

Elemzés és előrejelzés a magyar gazdaság és a külgazdaság legfontosabb folyamatairól

2016. március

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Regős Gábor tudományos munkatárs szerkesztette.

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

Az előrejelzéshez felhasznált adatbázist március 8-án, az elemzéshez felhasznált adatbázist március 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	6
A globális konjunktúra alakulása	6
Munkaerőpiac	9
Monetáris kondíciók alakulása	12
Pénzügyi folyamatok	13
Az infláció alakulása	17
A magyar gazdaság jelenlegi helyzete.....	20
A növekedés alakulása	20
Munkaerőpiaci folyamatok	24
Infláció és monetáris kondíciók.....	26
A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2016).....	41
Feltevéseink alakulása	41
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés	43
A külső egyensúly várható alakulása.....	49
Az államháztartási helyzet – 2015.....	50
Bevételek.....	50
Kiadások	52
Egyenleg	53
Kamatkiadások és államadósság	54
Az államháztartási helyzet prognózisa – 2016	55
Bevételek.....	55
Kiadások	57
Kamat egyenleg.....	59
Egyenleg és államadósság	59
Táblázatok.....	61

Vezetői összefoglaló

Október és december között tovább süllyedt az Egyesült Államok gazdaságának bővülési üteme, az utolsó negyedéves növekedési adat szinte megegyezett az uniós növekedési rátával. Mindkét gazdaságban tovább nőtt a foglalkoztatottak állománya, a csökkenő munkanélküliségi ráta az USA-ban elérte egyensúlyi szintjét. Az idei év első hónapjaiban tovább esett az nyersolaj hordónkénti világpiaci ára, ami a következő hónapokban ismét deflációs nyomás alá helyezheti az európai gazdaságot. A várakozásoknak megfelelően a Fed Nyílt Piaci Bizottsága decemberben tíz év után ismét növelte irányadó rátáját, miközben az EKB márciusi ülésén tovább enyhítette monetáris kondícióit: a két régió közötti kamatkülönbség várhatóan tovább nő a következő negyedévekben. A globális pénzpiacok alakulását a kínai növekedés lassulása miatt is visszaeső kínai tőzsdeindexek határozták meg, a kockázatok egyedül a politikailag instabilabbá vált államokban emelkedtek. Az unió stabil gazdasági növekedése és az alacsony kamatkörnyezet hatására idén tovább mérséklődhet az unió aggregált költségvetési hiánya és adósságrátája, bár a korábbi évekhez viszonyítva lassulhat az öreg kontinens fiskális konszolidációjának üteme.

A magyar gazdaság 2015. IV. negyedéves adatai a gyorsuló növekedés jeleit mutatták a megelőző két negyedévhez képest. Ennek oka, hogy a háztartások fogyasztásának bővülése felzárkózott a 2015-ös év eleji mértékhez, továbbá a beruházásokban az uniós pénzek IV. negyedévben kicsúcsosodó felhasználása pozitív átmeneti változást generált. Kedvezőtlenebb folyamatok mutatkoznak ugyanakkor a külkereskedelmi egyenleg alakulásában. Amíg az import egyenletesen növekedett tovább, az export növekedési indexe az év eleji sinthez képest romlott, és az utolsó negyedévben alulmúlta a behozatal bővülési ütemét. A kivitel lassuló növekedését elsősorban a szolgáltatások (vendéglátás és javítási szolgáltatások, szállítás és raktározás) okozták. Ennek következtében 2015 utolsó negyedévében a külkereskedelmi többlet csak nagyon minimális mértékben járult hozzá a GDP-növekedéshez. A 2015. október–decemberi időszak GDP-bővülését 0,2 százalékponttal magyarázza a nettó export, míg 3 százalékponttal a belső felhasználás. Ez azt jelenti, hogy a növekedés súlypontja eltolódott a hazai fogyasztás és beruházás felé. A belföldi felhasználást a háztartások fogyasztási kiadásának 3,5 százalékos növekedése mellett a tervezett mértéket jelentősen meghaladó közösségi fogyasztás 6,7 százalékos és az utolsó negyedévben csúcsosodó uniós források által felpumpált beruházások 6,5 százalékos bővülése húzta. A mezőgazdaság az év során komoly visszaesést produkált a megelőző év magas bázisához képest, ami az utolsó negyedévben is megjelent az adatokban. Az ipari termelés viszont újabb lendületet vett az év középső két negyedévének lassulása után. Az építőipar továbbra is csak oldalazott a megelőző év azonos időszakával megegyező kibocsátási szinten, tekintve, hogy az uniós pénzből finanszírozott, illetve a nagyvállalati beruházások kifutóban vannak, a lakáspiaci ösztönzők pedig várhatóan csak 2016 második felében gyakorolnak érezhető

hatást a gazdaságra. A szolgáltató szektorban lassult a bővülés üteme, de a GDP-növekedéshez való hozzájárulása (1,7 százalékpont) még így is meghaladja az ipari bővülés részesedését (1,6 százalékpont). A beruházások esetében kockázati tényező, hogy a látványos növekedés az államháztartási és az uniós beruházásokhoz kapcsolódik, míg a versenyszféra ágazataiban visszaesés figyelhető meg.

A kedvező munkaerőpiaci trendek 2015 IV. negyedévében is folytatódtak, a foglalkoztatás és az aktivitás is jelentősen bővült. A munkanélküliségi ráta mérséklődési üteme nem változott, szintje az év utolsó három hónapjában (szezonálisan kiigazított adatok alapján) 6,3 százalékon állt. A munkaerőpiac feszessége emiatt nőtt, annak ellenére is, hogy a betöltetlen álláshelyek száma nem változott. A bérek éves növekedési üteme elsősorban a közszférában tapasztalható bérrendezéseknek köszönhetően 5,3 százalékra gyorsult, amihez azonban a versenyszférában tapasztalható átlagon felüli, 4 százalékos keresetnövekedés is hozzájárult.

2015 IV. negyedévében éves szinten megindult Magyarországon a fogyasztói árak emelkedése – bár a növekedés mértéke alacsony volt, a pénzromlás üteme így is jelentősen elmaradt a jegybank inflációs céljától. Az áremelkedés megindulásához hozzájárult a rezsicsökkentés bázisértékbe való beépülése, a növekedés mértékét ugyanakkor fékezte az olajárak további esése. A IV. negyedévben átlag felett drágultak az élelmiszerek, a dohányárak és szeszes italok, valamint a szolgáltatások. Ez utóbbi kategóriában az átlagot meghaladó mértékben nőttek a lakbérek, tovább drágult a színház- és mozijegyek valamint a külföldi utazások ára, ami a háztartások javuló jövedelmi helyzetére és növekvő fogyasztási hajlandóságára utal. Éves szinten 2015-ben az infláció Magyarországon –0,1 százalék volt. A jegybank 1,2 százalékra csökkentette irányadó rátáját. Az infláció továbbra is alacsony szintje további monetáris lazításnak adhat teret, azonban lehetséges, hogy ezt a Magyar Nemzeti Bank nem konvencionális eszközökkel (például növekedési hitelprogram, kamatcsere-ügyletek) hajtja végre, bár a jegybanki kommunikáció az alapkamat továbbá mérséklését vetíti előre.

A hazai kockázati környezet az elmúlt negyedévben enyhén javult. A hazai fizetőeszköz erősödött az euróval szemben, a CDS-felár alig emelkedett, és a 10 éves állampapír hozama csökkent. Habár a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa a tél folyamán nem változtatott alapkamatának mértékén, monetáris lazítást eszközölt. Az önfinanszírozási program folytatásához híven ugyanis bejelentette a korábbi irányadó instrumentumának a megszüntetését, azaz a jelenleg 1000 milliárd forintos kéthetes betétállomány leépítését.

A nagy nemzetközi hitelminősítő intézeteknél hazánk besorolása a befektetésre nem ajánlott szint legmagasabbján maradt. Az NHP II. program nagy sikerrel zárult decemberben, hiszen a rendelkezésre álló keretet összességében majdnem teljesen kihasználták.

A Kormány 2016. január 1-től mérsékelte a bankadót az EBRD-vel és az Erstével kötött megállapodása alapján. Ennek értelmében az eddigieknek kevesebb mint a felét vonja el a jövőben a bankszféráról.

Magyarország befektetői megítélése a külső hatások miatt alapvetően javult az elmúlt negyedévben: alig emelkedett a CDS-felár, a forint erősödött az euróval, a svájci frankkal és a dollárral szemben is. A hozamgörbe alakja kedvezően módosult, hiszen csökkentek a hosszú lejáratokhoz tartozó hozamok, míg emelkedtek a rövid hozamok. A likviditásbőség hatására a hazai rövid hozamok jelentősen alulmúlják a jegybanki alapkamatot, ami alapvetően a jegybanki eszközből kiszoruló nagy likviditásbőséggel és részben a kamatcsökkentési várakozásokkal magyarázható. Az MNB igyekszik a pótlólagos állampapírpiacon keresletet a hosszabb hozamok irányába terelni a 3, 5 és a 10 éves futamidejű kamatcsere- (IRS) ügyletekkel. A jegybanki devizatartalék 31,3 milliárd euró körüli értékre csökkent.

Legfrissebb előrejelzésünk a korábbinál kismértékben magasabb GDP-növekedéssel számol 2016-ra. Ez elsősorban a kedvező IV. negyedéves adatnak, illetve a CSOK bevezetése miatt a korábban előre jelzettnél kismértékben várhatóan magasabb beruházásoknak köszönhető. Az uniós támogatások lehívásának előző évinél várhatóan jelentősen alacsonyabb szintje 2016-ban jelentősen visszafogja a növekedést. A gazdaság növekedéséhez 2016-ban pozitívan járul hozzá a fogyasztás bővülése és a nettó export. Előrejelzésünk szerint az export növekedése felülmúlja az importét. A fogyasztás esetében jelentős bővülésre elsősorban a háztartások óvatossági motívumának enyhülése, a továbbra is kedvező munkaerőpiaci folyamatok (növekvő aktivitás és foglalkoztatottság), az alacsonyabb személyi jövedelemadó és a családi adókedvezmények, valamint a növekvő bérek. A bérek 2016-ban is folyamatos lesz, amely jelentős reálbér-emelkedést okoz az alacsony inflációs szint miatt. Számításaink szerint a kibocsátási rés 2015 IV. negyedévében bezáródott, és 2016-ban végig alacsony, de pozitív értéket vesz fel, tehát a magyar gazdaság a potenciális szintje fölérteljesíthet.

Előrejelzésünk szerint a munkaerőpiac növekedése is folytatódik. A növekvő aktivitás miatt a munkanélküliségi ráta csak kismértékben csökken, és éves átlagban idén 6,2 körül alakul. A bruttó bérek növekedési üteme 2016-ban 4,5 százalékra gyorsul. Ez idén 3,7 százalékos reálbér-növekedést jelent.

A maginfláció továbbra sem indult jelentős emelkedésnek, bár a IV. negyedévben 0,2 százalékponttal nőtt a megelőző időszakhoz képest, ám értéke így is mindössze 1,4 százalék, kismértékben elmaradva várakozásainktól. Előrejelzésünk szerint a mutató értéke 2016 végére korábbi előrejelzésünktől elmaradva mindössze 1,9 százalékra nőhet. Az alacsony maginflációhoz legnagyobb mértékben a mérsékelt külső árnyomás járul hozzá. Jelentősen csökkentettük előrejelzésünket az infláció tekintetében is. A mérsékeltebb infláció oka az alacsonyabb olajár, illetve az élelmiszerek vártnál alacsonyabb áremelkedése. Összességében 2016-ra éves szinten átlagosan 0,8 százalékos inflációt várunk.

Tekintettel a tartósan alacsony külső és belső inflációs környezetre és a stabilan alacsony inflációs várakozásokra, a hazai monetáris politika további lazítást hajthat végre, amelynek egyaránt lehetnek konvencionális és nem konvencionális eszközei – a jegybanki kommunikáció az elsőre utal, tehát várható a kamat további, akár 1 százalék alá történő mérséklése. Az alapkamat csökkentése ellen szól ugyanakkor, hogy a maginfláció nagysága szinte megegyezik az alapkamatával, és hogy az alacsony inflációs mutatóhoz egyszeri vagy külső tényezők (áfacsökkentés, alacsony olajár) is jelentősen hozzájárulnak. Kérdéses, hogy a Fed milyen ütemben folytatja a megkezdett kamatemelési ciklusát, illetve hogy az EKB tovább lazítja-e politikáját.

Az államháztartás központi alrendszere a 2015. évi előzetes adatok szerint 1218,6 milliárd forint hiánnyal zárt. A központi költségvetés 1195,9 milliárd forintos hiányt, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 24,9 milliárd forintos deficitet, az elkülönített állami pénzalapok 2,2 milliárd forintos többletet halmoztak fel. Az év végére tervezett (módosított) hiánycélnál 326,2 milliárd forinttal magasabban alakult a pénzforgalmi hiány, aminek legfontosabb oka, hogy a – korábban megítélt, de teljes egészében még nem folyósított – közel 560 milliárd forint uniós forrás késett, emiatt a bevételi oldal egyes sorai alulteljesültek. A fennakadás így ideiglenes hatást gyakorolt a költségvetésre, azonban a maastrichti szabályok értelmében ezeket teljesült tételként kell országunknak elszámolnia. Másrészt az év egészében domináló kedvező gazdasági trendek és a kormányzati intézkedések gazdaságfehérítő hatásának eredményeképp 848 milliárd forinttal felülteljesültek a főbb adóbevételek, javítva az egyenleget. Összességében az államháztartás GDP-arányos hiánya a tervezettnél is kedvezőbben alakulhat, előzetes becslések szerint akár 1,8 százalék körüli értéken állhat majd a mutató.

Az idén a tervezett felett realizálódhatnak a gazdálkodói befizetések, a fogyasztási típusú adók és a lakossági adóbevételek is. A kiadási oldalon a 2016. évi költségvetés elfogadása után bejelentett Családi Otthonteremtési Kedvezmény lakásépítési támogatásait megemelő kiadási tétellel korrigáltunk. Összességében a kormányzati tervekben szereplő, a GDP 2 százalékát kitevő deficit alatti, 1,6 százalékos hiánnyal számol intézetünk. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 73,2 százalékos szintet várunk. Így a jelenleg hatályos államadósság-szabály várakozásunk szerint teljesül.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

	2015	2016
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	2,9	2,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,1	3,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	1,9	-2,2
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	8,4	7,7
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,8	6,9
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	8,1	9,4

Fogyasztóiár-index (%)	-0,1	0,8
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,35	1,05
Munkanélküliségi ráta (%)*	6,8	6,0
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,2	4,5
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,6	5,3
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	9,9	7,6
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-1,8	-1,6
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	2,0	2,4

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

Nemzetközi környezet

A globális konjunktúra alakulása

Az Egyesült Államok gazdasága 2014 és 2015 negyedik negyedéve között 1,9 százalékkal bővült, így már harmadik negyedéve folyamatosan csökken az amerikai gazdaság éves növekedési üteme. A visszaesés továbbra is a beruházások, azon belül is főként a nem lakásjellegű beruházások volumencsökkenésének következménye, ami jelentős részben a tavalyi első negyedéves magas beruházási aktivitás miatti bázishatás eredménye. A folyamatosan csökkenő olajár hatására a bányászati szektor beruházási aktivitása három évtizede nem látott mértékben, közel 35 százalékkal csökkent. Éves alapon az amerikai gazdaság motorjának, a lakossági fogyasztásnak is visszaesett a növekedési üteme, másfél év után regisztráltak ismét 3 százalék alatti fogyasztásbővülést. Bár az USA-ban tavaly 15 éve nem látott szintre emelkedett az eladott személygépjárművek száma, a fogyasztás növekedési ütemének 2,6 százalékra való csökkenése jórészt a tartós fogyasztási javak iránti folyamatosan csökkenő kereslet következménye. Közel öt év után először bővült egy százalékot meghaladó mértékben a kormányzati költségek volumene, ami mögött elsősorban a védelmi kiadások enyhe emelkedése miatti szövetségi szintű kiadásbővülés áll.

Főként az erős dollár és a gazdaság főbb felvevőpiacainak (Kína, Japán, Kanada) gyengélkedése miatt a tavalyi negyedik negyedévben 2009 óta először csökkent az amerikai exportvolumen, amiben jelentős szerepet játszott az alacsony olajárak miatt hektikus, az előző negyedévekhez képest mérséklődő olajkivitel is. A 0,8 százalékos visszaesés az áruexport éves növekedési ütemének második negyedéve tartó zsugorodásának következménye, a szolgáltatásexport a korábbi negyedévekhez viszonyítva erősnek tekinthető. Ezzel szemben az előző negyedéveknél visszafogottabb mértékben, de tovább nőtt a tengerentúli gazdasági importigénye, így tovább nyílt az olló az amerikai export- és importvolumen között. A negyedik negyedévben az amerikai külkereskedelmi mérleg hiánya meghaladta az 550 milliárd dollárt, amire 2008 óta nem volt példa.

Éves összevetésben a japán gazdaság már harmadik negyedéve bővül, ám a harmadik és negyedik negyedév között jelentősen, 1 százalékkal csökkent a gazdaság növekedési rátája. A 0,7 százalékra visszaeső ütem főként a lakossági fogyasztás 1,2 százalékos mérséklődésének a következménye, amit a japán kormányzat a szokásosnál enyhébb téllal magyaráz. A lakossági költségek csökkenése egymagában 0,7 százalékponttal mérsékelte a GDP bővülését, amelyet a beruházások 0,4-ről 1,3 százalékpontra emelkedő, növekedést támogató szerepe ellensúlyozott. A beruházások negyedévek közötti gyorsuló növekedését főként a harmadik negyedévben visszaeső készletre termelés utolsó negyedéves megugrása magyarázza, a japán kibocsátás szempontjából viszont kedvező, hogy jelentősen gyorsult a nem lakáscélú beruházások növekedést támogató szerepe is. Az előző negyedévekkel szemben a

kormányzati költségek és a nettó export növekedési hozzájárulása is semleges maradt: utóbbi a jen első negyedévben tapasztalt jelentős erősödése miatt várhatóan inkább negatív hatással lesz a további növekedésre. A jelentős volumenű monetáris ösztönző lépések ellenére továbbra is törekény a japán gazdaság bővülése, ám a japán pénzügyminiszter szerint nem várható jelentős fiskális élénkítő csomag bejelentése.

Az euróövezet és a teljes unió növekedési teljesítménye sem változott jelentősen 2015 harmadik és negyedik negyedéve között. Mindkét negyedévben az eurózóna és az unió negyedéves növekedési rátái rendre 0,3 és 0,4 százalékot tettek ki, miközben az unió éves növekedési üteme enyhén, 0,1 százalékpontos mértékben csökkent (2. táblázat). Az amerikai kibocsátás utóbbi negyedévekben tapasztalt lassulása következtében az USA és az unió növekedési rátája közötti különbség három és fél éve nem látott közelségbe került, bár az előrejelzések szerint a különbség a következő negyedévekben növekedhet.

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

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

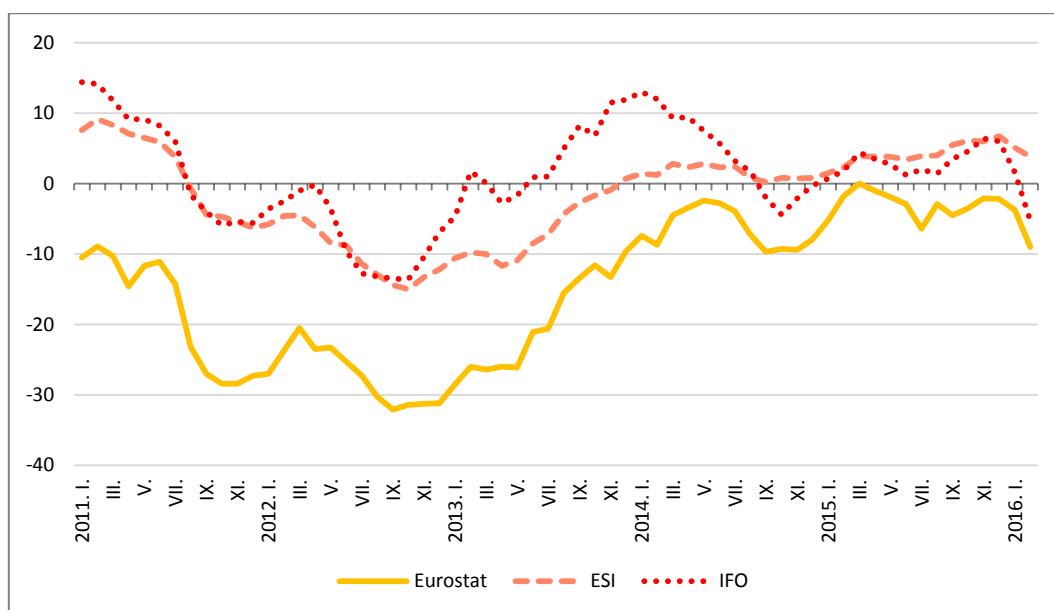
Forrás: Eurostat

Bár az unió növekedési rátája 2015 harmadik és negyedik negyedéve között szinte változatlan maradt (1,89-ről 1,84 százalékra lassult), a növekedés szerkezetében jelentős változás történt. Annak ellenére, hogy tavaly az utolsó két negyedév között a növekedést támogató szerepe 0,11 százalékponttal csökkent, az unió bővülésének motorja továbbra is a fogyasztás, ami egymaga 1,11 százalékpontot magyaráz a GDP növekedési rátájából. Az előző negyedévhez viszonyítva a kormányzati költségek növekedést támogató hatása szinte változatlan, 0,37 százalékpontot tett ki a tavalyi utolsó negyedévben, ezzel szemben a beruházás növekedési hozzájárulása 0,5 százalékponttal bővült. A beruházási aktivitás egymaga 0,88 százalékponttal emelte az unió növekedési ütemét, a belső tétel így összességében 2,37 százalékos GDP-bővülést valószínűsítene. Az ettől elmaradó

növekedési ütem a nettó export csökkenő növekedési hozzájárulásának eredménye, ami mögött a feltörekvő piacok importigényének lassulása állhat. A külkereskedelem egymaga 0,53 százalékkal csökkentette a növekedési rátát. A nettó export növekedést támogató szerepének hasonló mértékű visszaesésére 2009 első negyedéve óta nem volt példa.

Az előző negyedévekhez hasonlóan a kelet-közép-európai államok többsége átlagot meghaladó ütemben bővült, miközben az unió nagyobb gazdaságainak többsége gyorsítani tudta növekedését a tavalyi harmadik és negyedik negyedév között. Legnagyobb ütemben a 4,5 százalékos bővülést felmutató svéd gazdaság bővült, amitől nem sokkal marad el a cseh és szlovák 4 százalékos ráta sem. Tovább emelkedett a még mindig nagy munkanélküliséggel küzdő spanyol gazdaság növekedési üteme, a negyedik negyedévben mért 3,5 százalékos éves bővülést a munkaerőpiac javuló állapota és a hitelezési aktivitás növekedése támogatta. Az unió öt legnagyobb gazdasága közül a spanyol mellett a francia és az olasz növekedési ráta is emelkedett, ám a közös piac harmadik és negyedik legnagyobb gazdaságának bővülési üteme így is elmarad az uniós átlagtól. A német ráta három negyedévnyi bővülést követően ismét csökkent, miközben folytatódott az Egyesült Királyság növekedési ütemének immáron öt negyedév óta tartó lassulása. Az unióban éves alapon egyedül a görög gazdasági kibocsátás csökkent, amit főként a görög bankrendszer nyári likviditási válsága indokolhat.

1. ÁBRA: A KÖVETKEZŐ 12 HÓNAP ÁLTALÁNOS GAZDASÁGI HELYZETÉRE ÉS A GAZDASÁGI HANGULATRA VONATKOZÓ BIZALMI MÉRLEGEK



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

Az összességében kedvező növekedési adatok ellenére jelentősen romlottak az euróövezet bizalmi indikátorai december és február között (1. ábra). Két hónap alatt jelentősen, 6,8 ponttal esett az Eurostat euróövezeti bizalmi mérlege, miközben közel 3 ponttal csökkent az euróövezeti gazdasági hangulat index (ESI) értéke is. A német üzleti hangulat változását

szemléltető Ifo-index közel egy év után ismét negatív tartományba került, ami alapján a német vállalkozások több mint fele pesszimista rövid távú üzleti helyzetét illetően. A német bizalmi indikátor februári visszaesése mögött főként a feldolgozóipari klíma indexének jelentős, 2008 novembere óta nem látott csökkenése áll, ami a romló exportkilátások hatását tükrözheti.

Az Európai Bizottság februári előrejelzése alapján 2016 folyamán az unió gazdasága rendre 1,9, míg az eurózóna kibocsátása 1,7 százalékos ütemben bővíthet. Tavalyhoz hasonlóan mindkét régió gazdaságát a fogyasztás dinamizálhatja idén is: az egyre javuló munkaerőpiaci folyamatok következtében növekvő elköltethető jövedelem hatására idén mind az unióban, mind az eurózónában közel 2 százalékkal nőhet a lakossági fogyasztás. A beruházások növekedést támogató szerepe az idei év első két-három negyedében még visszafogott maradhat. A bizottság Juncker-tervként elhíresült beruházásösztönző programja inkább 2017-ben éreztetetheti hatását. A kínai gazdaság lassulása, valamint az alacsony energiaárak miatt sérülékeny olajexportőr országok csökkenő importkereslete miatt a nettó export idén enyhén visszafoghatja mindkét régió gazdaságának bővülését. Összességében idén mind az eurózóna, mind a teljes unió gazdasága historikus összevetésben alacsony, ám az utóbbi években megszokottnál kedvezőbb mértékben bővíthet.

Munkaerőpiac

Az elmúlt hónapokban tovább folytatódott az amerikai munkaerőpiac erősödése, 2016 januárjában 1,6 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak száma az egy évvel korábbihoz képest. A bővülés elsősorban a szolgáltató szektor, azon belül is a kiskereskedelem és vendéglátóipar megnövekedett munkaerőigényének köszönhető; a bányászat foglalkoztatása ismét visszaesett, másfél év alatt közel 17 százalékkal csökkent a szektor munkaerő-állománya, amelyet a magasabb árak miatti alacsonyabb olajkitermelés magyaráz. Az amerikai munkanélküliségi ráta kismértékben javult az elmúlt hónapokban, ám a 4,9 százalékra csökkenő mutatónál kedvezőbb, hogy az utóbbi egy évben 12 százalékkal csökkent a gazdasági okból részmunkaidőben foglalkoztatottak száma, miközben az USA aktivitási rátája 0,3 százalékponttal emelkedett. Összességében megítélésünk szerint az amerikai munkaerőpiac jelenlegi állapota nem gátolja a Fed kamatemelési ciklusának folytatását, a munkanélküliségi ráta a következő évben is a korábban egyensúlyi szintként kommunikált 5 százalék körül maradhat.

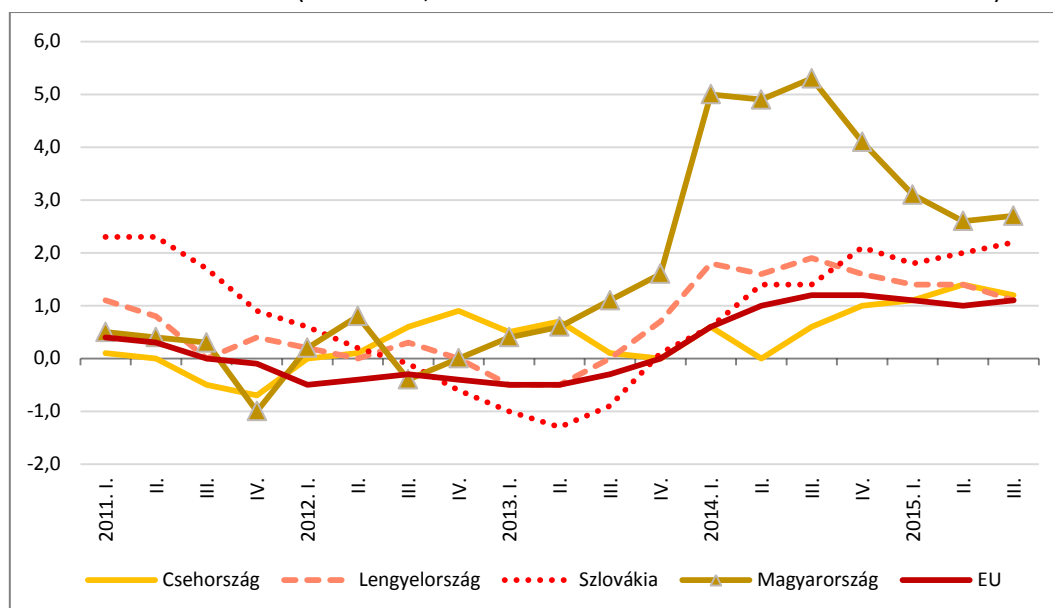
Az Európai Unióban 2014 és 2015 harmadik negyedéve között 1,1 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak száma, az éves bővülési ütem közel egy év után ismét gyorsult. Az unió nagyobb lélekszámú tagállamai közül az előző negyedévhez viszonyítva Olaszországban és az Egyesült Királyságban is dinamikusabban bővült a munkaerő-állomány, miközben a jelenleg is jelentős munkaerőpiaci problémákkal küzdő Spanyolországban a munkavállalók számának éves növekedési üteme 3 százalékra gyorsult. Uniós szinten a foglalkoztatás

bővülését továbbra is a terciér szektor növekvő munkaigénye hajtja: a szolgáltató szektorban dolgozók száma a harmadik negyedévben éves alapon 1,6 százalékkal nőtt, aminél kedvezőbbet legutóbb a válság előtt regisztráltak az unió gazdaságában. Július és szeptember között is folytatódott a mezőgazdaságban foglalkoztatottak éves növekedési ütemének január óta tartó csökkenése, ám kedvező, hogy a visszaesés mértéke folyamatosan lassul. Ezzel szemben az európai ipar foglalkoztatása továbbra is nő, ám az előző negyedévekhez képest a bővülés üteme jelentősen visszaesett, mindössze 0,1 százalékot tett ki éves alapon. A visszaesés mögött elsősorban a jelentős ipari munkaerő-állománnyal bíró Franciaország, Olaszország és Románia csökkenő ipari munkaerő-kereslete áll.

A foglalkoztatás bővülésével párhuzamosan mind az eurózónában, mind a teljes unióban tovább csökkent a munkanélküliek állománya, a munkanélküliségi ráták januárban rendre 10,3 és 8,9 százalékra mérséklődtek a két övezetben. Továbbra is dinamikusan, egy év alatt 1 százalékpontot meghaladó mértékben csökkent a munkanélküliségi ráta a legtöbb déli és kelet-közép-európai tagállamban. Görögországban és Spanyolországban a ráta továbbra is meghaladja a 20 százalékot. Azonban kedvező, hogy a spanyol gazdaságban 2015 és 2016 januárja között 2,9 százalékkal mérséklődött a mutató. A kedvező munkaerőpiaci folyamatok ellenére Málta kivételével a déli EU-tagállamok továbbra is 10 százalékot meghaladó munkanélküliséggel küzdenek, miközben a Baltikum országainak többségében emelkedett a munkanélküliségi ráta. Az elmúlt három hónap során Litvániában 0,1, Észtországban 0,3, míg Lettországból 0,5 százalékponttal nőtt a munkanélküliség, utóbbi tagállamban a mutató ismét 10 százalék fölé emelkedett.

A Visegrádi Együttműködés államai közül Szlovákiában és Magyarországon regisztráltak az uniós átlagnál gyorsabb foglalkoztatásbővülést, a régióban immár két éve hazánkban nő legdinamikusabban a foglalkoztatottak állománya (2. ábra). A visegrádi országokban éves alapon a lengyel foglalkoztatotti létszám bővült a leglassabban, 1,1 százalékos mértékben, miközben az ország munkanélküliségi rátájának értéke megközelítette a mutató válság előtt mért historikus mélypontját. Lengyelországhoz hasonló folyamatok