meghaladó kitermelése, illetve a nagyszámú leállított fúrótorony ellenére masszívan bővülő amerikai termelés eredményeként. Keresleti oldalon mérsékelt élénkülés figyelhető meg, a makroadatokat Kínában és bizonyos fejlett piacokon is a gazdasági növekedés ütemének mérséklődését jelzik. Mindeközben az olajár növekedésére spekuláló vételi pozíciók száma sokéves mélypontra esett vissza, a várakozások szerint az iráni atomprogramról szóló sikeres tárgyalások következtében Irán fokozatosan visszatérhet a világpiacra, és exportja 2016-ban akár 1 millió hordóval is növekedhet. Emellett az olaj árát a Fed kamatemelésével kapcsolatos várakozások által felértékelődő dollárárfolyam is nyomás alatt tartja. Előrejelzésünk szerint 2015 negyedik negyedéve már enyhe áremelkedést hozhat, a Brent jegyzésére a vizsgált időszakban átlagosan 57 dollár lehet hordónként.

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

A magyar export némileg alacsonyabb ütemben bővült a II. negyedév folyamán, mint azt júniusban vártuk. Történt ez annak ellenére, hogy a külső kereslet erősödött, összhangban az EU és főként a régiós külkereskedelmi partnereink jobb gazdasági teljesítményével. Az idei évre vonatkozó előrejelzésünket így ez negatív irányban befolyásolta. A korábbinál enyhén jobb külső kereslettel számolunk, de ennek hatása csekély mértékű az exportra. Egyrészt a régió és az unió gazdasági kilátásai javultak a nyári előrejelzéshez képest. Másrészt viszont az Egyesült Államok és Kína lassuló teljesítménye, valamint az esetleges „valutaháború”, amit a

jűn leértékelése hozhat, komoly világkereskedelmi kockázatokat rejt magában. Bár az orosz–ukrán konfliktus a menekülthelyzet miatt kikerült a reflektorfényből, továbbra is fékezi a keleti régió teljesítményét. A menekülthelyzet, az azt kiváltó feszültségek és a probléma kezelése pedig további jelentős kockázatokat hordozhatnak. Mindezek, valamint a tavalyi év kiemelkedő exportteljesítménye miatt az exportnövekedés lassuló dinamikáját vetítjük előre 2015-re. A fentiek miatt idén a júniustól közel 0,2 százalékponttal elmaradó, 7,8 százalékos exportvolumen-bővülést várunk.

Az importvolumen növekedése április–júniusban jelentősen felülmúlta várakozásunkat, bár a bővülés üteme továbbra is lassuló trendet követ. A pozitív meglepetés elsősorban a belső kereslet élénküléséhez köthető, mivel hazánkban mind a fogyasztás, mind a beruházás jelentős importhányaddal bír. Ebből fakadóan júniusi prognózisunkat felfelé revideáltuk, ami mögött a tényadat mellett elsősorban a várhatóan dinamikusabban bővülő belföldi kereslet importigénye húzódik meg. A tavalyi évhez képest így jelentősen mérséklődő importdinamikára számítunk, amit az egyszeri hatások okozta magas bázis indokol. Mindezeket számszerűsítve, 2015-ben 7,5 százalékos importbővülést várunk.

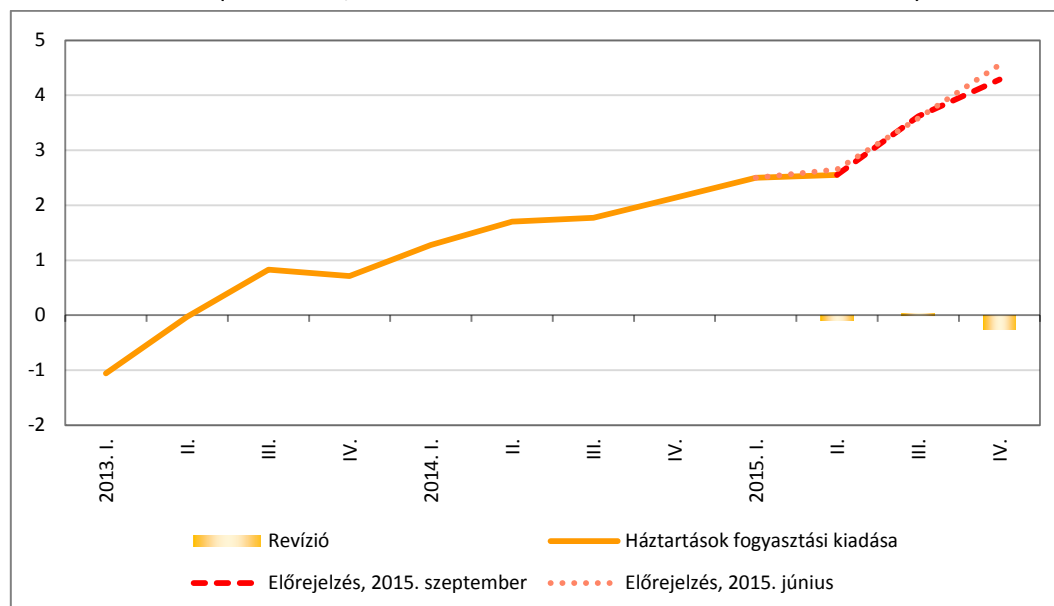
A hazai külkereskedelem áruforgalmi egyenlege az idei évben tovább bővízhet, mivel a kiviteli volumen dinamikája meghaladja az importét. Mindazonáltal júniushoz képest a nettó export tekintetében negatív irányú revíziót hajtottunk vége: magasabb import, alacsonyabb export. Ezek eredőjeként a júniusnál 0,5–0,8 milliárd euróval kisebb aktívumra számítunk: 2015-ben 7 milliárd euró lehet az egyenleg. Ez egyben azt jelenti, hogy a nyári előrejelzésünkhöz képest a nettó export hozzájárulása csökken a növekedésben, de továbbra is meghatározó pozitív tényező marad.

A háztartások fogyasztási kiadása az idei első fél évet tekintve megegyezett a nyáron közzétett várakozásunkkal, tehát a fogyasztási kedv mérsékelt élénkülését mutatta. Továbbra is úgy kalkulálunk, hogy a fogyasztást bővítő egyedi hatások csak a második hat hónapban éreztethetik majd hatásukat.² Ennek oka a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének jelentős emelkedése, melyben egyedi tényezők is szerepet játszanak. Utóbbiak közé tartoznak az olyan gazdaságpolitikai intézkedések, mint a bérrendezés, a banki elszámolás és a forintosítás, ami élénkíti a fogyasztási hajlandóságot. Mindemellett az erősödő munkaerő-piaci helyzet (emelkedő reálbérek és bővülő foglalkoztatottság) is kedvező hatást gyakorol a háztartások elkölthető jövedelmének alakulására. A júniusban felvázolthoz képest nem változott érdemben az alappályánk. A korábban vártnál alacsonyabban alakuló olajár, így a mérsékeltbb inflációs előrejelzés, valamint a kedvezőbb foglalkoztatási helyzet pozitív hatását ellensúlyozza, hogy a kiskereskedelmi adatokból kiolvasható élénkülés nagyobb része a gazdaság féléredéséhez köthető, nem pedig a

² A közfoglalkoztatás jelentős bővítése, valamint az egyes állami alkalmazottakat érintő bérrendezés egyaránt 2015 júliusától lépett életbe. Továbbá a bankok elszámoltatásából fakadó visszafizetés vagy adósságleírás (törlesztőrészlet-csökkenés) is csak fokozatos ütemben zajlik.

fogyasztás tényleges emelkedéséhez. Mindezeket figyelembe véve 2015-ben 3,2 százalékkal emelkedhet a háztartások fogyasztási kiadása.

27. 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 a 2015 áprilisában megjelent konvergenciaprogram előrejelzését korrigáltuk a megjelent tényadatokkal. Ezek alapján idén 0,5 százalékos növekedéssel számolunk.

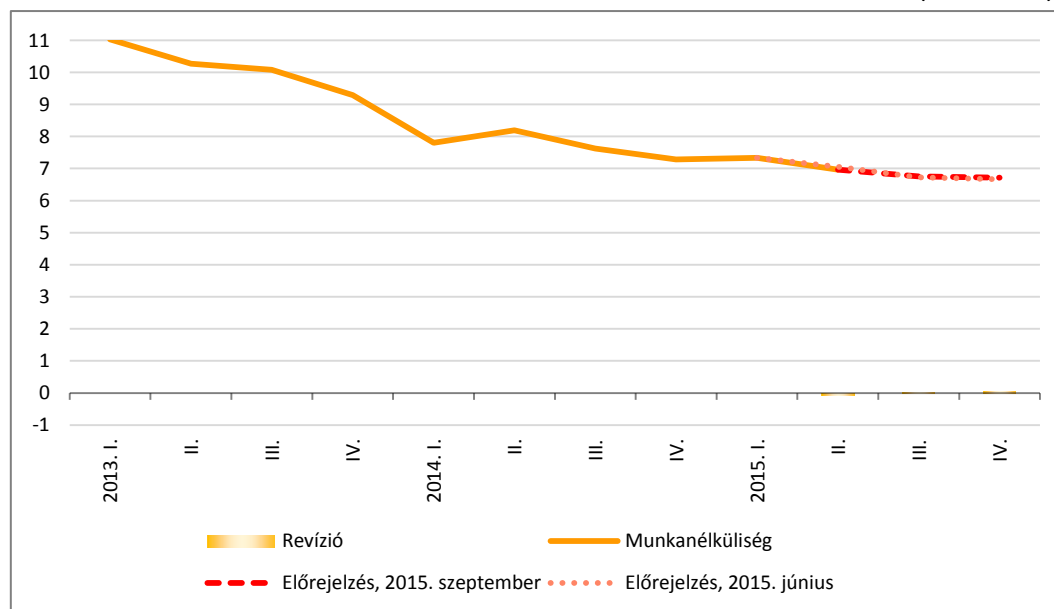
A bruttó állóeszköz-felhalmozás növekedési üteme a második negyedévben jelentősen felülteljesítette a várakozásunkat, ami önmagában jelentős pozitív irányú revíziót indukált az év egészére vonatkozóan. Az éves lefutás tekintetében továbbra is arra számítunk, hogy negyedévről negyedévre erősebb lehet a bruttó állóeszköz-felhalmozás éves növekedési üteme. Ennek oka, hogy az idei év végén lezárulnak az uniós forrásból finanszírozott projektek, így ahhoz, hogy az ezekhez kapcsolódó támogatásokat lehívassuk, még az idei év végén be kell fejezni ezeket. Míg ez az állami szférában támogathatja a beruházások növekedését, addig az NHP, valamint az ahhoz szorosan kapcsolódó NHP+ az idei évben tovább segítheti a versenyszféra beruházási teljesítményét. A legfrissebb adatok alapján az NHP keretében a tavalyi év azonos időszakához képest a nyáron több forrást helyeztek ki a kereskedelmi bankok. Így összességében a tavalyi évi magas bázis ellenére is emelkedhet a versenyszféra bruttó állóeszköz-felhalmozása. Mindezen hatásokat figyelembe véve 2015-ben 2,9 százalékos beruházásbővülésre számítunk. Mindezek fényében a GDP-arányos beruházási ráta 2015 egészében átlagosan 21,2 százalékos lehet.

A GDP-növekedés 2015 II. negyedévében mutatott lassulása nagyobb mértékű volt, mint arra korábban számítottunk, ami a csekélyebb nettó exportthatásra vezethető vissza. Mindez

azt jelenti, hogy pozitív, de a nyáron felvázolthoz képest alacsonyabb növekedési hozzájárulással számolunk a külkereskedelem tekintetében. A belső felhasználási tételek esetében a jobb beruházási prognózist ellensúlyozza, hogy a kiskereskedelemben tapasztalt növekedés a korábban vártnál nagyobb hányada köthető a fehéredéshez. Termelési oldalról elsősorban a rossz mezőgazdasági teljesítmény indokolja a negatív revíziót. Mindezeket számszerűsítve a júniusban felvázoltnál alacsonyabb, 3,1 százalékos GDP-növekedést várunk.

A munkaerőpiacra vonatkozó előrejelzésünk a foglalkoztatás és a munkanélküliségi ráta tekintetében nem módosult számottevően az előző negyedévi prognózisunkhoz képest. Továbbra is a munkakereslet trendszerű bővülésére számítunk, amelynek köszönhetően 2015 végéig 40 ezer fővel nőhet a foglalkoztatottak száma. Az új munkahelyek nagy hányada a Start munkaprogram bővítésének köszönhető, miközben a privát szféra munkakeresletének alakulásán a vártnál lassabb gazdasági növekedés ellenére sem módosítottunk számottevő mértékben, így az elkövetkező fél évben a magánszektorban dolgozók számának lassuló, ugyanakkor dinamikus emelkedésére számítunk. Júniusi prognózisunkkal összhangban a foglalkoztatásnál mérsékeltebb aktivitásbővülés várható, az új belépők száma 30 ezer fő lehet 2015 végéig. Ennek eredményeképp a munkanélküliek száma és aránya is jelentősen mérséklődik. A munkanélküliségi ráta átlagos értéke az év végére 6,7, 2015 egészében átlagosan 6,9 százalék körül alakul.

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

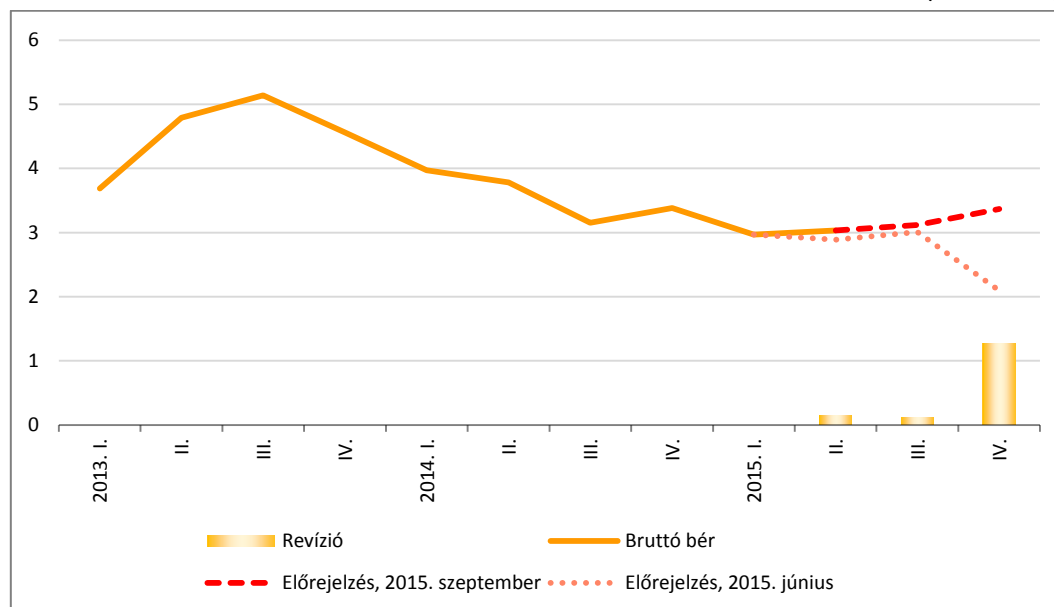


* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás

A bruttó bérek növekedési ütemére vonatkozó kilátásunkat pozitív irányban revideáltuk, melynek oka az összetételhatás revideálása volt. A bővülő közfoglalkoztatás felépülését fokozatosan várjuk, nem pedig egy ütemben, ami jelentősen befolyásolta az idei utolsó negyedévi béradatot az összetételhatáson keresztül. Összességében így az előző évitől alig

maradhat el az idei béremelkedés átlagos rátája: éves szinten 2015-ben 3,1 százalékos keresetnövekedést prognosztizálunk. A reálbérek 2015-ben a lényegében zéró inflációs környezet következtében a bruttó bérekkel közel megegyező ütemben, 3 százalékkal nőnek.

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

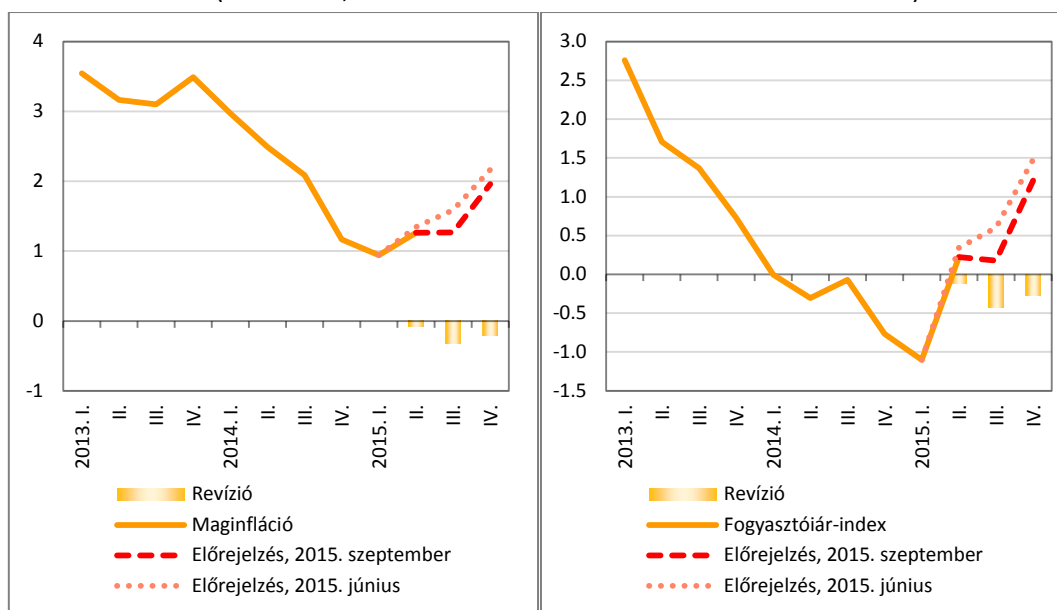


* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás

A maginfláció a nyári előrejelzésünknek közel megfelelően alakult az idei második negyedévben, ami egyben azt is jelenti, hogy valóban az év eleje jelentette a mélypontot a mutató számára. A július–augusztusi tényadatok azonban azt jelzik, hogy átmenetileg megtorpanhat a szűrt inflációs mutató emelkedése, de várakozásunk szerint 2015 utolsó negyedévére már 2 százalékra erősödhet. A ráta felpörgését a tavalyi évi alacsony bázis mellett az importált infláció erősödése, a 2015 végére záródó kibocsátási rés és a negatív olajársokk másodkörös hatásainak lecsengése implikálja. Korábbi előrejelzésünkhöz képest idén 0,2 százalékponttal alacsonyabb, 1,4 százalékos maginflációra számítunk.

Várakozásunk szerint az éves bázisú fogyasztóiár-index az idei év egészében elmarad a maginfláció ütemétől, bár a kettő közötti különbszet fokozatos csökkenésére számítunk. A 2015. évi átlagos inflációt a nyári alappályánál alacsonyabbra becsüljük, melynek legfőbb oka a mérsékeltebb gazdasági növekedés és az alacsonyabb olajárpálya. Ellenkező irányban hat ugyanakkor a nyers élelmiszerek esetében várt mérsékeltebb árcsökkenés. Az infláció fokozatos felpörgésére számítunk az idei harmadik negyedévtől, összhangban a rezsicsökkentés bázisba kerülésével, a lassan emelkedő olajárral és az erősödő maginflációval. Összességében az idei évre vonatkozó inflációs előrejelzésünk 0,2 százalékponttal alacsonyabbra, 0,1 százalékra teszi a várt pénzromlási ütemet.

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



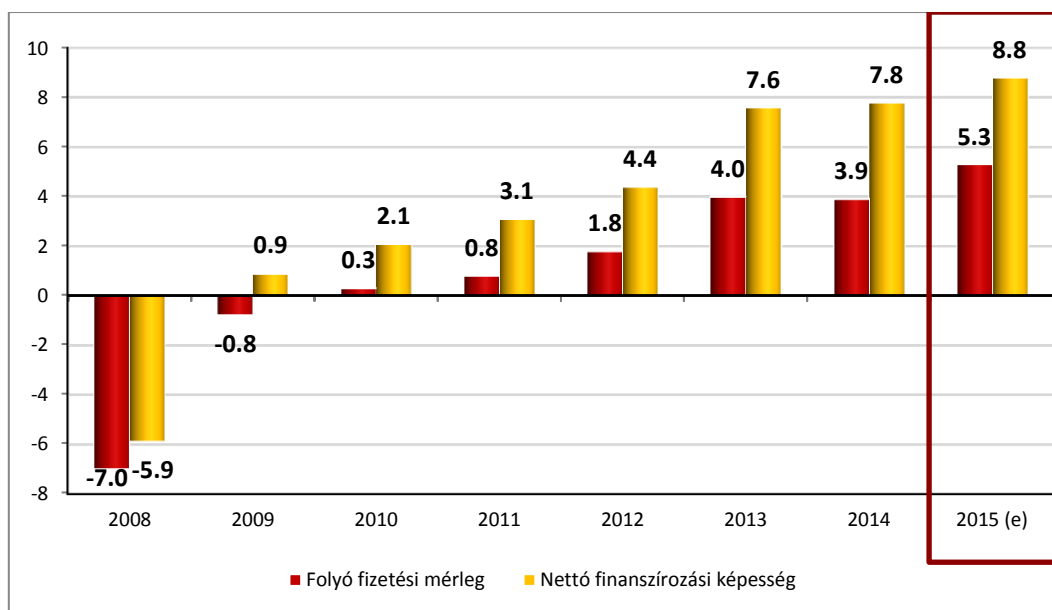
Forrás: MNB, Századvég-számítás

A hazai monetáris politika hosszabb ideig tartó változatlan alapkamatot jelentett be. Meglátásunk szerint amennyiben a nemzetközi piaci helyzet megengedi, úgy erre valóban lehetőség nyílik. A globálisan és a hazai gazdaságban fennmaradó, mérsékelt inflációs környezet, a gazdaság ciklikus pozíciója, az alacsony inflációs várakozások is elősegíthetik az alapkamat 1,35 százalékon tartását. Érdemi veszélyt erre csak a Fed kamatemelése jelenthet, amit azonban ellensúlyozhat hazánk adóskockázati besorolásának várt javítása.

A külső egyensúly várható alakulása

Legfrissebb előrejelzésünk szerint növekedést várunk mind az export, mind az import volumenét tekintve, de 2015-ben az előző előrejelzésünkhöz képest a nettó export alacsonyabban alakul. A volumenben számított értéket tompítja az alacsonyabb olajár, így a folyó áras érték csak kismértékben marad a júniusi becslésünk alatt. Az első két negyedév fényében 2015-ben csak mérsékelten nő a reálgazdaság pozitív hozzájárulása a nettó finanszírozási képességhez. A jövedelemkiáramlás a tartósan kedvező hazai gazdasági kilátásokkal és a külföldi vállalatok profitabilitásának javulásával összhangban erős marad az idei évben. Mindazonáltal a negatív egyenleg tovább mérséklődésére számítunk. 2015-ben még magas szintű EU-transzferekkel és ezzel összefüggő forrásbeáramlással számolunk, összhangban az idén záruló 2007–2013-as finanszírozási időszakokkal. Mindez érinti az elsődleges és másodlagos jövedelmek csökkenő mértékű kiáramlásán keresztül a folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulását is. A fentieket figyelembe véve úgy látjuk, hogy a folyó fizetési mérleg további erősödése javítja hazánk külső egyensúlyát.

31. ÁBRA: A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG ÉS A KÜLFÖLDEL SZEMBENI NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG ALAKULÁSA A GDP SZÁZALÉKÁBAN



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

A tőkemérleg 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 8,8 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk.

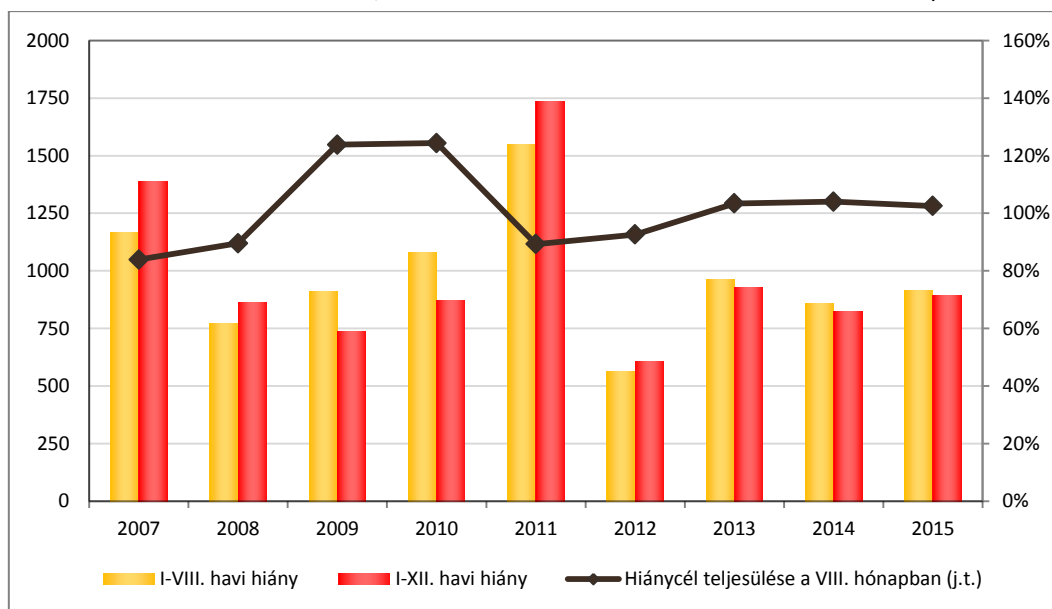
Az államháztartási helyzet prognózisa

Az **államháztartás** központi alrendszere 2015. első nyolc hónapjában összesen 914,9 milliárd forintos deficitet halmozott fel, ami 56,1 milliárd forinttal magasabb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva. Az államháztartáson belül a központi költségvetés 980,2 milliárd forintos hiánnyal, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 33,7, az elkülönített állami pénzalapok 31,6 milliárd forintos többlettel zártak. A két év kumulált hiányainak eltérése mögött a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós bevételeinek és kiadásainak átütemeződése húzódik meg. Az év elejétől számított érték megnövekedett hiányához az augusztusi deficit 20,8 milliárd forinttal járult hozzá, ami kis mértékben magasabb a bázisévhez képest. Ennek magyarázata, hogy az iskolakezdés zavartalanságáért a Magyar Államkincstár már augusztus végén átutalta a szeptember havi családtámogatásokat, valamint a fogyatékosági támogatás és a megváltozott munkaképességűek kereset-kiegészítésének kifizetéséhez szükséges összegeket.

A következőkben megvizsgáljuk a költségvetés egyes tételeit külön-külön abból a szempontból, hogy az adott tétel hogyan alakult az előirányzathoz, illetve az elmúlt évek megegyező időszakához képest, és ebből következtetéseket vonunk le arra vonatkozóan,

hogyan várható érdemi felülteljesülés, illetve elmaradás. Mindezek alapján becslést adunk a 2015. évi – uniós módszertan szerinti – költségvetési deficitre vonatkozóan. Az előrejelzés elkészítéséhez az államháztartás első hét hónapjának részletes adatait használtuk fel.³

32. ÁBRA: AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS ELSŐ NYOLC HAVI EGYENLEGÉNEK ALAKULÁSA (MILLIÁRD FORINTBAN, ILLETVE AZ ÉVES TELJESÜLÉS SZÁZALÉKÁBAN)



Megjegyzés: pénzforgalmi elszámolás. A 2015-ös éves hiány a módosított törvényi előirányzat.

Forrás: NGM, MÁK

Bevételek

A központi alrendszer bevételi oldalán a növekvő bértárlás és a gazdasági növekedés adóbefizetésekre gyakorolt markáns hatása figyelhető meg. A pozitív folyamat: a központi költségvetés első hét havi halmozott adóbevétele 260,3 milliárd forinttal haladta meg a tavalyi évi azonos időszakot. A tavalyiról az idei évre az adóbevételek a gazdálkodószervek befizetései 14,5, a fogyasztáshoz kapcsolt adók 4,5, a lakosságtól származó befizetések 4,5 százalékkal nőttek.

A gazdálkodószervek befizetéseit főként a társaságiadó-befizetések megnövekedett volumene (29,2 százalék) alakította. A bázisévhez képest emelkedtek a befizetések a kisadózók tételes adója mérlegkoron, az eltérés oka az adónemet választó adóalanyok számának 28 ezer fős emelkedése. Paralel folyamatként csökkent az egyszerűsített vállalkozói adó és a kisvállalati adó során befolyt összeg, amit az adózók számának csökkenése indokolt, ez egybeesik a kormányzat kisadózói adónemekre vonatkozó szándékával. Kedvezően alakultak az egyéb központosított bevételek is, a tavalyi év azonos időszakhoz képest közel 38 milliárd forinttal növekedtek a befizetések. Ugyan a mérlegkor

³ A részletes augusztusi adatokat csak szeptember második felében, adatbázisunk lezárása után publikálták.

adóalapja szerteágazó, de a növekedés első számú oka a 2015 januárjától jelentkező időalapú útdíj.

Előrejelzésünk szerint a gazdálkodói szervezetek befizetései az előirányzathoz képest 32 milliárd forinttal alulteljesülhetnek. A társasági adóból származó bevételek tartósan a tervezett felett teljesülnek, ami miatt 33 milliárd forintos felülteljesülésre számítunk. Ugyanakkor a növekedési adóhitel kedvezmény keretében az idei év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőség 19 milliárd forint kiesést okozhat az idei költségvetésben. A kisadózó adónemeknél az év eleji tendencia folytatását várjuk, ezért a tervezettnél összesen 8 milliárd forinttal alacsonyabb teljesüléssel kalkuláltunk. A kőolaj árának tartósan alacsony szinten maradása miatt a bányajáradék soron 15 milliárd forint deficitet becslünk. Ezeken felül még az élelmiszerlánc-felügyeleti díj és a dohánytermékekre kivetett egészségügyi hozzájárulás uniós befagyasztása miatt 23 milliárd forint bevételkiesésre számítunk.

A fogyasztási befizetések jelentős növekedése mögött az általános forgalmi adó 6,8 százalékos és a jövedéki adó 6,2 százalékos bevételnövekedése áll, továbbá emelkedett a lakosság által befizetett személyi jövedelemadó (5,5 százalék) is. A gazdasági növekedés a vállalatok nyereségességének növekedését serkenti, ami mellett a megnövekedett bértömeg-kiáramlás hatására a lakosság megemelte fogyasztásra fordított kiadásait. Megemlíjtük még a regisztrációs adó (13,2 százalék), a biztosítási adó (3,7 százalék), az illetékbecfizetések (12,6 százalék) és a gépjárműadó (4,4 százalék) sorain a nagyobb bevételbeáramlást, amely a gazdasági szereplők gépjárművásárlásainak emelkedését támasztja alá. Ezt magyarázhatja a megnövekedett kereseteken túl a Brent kőolaj árának tartósan alacsony szintje, amihez másrészt a január–július közötti időszakban a bányajáradék után befolyt összeg drasztikus csökkenése is hozzákapcsolódik.

Az év első hét hónapjára jellemző kedvező gazdasági folyamatok fennmaradását várjuk, aminek eredményeképp becsléseink a kormányzati célt meghaladóak a fogyasztáshoz kapcsolt adók és a lakossági befizetések tekintetében. Az általános forgalmi adó során 50, a jövedéki adó során 60 milliárd forint felülteljesüléssel, továbbá a kedvező foglalkoztatási és bérkiáramlási adatok miatt a személyi jövedelemadó 18 milliárd forintos többletével kalkulálunk az év végi teljesüléskor.

Kiadások

A központi alrendszer július végi halmozott kiadásai 137,2 milliárd forinttal teljesültek alacsonyabban, mint az elmúlt év azonos időszakában. A csökkenés mögött ellentétes irányú változások együttes hatása húzódik meg.

Az egyedi és normatív támogatások soron történt kifizetések emelkedtek meg a bázisidőszakokhoz képest. Ez a helyközi személyszállítási szolgáltatások korábbi költségtérítéseinek elszámolásához és az Eximbank Zrt. kamatkiegyenlítéséhez kapcsolódó magasabb mértékű kifizetésekre vezethető vissza.

Csökkentek a lakásépítési támogatásra fordított kiadások, ezt a devizahitel-adósok tartozásállományának forintosítása és az árfolyamgát rendszerének folyamatos kivezetése okozta. A folyamatot megfordíthatja a Családi Otthontermelési Kedvezményben igényelhető támogatások beindulása.

A két év összehasonlítását befolyásolja, hogy a helyi önkormányzatok adóssághkonszolidációjára 2014 májusában került sor, amikor 68,6 milliárd forint törlesztési célú támogatást utaltak át, egyszeri rendhagyó tételként torzítva az összevetést.

A központi alrendszer szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadásait és bevételeit nettó módon szemlélve vizsgáljuk meg. A mérlegsoron jelentkező bevétel 2015 első hét hónapjában 396,9 milliárd forint volt, szemben a tavalyi év azonos időszakában befolyt 673,8 milliárd forinttal. Az elmaradás oka, hogy a várt bevételeket az Európai Unió még nem folyósította. A kiadási oldalon szintén nagymértékű – 170,2 milliárd forintos – többletkiadás jelentkezett a bázisidőszak azonos időszakához viszonyítva. A jelentős eltérés oka, hogy a 2007–2013-as programozási időszak operatív programjai esetében 2015 végéig be kell fejezni a még folyó projekteket, ami miatt az erre az időszakra szóló források lehívásának utolsó lehetséges időpontja az idei év. A forrásfelhasználás gyorsított üteme miatt megnövekedett a támogatáshoz kapcsolódó önrész mértéke is, megemelve a kapcsolódó kiadásokat. A fejezeti kezelésű előirányzatok uniós egyenlege az ellentétes irányú erők eredőjeként a tavalyi év azonos időszakához képest 447,1 milliárd forintos hiányt produkált.

A legnagyobb kiadási tételnek számító költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai 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 szereplő 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 kamatbevételek az év első hét hónapjában 169,0 milliárd forintos szintet értek el, a kamatkiadások pedig 744,1 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkiadás összességében 4,9 milliárd forinttal lett kevesebb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva.

A nettó kamatkiadások érdemben elmaradhatnak az előirányzattól. Az 1,35 százalékos irányadó kamatlábnak köszönhetően az adósságszolgálatl kapcsolatos nettó kamatkiadások mintegy 65 milliárd forinttal elmaradhatnak az előirányzattól.

Társadalombiztosítási alapok

A társadalombiztosítási alapok július végi 36,7 milliárd forintos halmozott szufficitje a Nyugdíjbiztosítási Alap 29,9 milliárd forintos és az Egészségbiztosítási Alap 6,8 milliárd forintos többletéből áll. Az idei évi többlet közel 100 milliárd forinttal marad el az egy évvel korábbi időszakban regisztrálttól, ami a csökkenő bevétel és a növekvő kiadás kombinációjaként állt elő. Az alapok együttes bevétele 38,6 milliárd forinttal elmaradt a 2014. évitől, ami a szociális hozzájárulási adóból és járulékokból befolyt bevételek megnövekedése miatt az előző év azonos időszakához képest lecsökkent központi költségvetési támogatás következménye. Az alapok kiadásai a bázisévhez viszonyítva 59,0 milliárd forinttal megnövekedtek, ami a 2015. január 1-jétől érvényes magasabb nyugdíjösszeggel magyarázható. Ezen túl megnövekedtek még a gyógyszerár-támogatásra, gyermekgondozási díjra és a táppénzre fordított összegek is.

Elkülönített állami pénzalapok

Az alapok összes bevételei 16,9, kiadásai 39,5 milliárd forinttal magasabban alakultak az előző évihez képest, így egyenlegük 22,6 milliárd forinttal alulmúlta a megelőző évet. Az egyenleg mindkét oldali eltérése a Nemzeti Foglalkoztatási Alaphoz köthető – magasabbak lettek az alapot megillető egészségbiztosítási és munkaerő-piaci járulékok, valamint a Start munkaprogram kiadásai is. Az előző év azonos időszakához képest magasabbak a Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Alap kiadásai is.

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

Egyenleg és államadósság

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, 2,2 százalékos hiányt tartalmaz.

2. táblázat: A 2015-ös költségvetést övező kockázatok (eltérés az egyenlegtől)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	-32	-0,10%
Fogyasztási adók	110	0,33%
Lakossági befizetések	18	0,05%
Bevételi oldali kockázatok	96	0,29%
Költségvetési szervek és fej. kez. előirányzatok	70	0,21%
Nettó kamatkiadások	-65	-0,19%
Kiadási oldali kockázatok	5	0,01%
ESA-híd	-20	-0,06%
Összesen	71	0,21%

Forrás: Századvég-számítás

A költségvetési törvény alapján a központi költségvetés 2015. december 31-ére tervezett adóssága (310,1 Ft/euró, 255,2 Ft/svájci frank és 230,1 Ft/amerikai dollár árfolyam mellett) 25 100,4 milliárd forint. Az Államadósság Kezelő Központ Zrt. adatai alapján a központi költségvetés adóssága a 2015 júliusában 24 996,7 milliárd forintot tett ki, ami a 2014. év végi adósságállományhoz képest 4,76 százalékos növekedést jelent, megközelítve az év végére kitűzött teljes állománynagyságot. A legfrissebb júniusi adat szerint 2015 első hat hónapjában a bruttó GDP-arányos államadósság 79,6 százalékot tett ki. A központi költségvetés adósságának megemelkedése mögött a következő tényezők állnak:

- a forint árfolyamának a 2014. év végi értékhez képest bekövetkezett kismértékű gyengülése miatt az adósság devizában fennálló részének forintban nyilvántartott értéke emelkedett;
- a Budapest Bank megvásárlása adósságnövelő tételként lépett fel;
- a még meg nem érkezett európai uniós források előfinanszírozását állampapír-kibocsátással fedezték.

A 2015. évi államadósság esetében továbbra is a változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos állomány csökkenése az elsődleges kritérium. A 2014. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re vonatkozó előrejelzésünkre és fenntartva várakozásainkat az év végi KESZ-állomány növekedésére – akár 1,8 százalékponttal, a GDP 75,1 százalékára csökkenhet. Ez a költségvetési törvényben szereplő 0,9 százalékpontos adósságcsökkentési ütemnél nagyobb javulást jelentene.

A hiánycélt veszélyeztető kockázatok

1. Európai uniós források

Ahogy azt a központi alrendszer elemzésekor már bemutattuk, a 2014-es évhez képest idén a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós támogatásai mérleg sor nettó 447,1 milliárd forinttal rosszabb egyenleget produkált. A hiány a felfutó lehívások után fizetendő

megnövekedett önrészből és a még meg nem érkezett támogatások előfinanszírozásából fakad. A Kormány a jelenséget átmeneti jellegűnek tekint, ami a megítélt források éven belüli eltérő folyósítása miatt alakult ki. A közösségi elszámolási szabályok értelmében a jelenleg nélkülözött összeg egyedül a pénzforgalmi hiányt emeli a tervezett szint fölé, azonban a hiánycél kalkulációjakor bevételként számolják el. A 2015-re kitűzött bruttó GDP-arányos államháztartási hiány ezért továbbra is 2,4 százalék marad, az eddig be nem folyt források egyedül az államadósság szintjére gyakorolhatnak (ideiglenes) hatást.

2. Alacsony tartalék

A költségvetés tervezésekor az előre nem látott kiadásokra tartalékot kell képezni, amely rugalmasságot és ellenálló képességet biztosít a váratlan eseményekkel szemben. A Magyarország 2015. évi központi költségvetéséről szóló törvény hatályos állapota szerint az idei évi költségvetés 100 milliárd forint általános és 30 milliárd forint további tartalékot tartalmaz (Országvédelmi Alap) ilyen hatások kivédésére. Az Országvédelmi Alapot még nem költötték el, azonban az általános tartalékból adatbázisunk lezárásakor már szinte alig maradt. A tartalék egyenlege és a későbbiekben részletezett lehetséges költségvetési kockázatok között húzódó ellentét feloldásaként a Kormány bejelentette a költségvetési törvény második módosítását. A módosítás az általános tartalék 60 milliárd forintos megemelését is tartalmazza, amelyből 30 milliárdot a menekülthelyzetre szánnak, a fennmaradó összeg pedig a költségvetés mozgásterét hivatott biztosítani.

3. Felfüggesztett adóbevételek

Júliusban az Európai Bizottság új vizsgálatot indított az élelmiszerlánc-felügyeleti díj és a dohánytermékekre kivetett egészségügyi hozzájárulás (eho) ügyében. A bizottság indoklása szerint az adómértékek progresszív jellege szelektív előnyt biztosíthat az alacsony árbevételű vállalkozásoknak a versenytársakkal szemben, megsértve az uniós jogszabályokat. A vizsgálat ideje alatt az adótételek behajtását felfüggesztették. A két adónem esetében ez számításaink szerint idén 23 milliárd, jövőre 38 milliárd forint bevételkiesést jelenthet.

4. Vagyonértékesítés

Az állami vagyon értékesítésével kapcsolatos bevételek kilétét egészen augusztusig homály fedte, védve a Kormány mint a csereügyletben érdekelt fél érdekeit a cserelehetőségeket rontó információk elterjedésétől. A hét hónapig tartó diszkréciónak véget vetve nyilvánosságra hozták, hogy a várt 169,0 milliárd forintos tételt az állami földek árusításától várják. A kormánydöntés értelmében – előreláthatólag – 300–380 ezer hektár állami földet értékesítenek, amely szántóterületeket, gyümölcsösöket és legelőket is érint.

5. Menekültügy

Az ideiglenes műszaki határzár építése és a hazánkba érkezett migránsok elhelyezése megközelítőleg 29 milliárd forinttal terhelte mindeddig az általános kormányzati tartalékot, és a kilátásban lévő második költségvetési módosítás további 30 milliárd forintos kiadást számszerűsít. A mindösszesen 60 milliárd forintra rúgó összeg mellett egy új költségvetési sort is kialakítanak 1 milliárd forinttal, amely felülről nyitott tétel, célja pedig, hogy fedezetet biztosítson a menekülthelyzetben felmerülő további kiadásokra. Az Európai Bizottság augusztusi közleménye szerint nemrégiben 23, többéves nemzeti programot hagyott jóvá az intézmény, e programok teljes finanszírozására a 2014–2020 közötti időszakra összesen 2,4 milliárd euró forrást ítélt meg. A megítélt támogatásokat két keret öleli fel, amelyből az egyik a Menekültügyi, Migrációs és Integrációs Alap (AMIF), ami a tagállamok közös migrációs és menekültügyi politikájának kialakításához, a folyamatok hatékony menedzseléséhez biztosít forrást. A másik a Belső Biztonsági Alap (ISF), ami a magas szintű biztonságot és a bűnmegelőzést szem előtt tartva igyekszik megbízható kereteket kialakítani a jogszerű utazáshoz. Magyarország az ISF két alprogramján keresztül juthat forráshoz, összesen 61,5 millió euró összegben. A közel 19 milliárd forintos összeg még nem éri el az eddig Magyarország részéről a menekültügy keretében mozgósított összeget, ezért a Kormány további 8 millió euró (2,5 Mrd Ft) gyorssegélyre nyújtotta be igényét, amit a bevándorlók befogadásához szükséges kapacitásbővítés indokol. A gyorssegély elbírálása még folyamatban van, azonban az unió kijelentette, hogy az uniós források felhasználásának szigorú szabályai vannak, így ezek az összegek nem fordíthatók a technikai határzár(ak) építésére.

6. További kockázatok

Egyéb kockázatok és többletkiadások jelentkezhetnek a kórházi intézményrendszer és a Klebelsberg Intézményfenntartó Központ kapcsán. A kórházi intézményrendszer adósságrendezése ugyan megtörtént, azonban a strukturális átalakításokra még nem került sor, így a korábbi rendezetlen mechanizmusok ismét adósságfelhalmozással fenyegetnek. Az augusztusi Kormányinfo⁴ során a KLIK számára folyósítandó 10 milliárd forintos többlettámogatásról hangzott el ígéret, az intézmény zavartalan működésének fenntartásáért. A kiigazítás ugyan még nem lépett életbe, azonban hosszú távon ennél az intézményrendszerénél is jelentkezhet igény az átstrukturálásra.

⁴ Március 26-ától a kormányüléseket követő csütörtökönként rendszeresen tartanak sajtótájékoztatót, ahol a Kormány döntéseiről tájékoztatják a közvéleményt.

Táblázatok

3. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban

	2014	2015				
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	3,6	3,4	2,7	2,8	3,3	3,1
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	1,7	2,5	2,6	3,6	4,3	3,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	11,7	-0,4	2,2	3,8	6,1	2,9
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	8,7	10,0	7,5	7,2	6,5	7,8
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	10,0	7,5	6,4	7,6	8,3	7,5
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,3	2,5	1,7	1,9	0,9	7,0
Fogyasztóiár-index (%)	-0,2	-1,1	0,2	0,2	1,2	0,1
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	2,10	1,95	1,50	1,35	1,35	1,35
Munkanélküliségi ráta (%)*	7,7	7,3	7,0	6,7	6,7	6,9
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,0	3,0	3,0	3,1	3,4	3,1
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,0	-	-	-	-	5,3
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	7,8	-	-	-	-	8,8
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,6	-	-	-	-	-2,2
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	1,6	1,6	1,9	2,1	2,3	2,0

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

4. táblázat: Az előrejelzés változása az előző negyedévhez képest

	2015		
	2015. június	2015. szeptember	változás
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	3,4	3,1	-0,3
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,3	3,2	-0,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	1,2	2,9	+1,7
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	8,0	7,8	-0,2
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,0	7,5	+0,4
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	7,5	7,0	-0,5
Fogyasztóiár-index (%)	0,3	0,1	-0,2
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,30	1,35	+0,05
Munkanélküliségi ráta (%)*	6,9	6,9	+0,1
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	2,9	3,1	+0,2
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	5,5	5,3	-0,2
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	9,2	8,8	-0,5
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,3	-2,2	+0,1
GDP-alapon számított külső kereslet*	1,9	2,0	+0,1

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás