

Elemzés és előrejelzés a magyar gazdaság és a külgazdaság legfontosabb folyamatairól

2015. december

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Virovác Péter kutatásicsoport-vezető szerkesztette.

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

Az előrejelzéshez felhasznált adatbázist december 11-én, 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	7
Infláció és monetáris kondíciók.....	10
Pénzügyi folyamatok	13
Fiskális politika.....	16
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 és fiskális pálya (2015–2016)	40
Feltevéseink alakulása.....	40
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés	42
A külső egyensúly várható alakulása.....	48
Az államháztartási helyzet prognózisa – 2015	49
Az államháztartási helyzet prognózisa – 2016	55
Táblázatok	58

Vezetői összefoglaló

Július és szeptember között tovább csökkent az Egyesült Államok éves növekedési üteme, így egyre jobban közelít egymáshoz az USA és az Európai Unió növekedési rátája. Mind az unióban, mind az Egyesült Államokban folytatódtak a kedvező munkaerőpiaci folyamatok, a munkanélküliségi ráta mindkét gazdaságban tovább mérséklődött. A tartósan alacsony olajár és a folyamatosan csökkenő egyéb nyersanyagárak hatására szeptemberben ismét nulla alá csökkent az unió inflációs rátája. A nyomott infláció következtében az EKB kiterjesztette mennyiségi lazítási programját, bár a piac által valószínűsítettnél alacsonyabb mértékben. A globális pénzpiacot a monetáris politikát övező várakozások befolyásolták leginkább: a dollár drasztikusan erősödött az elmúlt hónapokban, miközben a fejlett tőzsdeindexek jelentősen emelkedtek. Idén és jövőre is folytatódik a deficitok lefaragása az Európai Unióban, amelynek köszönhetően 2016-ban már csak négy ország nem felel meg a maastrichti hiánykritériumnak.

A magyar gazdaság 2015 III. negyedévében ismét lassult. Nemcsak a 2,4 százalékos teljesítmény ténye, de annak felhasználási oldalon mutatott növekedési szerkezete is meglepetést okozott. A fogyasztásbővülés nem tudott érdemben gyorsulni, a beruházások visszaestek, míg a külkereskedelmi teljesítmény jelentősen javult. A július–szeptemberi időszak GDP-bővülését 1,3 százalékponttal magyarázza a nettó export és 1,2 százalékponttal a belső felhasználás. A külkereskedelmi aktívum javulása a nyári leállások ellenére a vártnál jelentősebben bővülő export és az energiahordozók miatt lassabban bővülő import következménye. A belföldi felhasználást a háztartások fogyasztási kiadásának 2,7 százalékos növekedése mellett a közösségi fogyasztás húzta. Utóbbit a határvédelemmel összefüggő megemelkedett kiadások magyarázzák. A beruházások a III. negyedévben 1,5 százalékkal zsugorodtak. Ebben a magas bázis a legfőbb meghatározó tényező: az állami szférában ezt az uniós források, a versenyszférában az NHP csúcsra járatása okozza. A termelési oldal nem okozott meglepetést: az agrárium visszaesett, a szekunder szektorban lassult a növekedés üteme, az építőipari teljesítmény csökkent, a szolgáltatások markánsan élénkültek. A mezőgazdaság bő 18 százalékos visszaesése a magas bázis és az aszály következménye, de így jövőre egy átlagos év is támogathatja a növekedést. Az ipar lassuló, export vezérelte növekedését a közel teljes kapacitáskihasználtság okozza. Az építőipart az uniós és az egyedi nagyberuházások lecsengése húzza vissza. A szolgáltatások területén, ami önmagában 1,9 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez, szinte mindenhol javult a teljesítmény.

A magyar munkaerőpiac az előző negyedévekhez hasonló ütemben bővült 2015 III. negyedévében, és a munkanélküliségi ráta a lassuló gazdasági növekedés ellenére 6,6 százalékra mérséklődött. A feszesebbé váló munkaerőpiac pozitívan hathat a jövőbeli bérfolyamatokra, ugyanakkor emelkedő kockázatot jelent a betöltetlen álláshelyek

növekedése, ami egyre nagyobb munkaerőhiányt jelez. A bérek éves növekedési üteme a közszférában tapasztalható bérrendezéseknek köszönhetően 4,5 százalékra gyorsult.

A hazai fogyasztói árak 2015 III. negyedévében éves összevetésben stagnáltak, de a rezsicsökkentések bázisba kerülése az elmúlt két hónapban újból emelkedő inflációs rátát hozott. A továbbra is nyomott infláció legfőbb oka az olajárak újbóli esése, ami részben ellentételezi az alacsony bázist, valamint a termékek és szolgáltatások széles körében tapasztalható áremelkedést. Átlag felett emelkedett a szolgáltatások és a tartós fogyasztási cikkek ára. A középtávú trendmutatók alátámasztják a laza kamatkörnyezet hosszabb távú fenntartását. A globálisan csökkenő kockázatkerülés következtében a hazai kockázati környezet az elmúlt negyedévben enyhén javult. A hazai fizetőeszköz erősödött az euróval szemben, a CDS-felár zsugorodott, és a 10 éves állampapír hozama is csökkent. Habár a hazai jegybank őszele nem változtatott alapkamatának mértékén, bejelentéséhez és az önfelfinanszírozási program folytatásához híven az irányadó instrumentumát a három hónapos MNB-betétre módosította, továbbá 25 bázisponttal lefelé tolt a kamatfolyosót.

A nagy nemzetközi hitelminősítő intézeteknél hazánk besorolása a befektetésre nem ajánlott szint legmagasabbján maradt. A Fitch mellett azonban már a Moody's is pozitív kilátással látta el a besorolást. Az MNB bevezette a Növekedéstámogató Programot, amely az NHP III.-ból és a piaci hitelezés banki előmozdítását ösztönző Piaci Hitelezési Programból áll.

Legfrissebb előrejelzésünk a korábbinál mérsékeltebb GDP-növekedéssel számol 2015–2016-ban. A gazdasági kilátások romlása a lanyhább globális konjunktúrához köthető. Várakozásunk szerint a belső és külső tényezők a teljes előrejelzési horizonton pozitívan járulnak hozzá a GDP-növekedéshez, melyet idén a külkereskedelem, jövőre a fogyasztás vezérelhet. Az export teljesítménye felülmúlja a behozatalét, így a külkereskedelmi aktívum emelkedik, de jövőre a gazdaságösztönző hatása már mérsékeltebb lesz. Ennek oka az ipari kapacitások csúcsra járása miatti növekedési korlát és a korábban vártnál lanyhább külső kereslet. A fogyasztás az idén látottnál gyorsabban bővíülhet 2016-ban, mivel a háztartások óvatossági motívuma ekkorra enyhülhet érdemben. Ebben segíthet a munkaerőpiac javulása, a tartósan alacsony infláció miatti magas reálbér-emelkedés és az olyan gazdaságpolitikai intézkedések, mint az elszámolás áthúzódó hatása, a családi adókedvezmény kiterjesztése és a jövedelemadó csökkentése. A beruházás idén csekély mértékben segíti, jövőre jelentősen visszafoghatja a gazdasági növekedést, melynek oka az uniós források beszűkülése. A gazdaság a 2015. év végére már a potenciálisnak megfelelő szinten teljesíthet. Összességében idén 2,9, jövőre 2,3 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

	2014	2015	2016
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	3,6	2,9	2,3
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	1,8	3,0	3,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	11,2	0,7	-2,4
Kivitel (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	7,6	8,8	7,9
Behozatal (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	8,5	7,7	7,2
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,3	7,4	8,6
Éves fogyasztóiár-index (%)*	-0,2	-0,1	1,8
A jegybanki alapkamat az év végén (%)	2,10	1,35	1,35
Munkanélküliségi ráta éves átlaga (%)*	7,7	6,8	6,1
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,0	3,8	5,5
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	2,3	5,1	5,5
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	6,0	9,2	7,7
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,6	-2,3	-1,9
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	1,6	2,0	2,4

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

Előrejelzésünk szerint a gyengülő konjunktúra miatt a munkaerőpiac növekedése lassul, de a foglalkoztatottak száma ennek ellenére 75 ezer fővel bővül 2016 végéig. A munkanélküliségi ráta tovább csökken, mértéke éves átlagban idén 6,8, jövőre 6,1 százalékon alakulhat. A bérek növekedési üteme az idei 3,8-ről 5,5 százalékra gyorsul, de ez nem jár a reálkeresetek gyorsabb növekedésével, melynek értéke mindkét évben 3,8 százalékra várható.

A maginfláció az idei III. negyedévben sem indult emelkedésnek. Az év végére így 1,5 százalék körül ragadhat a szűrt mutató, és csak jövőre kezdődik meg a fokozatos emelkedés. Ennek során 2016 végére már meghaladhatja a 2,5 százalékot. A jelentősen alacsonyabb maginflációs várakozásunk legfőbb magyarázata a lanyhább külső árnyomás, a gyengébb konjunktúra és a tartósan alacsony olajárak másodkörös hatása. Az infláció tekintetében is jelentős negatív revíziót hajtottunk végre, így az a teljes előrejelzési horizonton elmarad a maginflációtól. Ennek oka, hogy a korábbiakkal ellentétben csökkenő olajárakra és a nyers élelmiszerek alacsonyabb áremelkedésére számítunk jövőre. A pénzromlási ütem azonban a maginfláció emelkedése miatt fokozatosan erősödhet az év vége felé közeledve. Mindezeket számszerűsítve a fogyasztóiár-index idén -0,1, jövőre 1,8 százalékon állhat.

Tekintettel a tartósan alacsony külső és belső inflációs környezetre és az alacsony inflációs várakozásokra, a hazai monetáris politika hosszabb ideig változatlan szinten tarthatja az alapkamatot. A Fed kamatemelése nem jelent érdemi veszélyt, mivel nem érheti meglepetésként a piacokat, és az EKB további lazítása is segíthet tompítani a hatásokat. Jelenleg nagyobb valószínűségét látjuk annak, hogy kamatvágás helyett a hazai jegybank jövőre nem konvencionális eszközzel lazít a monetáris kondíciókon.

Az elmúlt negyedév gazdasági teljesítményének fényében újból megvizsgáltuk a módosított költségvetési törvény bevételeinek és kiadásainak teljesülését. 2015 novemberéig az államháztartás központi alrendszerének hiánya 970,7 milliárd forintot tett ki, ami az éves módosított előirányzat 108,7 százaléka. A központi alrendszeren belül a központi költségvetés 1038,5 milliárd forint hiánnyal, míg a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 45,8, az elkülönített állami pénzalapok pedig 22,0 milliárd forint többlettel zártak. A központi alrendszer bevételi oldalán a növekvő bérkiáramlás és a gazdasági növekedés adóbefizetésekre gyakorolt markáns hatása figyelhető meg, így prognózisunk szerint az idei évre kitűzött hiánycél tartható, számításaink szerint az államháztartás GDP-arányos ESA-hiánya 2,25 százalékon teljesül majd. Az államadósságcél teljesülése esetében kockázatot azonosítottunk, a teljesülés érdekében beavatkozásra van szükség.

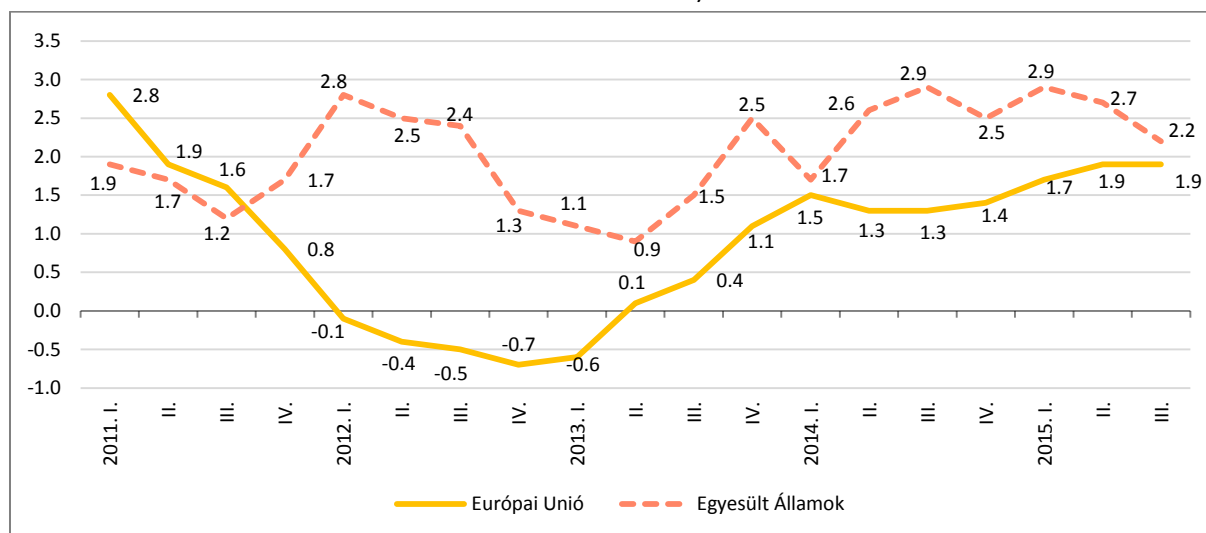
A június végén elfogadott, a 2016. évi központi költségvetésről szóló 2015. évi C. törvény legutóbbi előrejelzésünk óta nem módosult. A törvény legfontosabb sarokszámokként az államháztartás központi alrendszerének hiányát 2,0, az államadósság-mutató mértékét 73,3 százalékban határozta meg a GDP arányában. A törvénytervezet megalapozottságát a gazdaság jelenlegi helyzete, az idei költségvetési teljesülés és a jövőre bevezetni kívánt intézkedések fényében vizsgáltuk. A dinamikus gazdasági növekedés és a kedvező munkaerőpiaci folyamatok eredményeképp a jelenlegi költségvetés befizetései kedvezően alakulnak. Mindezért a jövő évi költségvetést összességében megalapozottnak tartjuk. Kalkulációnk a törvényben tervezettnél kedvezőbb teljesülést azonosít, így a jövő évi GDP-arányos ESA-hiány a kormányzati tervszám alatt, 1,9 százalék körül alakulhat. A GDP-arányos államadósság-ráta követelménye is teljesíthető abban az esetben, ha idén tartani tudjuk az államadósságra vonatkozó szabályokat.

Nemzetközi környezet

A globális konjunktúra alakulása

Az Egyesült Államok gazdasága 2014 és 2015 harmadik negyedéve között 2,2 százalékos bővülést produkált, így már második negyedéve csökken az amerikai gazdaság növekedési üteme. A bővülés mértékének csökkenése a második negyedévhez hasonlóan főként a beruházások, azon belül is a nem lakásjellegű beruházási kiadások növekedési ütemének csökkenéséből adódik. Két negyedév alatt a beruházások éves növekedési üteme 7,6 százalékról 3,8 százalékra esett, amiben jelentős szerepet játszott a készletre termelés visszafogása, ami az amerikai feldolgozóipar negatív keresleti várakozásaira utalhat. A lakossági fogyasztás az USA-ban továbbra is robusztus, 3 százalékot kissé meghaladó ütemben bővül, a harmadik negyedéves növekedési ráta 3,2 százalékot tett ki. A fogyasztás bővülését továbbra is főként az autók és más tartós fogyasztási javak iránt emelkedő kereslet támogatja, ám a szolgáltatások és a nem tartós fogyasztási javak volumene is stabil növekedést mutat. A kormányzati fogyasztás 0,7 százalékkal nőtt egy év alatt: az állami költséket továbbra is a helyi szintű kiadások bővülése vezérelti, a szövetségi szintű kormányzati költségek a csökkenő védelmi kiadások következtében ismét zsugorodtak.

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



Forrás: Eurostat, BLS

Az előző negyedévekhez hasonlóan az amerikai külkereskedelmet továbbra is az egyre nagyobb ütemben bővülő import határozza meg, a behozatal növekedési üteme negyedik negyedéve haladta meg a kivitelét. A harmadik negyedévben az export éves bővülési üteme 1,2, míg az importé 5,6 százalékot tett ki, így tovább tárgult az export és az import növekedési üteme közötti olló. Az amerikai exporton belül évek óta először csökkent az árucikkek

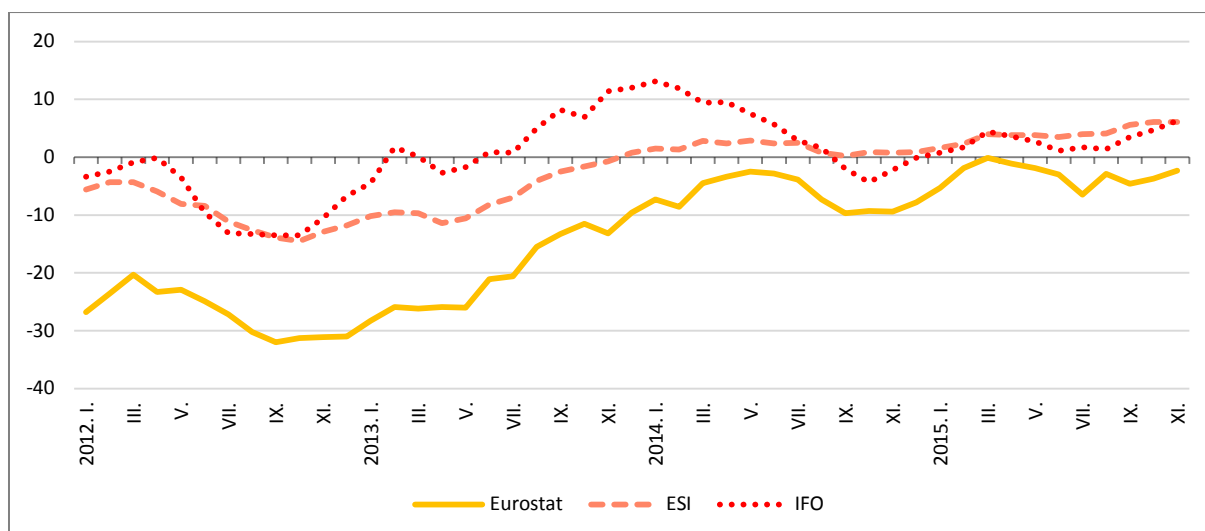
kivitele, a visszaesés mértéke 0,7 százalékot tett ki a harmadik negyedévben. Ezt egyrészt az USA főbb felvevőpiacainak (Kína, Kanada, Japán) csökkenő importigénye, másrészt a dollár 2014 közepe óta tartó jelentős, főbb kereskedelmi partnereinek valutájához mért 18 százalékos felértékelődése indukálja, amit a Fed kamatemelési ciklusa várhatóan tovább fokoz.

Sem az Európai Unió gazdaságának egésze, sem az eurózóna növekedési teljesítménye nem változott 2015 második negyedévéről a harmadik negyedévre. Az éves rátákkal szemben a negyedéves növekedési ütem mindkét régióban 0,1 százalékponttal esett: az eurózónában 0,3, míg az unióban 0,4 százalékra csökkenő ráta is mutatja az európai növekedés sérülékenységét és a világgazdaságtól való nagyarányú függését.

Az unió gazdasági bővülését továbbra is a fogyasztás vezérli, ami egymaga 1,22 százalékponttal járult hozzá a harmadik negyedéves 1,89 százalékos GDP-növekedéshez. A kormányzati kiadások továbbra is élénkítően hatnak az öreg kontinens gazdaságára, ám a harmadik negyedévben az állami kiadások 0,37 százalékpontos növekedési hozzájárulását, ha nem is sokkal, de a beruházás 0,38 százalékpontos hatása már meghaladta. Bár a beruházás súlyánál fogva nem tölti be a korábban neki szánt, az európai gazdaságot katalizáló szerepét, ám az unió fenntartható növekedési pályára állításához elengedhetetlen a belső tételek kiegyensúlyozottsága. A második negyedéssel szemben a nettó export, ha csak enyhén is, de ismét visszafogta a gazdasági növekedés ütemét: a külkereskedelem $-0,08$ százalékpontos növekedési hozzájárulása mögött a feltörekvő piacok csökkenő importkereslete állhat.

Több uniós tagország gazdasága is kiemelkedő teljesítményt nyújtott a harmadik negyedév során, miközben az eurózóna nagyobb gazdaságainak többsége is gyorsítani tudta gazdasági bővülésének ütemét a második negyedévről a harmadik negyedévre. Máltát követően a második legmagasabb bővülési ütem a gazdasági teljesítményét 4,5 százalékkal bővítő Csehországot jellemezte, ám a kelet-közép-európai államok többsége magas növekedési ütemet produkált: a szlovák, a román és a lengyel kibocsátás is 3,5 százalékot meghaladó ütemben bővült 2014 és 2015 harmadik negyedéve között. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország növekedési rátája 1,7 százalékra emelkedett, miközben a válság alatt komoly gazdasági visszaesést mutató spanyol és portugál gazdaság is 3 százalékot meghaladó ütemben bővült. Az unió gazdasági folyamatai szempontjából kedvező, hogy a közös piac harmadik és negyedik legnagyobb gazdaságának is folytatódott az első negyedévben kezdődő fellendülése: a francia 1,2, míg az olasz kibocsátás 0,8 százalékkal bővült. A gazdasági teljesítmény csupán két tagállamban, Finnországban és Görögországban esett vissza, rendre 0,2 és 1,1 százalékkal. A déli tagállam gazdaságát így jelentősen megviselte az államadósság finanszírozásáról folytatott nyári tárgyalássorozat, ami miatt több héten keresztül komoly likviditási problémákkal küzdött a görög bankrendszer.

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 általános gazdasági kilátások várható alakulását jelző Eurostat euróövezeti bizalmi mérleg növekedési üteme szeptemberben megtört, ám azóta a mutató folyamatosan növekszik, novemberben fél éve nem látott magasságba emelkedett. Ezzel szemben az euróövezeti gazdasági hangulatindex (ESI) növekvő trendje folytatódott, az indikátor novemberi, 6,1 százalékos értékénél 2011 májusa óta nem mértek kedvezőbbet. Némileg meglepő módon, a másik két mutatóhoz hasonlóan a német üzleti hangulat változását szemléltető Ifo index értéke is javult az elmúlt hónapok során, így a német üzleti hangulatot nem befolyásolta a rövid távú autóipari várakozásokat jelentősen átíró Volkswagen-botrány.

Az Európai Bizottság novemberi előrejelzése alapján 2015 egészében az Európai Unió növekedési üteme 1,9 százalékos lehet. A bizottság szerint a következő két évben az öreg kontinens gazdasági növekedésének alapjai a belső tételek lehetnek. A fejlődő gazdaságok, főként Kína lassuló növekedése miatt a nettó export növekedést támogató szerepe csekély, esetleg enyhén negatív lesz. A növekvő foglalkoztatás következtében a fogyasztás a következő két évben is folyamatosan bővíthet, a növekedési rátához vett 1–1,2 százalékpontos hozzájárulása miatt a fogyasztás maradhat továbbra is az unió gazdasági bővülésének motorja. A beruházások növekedést támogató hatása folyamatosan emelkedhet, főként az unió Juncker-tervként ismert beruházásösztönző programjának és a bankunió hatására oldódó hitelezési korlátoknak köszönhetően. Összességében a bizottság az unióban 2 és 2,1 százalékos GDP-bővülést valószínűsít 2016 és 2017 során.

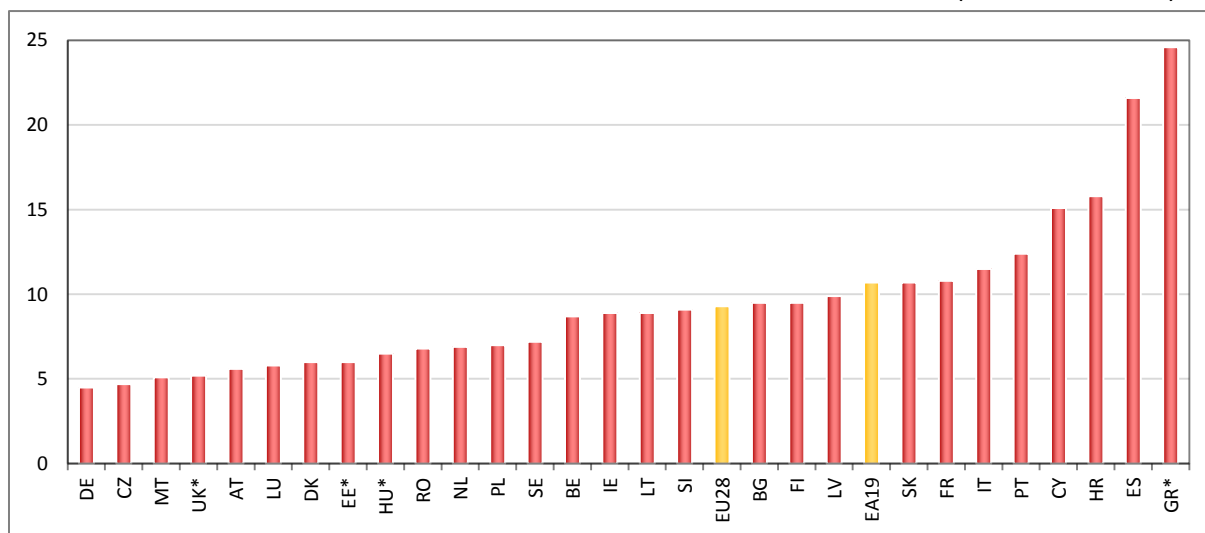
Munkaerőpiac

Az Egyesült Államok munkaerőpiacát továbbra is fokozatos élénkülés jellemzi, a foglalkoztatottak állománya 1,4 százalékkal emelkedett 2014 és 2015 novembere között. A

javuló foglalkoztatás főként az egészségügy és az építőipar, valamint vendéglátó szektor megnövekedett munkakeresletének eredménye, miközben az alacsony olajár következtében visszaesett olajipari termelés miatt a bányászat foglalkoztatása tovább mérséklődött. A munkanélküliségi ráta novemberben 5 százalékig süllyedt, aminél kedvezőbbet legutóbb 2008 áprilisában mértek az amerikai gazdaságban: a mutató értéke a Fed által megjelölt egyensúlyi munkanélküliségi szintet tükrözi, ami lehetővé teszi az amerikai kamatemelési ciklus megindítását.

Európában is folytatódott a foglalkoztatás másfél éve tartó folyamatos bővülése. Az unióban 2014 és 2015 második negyedéve között 0,9 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak állománya, így a foglalkoztatás bővülési üteme közel egy év óta enyhe mértékben, de folyamatosan csökken. A második negyedéves állománybővülés ismét a tercier szektor növekvő munkakeresletének eredménye, a szolgáltatásban dolgozók létszáma egy év alatt 1,3 százalékkal nőtt. Ezzel szemben tovább folytatódott a mezőgazdaságban foglalkoztatottak számának csökkenése, az éves változás $-2,7$ százalékot tett ki. A második negyedévben az eurózóna foglalkoztatása 0,8 százalékkal bővült, az unióhoz hasonlóan a valutaövezet kedvező munkaerőpiaci folyamatai is főként a szolgáltatások növekvő munkaigényének köszönhető. Az első negyedévet követően ismét folytatódott az iparban dolgozók állománybővülése, ezért úgy tűnik, ismét tartós növekedésnek indulhat a válság kitörése óta idáig folyamatosan szűkülő ipari foglalkoztatottság az eurózónában.

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



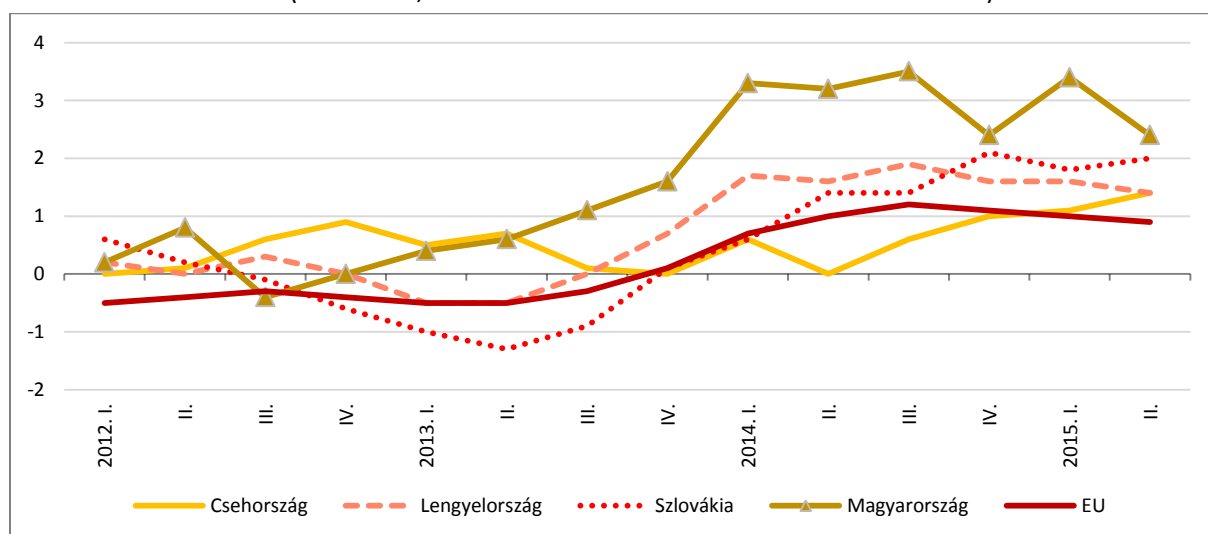
* A ráta szeptemberre vonatkozik. Szezonálisan kiigazított adatok. Forrás: Eurostat

A foglalkoztatás bővülésével párhuzamosan mindkét régióban javultak a munkanélküliségi statisztikák. A legfrissebb, októberi adat alapján az unióban 9,3, míg az eurózónában 10,7 százalékot tett ki a munkanélküliségi ráta, ami mindkét országcsoport esetében 0,8 százalékpontos csökkenést indukál a 2014. októberi rátához képest. Továbbra is igaz, hogy legnagyobb mértékben a magas munkanélküliséggel küzdő államok csökkentették

mutatójuk értékét, ám 13 tagállamban is 1 százalékpontot meghaladó mértékű volt a munkanélküliségi ráta éves mérséklődése. Az állástalanság jelentős csökkenése ellenére Málta kivételével az unió összes déli tagállama még mindig két számjegyű munkanélküliséggel küzd, a spanyol és a görög mutató értéke továbbra is meghaladja a 20 százalékot. Éves összevetésben mindössze négy tagállamban nőtt a munkanélküliségi ráta, ebből is mindössze kettő, a 0,2 százalékponttal romló francia és a 0,4 százalékkal eső finn mutató utalhat valós reálgazdasági problémára.

A négy visegrádi országban tovább bővült a foglalkoztatottak állománya 2015 II. negyedében, a legmagasabb növekedési ütem továbbra is hazánkat jellemezte. A folyamatosan bővülő gyártókapacitások következtében a lengyel foglalkoztatás éves alapon 1,4 százalékkal bővült, így októberben a lengyel munkanélküliségi ráta 7 százalékra csökkent. A lengyel gazdasághoz hasonlóan a cseh foglalkoztatás is 1,4 százalékkal nőtt, így a cseh munkaerőpiac elmozdult 5,5–6 százalékos, egyensúlyinak tekinthető munkanélküliségi rátájától: októberben a 4,7 százalékos mutatónál csak a német gazdaságban mértek alacsonyabbat. Bár a szlovák munkaerő-állomány ismét 2 százalékos ütemben bővült, az ország még mindig magas, 10,7 százalékos munkanélküliségi rátával küzd, ami strukturális változások hiányában hosszú távon is fennmaradhat.

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



Forrás: Eurostat

Az Európai Bizottság legfrissebb prognózisa alapján mind az eurózónában, mind az unióban tovább folytatódhatnak a kedvező munkaerőpiaci folyamatok. 2016-ban a foglalkoztatás bővülése mindkét régióban 0,9 százalékot tehet ki, 2017-ben az eurózóna állománybővülési rátája 1 százalékra emelkedhet. A foglalkoztatás további javulása mögött elsősorban konjunkturális hatások állnak, a kibocsátási rés záródását követően jelentősen csökkenhet a foglalkoztatás bővülése az öreg kontinensen. A foglalkoztatással szemben a

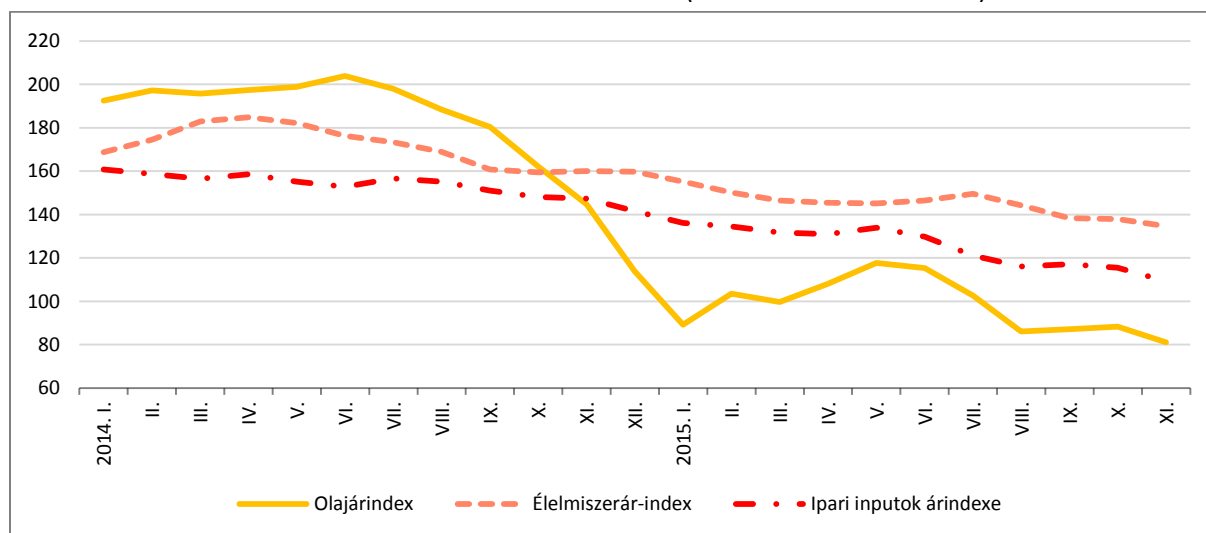
munkanélküliségi ráta várhatóan lassabban javulhat: a bizottság az unióban és az eurózónában is 0,3 százalékpontos éves javulást feltételez a következő két év során.

A bizottság várakozása szerint a következő két évben a visegrádi hármak között is folytatódik a munkaerőpiac élénkülése, ám jelentős javulás mindössze Szlovákiában várható. Északi szomszédunk munkanélküliségi rátája 2017 végéig fokozatosan 10 százalékgig csökkenhet, amit támogathat a kormányzat minimálbér-emelése és a munkáltatók járulékfizetési kötelezettségének csökkentése is. Csehországban a munkaképes korú lakosság csökkenése miatt nem várható a foglalkoztatás további jelentős bővülése, ám a női és idősebb munkavállalók növekvő munkaerőpiaci részvétele miatt a cseh munkaerő-állomány várhatóan szinten maradhat. Lengyelországban a foglalkoztatás bővülését elsősorban az újonnan a munkaerőpiacra lépők generálhatják, a munkanélküliségi ráta a következő két évben csak kissé ingadozhat.

Infláció és monetáris kondíciók

A fejlett államokban a fogyasztói árak változását továbbra is főként az alacsony olajár határozza meg, ám a világgazdaság lassuló növekedése is komoly lefelé mutató inflációs kockázatot indukál. Szeptember és december között a nyersolaj világpiaci ára a 40–50 dollár közötti sávban mozgott, ám november végére a hordónkénti ár augusztus után ismét 40 dollár alá süllyedt. Az alacsony olajár közvetve, a csökkenő ipari árakon és mérséklődő importált infláción keresztül is csökkenti a fogyasztói árak éves változásának ütemét, ami miatt az unió több államában is nyomottak maradtak a maginflációs folyamatok.

5. ÁBRA: NYERSANYAGÁRINDEXEK (2005 = 100 SZÁZALÉK)



Forrás: IMF Primary Commodity Prices

Novemberben az IMF olajárindexe közel hétéves minimumra csökkent, a mutató legutóbb a világgazdasági válság kitörését követően tartózkodott hasonló mélységben. Az utóbbi hónapokban meredeken csökkent az élelmiszerek kompozit ára, ami szintén közvetlen,

negatív hatással van az inflációra: a novemberi index értéke 16 százalékkal maradt el az egy évvel ezelőtti mértéknél. Főként a fejlődő országok korábban lassabb ütemű ipari kibocsátása folytán a mezőgazdasági nyersanyagokat és ipari fémeket tömörítő ipari inputok árindexének trendszerű csökkenése is folytatódott, a mutató értéke éves összevetésben háromnegyedére zsugorodott.

Az Egyesült Államokban április óta pozitív tartományban tartózkodik a fogyasztói áruk éves változása, egyedül szeptemberben mértek változatlan árindexet. Októberben 0,2 százalékos inflációt regisztráltak az amerikai gazdaságban, a nyomott inflációs környezet szinte kizárólag az egy év alatt 17,1 százalékkal csökkenő energiaárak következménye: az élelmiszerek ára átlagosan 1,6, míg a szolgáltatásoké 2,8 százalékkal drágult. Az USA maginflációs mutatója ezért viszonylag magas, 1,9 százalékos értéket vett fel októberben, és a fogyasztóiár-index jelentős ingadozása ellenére sem mozdult ki az elmúlt egy évben mért 1,6 és 1,9 százalék közötti sávjából.

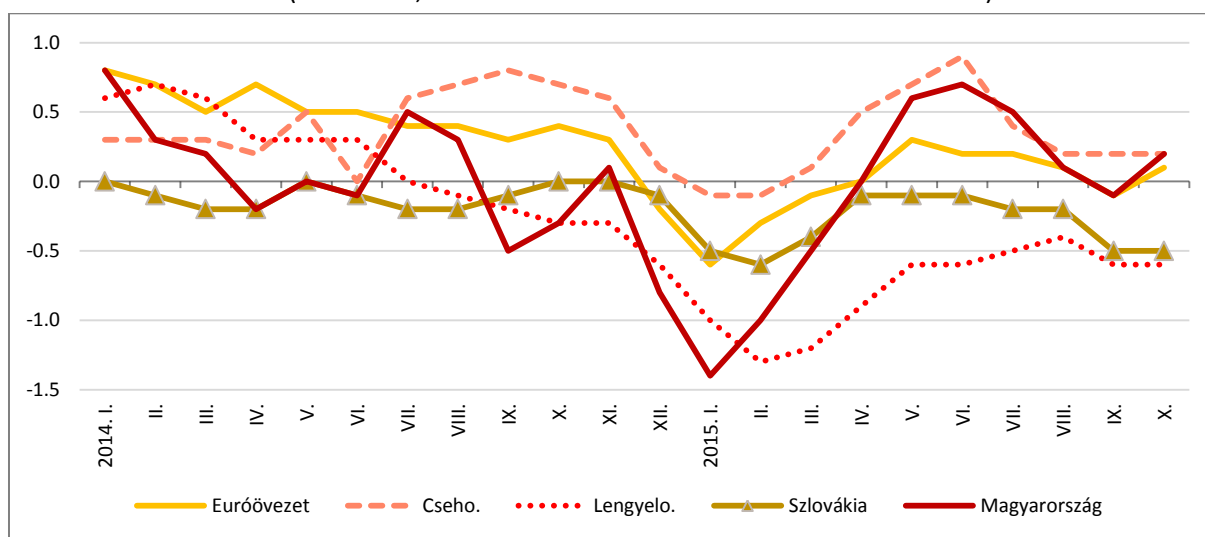
Az elmúlt hónapokban mind az unió, mind az eurózóna gazdaságát nulla közeli infláció jellemezte. Szeptemberben $-0,1$ százalékos inflációt mértek mindkét övezetben, így március után ismét negatív tartományba süllyedt a fogyasztói áruk éves változása. Október során az unióban már változatlan árindexet regisztráltak, míg az eurózónában 0,1 százalékra nőtt az inflációs ráta, ami főként a tavalyi év alacsony bázisának következménye. Az Egyesült Államokhoz hasonlóan a nyomott inflációs környezet főként a csökkenő energiaárak következménye: mind az élelmiszer, mind a szolgáltatások és az energiaszűrt ipari áruk is növekedtek 2014 és 2015 októbere között. Az utóbbi hónapokban így a maginflációs ráták mindkét régióban stabilan 0,8 és 1 százalék között ingadoztak, ami alapján bár komoly deflációs veszély nem fenyegeti az öreg kontinenst, a fogyasztói áruk mérsékelt dinamikája tartósan fennmaradhat.

Az Európai Bizottság előrejelzése szerint az infláció az EKB 2 százalékos célértéke alatt maradhat az előrejelzési horizont egészén. A javuló munkaerőpiaci folyamatok és a gazdasági növekedés miatti élénkülő kereslet az áruk növekedésének irányába mutat, ám ezt az elkövetkező két évben várhatóan jelentősen fékezhetik az alacsony ipari nyersanyagárak és a mérsékelt importált infláció hatásai is. Összességében 2016 során az unióban 1,1, míg 2017-ben átlagosan 1,6 százalékgig növekedhet az inflációs ráta.

Az unióhoz hasonló inflációs folyamatok jellemezték a visegrádi három gazdaságát is. A három állam közül az elmúlt negyedekben a legnagyobb volatilitású árindex Csehországot jellemezte, ahol június és augusztus között 0,9 százalékról 0,2 százalékra esett az inflációs ráta, amelyről aztán három hónapja nem mozdult el a cseh fogyasztói áruk éves változása. Az infláció csökkenését nem egyedül a nyomott energiaárak indukálták, amit jól példáz, hogy három hónap alatt 1-ről 0,7 százalékra csökkent a cseh maginfláció. Szlovákiában közel egy éve csökkennek a fogyasztói áruk, a szeptemberi és októberi 0,5 százalékos pénzromlási ütemnél február óta nem mértek alacsonyabbat. Októberben északi szomszédunk

maginflációs mutatója is évek óta nem látott mélységbe, 0,1 százalékra csökkent, ami alapján a defláció komolyan fenyegeti a szlovák gazdaságot. Szlovákiához hasonlóan Lengyelországban is igen nyomottak az inflációs alapfolyamatok, a lengyel maginfláció az elmúlt egy évben mindössze 0,1 és 0,4 százalék között mozgott, ami hosszabb távon fennmaradó deflációs környezetet valószínűsít. Az utóbbi hónapokban Lengyelországban is tovább, -0,6 százalékra csökkent az inflációs ráta, ami 2014 júliusa óta negatív tartományban tartózkodik.

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



Forrás: Eurostat

Bár legutóbbi, december 3-ai ülésén az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa változatlanul hagyta irányadó rátáját, ám 10 bázispontos vágással, -0,3 százalékra csökkentette betéti kamatlábát, mellyel a bankrendszer likvid forrásainak hitel- és állampapírpiacra áramlását kívánja ösztönözni. A kormányzótanács hat hónappal kitolta mennyiségi lazítási programjának végpontját, így az EKB már 2017 márciusáig tartja fenn havi 60 milliárd eurós felvásárlási keretét. Az utóbbi hónapok jegybanki nyilatkozatai miatt a program bővítésének üteme elmaradt a várakozásoktól, mely a havi felvásárlási keret 10 milliárd euróval való bővítését valószínűsítette. Jól szemlélteti a túlfűtött, a mennyiségi lazítás jelentős kiszélesítését váró piaci hangulatot, hogy a hét hónapos csúcsig erősödő dollár pár óra alatt 1,053-ról 1,096-es árfolyamig gyengült az euróhoz képest. A várt bejelentés elmaradása jelentős hitelességi veszteséget okozott az Európai Központi Banknak, mely eddig híres volt előremutató monetáris politikájáról – maga Draghi is elismerte, hogy a piaci hangulat túlfűtöttségének kialakulásához jelentősen hozzájárultak a kormányzótanács megnyilvánulásai is.

Az előzetes piaci várakozásoknak megfelelően az amerikai jegybanki feladatokat betöltő Fed Nyíltpiaci Bizottsága decemberi ülésén 2006 után ismét kamatot emelt, irányadó rátáját hét

év után mozdította el a technikai zérónak tekintett 0–0,25 százalékos sávba. A kamatemelési ciklus kezdetét, és a ráta 0,25–0,50 közötti sávba emelkedését a javuló inflációs és munkaerőpiaci folyamatok támogatták. Az USA maginflációs mutatója az elmúlt egy évben stabilan 1,6 és 1,9 százalékos körül ingadozott, ami alapján az inflációs alapfolyamatok alig maradnak el a Fed 2 százalékos célértékétől, miközben az amerikai gazdaságban a munkanélküliségi ráta novemberben a válság óta nem látott szintre, 5 százalékra csökkent. A kamatemelés rövidtávon várhatóan tovább erősíti a dollár árfolyamát, ami az elmúlt öt évben így is átlagosan 22 százalékkal értékelődött fel a főbb globális fizetőeszközökkel szemben.

A Cseh Központi Bank novemberi kamatdöntő ülésén sem változtatott irányadó rátáján, ami így 2012 októbertől 0,05 százalékos. A cseh jegybank előrejelzése szerint a monetáris politikai döntéshozatal során alkalmazott adószűrt maginfláció 2017 végéig a 2 százalékos cél alatt maradhat, ami a laza monetáris kondíciók további fenntartását vetíti előre. Az igazgatóság döntése alapján 2016 végéig fennmarad a jegybank által követett árfolyamszabály, ami alapján a központi bank nem engedi, hogy 27 korona/euró szint alá erősödjön a cseh fizetőeszköz.

Decemberi ülésén a lengyel jegybank monetáris tanácsa sem változtatott 1,5 százalékos irányadó rátáján, ami megítélése szerint garantálja az ország fenntartható gazdasági növekedését. A tanács szerint a következő negyedévekben is alacsony inflációs környezet jellemezheti a lengyel gazdaságot: bár az eurózóna kibocsátása visszatér potenciális szintjéhez, és a kedvező lengyel munkaerőpiaci folyamatok is az infláció emelkedése irányába hatnak, a fejlődő országok miatti lassuló globális növekedés következtében a nyersanyagárak 2016-ban is nyomottak maradhatnak.

Pénzügyi folyamatok

Az EKB legfrissebb októberi hitelezési körképe szerint a bankszektor tovább enyhítette hitelezési feltételeit a vállalati és személyi kölcsönök területén, de várakozásunknak megfelelően szigorította a lakáscélú hitelezés terén. Habár a banki verseny a feltételek enyhítését indukálta, a lakossági lakáshiteleknél a bankok szigorítottak, amit a hazai szabályozási környezettel indokoltak (egyéb kategória). A nyomott inflációs környezet és a nagyfokú pénzügyi likviditás hatására mind az egy napos kölcsönügyletek kamatlábát kifejező EONIA-, mind a három hónapos euró LIBOR-kamatláb is negatív tartományban tartózkodott és csökkent a harmadik negyedévben.

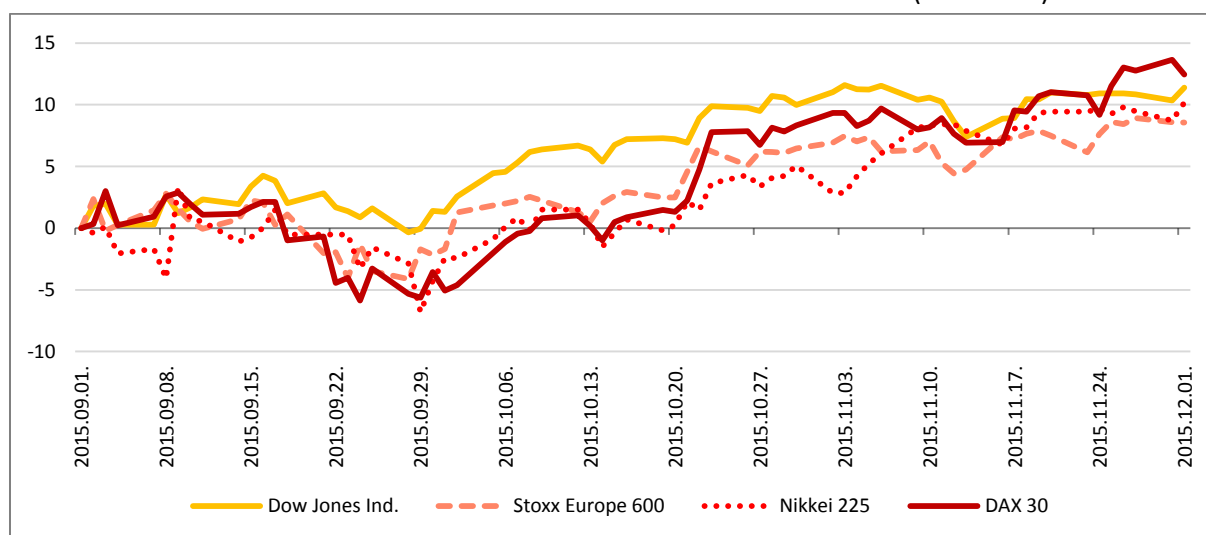
Az elmúlt időszakban a nemzetközi pénz- és tőkepiacon két nagyon fontos esemény zajlott le. Az egyik a Volkswagen emissziós botránya, amely éreztette hatását a VW egyedi árfolyamában, de a német tőzsdére és a nemzetközi tőzsdékre csak mérsékelt és rövid gyengítő hatást fejtett ki. A másik a dollár árfolyamának nagyon jelentős erősödése volt az euróval szemben, amelyet a Fed és az EKB (elmaradt) intézkedései generáltak. A Fed ugyanis

ősi ülésein nem emelt kamatot, az EKB pedig folyamatosan a következőkben bejelentendő intézkedések kommunikálásával érezte a monetáris lazítás folytatódását. A kettő eredőjeként a várt dollár-kamatemelés közeledése és az EKB monetáris lazításának folytatódása a dollár erősödését váltotta ki a devizapiacra. A következőkben elsősorban a fenti két eseménysorozat befolyásoló szerepének jelentőségét elemezzük a tőzsdén, az állampapírpiacon és a devizapiacra.

A VW-botrány hatásait vizsgálva érdemes megnézni a német és néhány egyéb nagy tőzsde teljesítményét a kirobbanástól (2015. szeptember 21.) eltelt időszakban, továbbá a német és néhány ország 10 éves állampapírpiacon hozamait és az állampapírok csődkockázatát mérő CDS-felárakat. Ezeket az indikátorokat felhasználva ugyanis megállapíthatjuk, hogy mennyiben tekinthető a VW emissziós botránya egyedi vállalatot érintő, illetve adott részvényt piacot elérő vagy az állampapírok hozamaiban és az egyes országok CDS-feláraiban is megmutatózó eseménynek.

A részvényt piacot elemezve az látszik, hogy a német tőzsdeindex (DAX 30) szeptember elejéhez képest a botrány hatására 6 százalékos esést, ugyanakkor október közepére már visszatért a kiinduló értékére, sőt napjainkban az esés előtti értékéhez képest már 13 százalékos pluszban jár. A VW botránya tehát csak átmenetileg gyakorolt hatást a német tőzsde alakulására. A VW részvényei ugyanakkor jelentősen estek: közel 40 százalékos mélyrepülést mutatott az árfolyam, amely bár október közepére valamelyest korrigált, azóta újból folyamatos lecsúszás tapasztalható. A kompozit tőzsdeindexek visszaesésének mértéke így jelentősen alatta maradt a kínai tőzsdéknél okozta nemzetközi tőkepiaci ingadozásnak.

7. ÁBRA: VEZETŐ TŐZSDEINDEXEK ÉRTÉKÉNEK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



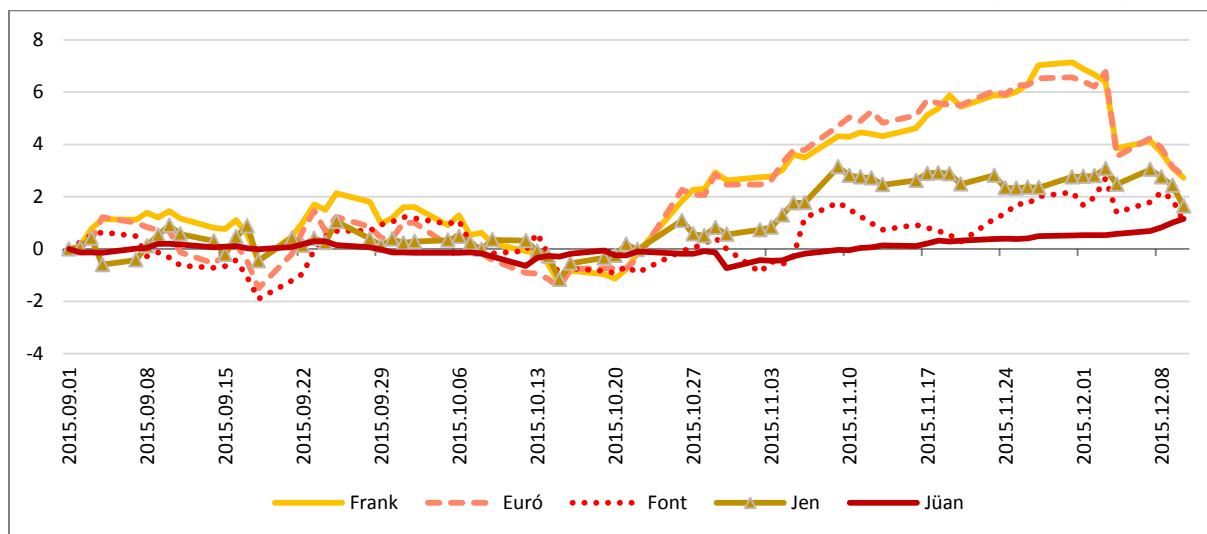
Forrás: Thomson Reuters

Az látszik, hogy szeptember utolsó hetének mélypontjai után a fejlett tőzsdék emelkedésnek indultak, és jelentős, 10–20 százalékos pluszt tudhatnak magukénak. Az év egészét tekintve

az amerikai nem emelkedett, de a többi vizsgált index jelentős, 5–15 százalékos pluszban van.

A november elején napvilágot látott nagyon kedvező amerikai munkaerőpiaci adat megismerése után jelentősen erősödtek a tőzsdék, hiszen a kamatemelési várakozások felerősödtek. A dollár erősödése és az euró gyengülése jó hatással lehet az európai exportpiaci vállalatokra, így az európai indexek is emelkedéssel reagáltak az adat megjelenésére.

8. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: Thomson Reuters

A devizapiaci eseményeket vizsgálva egy nagyon erős dollárpozíció épült fel, bízva abban, hogy a dollár esetében kamatemelés következik a Fed részéről december 16-án annak következtében, hogy a Fed korábbi ülésein, szeptember 16–17-én és október 27–28-án sem változtatott irányadó kamatán. Mindeközben az EKB-től szárnyra kaptak olyan piaci hírek, amelyek a QE határidejének fél évvel történő meghosszabbítását, a mennyiség növelését (akár 80 milliárd eurós összegig) és a jegybanki betéti kamatok csökkentését tartalmazták. Az EKB azonban december 3-i ülésén a havi 60 milliárd eurós mennyiségen nem változtatott, csak a mennyiségi lazítás idejét tolta ki 2017. március végéig. A piac ezt kevésnek érezte, és a devizapiac az euró erősödni kezdett a dollárral szemben.

A 10 éves állampapírpiacra a vizsgált országok mindegyikében estek a hozamok. A további monetáris lazítási várakozásokkal indokolhatóan szeptember elejéhez viszonyítva jelentősen estek a német (34 bázispont), a francia (37 bp), a spanyol (64 bp), a portugál (44 bp), az olasz (57 bp) és legnagyobb mértékben a görög (159 bp) 10 éves állampapírok hozamai.

Az 5 éves CDS-felár, amely az államcsőd kockázatát mérő mutató, szeptember során mindösszesen 1,5 bázispontot emelkedett, és 14,1 bázisponton tetőzött Németországban. Ezt követően azonban december elejére 2 bázispontot csökkent. Németországban nyilvánvalóan az autóiipari vállalatok csőd-kockázatának növekedése éreztette hatását az

államcsőd kockázatában, de ennek mértéke rendkívül kicsi volt. A német kockázati felár az év eleje óta csökkenő trendet követ, amelyet talán legnagyobb mértékben a görögországi hitelmegállapodás eseményei befolyásoltak. Pénzpiaci szempontból a VW-válság tehát egy izolált jelenség maradt, a piacok nem kezdték el büntetni érdemben sem Németországot, sem pedig a német autóiparhoz szorosan kapcsolódó kiszolgáló országokat. Általánosságban a szeptember eleji és december eleji közötti időszakban az állampapírhozamok alakulásának megfelelően a CDS-felárok is mérséklődtek. Görögországban volt a legjelentősebb a folyamat: a magas bázisról 35 százalékkal, 883 bázispontra csökkent a mutató. Spanyolországban 91-ről 75 bázispontra, míg Franciaországban 30-ról 25 bázispontra mérséklődött a mutató értéke.

Az IMF 2015. november 30-án döntött arról, hogy 2016. október 1-jétől kezdődően bekerül az SDR kosarába a kínai jüan. A súlya 10,92 százalék lesz, ezzel a dollár és az euró mögött a harmadik legnagyobb súlyú deviza lesz, amivel így nagyobb szerepet kap, mint az angol font és a japán jen. A döntéstől azt várjuk, hogy a kínai fizetőeszköznek megnő a szerepe számos ország jegybanki devizatartalékában, azaz a jüan tartalékvaluta szerepe nő, és a nemzetközi kötvénypiacokon is előtérbe kerül a szerepe.

Fiskális politika

Az Európai Bizottság őszi kiadványában változatlanul hagyta a 2015-re vonatkozó euróövezeti hiánymutató várható alakulását, így 2 százalékos deficitel számol továbbra is. 2016-ban a bizottság, 0,1 százalékponttal rontva korábbi előrejelzésén, 1,8 százalékos hiányt vár az euróövezet egészében. Az EU-ra vonatkozó prognózis szerint a régió GDP-arányos hivatalos költségvetési hiánya idén 2,5, míg jövőre 2 százalékra mérséklődik. Az előrejelzés megegyezik a májusban közölttel. A bizottság várakozása szerint tehát az EU 28 egészében 2015-ben és 2016-ban egyaránt 0,5 százalékponttal javulhatnak a hivatalos hiánymutatók.

Az egyes országokra vonatkozó idejű előrejelzéseket vizsgálva Görögország költségvetési egyenlegén hajtották végre a legnagyobb módosítást. A májusban közölt 2,1 százalékos hiány után ősszel 4,6 százalékra rontották az előrejelzést a bizottsági szakértők. Ennek legfőbb oka, hogy az elmúlt fél év folyamán a bizonytalanság és ezzel párhuzamosan a pénzügyi kondíciók jelentős romlása ismét mély recesszióba taszította az országot. A másik fontos tényező, hogy a hitelezőkkel történő megállapodás során lazítottak az elvárt fiskális konszolidáció ütemén.

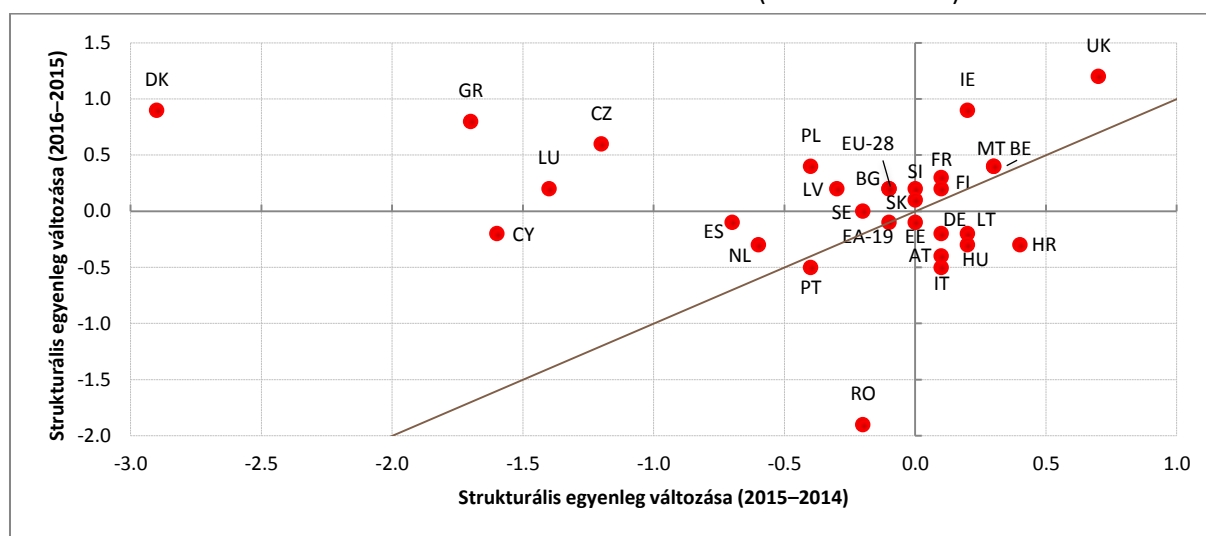
Jelenleg kilenc ország tartozik túlzottdeficit-eljárás (EDP) alá. Franciaország és Spanyolország figyelmeztetésben részesült a bizottságtól, mivel kérdéses, hogy időben teljesíteni tudja-e a stabilitási és növekedési paktum elvárásait. Ezzel szemben Szlovénia és Írország esetében a bizottság úgy találta, hogy 2016-ban kikerülhetnek az EDP alól. Görögország és Ciprus fiskális politikáját a korábban megítélt pénzügyi mentőcsomagért cserébe felügyeli a bizottság, így

ők egyedi elbírálás alá esnek. Portugália esetében csekély esélyét látjuk, hogy jövőre megszűnjön az EDP.

Az EU jövő évi költségvetési folyamatait illetően az előző évvel megegyező ütemben folytatódhat a kiigazítási sorozat, így 2 százalékra csökkenhet az államháztartási hiány. A deficit lefaragása a kiadások jelentős, a GDP arányában mérve 0,8 százalékos mérséklésének és a bevételek 0,3 százalékos csökkenésének eredménye. Ezt az átlagot jóval meghaladva javít egyenlegén az Egyesült Királyság és Spanyolország, de előbbi várhatóan így sem kerül ki az EDP alól. Jövőre így négy ország nem tesz eleget a maastrichti hiánykritériumnak.

A diszkrécionális költségvetési intézkedések mértékéről a strukturális hiánymutató változása ad megfelelő képet, mivel azt nem torzítják egyszeri intézkedések és ciklikus hatások. A strukturális deficit 2015-ben várhatóan 0,1-0,1 százalékponttal romlik az eurózónában és az EU-ban. 2016-ban hasonló folyamat várható az eurót használó országok körében, míg az EU egészében 0,2 százalékponttal mérséklődhet a strukturális hiány. A két régió közötti eltérést elsősorban az Egyesült Királyságban és Dániában várható jelentős kiigazítás magyarázza.

9. ÁBRA: A 2015-ÖS ÉS A 2016-OS KIIGAZÍTÁS MÉRTÉKE A STRUKTURÁLIS HIÁNYMUTATÓK ALAPJÁN AZ UNIÓ TAGÁLLAMAIBAN (SZÁZALÉKPONT)



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Autumn 2015, Századvég-számítás

Az országok túlnyomó többsége már csak mérsékelt, 0,5 százalékpont alatti költségvetési intézkedést hajt végre. Ugyanakkor jelentős eltérések mutatkoznak a fiskális politika irányultsága szerint. Hat olyan országot találunk, köztük Magyarországot is, ahol a strukturális mutatók alapján a 2015. évi enyhe szigorítást követően jövőre lazítás várható (vagyis romlik a strukturális egyenleg). Hét ország pont ellentétes stratégiát követ, vagyis az idei évi lazítást követően jövőre szigorúbb fiskális politikát folytat.

Az adósságráták alakulására vonatkozó prognózisok alapján a tavalyi évi tetőzést követően az elkövetkező években a GDP-arányos államadósság-ráta lassú csökkenése várható az euróövezetben és az Európai Unióban egyaránt. A tavaszi előrejelzéshez képest csak

minimális módosítást hajtott végre a bizottság, míg a 2016. évi kilátásokat mindkét régió esetében rontotta. Az euróövezet mérsékelten javuló adósságrátája mögötti legfőbb tényező a kamatkidadások csökkenése, a gazdasági teljesítmények és az infláció fokozódása, miközben a kamatfizetéstől megtisztított elsődleges egyenleg romlik. Ezzel szemben az EU egészét tekintve már dinamikusabb csökkenés várható, mivel itt 2016-ban a szigorúbb fiskális politika hatására az elsődleges egyenlegek javulása is hozzájárul az adósságállomány leépítéséhez.

Az elmúlt évek felelősebb fiskális politikájának és a mérsékelten javuló konjunktúrának köszönhetően 2016-ban 11 uniós tagállam teljesíti a maastrichti 60 százalékos adósságküszöböt, ugyanannyi, mint 2015-ben. 2014 és 2016 között a tagállamok pontosan felében csökken az adósságráta, miközben a másik felében, egy-két kivételtől eltekintve, lassuló ütemű növekedés várható. A legnagyobb adósságemelkedés Görögországban és Horvátországban várható, míg a legnagyobb csökkenést Írország és Ciprus mutathatja fel.

A magyar gazdaság jelenlegi helyzete

A hazai növekedés alakulása

A magyar gazdaság éves növekedési üteme 2015 III. negyedévében tovább csökkent. A visszafogott teljesítmény a szeptemberi prognózisunkhoz képest negatív meglepetést okozott, mivel az előző negyedévvel közel megegyező bővülésre számítottunk. A KSH által regisztrált 2,4 százalékos éves bázisú GDP-növekedés egyben azt is jelenti, hogy az első kilenc hónap alatt 2,8 százalékkal nőtt a gazdaság teljesítménye. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított negyedéves bővülés 0,6 százalék volt, ami felülmúlja az előző két negyedév 0,5 százalékos ütemét. A magyar gazdaság a III. negyedévben mutatott teljesítménye alapján továbbra is dinamikusabban bővült, mint az EU egésze, de a régiós versenytársaktól jelentősen leszakadtunk.

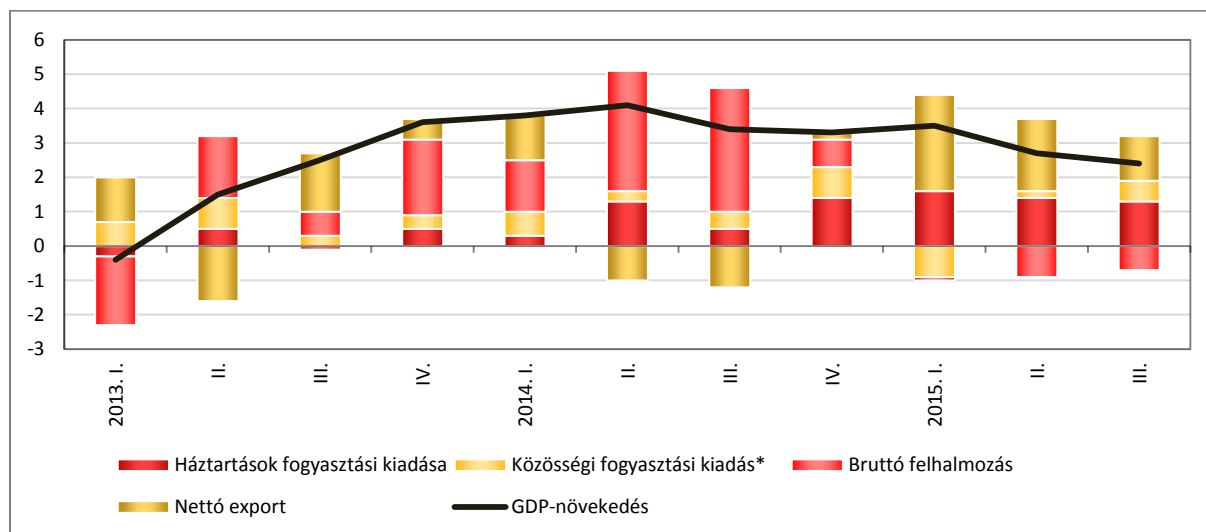
A GDP felhasználási oldalán a külső tételekben őszi előrejelzésünkhöz képest az import esetében lassabb, míg a kivitel tekintetében erőteljesebb növekedést regisztrált a KSH a III. negyedévben. Ez egyben azt is jelenti, hogy a nettó export növekedési hozzájárulása is markánsabb volt a várakozásunknál. Az exportvolumen 7,6 és az import 6,8 százalékos emelkedése elmarad az előző negyedévi teljesítményektől, vagyis mindkét külső tétel esetében lassulásról számolnak be a mutatók, ahogyan erre szeptemberben számítottunk is. Az export teljesítménye mögötti egyik fő tényező a leértékelődő forint miatt kialakult 0,5 százalékos cserearány-javulás. A részletes adatok alapján a szolgáltatások kivitele (beleértve az idegenforgalmat) nagyobb mértékben bővült, mint a termékexport, sőt a növekedés üteme erősödött is az előző negyedévhez képest. A termékexport lassulása a nyári ipari leállásokkal hozható összefüggésbe. Termékcsoportok szerint vizsgálva a kivitel emelkedése főként a gépek és szállítóeszközök, valamint a feldolgozott termékek kereskedelmére vezethető vissza. A járműgyártás kiviteli teljesítménye továbbra is két számjegyű bővülést mutat: az autóiipari botrány a III. negyedévben még nem éreztette hatását. A kereskedelem legfőbb relációja Németország. Az autóiipari beszállítói ágazatok is jó kiviteli teljesítményt nyújtottak. A feldolgozott termékek esetében a gyógyszeripari és az autóiipari áruk kivitele bővült átlagon felül.

A hazai import volumenének III. negyedévben tapasztalt lassuló ütemű növekedése az energiahordozók behozatalának bő 10 százalékos visszaeséséhez köthető. A csökkenő nyersanyagárak ellenére is mérséklődött a kőolaj és a gáz importja. A többi fontosabb árufőcsoportban az év/év növekedés gyorsult. A gépek és szállítóeszközök importjának növekedését a közúti járművek és járműalkatrészek behozatala vezérelte. A feldolgozott termékek között a gyógyszer- és az autóiipari termékek importja élénkült jelentősen.

A nettó export változása 2015 III. negyedévében 1,3 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét. Ezzel már az év eleje óta csökken a külkereskedelem konjunktúrában

betöltött szerepe, vagyis a növekedés súlypontja lassan a belső tételre helyeződik át. A belföldi felhasználás összességében 1,2 százalékponttal segítette a magyar GDP növekedését, ami duplája az első és második negyedévekben tapasztalt hozzájárulásnak. Ezzel a július–szeptemberi időszak kiegyensúlyozott növekedési szerkezetet mutatott.

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. III. negyedévében 2,7 százalékkal bővült éves, míg 0,5 százalékkal negyedéves szinten (szezonálisan és naptárhatással kiigazítva). A fogyasztás dinamikája ezzel lassuló, szemben az ősszel általunk felvázolt erőteljes fogyasztásbővüléssel. Ennek két okát látjuk, melyek közül az első a gazdaság jelentős fehéredése. A kiskereskedelmi forgalom dinamikus bővülése ugyanis nem jelent meg a háztartások fogyasztásában, ami arra utalhat, hogy előbbi mutatóban továbbra is jelentős lehet az online pénztárgépek miatti hatás. A másik ok, hogy a rendelkezésre álló jövedelem nem bővült akkora mértékben, mint számítottuk, ugyanis a banki elszámolás során jelentős összegek ragadtak be az október végén lezárult perek miatt. Az itt felhalmozódó források csak az év végétől, a jövő év elejétől bővíthetik a lakosság elkölthető jövedelmét. A fogyasztás bővülése emellett jelentősen elmarad a rendelkezésre álló jövedelem bővülési ütemétől. A családi adókedvezményekkel számított nettó reálbér ugyanis kalkulációnk szerint 4,4 százalékkal bővült a III. negyedév folyamán. Mindezek alapján a háztartások adósságállományának leépítése és az óvatossági megtakarítások korlátozzák a fogyasztási kiadásokat.

A háztartások aggregált bizalmi indexe 2015. július–szeptemberben enyhén romlott az előző negyedévhez mérve. A 2014 tavasza óta tartó negatív trend azonban az őszi hónapokban megtörni látszik: az indikátor október és november folyamán markánsan javult, bár még mindig a negatív tartományban áll (vagyis a lakosság többsége inkább pesszimista). Az egyes részmutatók szinte mindegyike pozitív irányban változott. A várható általános gazdasági és a

pénzügyi helyzet jövőbeni megítélésére vonatkozó mutatók emelkedése, összhangban a jobb munkaerőpiaci várakozásokkal, mindenképpen kedvező előjel lehet a következő negyedévek fogyasztási kilátásaira nézve. Levonhatjuk továbbá azt a következtetést is, hogy a lakosság érdemben még nem érzékeli a gazdaság lassulását.

Idén július–szeptemberben a nemzetgazdaság beruházási volumene ismét visszaesett, 1,5 százalékkal éves bázison, így önmagában 0,3 százalékponttal mérsékelte a gazdasági növekedést. A negyedév/negyedév visszaesés – szezonálisan kiigazítva – 0,8 százalékot tett ki a III. negyedévben. Ez erős negatív meglepetés jelentett az őszi várakozásunkhoz képest, amikor is arra számítottunk, hogy az év második felében az uniós forráslehívások még képesek lesznek lökést adni a bruttó állóeszköz-felhalmozásnak. Az első három negyedévben összességében stagnáltak a beruházások az előző év azonos időszakához képest. Az általunk várt erős utolsó negyedév azonban még pozitívba fordíthatja a mérleget.

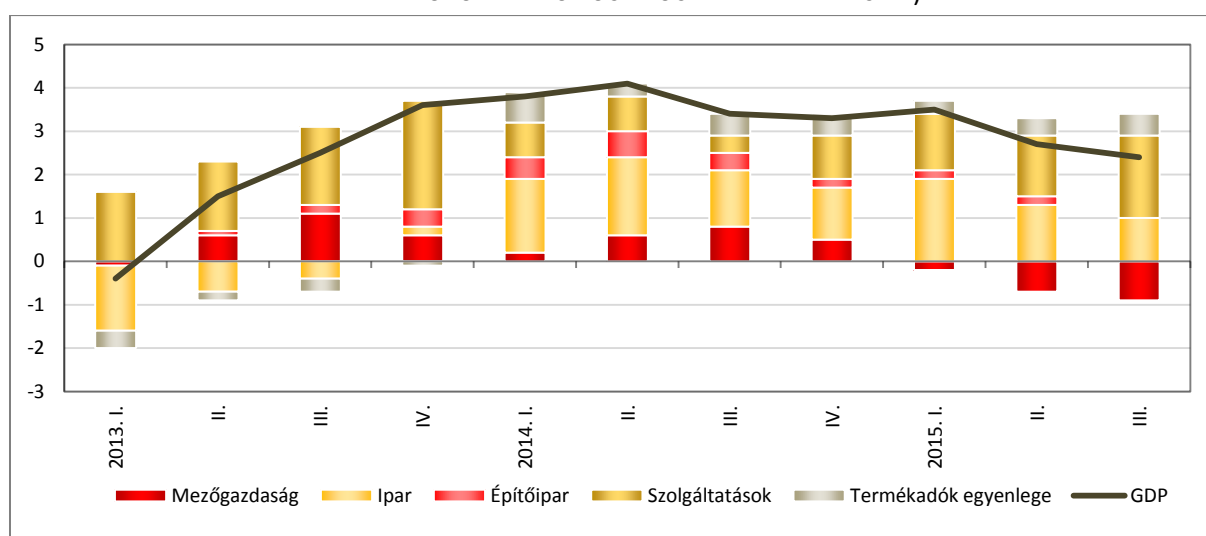
A költségvetési szféra beruházásainak volumene 2015 III. negyedévében 22,4 százalékkal bővült, vagyis erősödött a felhasználás az előző negyedévhez képest. A korábbi negyedévekkel ellentétben ez már nem az uniós források okozta bővüléshez köthető, hanem csupán egy átmeneti pozitív sokk hatása: a határvédelemmel kapcsolatos beruházások jelentős felfutása a magyarázat. A versenyszféra esetében július–szeptemberben 7,6 százalékkal zsugorodott a beruházás volumene éves összevetésben, ami elsősorban az előző év magas bázisának a következménye, melyet a feldolgozóipari nagyberuházások okoztak. Szintén szerepet játszhatott a visszaesésben az NHP II. lassú kifutása is, mivel a program lezárultánál közeledtével a vállalatok beruházási célra igényelt forrásfelhasználása csökkent az előző év azonos időszakának bázisán. Az anyagi-műszaki összetétel szerint vizsgálva az építési beruházások 2,4, míg a gép- és berendezésberuházások 4,4 százalékkal estek vissza éves szinten.

A beruházások III. negyedévi alakulása iparáganként szintén alátámasztja az a képet, miszerint az uniós források szerepe halványodik, és csak egyedi tényezőknek köszönhető a költségvetési beruházások bővülése. A szállítás, raktározás nemzetgazdasági ág beruházásainak volumene szűk 13 százalékkal csökkent. Itt jelennek meg az infrastrukturális fejlesztések, amelyek bár továbbra is zajlanak, az előző évi magas bázist már nem tudták túlnőni. Jelentősen nőttek viszont a beruházások a villamosenergia-, gáz-, gőzellátás területén, amiben az EU-s források szintén szerepet játszanak. A közigazgatás, védelem ágban közel 64 százalékos volt a bővülés, összhangban a határvédelmi intézkedésekkel. A versenyszféra legjelentősebb területén, a feldolgozóiparban 6,5 százalékkal estek vissza a beruházások az egyedi nagyberuházások kifutása miatt. Az NHP telítődésének hatása a mezőgazdaság (–39 százalék) és a kereskedelem (–9,8 százalék) területén mutatkozik meg, ők voltak ugyanis a legfőbb felhasználók. Az élénkülő ingatlanpiaccal összhangban viszont közel 10 százalékkal nőttek az ingatlanügyletek ág beruházásai.

A hazai gazdaság 2015. III. negyedévi teljesítménye a termelési oldalon alátámasztotta azt a képet, ami a havi frekvenciájú adatokból is kiolvasható volt. Az agrárium visszaesése mellett a szekunder szektor területén általánosságban lassulás volt megfigyelhető, miközben a szolgáltató szektor növekedése dinamizálódott.

A mezőgazdaság bruttó hozzáadott értéke a III. negyedévben 18,4 százalékkal zuhant éves összevetésben. Ennek oka egyrészt a rendkívüli nyári forróság és aszály, valamint a tavalyi jó mezőgazdasági év biztosította magas bázis. A mezőgazdaság önmagában 0,9 százalékponttal mérsékelte az éves GDP-növekedést, vagyis jövőre egy átlagos mezőgazdasági év is már jelentős gazdaságbővítő tényező lehet.

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



Forrás: KSH

Az építőipar hozzáadott értékének volumene a III. negyedévben 0,5 százalékkal zsugorodott éves bázison, az előző negyedévhez képest, szezonálisan kiigazítva pedig 3,7 százalék volt a visszaesés. Az építőipar 2013 első negyedéve után először nem tudott érdemben hozzájárulni az ország bruttó hazai termékének bővüléséhez. A gyenge III. negyedév tükrözi a havi termelési statisztikák eredményeit, vagyis nem jelentett meglepetést. A visszaesésben – ahogyan a felhasználási oldalon a beruházási teljesítményben – az uniós források csúcsra járatása a meghatározó, pontosabban annak magas bázist okozó hatása. A források jövő évi beszűkülésével és a nagy ipari beruházások kifutásával párhuzamosan az ágazat rendelésállománya továbbra is rendkívül alacsony. Szeptember végén 49 százalékkal maradt el a volumen az előző évitől. Ennek ellenére úgy véljük, hogy egy erősebb utolsó negyedév még benne van a szektorban, így az év egészében mindenképp pozitív lesz az ágazat növekedési hozzájárulása.

Mindazonáltal jövőre a realitás az, hogy az építőipari teljesítmény visszafogja majd a gazdaság teljesítményét. A III. negyedévben mindkét építményfőcsoport, vagyis az épületek

és az egyéb építmények építése is csökkent. Mindkét esetben 0,5 százalékos alatti volt a termelés éves visszaesése. Ebben meghatározó szerepet játszott a kiemelkedően jó szeptemberi teljesítmény, ami alátámaszthatja azt az általunk várt képet, hogy az utolsó negyedévben még lendületet kaphat az ágazat az uniós forráslehívással összefüggő hajrá miatt. Az épületek építése esetében ugyanakkor kedvezőtlen képet fest, hogy a lakásépítés július–szeptemberben éves bázison bő 15 százalékos visszaesést mutatott. Ezzel szemben a kiadott lakásépítési engedélyek száma az év elejétől számítva 24 százalékkal emelkedett. Mindez tehát árnyalja azt a kedvezőtlen képet, amit a teljes szerződésállomány alakulása mutat.

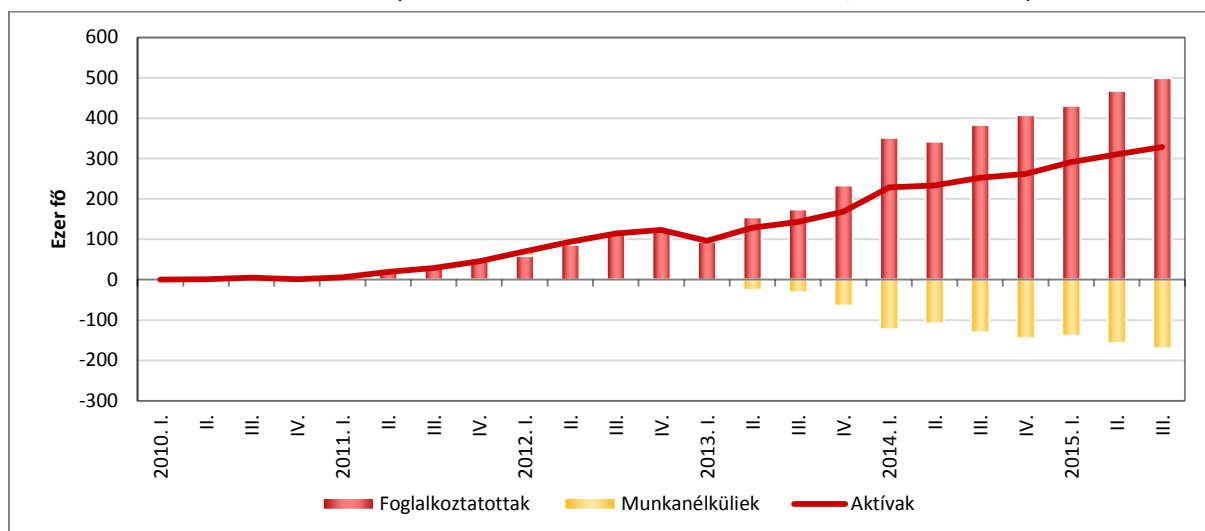
Az ipar hozzáadott értéke is lassuló ütemben bővült a III. negyedévében. Az előző év azonos időszakának bázisán 5,2 százalékkal nőtt a teljesítmény, míg a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok 1 százalékos növekedést mutatnak negyedéves bázison. Mindkét indikátor a teljesítmény lassulását jelzi. Az ipar növekedését ágazati szempontból az 5,9 százalékkal bővülő feldolgozóipar, értékesítési oldalról az exportteljesítmény húzta. A kiviteli teljesítmény 8 százalékos emelkedése mellett viszont a belső kereslet is 1,7 százalékkal élénkült. A feldolgozóipari alágak közül átlagon felüli növekedést mértek azon ágazatokban, ahol az elmúlt években jelentős kapacitásbővülés zajlott: járműgyártás, gumigyártás, villamos berendezés gyártása. Zsugorodott ugyanakkor a gyógyszeripar és a gépgyártás. Összességében az ipar a III. negyedévben 1 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét. Ennél alacsonyabb hozzájárulást 2013-ban mértek legutóbb.

A szolgáltatások bruttó hozzáadott értéke éves összevetésben 3,7 százalékkal növekedett a július–szeptemberi időszakban. Ez 1 százalékpontos gyorsulásnak felel meg az előző negyedévi adathoz viszonyítva, vagyis ahogyan várni lehetett, a lassuló ipari és építőipari teljesítményt a bővülő terciér szektor képes volt némileg ellensúlyozni. A szolgáltató szektor a legnagyobb hozzájárulóként 1,9 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét. Az összes szolgáltató ágban bővülést regisztráltak a pénzügyi, biztosítási tevékenység kivételével. Itt a 0,2 százalékos visszaesés az elmúlt évek legkedvezőbb mutatója, ami ugyanakkor még tükrözi a háztartások folytatódó hitelleépítését, viszont már jelzi a nem pénzügyi vállalatok hitelezésének enyhe élénkülését. Az ingatlanügyletek ága egy éve töretlenül bővül, összhangban a lakáspiac élénkülésével. A kereskedelem, szálláshelyszolgáltatás és vendéglátás, mint a legnagyobb súlyú szolgáltatói ágak 7,4 százalékkal bővültek, köszönhetően az élénk turizmusnak. A nagyobb szolgáltató ágak közül az információ, kommunikáció hozzáadott értéke 4,5, a szállítás, raktározásé 2,9 százalékkal növekedett. Utóbbi esetében a lanyhuló ipari teljesítményt (áruszállítás) ellensúlyozta a személyszállítás jelentős felfutása.

Munkaerő-piaci folyamatok

A munkaerőpiac javuló tendenciái az év III. negyedévében is folytatódtak, a foglalkoztatottak és az aktívok száma egyaránt emelkedett. A szezonálisan kiigazított adatok alapján a foglalkoztatottak száma 31 ezer fővel nőtt, amelytől némileg elmarad az aktívok számának 19 ezer fős bővülése. Azaz bár a növekvő munkakereslet ösztönzőleg hat a belépésre, ugyanakkor a demográfiai okok és az inaktívok szűkülő bázisának következtében a munkakínálat csak korlátozottabb mértékben képes emelkedni. A munkakínálat bővülésének egyre inkább korlátot szabó és történeti távlatban magasnak számító munkaerőpiaci részvétel a foglalkoztatási, illetve az aktivitási rátában is megjelenik. Az előbbi mutató értéke az 56,1 százalékot, míg az aktívok munkaképes korúakhoz viszonyított aránya megközelítette a 60,1 százalékot, amellyel mindkét mutató historikus csúcs.

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

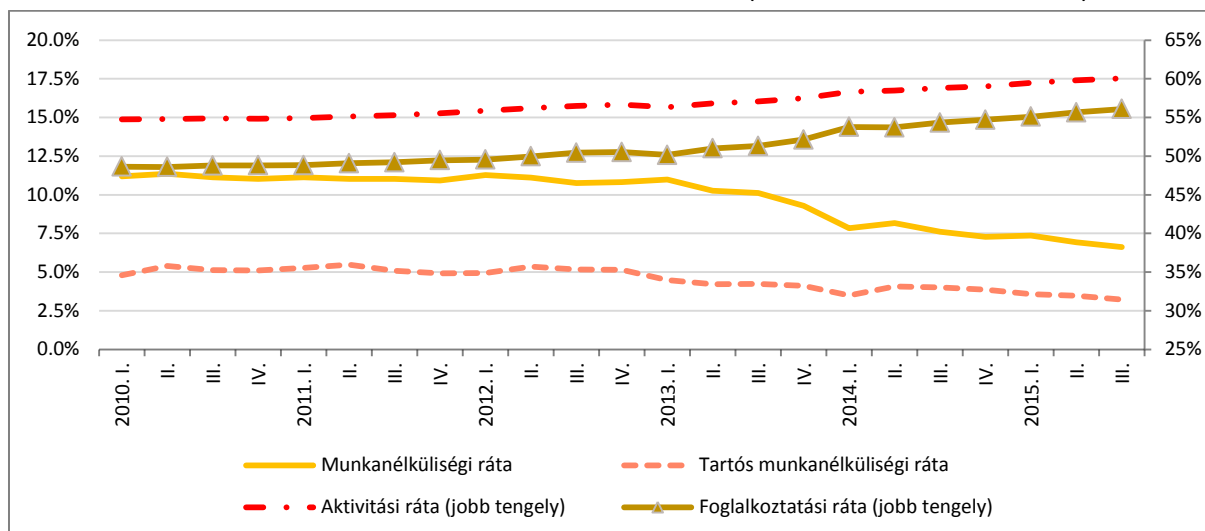


Forrás: KSH, Századvég-számítás

Az előző negyedévhez hasonlóan a bővülő foglalkoztatásban nagyobb szerepet vállaltak az 5 főnél kisebb vállalkozások, illetve a növekvő önfoglalkoztatás, ugyanis az ezt a kört figyelmen kívül hagyó intézményi statisztikák szezonálisan kiigazított adatai alapján az alkalmazottak száma 10 ezer fővel emelkedett. A versenyszféra foglalkoztatására jelentős hatást gyakorolt a vártnál nagyobb mértékben lassuló konjunktúra, ugyanis a szektorban dolgozók száma 4 ezer fővel csökkent. Ez azonban feltehetően egy egyszeri kiigazítás a gazdasági szereplők részéről, tekintve, hogy a szeptember havi adatok alapján az alkalmazottak száma újra növekedett. A közszféra a vállalatoktól eltérően dinamikus bővülést mutat, ugyanis a szektorban dolgozók száma három hónap alatt 14 ezer fővel nőtt. A bővülés elsősorban a közfoglalkoztatáshoz köthető: a Start munkaprogram keretében dolgozók száma 15 ezer fővel emelkedett, így a létszám a III. negyedévben elérte a 207 ezer főt. Az alkalmazotti létszámmal párhuzamosan a ledolgozott munkaórák száma is

1,4 százalékkal emelkedett három hónap alatt. Mindemellett a részmunkaidőben ledolgozott munkaórák száma csökkent, ami a teljes munkaidős foglalkoztatás szerepének emelkedését jelzi.

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

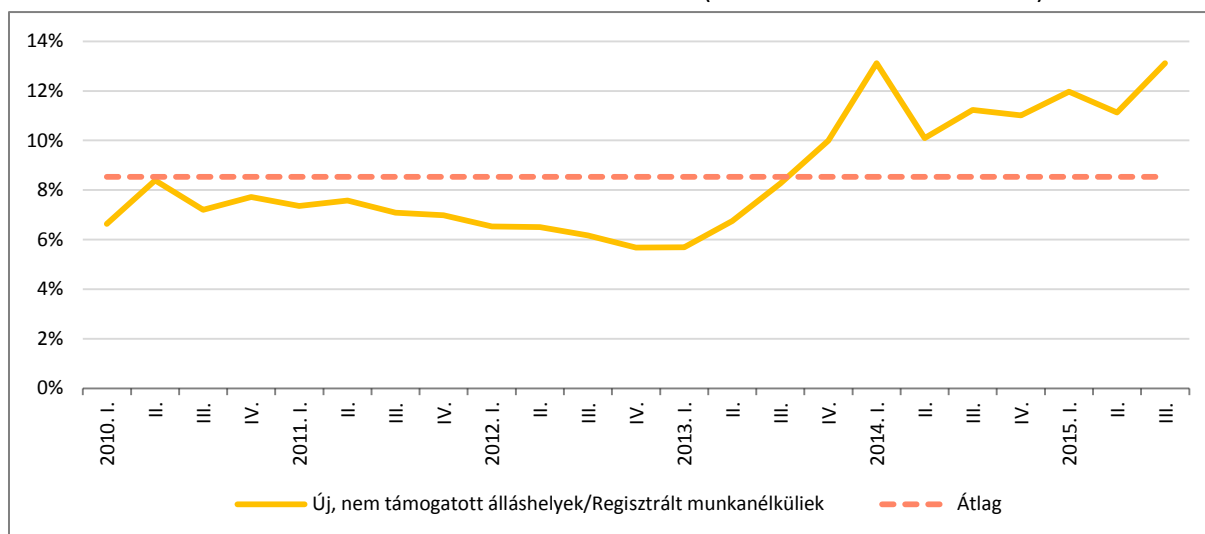


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A bővülő munkaerőpiac és a csökkenő munkanélküliek számának következtében a munkanélküliségi ráta 6,6 százalékra mérséklődött, amely szinten már 2004 óta nem tartózkodott a mutató. Mindez azt jelenti, hogy a lassuló gazdasági növekedés ellenére a munkanélküliség a vártnál nagyobb mértékben csökkent, ami részben a várakozásokat meghaladó aktivitásbővülésből, illetve a munkaerőpiac merevségeiből adódott.

Az NFSZ adatai is alátámasztják a pozitív munkaerőpiaci folyamatokat: a regisztrált munkanélküliek száma 369 ezer főre csökkent, míg a nem támogatott új álláshelyek száma meghaladta a 48 ezret. Ennek következtében a munkaerőpiac a Beveridge-görbe alapján feszesebbé vált, amely azonban a szűkülő bázis következtében egyre kevésbé ösztönözheti a munkaerőpiacra való belépést, így mindezek hatása elsősorban a bérfolyamatokat befolyásolhatja pozitív irányban. A feszesebbé váló munkaerőpiac előnyeit azonban némileg árnyalja, hogy a növekvő kereslet mellett egyre lassabban növekvő kínálat munkaerőhiányt eredményezhet, ami már a statisztikákban is megjelenik, ugyanis a bejelentett betöltetlen álláshelyek száma az elmúlt három hónapban 3 ezerrel nőtt, meghaladva ezzel a 75 ezret.

14. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

A bérek növekedési üteme számottevő mértékben felgyorsult, a nemzetgazdasági átlagkereset július és szeptember között 4,5 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. A pozitív bérfolyamatokat elsősorban a közsférában tapasztalható bérrendezések befolyásolták. A rendvédelmi dolgozók illetményemelésének és a szociális sférában dolgozók bérpótlékának köszönhetően az átlagkereset 6,1 százalékkal emelkedett a költségvetési sférában. Ezzel szemben a versenyszférában dolgozók keresetének növekedési üteme lényegében változatlanul 3,9 százalék körül alakult. 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 reálbérei a nominális bérekkel megegyező mértékben emelkedtek.

Infláció

Az inflációs nyomás 2015 III. negyedévében ismét csökkent, mivel éves bázison a fogyasztói árak stagnálását regisztrálta a KSH. Ez 0,2 százalékponttal alacsonyabb a szeptemberi várakozásunknál. A tényadatok alapján július és szeptember között végig mérséklődött az árnyomás a gazdaságban, sőt szeptemberben visszatért a negatív inflációs ráta. Ez a tendencia október–november folyamán azonban ismét megtört, mivel újból emelkedésnek indult a pénzromlás növekedési üteme. Az említett két hónapban rendre 0,1 és 0,5 százalék volt az infláció mértéke. A III. negyedévi zéró infláció oka az ismételten csökkenő, sőt augusztusra újabb évtizedes mélypontra süllyedő olajár és ebből fakadóan a mérséklődő üzemanyagárak következménye. Ez a tendencia októberben és novemberben is folytatódott, utóbbi hónapban ismételten több mint ötéves mélypontot ért el az energiahordozó átlagára. Az elmúlt két hónapban így a pozitív infláció irányába történő elmozdulást a széles körben felépülő inflációs nyomás mellett a rezsicsökkentések bázisba kerülése magyarázza. Ennek

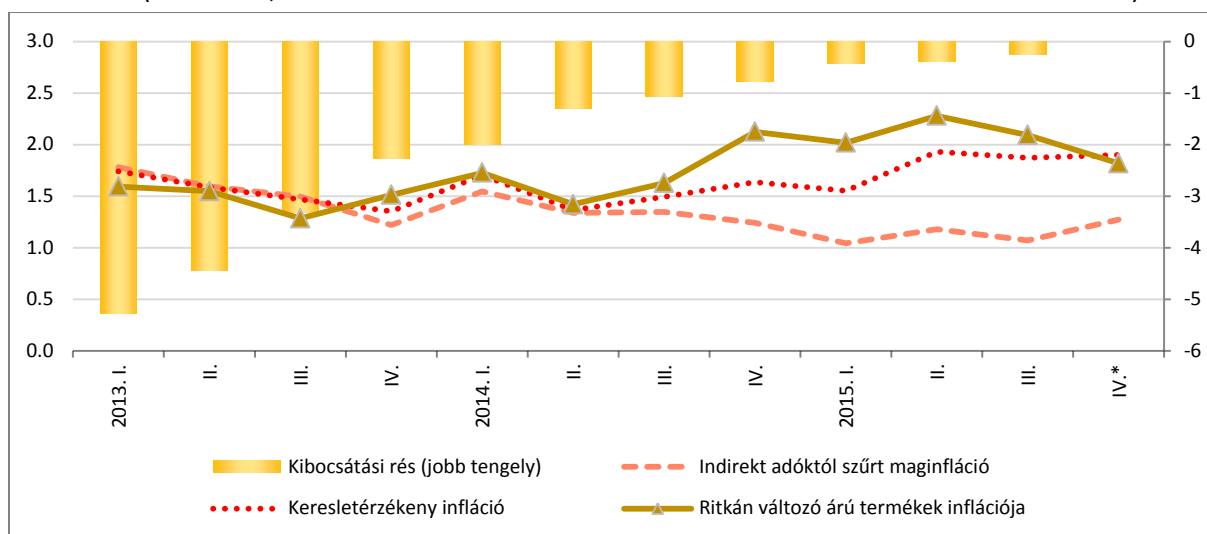
hatására novemberben csak 0,3 százalékkal volt alacsonyabb a háztartási energia termékkör átlagára, mint az előző év azonos hónapjában. Összességében az inflációs folyamatok messze elmaradnak a jegybank 3 százalék ± 1 százalékpontos célsávjának aljától.

Novemberben a háztartási energia ára 0,3 százalékkal csökkent éves szinten, mivel már csak a távhőt és a palackos gázt érintő rezsicsökkentés érezteti árleszorító hatását. A járműüzemanyagok árának éves szintű 12,6 százalékos esése jelentős árleszorító hatást gyakorolt. Az élelmiszerek 2 százalékos inflációja 2013 óta nem látott áremelkedést jelentett, amit elsősorban az idényre jellemző zöldségek és gyümölcsök 14,6 és a házon kívüli étkezés 3,2 százalékos drágulása indukált. A szeszes italok, dohányárak áremelkedését továbbra is a jövedéki adó változása okozza. A tartós fogyasztási cikkek esetében 2010 óta nem látott áremelkedés (2 százalék) oka a termékkör erősödő külső inflációjának, valamint a forint leértékelődésének kombinációja. Ezek a tényezők főként a járművek átlag feletti drágulásában jelentek meg. A szolgáltatások áremelkedése az elmúlt hónapokban mérséklődött, novemberben éves bázison 1,4 százalék volt. Ennek legfőbb oka az egyéb szolgáltatások árának csökkenése, melyben a pénzügyi szolgáltatások lehetnek meghatározóak. A jelentősebb csoportok közül átlag felett bővült az egészségügyi és az üdülési szolgáltatások ára mellett a lakbér is (4,8 százalék).

A tartósan alacsony árnyomás hatására a lakossági és a vállalati inflációs várakozások továbbra is rendkívül alacsony szinten alakulnak. Az MNB számításai szerint az elmúlt hónapokban a magyar lakosság várakozásai valamivel 2 százalék alatt stabilizálódtak. Ez az inflációs céllal konzisztens várakozásoknak felel meg, így mindez a visszafogott árazási és bérezési viselkedésen keresztül elősegíti a középtávú inflációs céllal összhangban lévő inflációs környezet középtávú fennmaradását. A mérsékelt inflációs nyomást magyarázza a III. negyedévben tovább szűkülő, de még mindig negatív kibocsátási rés.

A kibocsátási résre vonatkozó számításainkat jelentősen befolyásolták a beérkező új adatok. A gazdaság ciklikus helyzetének megítélését ugyanis javítottuk az előző negyedévi becslésünkhöz képest. A rendelkezésre álló új tőkeállományi tényadat (2013-ra vonatkozóan) a korábban becsült emelkedés helyett csökkenést jelez, ami pedig alacsonyabb potenciális növekedést indukál. Szeptemberi kalkulációnk szerint még így is negatív az eltérés a tényleges és a potenciális GDP között. Az output gap a legfrissebb számításaink szerint 2015 III. negyedévében $-0,25$ százalékon állt. A gazdaság ciklikus helyzete így az előző negyedévhez képest ismét javulást mutatott. Ennek oka, hogy bár a tényleges GDP-növekedés az előző negyedévhez képest lassult, még így is a potenciális kibocsátás növekedési rátája felett maradt, tehát csupán a kettő közötti különbség csökkent. Mindez tovább erősíti azon várakozásunkat, hogy a kibocsátási rés már 2015 végén bezárulhat, így mérsékeltten ugyan, de megjelenhet a keresleti oldali inflációs nyomás a gazdaságban.

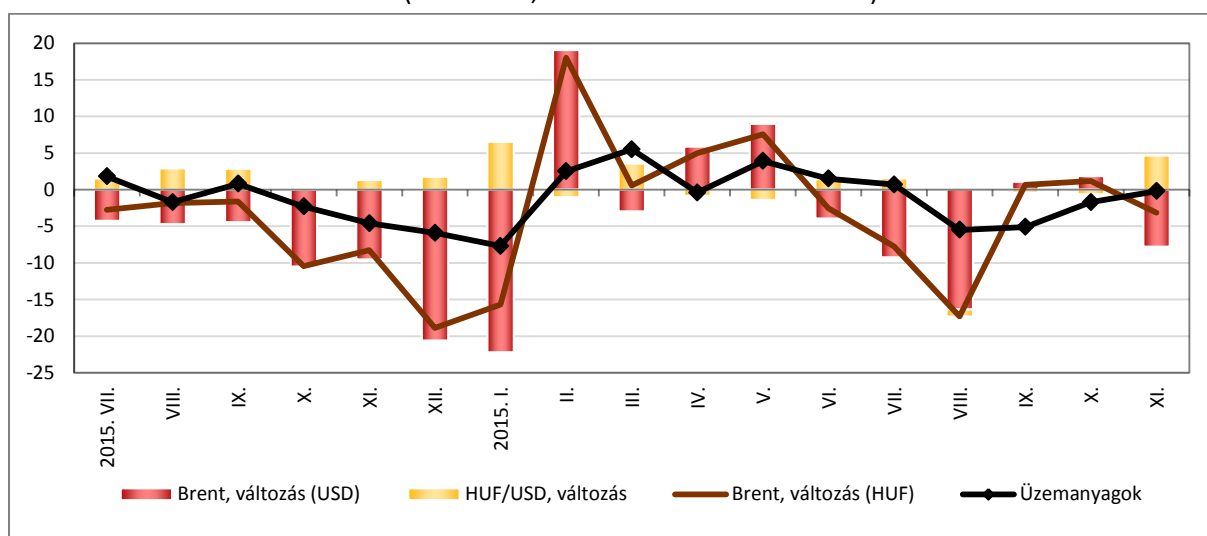
15. ÁBRA: A KIBOCSÁTÁSI RÉSRRE VONATKOZÓ BECSLÉSÜNK ÉS AZ INFLÁCIÓS TRENDMUTATÓK
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK ÉS A POTENCIÁLIS GDP BÁZISÁN)



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

Az MNB által mért inflációs trendmutatók a III. negyedévben csökkentek az előző negyedévhez képest, míg az október–novemberi adatok vegyes képet vázolnak fel. Az egyes indikátorok szintjei továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek, minden mutató elmarad az inflációs célsáv közepét jelentő 3 százaléktól. A kibocsátási rés tartós szűkülését és a keresleti oldali inflációs nyomás felépülését jelzi ugyanakkor, hogy a keresletérzékeny infláció 2014 második negyedéve óta emelkedő trendet mutat, és lassan közelíti a 2 százalékos szintet. A középtávú trendmutatók alapján kijelenthető, hogy a hazai rendkívül laza, a gazdasági növekedést ösztönző kamatkörnyezet hosszabb ideig fenntartható.

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



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

A maginflációs kosáron kívüli termékek és szolgáltatások együttes éves áremelkedési üteme az infláció csökkenésének irányába mutat. Ennek egyik legfőbb forrása a járműüzemanyagok esetében a III. negyedévben tapasztalt, éves bázison 12,4 százalékos kitevő áresés, ami önmagában 1 százalékponttal mérsékelte az adott időszaki inflációs rátát. Október–novemberben is folytatódott a tendencia, így éves szinten 14,6 százalékkal vált olcsóbbá a termékkör. A forint a dollárral szemben az elmúlt hónapok stabilitása után novemberben drasztikusan leértékelődött, és a historikus csúcsnak számító 291 forint volt az árfolyam. Ez tehát tompította némileg a Brent típusú olaj hordónkénti árának jelentős csökkenését, ami június óta 30 százalékkal, novemberre 45 dollárra esett.

A nyers élelmiszerek ára a III. negyedévben 4,6 százalékkal emelkedett éves bázison, 0,35 százalékponttal emelve a pénzromlás ütemét. A mezőgazdasági termelői árak az év első kilenc hónapjában 4,7 százalékkal csökkentek. Vélhetően a termelői árak éves összevetésben az idén biztosan csökkennek, miközben az idei gyengébb terméseredmények jövőre már érdemi árfelhajtó hatást jelentenek. A fentieket és a rezsicsökkentést figyelembe véve a maginfláción kívüli költségoldali inflációs hatások együtt lefelé irányuló nyomást helyeztek az éves inflációs mutatóra úgy az elmúlt negyedévben, mint az utóbbi két hónapban.

Monetáris és pénzügyi kondíciók

A hazai jegybank elmúlt három kamatdöntő ülésén nem változtatott irányadó rátájának mértékén, de szeptember 23. óta a kéthetes helyett a 3 hónapos jegybanki betét az irányadó instrumentum. A Monetáris Tanács jegyzőkönyvei alapján az üléseken a jelenlévők mindegyike a kamat tartására szavazott. Az alapkamat további csökkentése nem valószínű, mivel a Monetáris Tanács november 3-án bejelentett Növekedéstámogató Programjának az egyes monetáris politikai eszközei a lazítás irányába mutatnak.

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

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

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

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

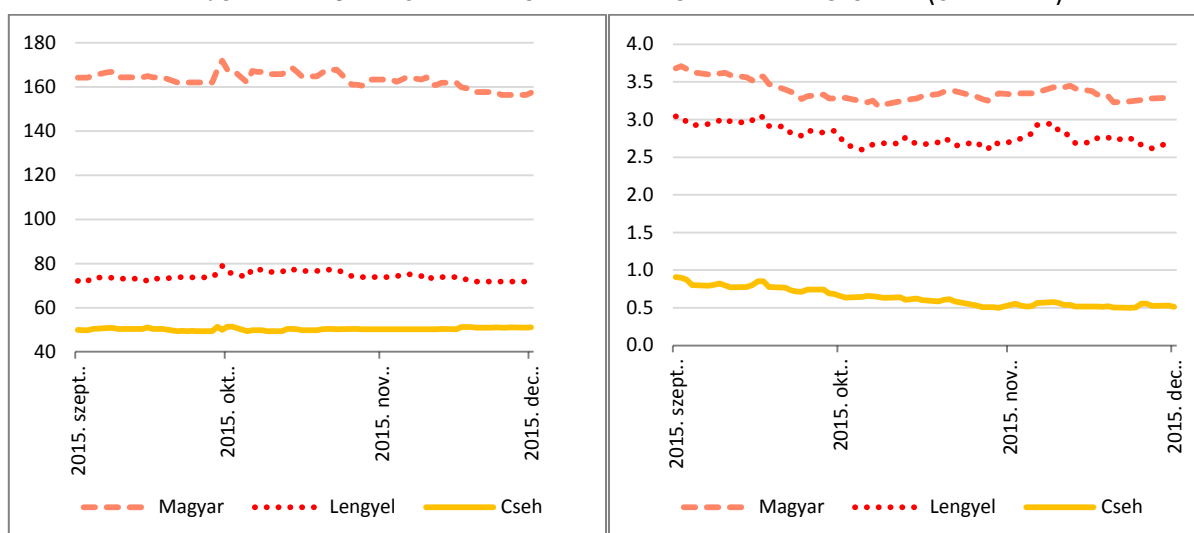
2018-as adóévre fizetendő bankadó nem haladhatja meg a 2015. évre fizetendő bankadó összegének 30 százalékát.

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

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

A nagy nemzetközi hitelminősítő intézményeknél hazánk besorolása a befektetésre nem ajánlott szint legmagasabbján maradt. Az elmúlt negyedévben csak a Moody's javított Magyarország szuverén adósságának besorolását azzal, hogy stabilról pozitívrá változtatta a kilátásokat. Indoklásában a hitelminősítő intézet azt emelte ki, hogy az államadósság csökkenő trendet mutat, és a devizaárfolyam csökken, azaz a forintban kifejezett értéke kevésbé kitett az árfolyam-ingadozásoknak. Továbbá a lakosságot és a bankszektort terhelő devizahitelek kivezetésével jelentősen csökkent a magyar gazdaság külső sérülékenysége.

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



Forrás: Thomson Reuters

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

Várakozásunk szerint az államadósság devizaarányának további csökkenése esetén jövőre a Fitch lehet az első, amely visszaemeli Magyarországot a befektetésre ajánlott kategóriába. E lépés többek között azért lenne fontos, mert habár a CDS árazása már a jobb minőségű országokéival egyezik meg, addig a 10 éves állampapírok hozama a besoroláshoz (bóvli kategória teteje) igazodik. A felminősítés tehát alacsonyabb hozamokat és hosszabb távon ezáltal kisebb költségvetési kiadásokat is jelentene. Persze ehhez nem lesz elég egy intézet kedvező döntése, mindhárom hitelminősítő kedvező megítélése hozhat érdemi változást.

A kedvező folyó fizetési mérleg erősítette, a jegybank monetáris lazítása (kamatfolyosó eltolása,³ tartalékráta egységesítése,⁴ Növekedéstámogató Program bejelentése) gyengítette a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamát. E kettő eredőjeként a forint kurzusa az euróval szemben a szeptember eleji 315-ről december elejére 311 forintra változott, 1,3 százalékkal erősödött. A régió devizái közül a cseh korona árfolyama stagnált, míg a lengyel zloty 0,8 százalékos gyengült az euróval szemben.

Az állampapírpiacon elért hozamok a futamidő függvényében eltérően alakultak. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében 3 bázisponttal, az egyévesnél 42 bázisponttal nőttek a hozamok. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 9 bázispontos, míg az 5–10 éves lejárat esetében 38–49 bázispont közötti, jelentős hozamesés volt megfigyelhető. A 15 éves állampapírokat két alkalommal bocsátották ki a vizsgált időszakban, a hozamok változatlansága mellett. Mind az állampapírok, mind a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során előfordult olyan eset, amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben csak nyolc alkalommal (mind a nyolcszor diszkontkincstárjegy-aukciónál), de összességében mindkét értékpapírcsoportban markáns többletkibocsátás mutatkozott a szeptember–novemberi 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 eszközökből kiszorult, meg tud jelenni a 3, az 5 és immáron a 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.

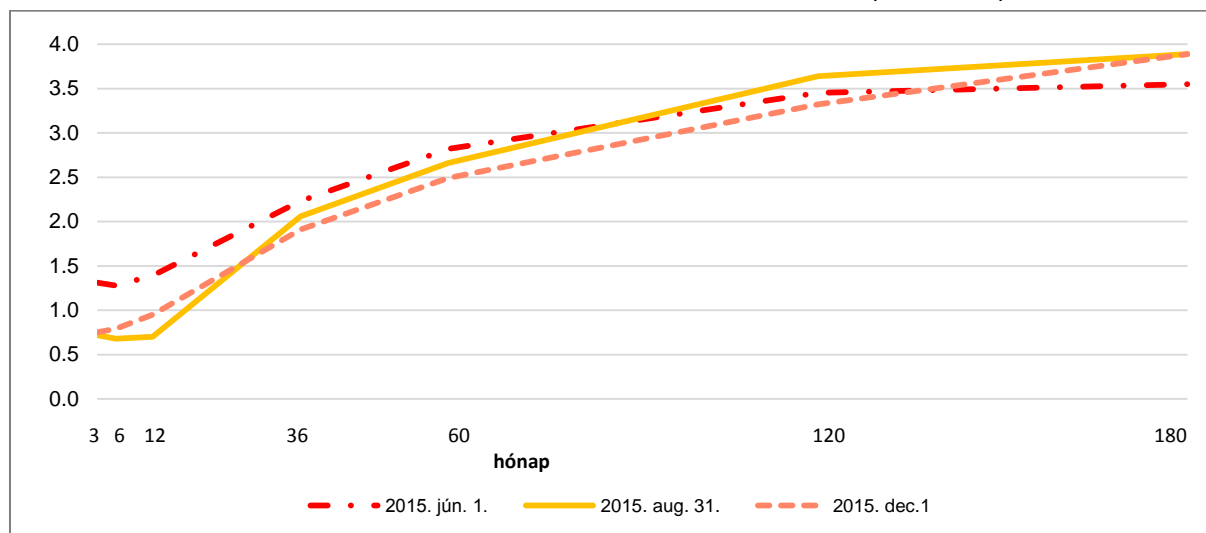
A másodpiaci hozamgörbe az utóbbi negyedévben alig módosult. A hozamgörbe rövid végén 3 bázisponttal emelkedett a hozam, míg a hosszú végén (a 15 éves állampapíroknál) nem változott. A rövid hozamok (11–25 bázisponttal) emelkedtek, míg a hosszú futamidőkön is csak kismértékben (15–32 bázisponttal) csökkentek. Az, hogy a hozamgörbe rövid vége a

³ Az MNB 2015 szeptember 25-i hatállyal eltolta a kamatfolyosót, mivel 25 bázisponttal csökkentette az O/N betéti és hitelkamatát, 0,1, ill. 2,1 százalékra. A cél ezzel a lépéssel az MNB-nél elhelyezett betétek helyett az önfelfinanszírozási program folytatásaként a likviditás áttérítése az állampapírpiaconra.

⁴ A kötelező tartalékráta egységesen 2 százalék, a korábban választható 2, 3, 4 vagy 5 százalékos érték helyett.

kamatvágások közepette is az alapkamat szintje alatt maradt (56–60 bázisponttal), kizárólag a nagy likviditásbőségnek tudható be. Az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány 4181-ről 3919 milliárd forintra csökkent, ami nem jelentett nagy nyomást a forint euróárfolyamára.

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



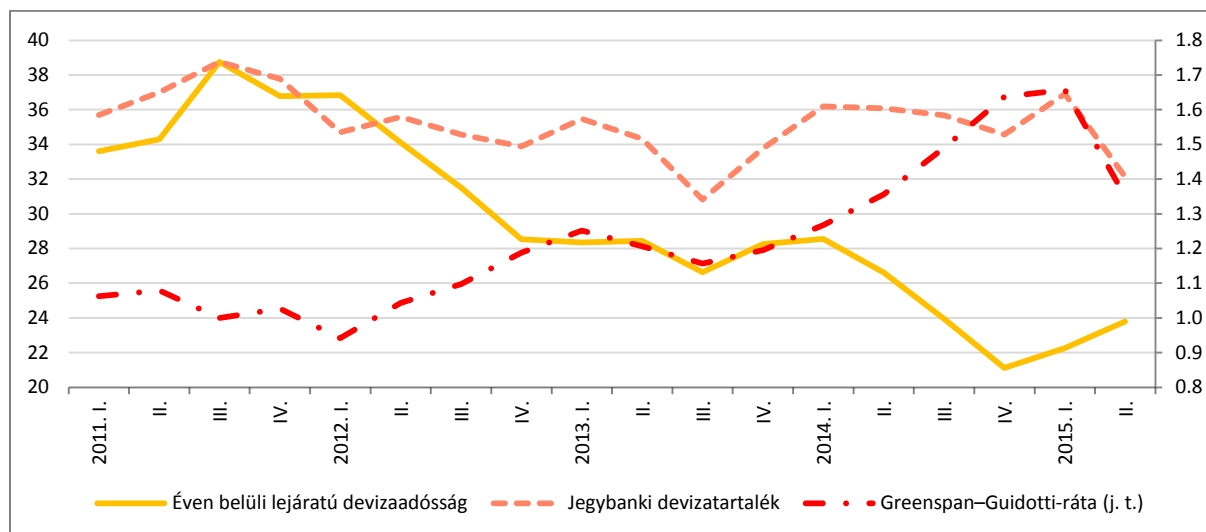
Forrás: ÁKK Zrt.

A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők körében. 2015. október végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 3237 milliárd forintra emelkedett. Az euróban denominált államkötvénnyel a PEMÁK-kal együtt a teljes mennyiség közel 4092 milliárd forint. Az államadósság devizaaránya tovább csökkent, a július végi 35,6 százalék után 2015. október végén 33,6 százaléknak felelt meg, és eleget tesz a 2015. évi finanszírozási tervben meghatározott 40 százalékos maximum-előírásnak.

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2015. március vége óta az MNB devizatartalékai növekedtek, 2015. június végén 34,7 milliárd eurót tettek ki. Éven belüli devizakötelezettségekről a legfrissebb adat 2015. II. negyedévről van. 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) 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, elsősorban a kötelezettségek rövidülése miatt. Habár az ennek eredőjeként kialakuló 1,34-os Greenspan–Guidotti-ráta

jelentős csökkenést mutat az előző negyedévhez képest, továbbra is nagy mozgásteret enged a jegybank számára tartalékainak további csökkentésére.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

A jegybanki devizatartalékokról van későbbi adat is, ennek szintje 2015. október végére 32,1 milliárd euróra csökkent. Az apadás jelentős részét magyarázza a deviza-jelzáloghitelek forintosításához kapcsolódó devizacsere-ügyletek lejárat, illetve lejárat előtti lezárása. Ennek összege a teljes 9 milliárd eurós (a forintosításhoz és az elszámoláshoz ekkora összeget kaptak a bankok, azonban a jegybankkal kötött devizacsere-ügyletek miatt csak késleltetve csökken a devizatartalék szintje) állományból közel 3 milliárd euróra tehető.

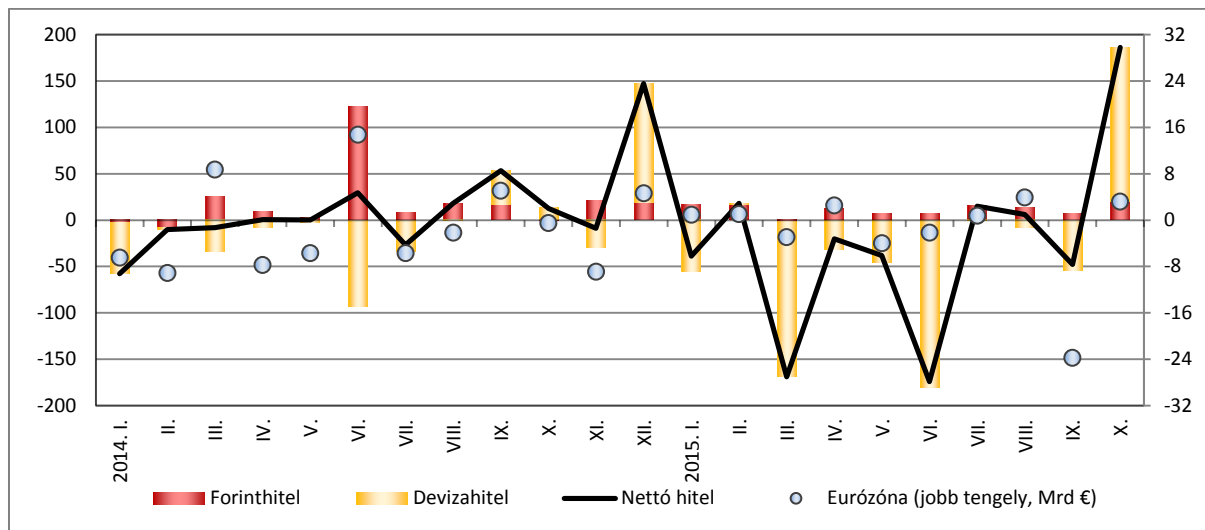
Hitelezési helyzet

A vállalatoknál 2015 III. negyedévében a szezonálisan szűrt számok alapján a banki nettó forinthitelfelvét 35,7 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke -62,4 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjéből adódóan 2015 harmadik negyedévében a teljes nettó hiteltörlesztés (szezonálisan kiigazítva) így 26,7 milliárd forintnak felelt meg. A vállalati hitelezést egyrészt a kkv-knak nyújtott hitelek felfutásával, másrészt pedig a nagyvállalati hitelállomány jelentős csökkenésével jellemezhetjük. Általánosságban azt mondhatjuk, hogy a nem pénzügyi vállalatok jellemzően forintban hitelfelvévők és devizában hiteltörlesztők.

2015 októberében a vállalati szektor teljes nettó hitelfelvétele (szezonálisan kiigazítva) 186,3 milliárd forint volt. Elsősorban a vállalatok devizahitel-felvétele nőtt meg jelentősen. Ennek oka az, hogy a nyári hónapokban jelentős lett a le nem hívott hitelkeretek állománya, és ezek egy részét ebben a hónapban folyósították. Ezek részben visszavezethetőek a júniusi nagymértékű visszaesésekre is, ugyanis akkor nagy összegben történtek lejárat szerinti

visszatörlesztések, de a szerződéskötések hasonlóan nagy volumene ellenére tényleges lehívásra nem került sor.

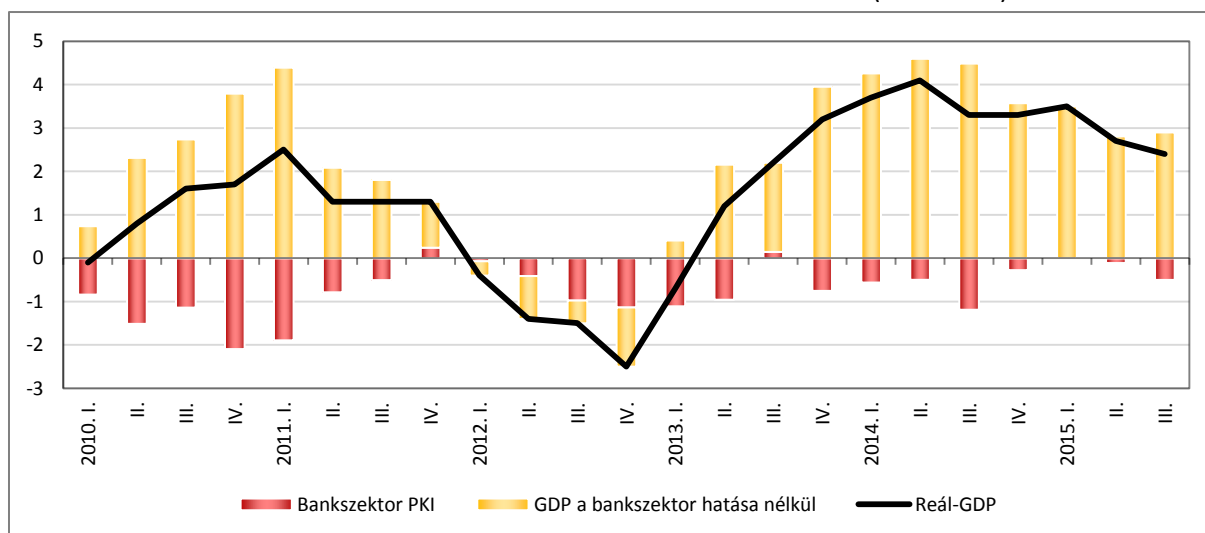
20. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD FT ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

A hitelezés fontosságát az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) is jelzi, mely a bankszektor hitelezési tevékenységén⁵ keresztüli éves GDP-növekedésre gyakorolt hatását számszerűsíti. Azaz a bankszektorra számított index éves növekedési üteme azt mutatja meg, hogy mennyi a bankrendszer hozzájárulása a reál-GDP növekedési üteméhez.

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



Forrás: MNB

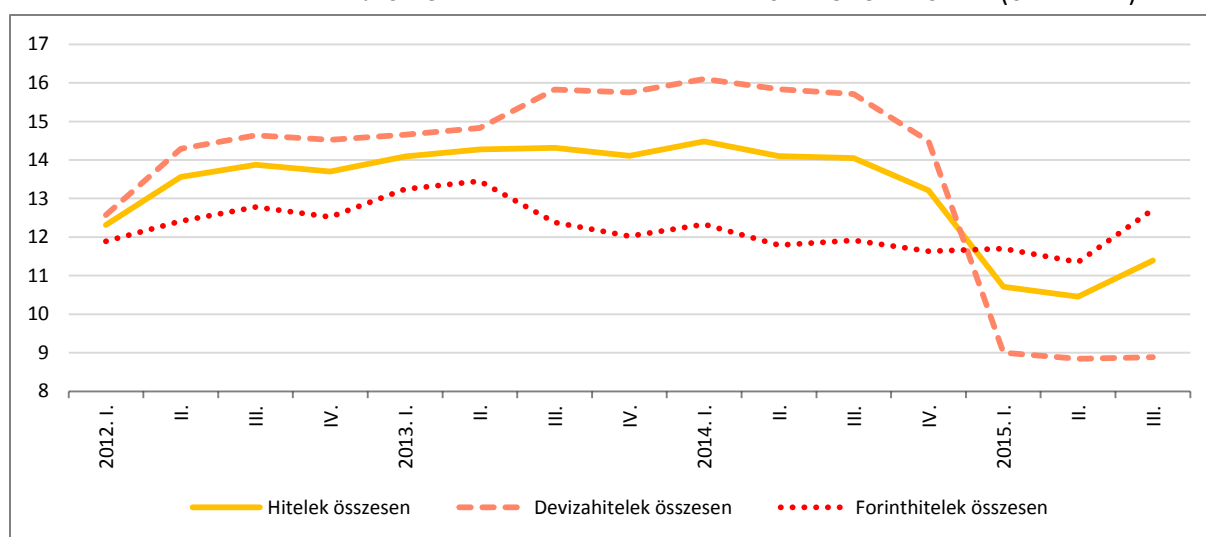
A jegybank számításai szerint 2015 III. negyedévében a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági teljesítményt fékező hatása erősödött. A bankszektor teljes hatása bő -0,5 százalékpontnak

⁵ Korábban a bankközi kamatot és az árfolyamot is tartalmazta a számítás.

felelt meg, vagyis egy egészséges banki hitelezés esetén ennyivel magasabb reál-GDP-vel számolhattunk volna 2015 III. negyedévére vonatkozóan.

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves idősora alapján 2015 III. negyedévében összességében a lakossági szegmensben nőtt, míg a vállalati szegmensben csökkent a 90 napon túl késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. Az elszámolás következtében a bankok visszafizetései jelentősen csökkentették a hiteladós tartozását az első fél évben. A III. negyedévre már csak a lezárt végtörlesztéses, továbbá egyes forinthitelek elszámolásai maradtak. Utóbbi esetében fontos kiemelni, hogy a banki perek őszi lezárulását követően sok esetben még csak most történik meg az elszámolás, ami eddig tehát nem lehetett teljes körű. Ebből fakadóan a lakosság számára a későbbi negyedévekben várható banki transzfer.

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



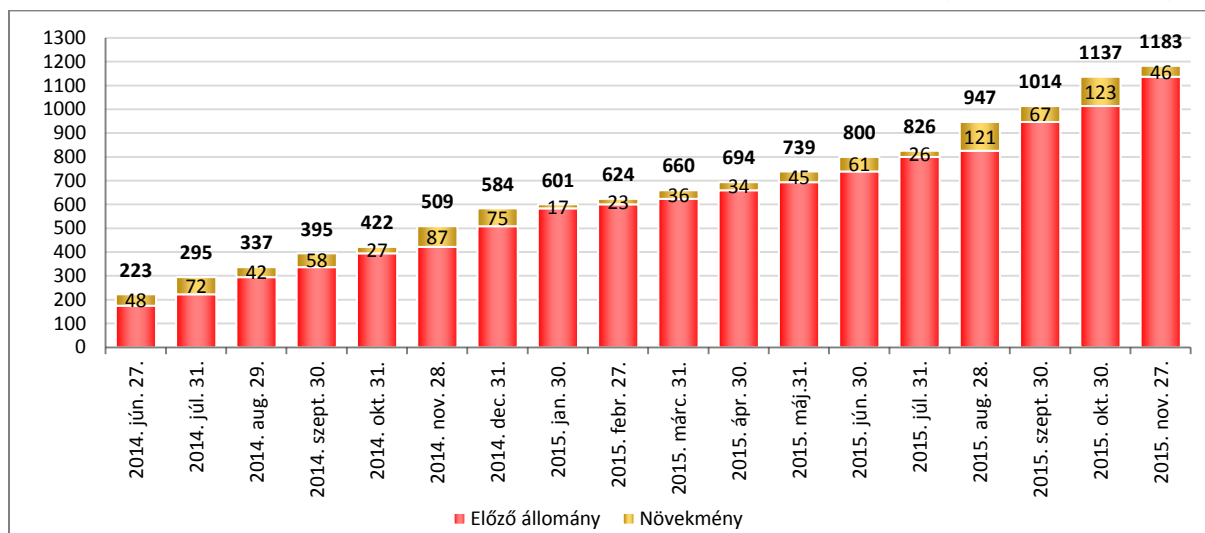
Forrás: MNB, Századvég-számítás

A lakossági forinthiteleknél 2,3 százalékpontos az NPL-ráta növekedése, amely a közel 100 milliárd forinttal csökkenő hitelállomány és a több mint 100 milliárd forinttal növekvő 90 napon túli késedelmes állomány eredőjeként alakult ki. Az elszámolás során a kapott jóváírás ugyanis a legrégebbi hátralékokat kezelte, így statisztikailag az ügyfelek automatikusan teljesítővé váltak. Az ügyfelek tartozásainak egy jelentős része – további befizetések nélkül – visszakerül a nem teljesítő hitelek kategóriájába. Az autóhitelek elszámolásánál (2015. december közepe után) is lesz majd egy ilyen hatás.

Az őszi hónapokban az NHP keretében a hitelezés jelentősen felfutott: az NHP II. havi igénybevétele érdemben meghaladja az előző év azonos időszaki értékét. A program kihasználtsága a szeptember–novemberben kötött új szerződésekkel (236 milliárd) együtt összesen 1183 milliárd forintot tett ki. Ez azt jelenti, hogy az 1000 milliárdos keretet kihasználták, és már az NHP+-ra eredetileg elkülönített 500 milliárdos keretből folyik a forráslehívás. Az eddig leszerződött hitelösszeg 96 százaléka új hitelként került az igénylőkhöz. Ezen belül a beruházási hitelek (és új lízingügyletek) részesedése 58, az új

forgóeszközhitelké 30, az új EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított arány 12 százalék. Megállapítható, hogy ebben a negyedévben is csökkent a beruházási hitelek aránya (1 százalékponttal) és nőtt a forgóeszközhitelké (1 százalékponttal) a nem hitelkiváltásra felvett összegeken belül. Az EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított hitelek részaránya nem változott. A legnagyobb átlagos hitel nagyság az ingatlanügyleteknél (78 millió forint), míg a legalacsonyabb összeg az építőiparban (17 millió forint) volt jellemző.

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



Forrás: MNB

Az ágazati eloszlást tekintve a mezőgazdaság (24 százalék), a kereskedelem, javítás (25 százalék) és a feldolgozóipar (19 százalék) részesedése kimagasló, a hitelek közel 70 százaléka erre a három területre irányult. Az ágazati összevetést elemezve megállapítható továbbá, hogy a mezőgazdaságban a legnagyobb a beruházási és az EU-s hitelek részaránya, a kereskedelem, javítás pedig a forgóeszközhitel felvételében erős.

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

Az NHP III. első pillére 300 milliárd forintos keretről szól, ahol a bankok 0 százalékon kapnak hitelt az MNB-től, míg ők maximum 2,5 százalékon hiteleznek tovább a kvv-k számára. Másrészt azonban új elem a devizahitelezés elindítása a kvv-k számára. Itt olyan vállalatok juthatnak devizahitelhez, amelyeknek a bevétele is devizában keletkezik, azaz így nem nyílik, hanem záródik a nyitott devizapozíciójuk. A keret 300 milliárd forintnak megfelelő euróösszeg. A maximálisan felvehető összeg nagysága 1 milliárd forintra csökkent a korábbi

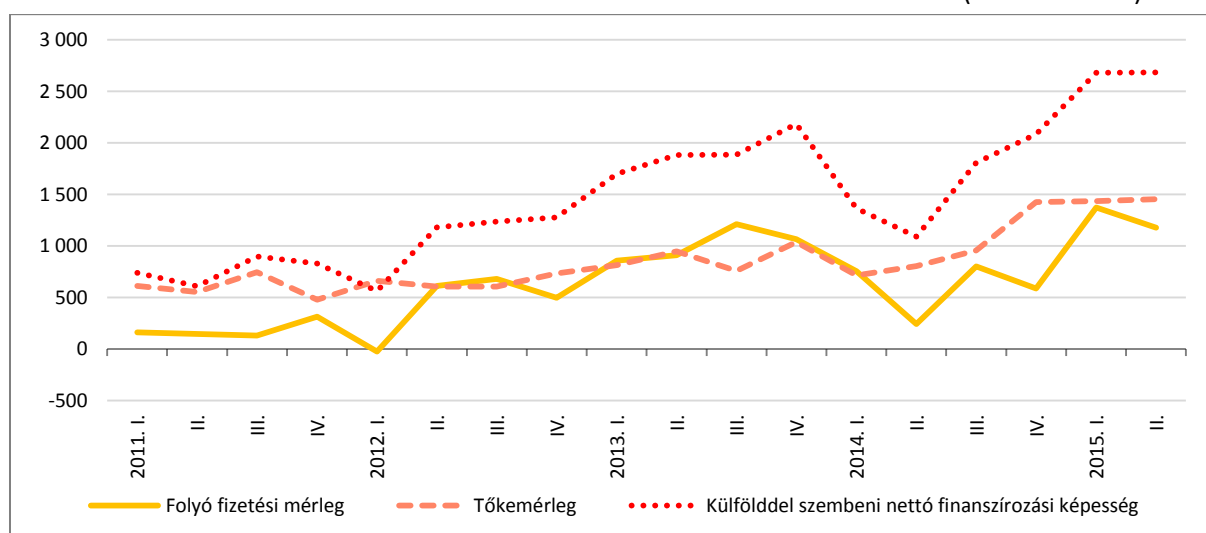
10 milliárd forintról, annak érdekében, hogy minél több vállalkozás jusson hitelhez. Másrészt pedig a program a kisebb vállalkozásokra kíván fókuszálni, hiszen itt elsősorban olyan hitelfelvételek történtek, amelyek piaci feltételek mellett az NHP nélkül nem történtek volna meg (pótlólagos hatás).

A PHP három részből áll. Egyrészt egy kamatkockázat-átvállalási elemet (kamatcsere) tartalmaz a bankoktól, és egy preferenciális betételhelyezési lehetőséget, amely azt jelenti, hogy a tartalék-előírás felett a jegybanknál tartott betétek is kedvezően kamatoznak. Ezt a lehetőséget a kkv hitelezési állományát bővítő ún. aktív bankok kapják csak meg. Másrészt a banki tőkekövetelményeknél előnyösebb lehetőséghez juthatnak a bankok. Harmadrészt pedig a vállalati hitelezést elősegítendő a jegybank kialakít egy hitelinformációs rendszert, amely a hitelkockázatok jobb modellezésének lehetőségét teremti meg.

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 egyrészt az áruforgalom egyenlegének 205 millió eurós zsugorodásával magyarázható, ami az importnál (1092 millió euró) kisebb mértékben növekedő export (594 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

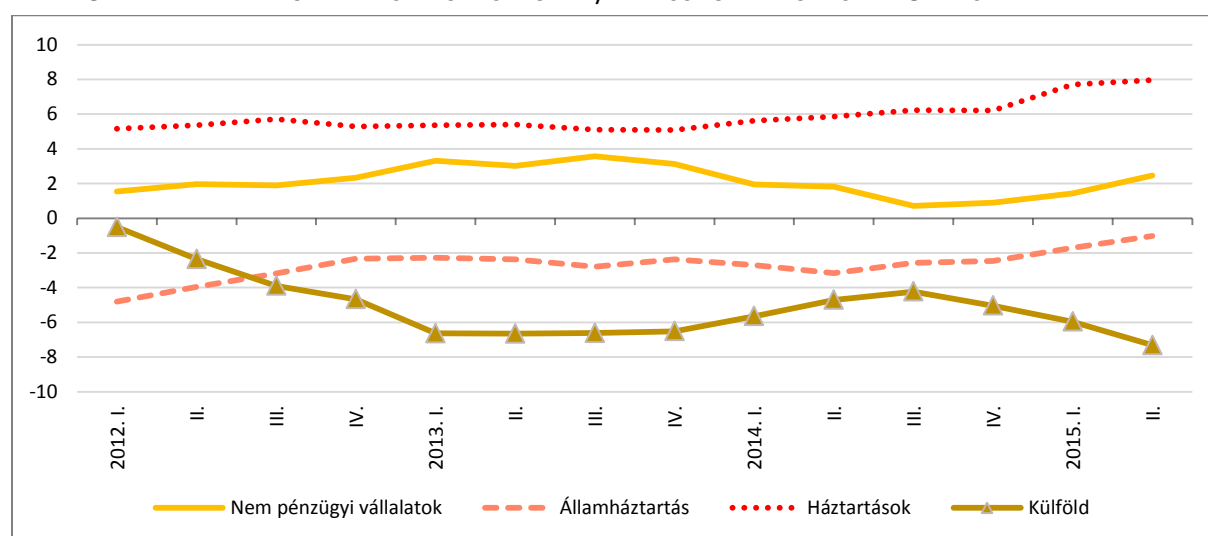
Az EU-transzferek beáramlásának adatát vizsgálva összesen 1909 millió euró volt az Európai Unióval szembeni egyenleg 2015 II. negyedévében, ami az elsődleges, a másodlagos

jövedelmek és a tőkemérleg EU-val szembeni egyenlegeiből áll össze. 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 államháztartási hitelállomány csökkenésére 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 7,3 százalékát tette ki a 2015 második negyedévével záruló elmúlt egy évben, ami 0,2 százalékpontos csökkenést jelent az első negyedévvél záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2015. április–júniusban az államháztartás finanszírozási igénye 0,7 százalékponttal, a GDP 1,0 százalékára csökkent. A háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 0,5 százalékponttal, 8 százalékra emelkedett, amelyet a forintosítás ugyan nem érintett, de az elszámolás miatt jelentősen javult. A vállalatok pénzügyi megtakarítása 1,1 százalékponttal csökkent, és a GDP 2,5 százalékára nőtt.

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



Forrás: MNB

A háztartások negyedévi nettó finanszírozási képességét növelte, hogy a devizahitelek egy részének forintosítása és elszámolása a második negyedévre húzódott át. Az ingatlan- és egyéb hitelek elszámolásából fakadóan a fennálló hitelállomány tovább csökkent, illetve növekedtek a hiteltartozással már nem rendelkező, elszámolásban részt vevő háztartások pénzügyi eszközei a pénzügyi intézményektől kapott transzfer hatására. 2015 második negyedévében a háztartások legnagyobb mértékben a készpénz- és állampapír-állományukat növelték. A készpénzállomány emelkedéséhez mind a forint, mind a valuta készpénz

növekedése hozzájárult. Az állampapírok nettó vásárlása elsősorban a rövid lejáratú papírokat érintette, de folyamatosan bővül a hosszú lejáratú államkötvény-portfólió is. A háztartások kötelezettségeinek alakulását a nettó hiteltörlesztés határozta meg. A nettó forinthitel-felvétel kismértékben emelkedett, míg a devizahitel-tranzakció az ingatlan- és a fogyasztási hitelek esetében is jelentősen csökkentette az állományokat.

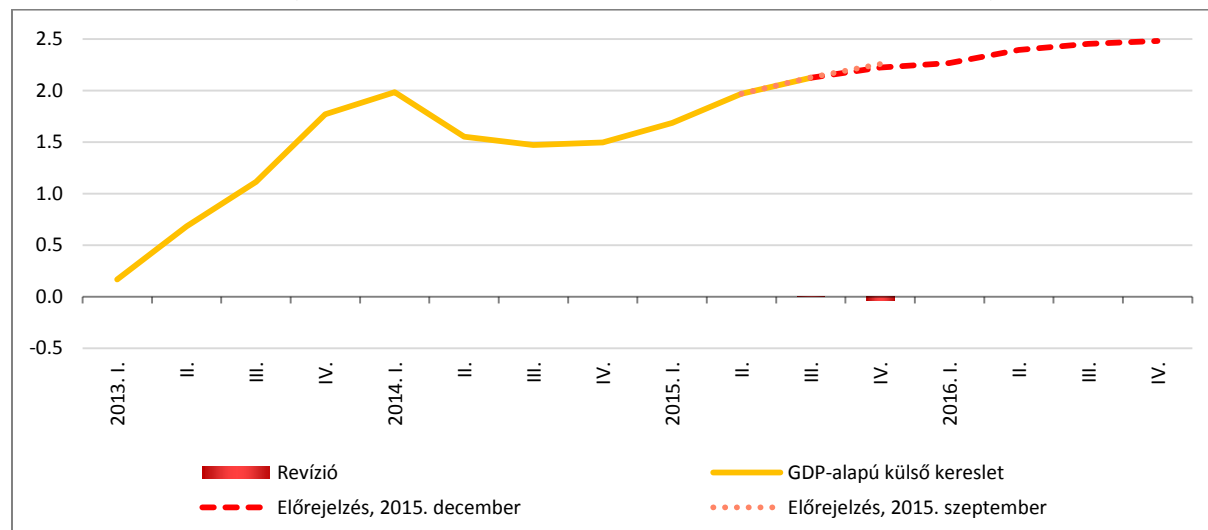
A külföldiek pénzügyi eszközeik közül elsősorban az államháztartással szemben fennálló követeléseiket csökkentették, a jelentős mértékű nettó állampapír-eladás révén. Mérséklődött továbbá a külföldiek magyarországi részvénybefektetése, melyben az újra befektetett jövedelmek második negyedévben történő elszámolása és a Budapest Bank állami felvásárlása játszotta a legnagyobb szerepet. A kötelezettségeket tekintve összességében csökkent a külföldiek rezidens szektorokkal szembeni tartozása. A betétek és a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok között ebben a negyedévben átrendeződés figyelhető meg, jelentős mértékben nőttek a betétek és ugyanakkor csökkent az értékpapírokból szerzett forrás. Ebben a negyedévben bővültek a nem pénzügyi vállalatok külföldi részvénybefektetése, és növekedett az EU-támogatások miatti tartozás is.

A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2015–2016)

Feltevéseink alakulása

A magyar export iránt megnyilvánuló, GDP-alapú külső kereslet 2015 III. negyedévében gyakorlatilag megegyezett az ősszel közzétett várakozásunkkal. Mindez azt jelenti, hogy ha lassan is, de ismét javult a külső konjunktúra, némiképp gyorsult a főbb felvevőpiacaink aggregált növekedése, legalábbis éves bázison. A külső kereslet emelkedését a német év/év teljesítmény emelkedése mellett a többi nagyobb gazdaság, így Spanyolország, Olaszország és Franciaország emelkedő kereslete is segítette. A legfontosabb külkereskedelmi partnereink között számon tartott régiós államok továbbra is a legmagasabb bővülési ütemet produkálták idén július és szeptember között. A külső keresletünk növekedési rátája így tartja a 2014 végétől indult pozitív trendet, bár negyedéves összevetésben lassult a dinamika. A külső kereslet éves növekedési üteme a III. negyedévben így is elérte a 2,1 százalékot. A mérsékelt javuló gazdasági teljesítmények azonban továbbra is törékeny konjunktúrát jeleznek, és a következő negyedévekben számos kihívással kell szembenéznie a globális gazdaságnak.

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



Forrás: Századvég-számítás

Az eddigi tényadatok alapján és becslésünk pontosságát figyelembe véve a 2015. évre vonatkozó feltevésünket érdemben nem módosítottuk, így továbbra is éves átlagban 2 százalékos növekedési ütemet várunk a külső kereslet vonatkozásában. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország növekedési kilátásai romlottak az elmúlt negyedévben, ahogyan a keleti partnereinknél is egyre jelentősebb a recesszió az ukrán–orosz konfliktus folyamányaként. A keleti fejlődő országok, elsősorban Kína gazdasági

lassulása is negatív kockázatot jelent. Ezzel szemben a régiós országok továbbra is erős konjunktúrája, valamint az uniós szinten nyomott inflációs környezet és javuló munkaerőpiaci helyzet képes lehet ellensúlyozni a lefelé mutató kockázatokat. Továbbá a növekedést támogathatja az unió egészében a még mindig laza, sőt a következő hónapokban egyre inkább lazuló monetáris kondíciók. 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 kamatemelése átrendezheti a tőke mozgások irányát, de a likviditásbőségre ez nem lesz jelentős hatással.

A külső kereslet pályája feltevésünk szerint 2016-ban is pozitív trendet követhet. Ugyanakkor legfontosabb külkereskedelmi partnereink közül Németország, az Egyesült Államok, valamint Kína és Oroszország növekedési kilátásai is némileg romlottak az elmúlt hónapokban. Kína esetében a gazdaság további lassulása várható. Az Egyesült Államok esetében elsősorban a monetáris politika szigorítása jelent növekedési korlátot. Várakozásunk szerint azonban a globális gazdaság így is tovább erősödhet 2015-höz képest, melynek motorja elsősorban a fejlődő régió lesz. Mindazonáltal az itt várható lassulást nem lesz képes ellensúlyozni a fejlett országok gazdaság bővülése. Várakozásunk szerint a legfőbb külgazdasági felvevőpiacunknak számító Európai Unióban az újabb monetáris lazítás serkentheti a növekedést, miközben a rendelkezésre álló jövedelmek folytatódó bővülése is a belső kereslet emelkedését ösztönzi. Mindezeket figyelembe véve azt feltételezzük, hogy a magyar termékek iránt megnyilvánuló külső kereslet növekedése 2016 folyamán 2,4 százalékos lehet.

A mezőgazdasági termelőiár-indexre vonatkozó decemberi feltevésünket jelentősen átalakította a III. negyedévi tényadat: jelentősen csökkentek a termelői árak éves bázison. Ez alapján idén akár a 3,6 százalékos elérést is elérheti az éves átlagos áresés. 2016-ban a termelőiár-index 2,7 százalékos emelkedését feltételezzük.

A 2015 II. negyedévében tapasztalt enyhe áremelkedés után július–szeptember folyamán a Brent északi-tengeri könnyűolaj jegyzésére ismét csökkenésnek indult: a negyedév folyamán az átlagár hordónként 50,9 dollár volt. A csökkenő trend október–novemberben is folytatódott, a jegyzésárak egészen a 40–45 dolláros sávba ereszkedtek.

A tartósan alacsony ár, illetve az újabb áresés mögött számos tényező hatása állhat. A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) adatai szerint az olaj világpiaci túlkínálata 2015 harmadik negyedévében 1,6 millió hordó volt, ami megegyezik a 2014 második felében tapasztalttal, azaz a piac a nagy áresés ellenére sem lépett közelebb az egyensúlyhoz. Jelentős változás ugyanakkor, hogy míg 2014 folyamán az amerikai, úgy 2015-ben már az OPEC-országok kitermelésbővülése generálja elsődlegesen a túlkínálatot. Egyelőre az a sok elemző által várt hatás is elmaradt, hogy az olajárakkal kiárazzák a piacról az amerikai palaolaj-termelőket, bár a kitermelés felfutása megtorpant, és 2016-ban az IEA prognózisa szerint kismértékben visszaeshet az USA olajtermelése. Az OPEC domináns olajtermelője,

Szaúd-Arábia pedig annak ellenére nem fogta vissza saját, illetve a kartell kitermelését, hogy költségvetési hiánya 2016-ban eléri a GDP 20 százalékát.

Az olajárak jövőbeli alakulása rendkívül bizonytalan. A piaci konszenzus 2016-ra 50–60 dolláros hordónkénti árat, illetve a piaci egyensúlyhoz való jelentős közeledést vetít előre. A kínálati oldalon egyelőre nincs nyoma sokkhatásnak, az OPEC-országok a jelek szerint továbbra is fenntartják a 30 millió hordó/év termelési kvótájukat, illetve ezt meghaladó mennyiségű olajjal jelennek meg a piacon. Irán esetleges visszatérése a piacra szintén erősíti az alacsony árakra vonatkozó várakozásokat. Ugyanakkor hosszabb távon kockázatot jelent az olajkutatást és -kitermelést érintő beruházások radikális visszaesése. A keresletet pedig a kínai gazdasági növekedés lassulása, illetve szerkezetének átalakulása húti. Szintén nyomást helyezhet az olajára a Fed kamatemelési ciklusának megindulása, amely az amerikai dollár további erősödését indukálhatja.

Előrejelzésünk szerint a Brent olaj jegyzésére 2015 utolsó negyedévében 47 dollár körül lehet, míg 2016-ban, lassú emelkedést követően, a IV. negyedévre 52 dolláros ár alakul ki. 2015-ben 53,7, jövőre 50,9 dolláros átlagárát várunk.

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

A magyar export dinamikusabban bővült a III. negyedév folyamán, mint azt szeptemberben vártuk, melynek oka, hogy a nyári ipari leállások nem lassították olyan mértékben a kivitelt, ahogyan arra számítottunk. Emellett a KSH a korábbi évekre, negyedévekre vonatkozóan is jelentős pozitív revíziót hajtott végre. Az idei évre vonatkozó előrejelzésünket mindez pozitív irányban befolyásolta. Az eddigi tényadatok alapján a korábbival megegyező külső kereslettel számolunk az idei évben. Ez két ellentétes folyamat eredője: egyrészt a régió kilátásai javultak a korábbi feltevésekhez képest. Másrészt viszont Németország és a fejlődő keleti országok gyengébb konjunktúrája negatív kockázatokat rejt magában. Előbbinél az autóiipari botrány tovagyrúzó hatása lehet a meghatározó, míg utóbbi esetében Kína gazdaságpolitikai irányváltása nem megy zökkenőmentesen, miközben az orosz–ukrán konfliktus recessziós hatása is tovább korlátozza a kereslet bővülését. Mindezeket figyelembe véve – a korábbi prognózisunkkal ellentétben – az exportnövekedés dinamikája 2015-ben erősödhet, és elérheti a 8,8 százalékot, ami 1 százalékpontos pozitív revíziót jelent. A jövő évre vonatkozóan a növekedés ütemének lassulását várjuk, melynek oka a magas bázis mellett a külső kereslet lanyha élénkülése és az elmúlt években kiépült feldolgozóipari kapacitások csúcsra járása. A bázishatást és a kedvezőtlenebb külső növekedési kilátásokat némiképp ellensúlyozza a geopolitikai konfliktusok enyhülése, így 2016-ban a kivitel 7,9 százalékos emelkedését várjuk.

Az importvolumen elmúlt negyedévben mért növekedése is felülmúlta várakozásunkat, bár a bővülés üteme továbbra is lassuló trendet követ. A meglepetés elsősorban a kedvezőbb

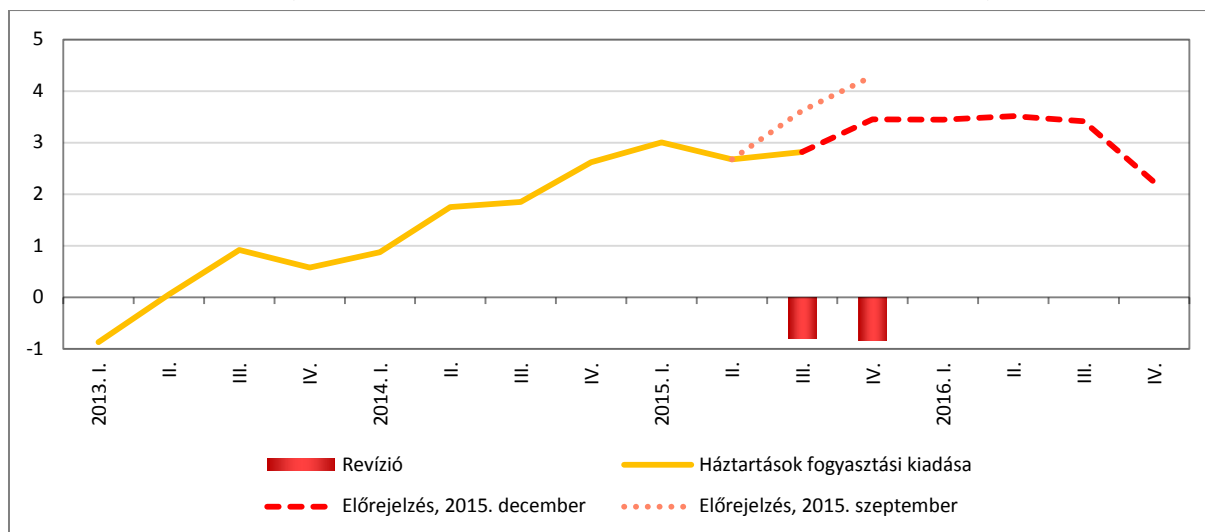
exportteljesítményhez köthető. Mindazonáltal a belső kereslet élénkülése elmaradt a várakozásunktól, ami a magas importhányad miatt kedvezőbb nettó exportot hozott. A kedvezőbb exportteljesítmény és a tényadatok önmagukban pozitív, a lanyhább belső kereslet negatív revíziót indukálna, ám előbbi hatás erősebb, így összességében szeptemberi prognózisunkat enyhén felfelé revideáltuk. A tavalyi évhez képest így is mérséklődő importdinamikára számítunk, amit az egyszeri hatások okozta magas bázis indokol. Mindezeket számszerűsítve 2015-ben 7,7 százalékos importbővülést várunk, míg jövőre 7,2 százalékos növekedésre számítunk. A jövő évi lassulás oka a beruházások várt visszaesése és az export növekedési ütemének csökkenése, amit az élénkülő belső kereslet némileg korigál.

A hazai külkereskedelem áruforgalmi egyenlege a teljes előrejelzési horizonton tovább bővíülhet, mivel a kiviteli volumen dinamikája végig meghaladja az importét. A növekedési különbséget várt csökkenése ugyanakkor a nettó export növekedést élénkítő szerepének lanygulását hozza. 2015-ben így 7,4, 2016-ban 8,6 milliárd euró lehet az egyenleg.

A háztartások fogyasztási kiadásának alakulása a III. negyedévben jelentősen elmaradt az őszi várakozásunktól. Ennek magyarázata, hogy korábban azzal számoltunk, hogy a fogyasztást bővítő egyedi hatások már a július–szeptemberi időszakban megjelennek, valamint, hogy a kiskereskedelmi adatokból kiolvasható élénkülés nagyobb része a gazdaság fehéredésének köszönhető. Továbbra is fenntartjuk ugyanakkor azt a várakozásunkat, hogy a banki elszámolások miatt emelkedő elkölthető jövedelem jelentős részben megjelenik a fogyasztásban, ám ez az idei utolsó és a jövő évi első negyedévben lesz markáns hatással a lakosság költségeire. Az élénkülő munkaerőpiac, a közfoglalkoztatás jelentős bővítése és az egyes állami alkalmazottakat érintő bérrendezés miatt emelkedő elkölthető jövedelmek sem jelentek meg akkora volumenben a fogyasztásban, mint vártuk, vagyis korábban vélhetően alulbecsültük a mérlegalkalmazkodás és az óvatossági motívum jelentőségét. Mindezek alapján tehát az idei évre vonatkozó prognózisunkat 0,3 százalékponttal lefelé korigáltuk, vagyis a háztartások fogyasztási kiadása idén 3 százalékkal bővíülhet.

2016-ban a fogyasztás dinamikusabban bővíülhet. Ennek oka egyrészt az elszámolás áthúzó hatása, másrészt a nyomott infláció következtében emelkedő reálbérek és a munkanélküliségi ráta további csökkenése. Jövőre lépnek be továbbá az olyan elkölthető jövedelmet élénkítő tételek, mint a családi adókedvezmény kiterjesztése vagy a szja kulcsának csökkentése. Továbbra is fenntartjuk ugyanakkor azon várakozásunkat, hogy a lakosság adósságállományának leépítése csak az előrejelzési horizontunk után zárulhat le érdemben, amit jelez, hogy a reálbérek emelkedésénél alacsonyabb ütemben bővíülhet 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 bruttó állóeszköz-felhalmozás növekedési üteme a III. negyedévben messze elmaradt a szeptemberi előrejelzésünktől, ami önmagában jelentős negatív irányú revíziót indukált az év egészére vonatkozóan. Továbbra is fenntartjuk ugyanakkor azon feltevésünket, hogy az utolsó negyedévben újra lendületet kaphat a bruttó állóeszköz-felhalmozás év/év növekedési üteme. Ennek oka, hogy az év végéig le kell zárni a 2007–2013-as időszakra jutó uniós forrásból finanszírozott projekteket, hogy lehívassuk a kapcsolódó támogatásokat. A versenyszféra oldaláról a beruházásoknak jelentős növekedési korlátot állít az NHP II. lezárulása. A teljes NHP-keretet már októberben lehívták, ám az NHP+ során felhasználható 500 milliárd forintos keret az NHP-ban is lehívható. Mindazonáltal a legfrissebb adatok tanulsága szerint a legutóbbi hónapokban a forrásfelhasználás hangsúlya áthelyeződött a beruházásokról az egyéb célokra, a beruházási célú hitelek volumene nem tudott már emelkedni éves bázison. A vállalatok tehát a szerződés kötési időszak határidejének közeledtével már kevésbé dolgoztak ki új finanszírozandó beruházási projekteket. Mindezen hatásokat figyelembe véve 2015-ben a beruházások volumenének 0,7 százalékos bővülésére számítunk.

A jövő évre vonatkozó beruházási előrejelzésünket több tényező is befolyásolta. Novemberben a jegybank bejelentette az NHP lezárásaként szolgáló NHP III.-at, valamint bevezetik a Piaci Hitelezési Programot (PHP) is.⁶ Mindez élénkítheti a hitelezést 2016 folyamán, ahogyan az is, hogy az alacsony inflációval összhangban az irányadó kamat szinten tartásával számolunk. Az állami beruházások esetében úgy véljük, hogy jelentős lesz a visszaesés. Ezt indokolja a felgyorsított uniós lehívások okozta ideiglenes magas bázis, valamint az, hogy 2016-ban már csak az új uniós tervezési időszakokra (2014–2020) rendelkezésre álló

⁶ Erről bővebben az „Inflációs és monetáris kondíciók” fejezetben lesz szó.

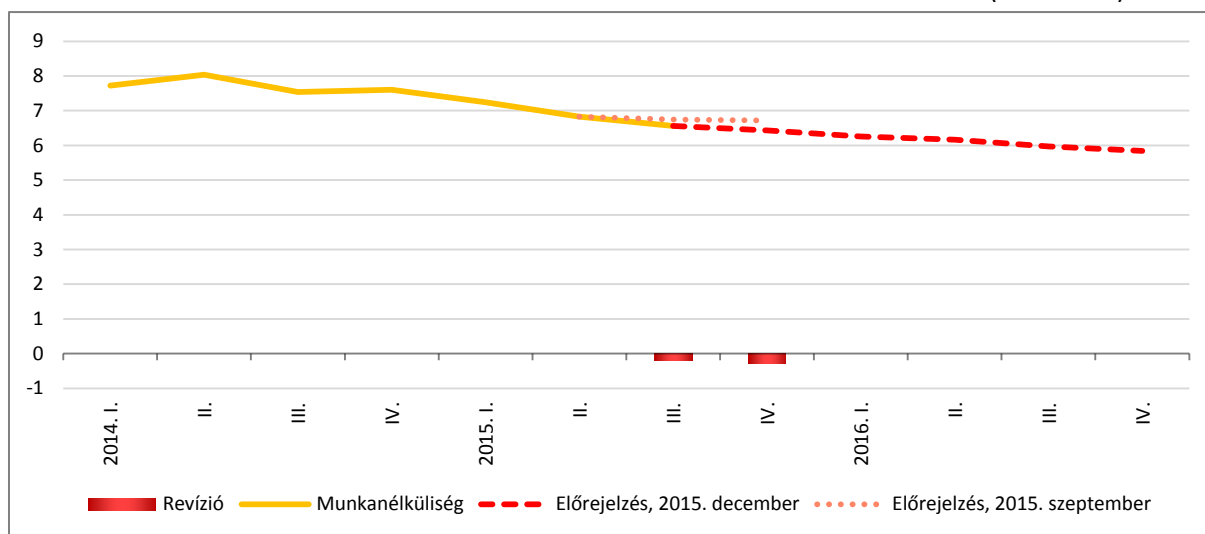
források biztosítottak, vagyis megszűnik a szimultán forráslehívás lehetősége, az új programok beindulása pedig késésben van. Mindezek eredőjeként jövőre a nemzetgazdasági beruházások 2,4 százalékos visszaesését prognosztizáljuk.

A GDP-növekedés 2015 III. negyedében mutatott lassulása önmagában negatív revíziót igényelt az idei év egészére vonatkozó várakozásunkban. A konjunktúra szerkezete is eltért attól, amit szeptemberben felvázoltunk: nem történt meg a belső motorok beindulása, a növekedést továbbra is jelentősen élénkítette a külkereskedelem. Ugyanezen hatással kalkulálunk a negyedik negyedévben is. A korábbi előrejelzésünkkel ellentétben tehát azt várjuk, hogy a nettó export növekedési hozzájárulása magasabb lesz (élénkebb kivitel), míg a belső keresleté csekélyebb (lassabb fogyasztási és beruházási dinamika). Mindez azt feltételezi, hogy a növekedés szerkezete kiegyensúlyozott marad, nem lesz érdemi hangsúlyeltolódás. Mindezeket számszerűsítve az ősszel felvázoltnál 0,2 százalékponttal alacsonyabb, 2,9 százalékos kitevő GDP-növekedést várunk.

A jövő évi gazdasági kilátások kedvezőtlenebb képet festenek, melynek oka a globális növekedést övező bizonytalanságok emelkedése, ami kihat a nettó export növekedést élénkítő szerepére. Ennek ellenére úgy gondoljuk, hogy a külkereskedelem pozitív hozzájáruló marad. A beruházások esetében zsugorodásra, így növekedést korlátozó hatásra számítunk. A fogyasztás élénkülése azonban nem tudja ellensúlyozni a növekedési hatás külső forrásból fakadó mérséklődését. Várakozásunk szerint jövőre a belső felhasználás így is pozitívan járul hozzá a növekedéshez, melynek mértéke közelíti a külkereskedelem szerepét, de továbbra is utóbbi marad a főbb hajtóerő. A Fed kamatemelésének hatását (tőkekiáramlás) a hazai adósságbesorolás jövő évre várt javítása és az EKB további lazítása képes lehet ellensúlyozni, így ennek érdemi, gazdaságot befolyásoló szerepével nem számolunk. A magyar gazdaság növekedési üteme így 2016-ban 2,3 százalékos lehet.

A munkaerőpiac jövőbeli alakulására vonatkozó előrejelzésünk az ország konjunkturális helyzetének nem várt változása miatt módosult. Az előző negyedévben előre jelzett pályához képest a lassabb gazdasági növekedés miatt a foglalkoztatás kisebb mértékű bővülését várjuk. Ebből adódóan az országban dolgozók száma mintegy 75 ezer fővel emelkedik a jövő év végéig. A növekedés mintegy kétharmadát a költségvetési szektor adja, abból adódóan, hogy a Start munkaprogramra fordított források emelkedése miatt a közfoglalkoztatásban dolgozók száma jelentősen megnő. A versenyszférában létrejövő álláshelyek száma 25–30 ezer között alakul, így a vállalkozások a lassuló konjunktúra ellenére is számottevő mértékben emelik dolgozóik számát.

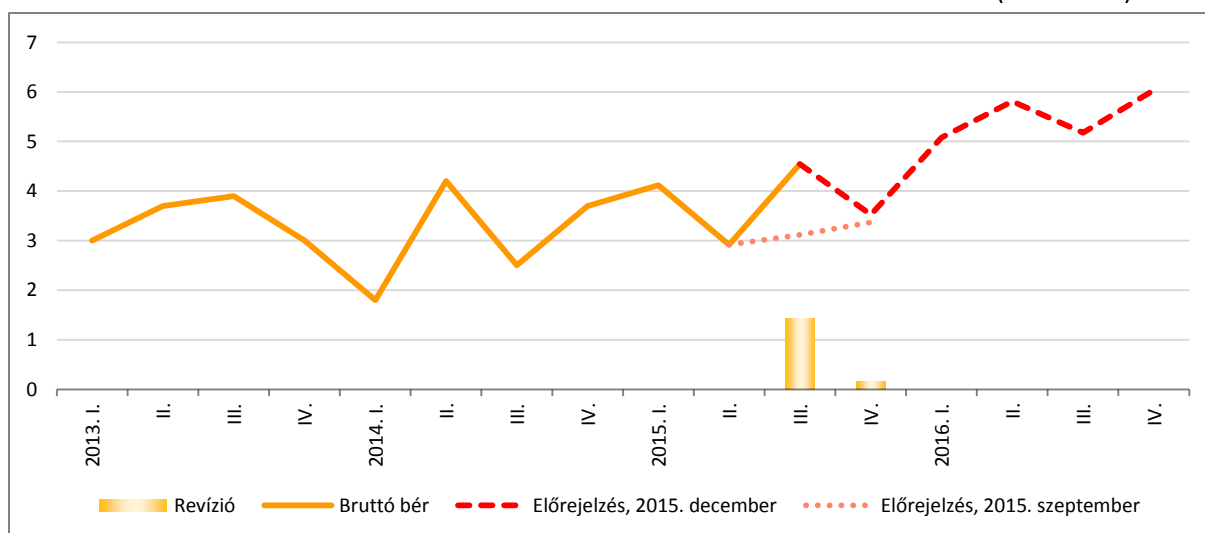
28. ÁBRA: A MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK)



* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás

A bruttó bérek alakulását az idei év hátralevő részében, illetve jövőre is elsősorban a közsféra bérrendezései, a minimálbér és a feszes munkaerőpiac bérfelhajtó hatása befolyásolja. Éves viszonylatban idén 3,8, jövőre pedig 5,5 százalékos növekedést prognosztizálunk. Ezzel a reálbérek idén és jövőre azonos mértékben, 3,8-3,8 százalékkal emelkednek, ugyanis az alacsony inflációs környezet felértékeli a nominális értéken már rögzített béremelések (például: közsféra bérrendezései) vásárlóerőre gyakorolt hatását.

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



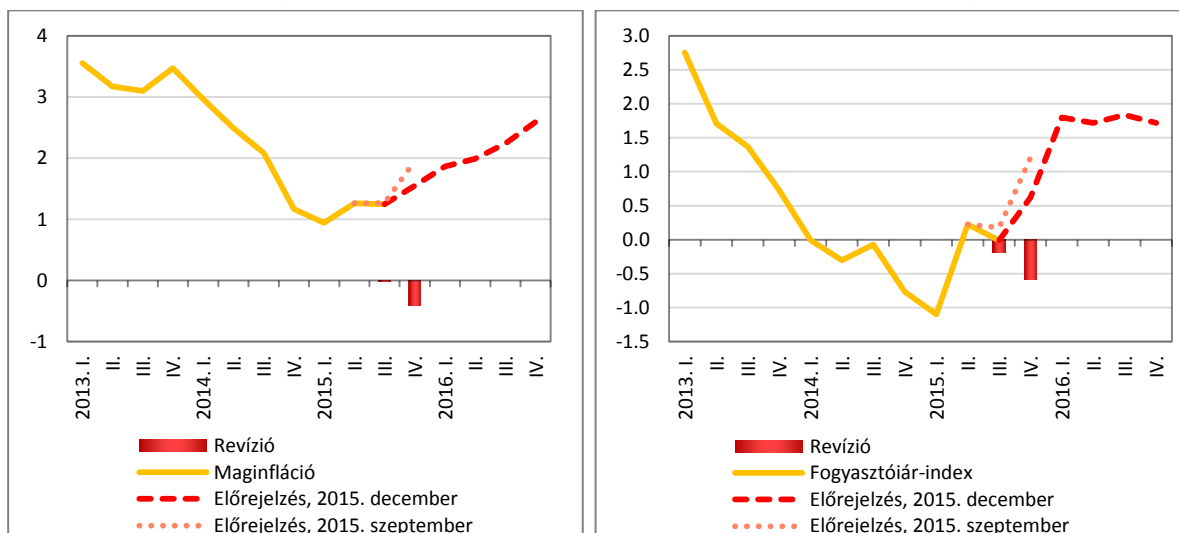
Forrás: KSH, Századvég-számítás

A maginfláció az őszi előrejelzésünkhöz képest némileg visszafogottabban alakult a III. negyedévben, ami egyben azt is jelenti, hogy átmenetileg megtört az emelkedő trend. Az október–novemberi tényadatok szintén arról árulkodnak, hogy a szűrt inflációs mutató továbbra sem kezdte el érdemi emelkedését. Várakozásunk szerint 2015 záró negyedévére

az átlag így 1,5 százalék körül alakulhat. Mindez az év egészét tekintve bő 1,2 százalékos maginflációt jelent, ami 0,1 százalékponttal alacsonyabb, mint a korábbi előrejelzésünk. Jövő év végére a szűrt inflációs mutató a célsáv közepét jelentő 3 százalék közelébe, míg éves átlagban 2,2 százalékra emelkedik. A továbbra is mérsékelt árnyomás oka a lanyhább gazdasági növekedés csekélyebb árfelhajtó hatása, a tartósan nyomott olajárak begyűrűzése a maginflációba és a mérsékelt inflációs várakozások. A kedvezőtlenebb külső konjunktúra és az EKB vártnál mérsékeltebb lazítása továbbra sem lesz képes érdemben befolyásolni az importált inflációt.

Decemberi előrejelzésünkben az éves bázisú fogyasztóiár-index a teljes előrejelzési horizonton elmarad a maginfláció ütemétől, ugyanakkor az idei évhez képest már jelentősen csökkenhet a két mutató közötti különbség. Ennek oka a maginfláción kívüli korábbi költségsokkok bázisba kerülése. Az olajárak jelenleg a válság óta nem látott mélypontra tartózkodnak és 2016-ig további mérsékelt csökkenésre számítunk, ami így visszafogja az inflációt. A mezőgazdasági árak és így a feldolgozatlan élelmiszerek esetében is továbbra is alacsony árszint változásra számítunk, ahogyan arra a tényadatok is utalnak. Továbbá a sertésstőkehús áfacsökkentése jövőre mérsékli a maginfláción kívüli tételek áremelkedését.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

A 2015. évi átlagos inflációt az őszi alappályánál így 0,2 százalékponttal alacsonyabbra, -0,1 százalékra becsüljük. Az infláció ugyanakkor jövőre már 2 százalék közelébe emelkedik, összhangban a rezsicsökkentés bázisba kerülésével, majd az év egészét tekintve lassan, de fokozatosan növekszik a pénzromlás éves üteme. A jövő évre vonatkozó inflációs előrejelzésünk 1,8 százalék.

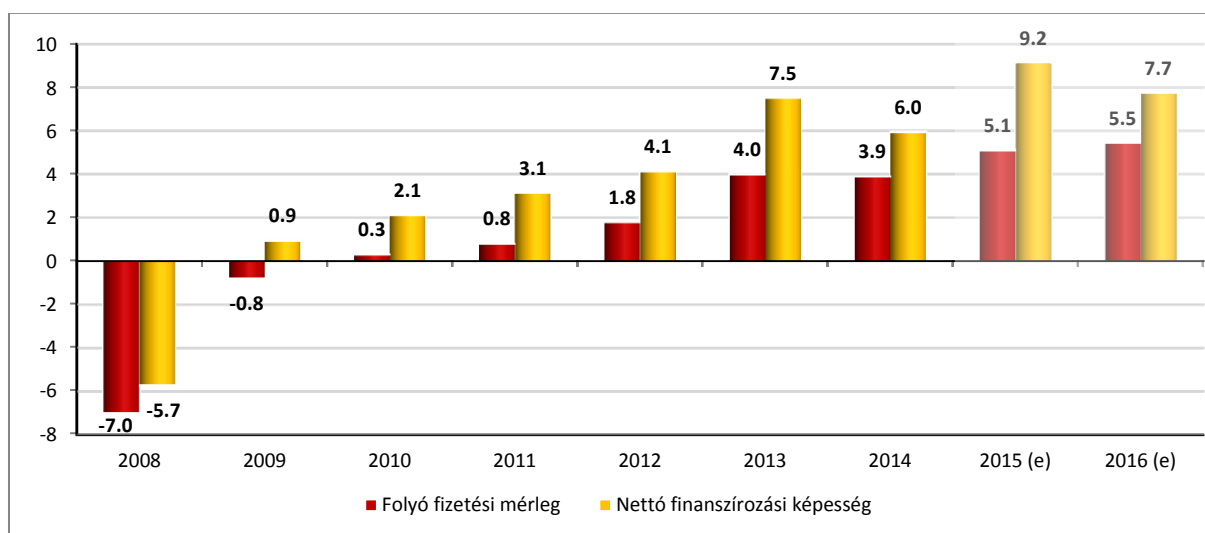
Tekintettel a tartósan alacsony külső és belső inflációs környezetre és a stabilan alacsony inflációs várakozásokra, a hazai monetáris politika hosszabb ideig változatlan szinten

tarthatja az alapkamatot. Jelenleg nagyobb valószínűségét látjuk egy újabb kamatcsökkentésnek, mint egy szigorításnak. Ugyanakkor, amennyiben az árstabilitási cél nincs veszélyben és a gazdaság növekedési kilátásai tovább romlanak, újabb lazításra számíthatja el magát a jegybank, ám ezt elsősorban nem konvencionális eszköztárán keresztül teheti meg. Meglátásunk szerint ugyanis a kamatcsatorna jelenleg nem képes betölteni gazdaságélénkítő szerepét, vagyis egy újabb kamatcsökkentés hatására még negatívabb reálkamatok nem lesznek képesek ösztönzőleg hatni a belső keresletre. Tekintettel arra, hogy a hazai monetáris politikát elsősorban az EKB döntései befolyásolják, ahol szintén további lazítás van kilátásban, valamint a Fed kamatemelése eddig nem okozott érdemi turbulenciát, így a magyar monetáris politika laza maradhat: a kamatszint 1,35 százalékon történő tartására számítunk 2016 végéig.

A külső egyensúly várható alakulása

Legfrissebb előrejelzésünk szerint növekedést várunk mind az export, mind az import volumenét tekintve, és 2015-ben az előző előrejelzésünkhöz képest a nettó export magasabban alakul. A javuló külső kilátásokkal összefüggésben 2015-ben erős lesz az export, 2016-ban pedig az export dinamikája lassul, mivel a legfőbb húzóerőt jelentő autóiipari kapacitások csúcson pörögnek, továbbá érdemi árfolyamgyengüléssel sem számolunk.

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



Megjegyzés: A 2015–2016. évi érték a Századvég előrejelzése. Forrás: AMECO, Eurostat, Századvég-számítás

A jövedelemkiáramlás a tartósan kedvező hazai gazdasági kilátásokkal és a külföldi vállalatok profitabilitásának javulásával összhangban erős marad az előrejelzési horizonton. 2015-ben még magas szintű EU-transzferekkel, jövőre ennél jóval kisebb mértékű forrásbeáramlással számolunk. 2015-ben a reálgazdaság és az EU-transzferek beáramlása okozza a nettó finanszírozási képesség erősödését, míg 2016-ra a nettó export pozitív hatásának erősödése

nem tudja ellensúlyozni az EU-transzferek várt nagy visszaesését. Mindezen hatások eredőjeként a 2015. évre 9,2 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk, míg a mutató 2016-ban 7,7 százalékra süllyedhet.

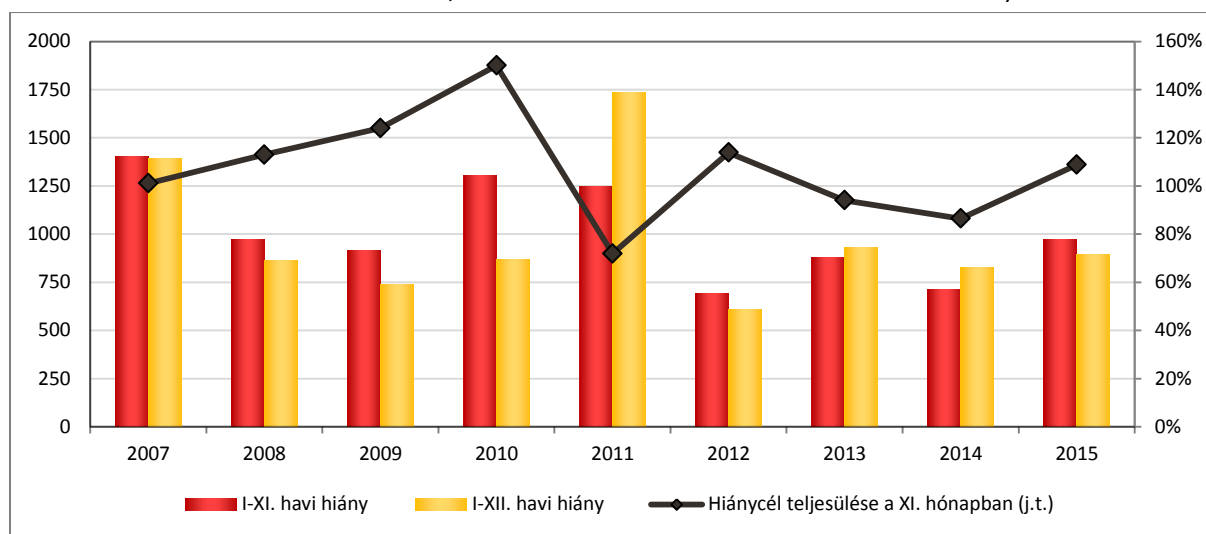
Az államháztartási helyzet prognózisa – 2015

Az államháztartás központi alrendszerének november végi halmozott hiánya idén 970,7 milliárd forintot tett ki. A központi költségvetés 1038,5 milliárd forintos deficittel, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 45,8 milliárd, az elkülönített állami pénzalapok 22,0 milliárd forintos szufficittel zártak. Novemberig a hiánymutató az idei év egészére előirányzott érték 108,7 százalékát érte el. A központi alrendszer novemberben 154,7 milliárd forint hiánnyal zárt, szemben a 2014-ben regisztrált 95,9 milliárd forintos többlettel. A negatív eltérés oka, hogy az Európai Unió hazánkkal szemben folytatott korábbi vizsgálatai miatt a korábban megítélt támogatásokat egy időre felfüggesztették. Ugyan a vizsgálatok az ős folyamán lezárultak és a folyósítások már megkezdődtek, de mindeddig még nem utaltak át minden korábban felfüggesztett tételt. Az átutalások ideiglenes fennakadása magyarázza a hiányokat, azonban nem érinti az államháztartás uniós módszertan szerinti egyenlegét.

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, ebből következtetéseket vonunk le arra vonatkozóan, hogy hol várható érdemi felülteljesülés, illetve elmaradás. Mindezek alapján becslést adunk a 2015. évi – uniós módszertan szerinti és önkormányzati egyenleggel bővített – költségvetési deficitre vonatkozóan. Az előrejelzés elkészítéséhez az államháztartás első tíz hónapjának részletes adatait használtuk fel.⁷

⁷ A részletes novemberi adatokat csak december második felében, adatbázisunk lezárása után publikálták.

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

2015 első tíz hónapjában a központi költségvetés befolyó bevételeit a korábbi negyedévekhez hasonló tendenciák jellemzik. Egyrészt a kedvező makrogazdasági folyamatok leképeződése a vállalati szektor növekvő teljesítményében is nyomon követhető, ezzel párhuzamosan pedig a versenyszféra növekvő bériáramlása fejtette ki pozitív hatását. Továbbá az elmúlt hónapokban további béremelések mentek végbe a közszférában is, így a két hatás eredőjeként dinamikus fogyasztásbővülést könnyelhetünk el. A kedvező gazdasági trend a költségvetésben tervezettnél magasabb adóbevételeket generált, amit tovább fokozott a kormányzati intézkedések gazdaságfehérítő hatása. A gondolatmenet bizonyítékául szolgál, hogy a központi költségvetés első tíz havi halmozott adóbevétele 376,2 milliárd forinttal haladta meg a tavalyi év azonos időszakit. A tavalyiról az idei évre az adóbevételek a gazdálkodószervek befizetései esetében 14,5, a fogyasztáshoz kapcsolt adók soron 4,2, míg a lakosságtól származó befizetések 6,5 százalékkal nőttek.

A gazdálkodószervek befizetéseit főként a társaságiadó-befizetések növekedése, a bányajáradék címen befolyt bevételek csökkenése és a kisadózói adónemek közötti átrendeződés alakította. A bázisévhez képest 40,6 százalékkal emelkedett meg a társasági adóból származó bevétel, ami a vállalatok nyereségesebb gazdálkodásának eredménye. Szintén emelkedtek a befizetések a kisadózók tételes adója mérlegsoron, az eltérés oka az adónemet választó adóalanyok számának 31 ezer fős emelkedése. Ezzel ellentétes irányú folyamatként csökkent az egyszerűsített vállalkozói adó és a kisvállalati adó soron befolyt összeg az adózók számának csökkenése miatt. A kormányzat szándékával megegyező folyamat eredménye (a tavalyi évhez képest) a kisadózói tételsor esetén 9,7 milliárd forint növekmény, míg másik két tétel esetében összesen 7,0 milliárd forint csökkenés. Kedvezően

alakultak az egyéb központosított bevételek is, a tavalyi év azonos időszakához képest közel 56,7 milliárd forinttal növekedtek a befizetések, aminek első számú oka a 2015 januárjától ezen a soron jelentkező időalapú útdíj. A gazdálkodói szervek befizetéseinél jelentősebb nem teljesülésre a bányajáradék soron számíthatunk, amit a Brent kőolaj árának csökkenése okozott. A tételsor októberig 24,9 milliárd forint bevételkiesést könyvelt el, szemben a tavalyi év azonos időszakához képest.

Előrejelzésünk szerint a gazdálkodószervezetek befizetései az előirányzathoz képest 47 milliárd forinttal felülteljesülhetnek. Várakozásaink szerint a társasági adóból származó bevételek tartósan a tervezett felett teljesülnek, ugyanakkor a növekedésiadóhitelkedvezmény keretében az idei év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőség 19 milliárd forint kiesést okozhat az idei költségvetésben. A két ellentétes folyamat eredményeként összesen a társaságiadó-bevételek 65 milliárd forintos felülteljesülésére számítunk. A kisadózó adónemek teljesülése a tavalyi évhez képest kedvezőbb, mégis 5 milliárd forintos alülteljesülést várunk. Ahogyan azt már korábban jeleztük, az adónemek közötti átrendeződés a kormányzati szándékkal megegyezik, így a 2015-ös előirányzat már kalkulált ennek hozadékaival. Az adózói létszámban komoly átalakulás történt, de ez még mindig alulmúlja a korábban várt volumént, ezért beszélhetünk negatív hatásról. A kőolaj árának tartósan alacsony szinten maradása miatt a bányajáradék soron idén összesen 13 milliárd forint deficitet becslünk.

A fogyasztási befizetések emelkedése mögött az általános forgalmi adó 5,4 százalékos és a jövedéki adó 9,0 százalékos, a tavalyi év azonos időszakához mért bevételnövekedése áll. Ezt kiegészíti, hogy a lakosság által befizetett személyi jövedelemadó (5,9 százalék) is magasabb. Az általános forgalmi adó növekedésének oka a bevezetésben részletezett gazdasági növekedés, másrészt az online pénztárgépek és az EKÁER bevezetése, ami a gazdaság fehéredését segítette. A jövedéki adó emelkedésének legfőbb oka az alacsonyabb üzemanyagárak okozta keresletélénkülés és az adónem év eleji átalakítása. Megemlítjük még a regisztrációs adó (14,1 százalék), a biztosítási adó (3,8 százalék), az illetékbecfizetések (11,9 százalék) és a gépjárműadó (4,1 százalék) sorain a nagyobb bevételbeáramlást, ezek a megnövekedett gépjárművásárlással magyarázhatóak.

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

Kiadások

A központi alrendszer október végi halmozott kiadásai az éves előirányzat 83,6 százalékát tették ki, ami nominálisan nézve megközelítőleg megegyezik a 2014. év azonos időszakának kiadásaival.

Az egyedi és normatív támogatások soron a bázisidőszakhoz képest megemelkedtek a kifizetések, ami a helyközi személyszállítási szolgáltatások korábbi költségtérítéseinek elszámolásához és az Eximbank Zrt. kamatkiegyenlítéséhez kapcsolódó magasabb mértékű kifizetésekhez köthető.

Tovább folytatódik a lakásépítési támogatásra fordított kiadások csökkenése, ami a devizahitel-adósok tartozásállományának forintosítása és az árfolyamgát rendszerének folyamatos kivezetésére vezethető vissza. A folyamatot enyhítheti a július elején bevezetett családi otthoneremtési kedvezmény, amittől az igényelhető támogatások növekedése várható.

Az egyedi és normatív ellátások, valamint a lakásépítési támogatások sorokon 20 milliárd forinttal kisebb összkidást várunk év végére, mint ami az előirányzatban szerepel.

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 előirányzatainak uniós kiadásait és bevételeit nettó módon szemlélve vizsgáljuk meg. A tétel bevételi oldala az év első tíz hónapjában 731,4 milliárd forintra teljesült, ami a tavalyi év azonos időszakában befolytnál 315,1 milliárd forinttal kevesebb. Az elmaradás oka, hogy a várt bevételeket az Európai Unió még nem folyósította. A kiadási oldalon szintén nagymértékű – 276 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 legnagyobb kiadási tételnek számító költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai várakozásaink szerint akár 250 milliárd forinttal az előirányzat felett alakulhatnak. Ez a növekmény a bevételi oldalon a tervezettnél magasabban teljesülő „költségvetési szervek bevételei”, a „szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok saját bevételei” és a „költségvetési szervek kiadásai” sorokra vezethető vissza. A költségvetési szervek 2015. január–október időszaki kiadásainak szerkezetét vizsgálva látjuk, hogy megközelítőleg a tétel kétharmad része a személyi juttatásokra, a szociális hozzájárulási adóra és a munkaadókat terhelő adókra ment el. Ehhez hozzájárult a rendvédelmi és honvédelmi

illetményemelés és az ágazatokban dolgozó közalkalmazottak béremelése. Fontos kiemelni, hogy a kiadásnövekedés jelen esetben nem jelent veszélyt a hiánycél teljesülésére, mivel a többletkiadást fedezi a kedvező adóbefizetésekből származó többletbevétel.

A kamatbevételek az év első hét hónapjában 208,1 milliárd forintos szintet értek el, a kamatkidadások pedig 909,3 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkidadás összességében 29 milliárd forinttal lett kevesebb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva.

A nettó kamatkidadások érdemben elmaradhatnak az előirányzattól. Az 1,35 százalékos irányadó kamatlábnak köszönhetően az adósságszolgálattal kapcsolatos nettó kamatkidadások mintegy 70 milliárd forinttal elmaradhatnak az előirányzattól.

Társadalombiztosítási alapok

A társadalombiztosítási alapok október végi 41,9 milliárd forintos halmozott többlete a Nyugdíjbiztosítási Alap 42,7 milliárd forintos szufficitjének és az Egészségbiztosítási Alap 0,8 milliárd forintos deficitjének eredménye. Az idei év szufficitje közel 142,6 milliárd forinttal marad el az egy évvel korábbi időszakitól. Az alapok együttes bevétele 49,9 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 92,7 milliárd forinttal megnövekedtek, ez a 2015. január 1-jétől érvényes magasabb nyugdíjösszeggel magyarázható. Ezen túl megnövekedtek még a gyógyszerár-támogatásra, a gyermekgondozási díjra és a táppénzre fordított összegek is.

Elkülönített állami pénzalapok

Az alapok összes bevételei 103,6, kiadásai 110,2 milliárd forinttal magasabban alakultak az előző évihez képest, így egyenlegük 6,6 milliárd forinttal alulmúlta a megelőző évet. Az egyenleg mindkét oldali eltérése a Nemzeti Foglalkoztatási Alaphoz köthető – magasabbak lettek az alapot megillető egészségbiztosítási és munkaerőpiaci 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.

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 2,25 százalékos hiányt tartalmaz.

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

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	47	0,14
Fogyasztási adók	119	0,36
Lakossági befizetések	63	0,19
Bevételi oldali kockázatok	229	0,68
Költségvetési szervek és fej. kez. előirányzatok	-20	-0,06
Nettó kamatkiadások	250	0,75
Kiadási oldali kockázatok	-70	-0,21
ESA-híd	160	0,48
Összesen	-20	-0,06

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 adatai alapján a központi költségvetés adóssága 2015. szeptember végén elérte a GDP-arányosan számított 78,03 százalékot.

2015-ben az Alaptörvénybe foglalt adósságcsökkentési kritérium hatályos. Ez kimondja, hogy „mindaddig, amíg az államadósság a teljes hazai össztermék felét meghaladja, az Országgyűlés csak olyan központi költségvetésről szóló törvényt fogadhat el, amely az államadósság a teljes hazai össztermékhez viszonyított arányának csökkentését tartalmazza”. Ezt a stabilitási törvény 6. § (1) alapján úgy kell számítani, hogy a külföldi pénznemben fennálló adósságot keletkeztető ügyleteket azonos árfolyamon kell figyelembe venni. Így tehát a 2014. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság intézetünk előrejelzése szerint – a jelenlegi helyzet változatlansága mellett – a 78,2 százalékot érheti el, ami nominális értékben 26 321,2 milliárd forintot jelent. A korábbi előrejelzésünk óta eltelt időszakban történtek magyarázzák előrejelzésünk változását. Az elmúlt negyedévben várthoz képest még később kezdődött meg az európai uniós források utalása, továbbá a KESZ-egyenleg emelkedése is folytatódott, növelve az államadósság szintjét. A jelenlegi helyzet ellenére mégis eleget tudunk tenni a változatlan árfolyamon számolt, GDP-arányos államadósság-ráta csökkentésének.

- A) Az Államadósság Kezelő Központ Zrt. az utolsó negyedévben lejáró forintalapú állampapíroknál csak kevesebbet bocsátana ki. Ez egy lehetséges, de kis valószínűségű alternatíva, mivel a jelenlegi kintlévőségeknél nagyobb kibocsátás szerepel a kibocsátási tervben.
- B) Lehetőség van arra, hogy a december második felében lejáró Prémium Euró Magyar Államkötvényt csak a következő évben újítsák meg, azonban ezzel csak el lenne tolvá az adósság.

- C) A MNB az elmúlt időszakban devizaalapú államkötvényeket is vásárolt, ezt a jelenleg megduzzadt KESZ-egyenlegből vissza tudná vásárolni az adósságkezelő, harmadik lehetőségként. Ez az alternatíva megegyezik az elmúlt negyedévben feltételezett, a KESZ-állomány adósságállomány érdekében tett apasztásával.
- D) A Budapest Bank tervezettnél korábbi értékesítése.

Mint látjuk, több forgatókönyv is szóba jöhet, így a kitűzött cél biztonsággal teljesülhet.

Az államháztartási helyzet prognózisa – 2016

A 2016-os költségvetést az eddigi rendtől eltérően már júniusban törvénybe foglalták, ezzel közel egy időben pedig az Országgyűlés a következő évi adócsomagot is elfogadta. A korai rendelkezést ambivalens megítéléssel fogadták, mivel a fél évvel korábban meghozott költségvetést nagyobb valószínűséggel érhatték volna változtatások az év fennmaradó részében. A feltételezés nem igazolódott be, június óta nem történt jelentős módosítás a következő évi költségvetésben, ami egy újabb lépés lehet a kiszámítható gazdálkodás felé.

A Magyarország 2016. évi központi költségvetéséről szóló 2015. évi C. törvény legfontosabb sarokszámai a következők:

- az államháztartás központi alrendszerének bevételi főösszegét 15 800,4;
- kiadási főösszegét 16 562,0;
- hiányát 761,6 milliárd forintban határozta meg.

Az államháztartás 2016. december 31-ére tervezett adósságaként (303,7 forint/euró, 289,4 forint/svájci frank és 276,3 forint/amerikai dollár árfolyam mellett) 25 898,5 milliárd forintot, az államadósság-mutató mértékeként 73,3 százalékot határozott meg.

Intézetünk az elmúlt negyedév tovaryűrűző hatásait figyelembe véve ismét előrejelzést készített a következő évi költségvetésről is, ebből a szempontból vizsgálódva mutatjuk be a következő fejezetben eredményeinket.

Kockázatok

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

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

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

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

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

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

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

Egyenleg és államadósság

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

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

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

Forrás: Századvég-számítás

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

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

Táblázatok

4. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban

	2014		2015				2016				
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	3,6	3,3	2,7	2,6	2,9	2,9	2,6	2,6	2,5	1,7	2,3
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	1,8	3,0	2,7	2,8	3,5	3,0	3,4	3,5	3,4	2,2	3,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	11,2	-0,6	1,0	-0,9	3,2	0,7	2,1	-1,6	-2,9	-7,3	-2,4
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,6	10,2	9,3	7,6	8,0	8,8	5,9	7,6	9,4	8,9	7,9
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	8,5	8,2	7,4	6,8	8,3	7,7	7,2	6,1	8,4	7,0	7,2
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,3	2,5	1,7	2,0	1,2	7,4	2,4	2,1	2,4	1,8	8,6
Fogyasztóiár-index (%)	-0,2	-1,1	0,2	0,0	0,5	-0,1	1,5	1,6	1,8	2,1	1,8
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	2,10	1,95	1,50	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35
Munkanélküliségi ráta (%)*	7,7	7,2	6,8	6,6	6,4	6,8	6,3	6,2	6,0	5,8	6,1
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,0	4,1	2,9	4,5	3,4	3,8	4,9	5,7	5,2	6,3	5,5
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	2,3	-	-	-	-	5,1	-	-	-	-	5,5
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	6,0	-	-	-	-	9,2	-	-	-	-	7,7
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,6	-	-	-	-	-2,3	-	-	-	-	-1,9
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	1,6	1,7	2,0	2,1	2,2	2,0	2,3	2,4	2,5	2,5	2,4

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

5. táblázat: Az előrejelzés változása az előző negyedévhez képest

	2015			2016		
	szeptember	december	változás	szeptember	december	változás
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	3,1	2,9	-0,2	-	2,3	-
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,2	3,0	-0,3	-	3,2	-
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	2,9	0,7	-2,2	-	-2,4	-
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,8	8,8	+1,0	-	7,9	-
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,5	7,7	+0,2	-	7,2	-
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	7,0	7,4	+0,4	-	8,6	-
Fogyasztóiár-index (%)	0,1	-0,1	-0,2	-	1,8	-
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,35	1,35	0,00	-	1,35	-
Munkanélküliségi ráta (%)*	6,9	6,8	-0,2	-	6,1	-
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,1	3,8	+0,6	-	5,5	-
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	5,3	5,1	-0,2	-	5,5	-
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,8	9,2	+0,4	-	7,7	-
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,2	-2,3	-0,1	-	-1,9	-
GDP-alapon számított külső kereslet*	2,0	2,0	+0,0	-	2,4	-

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás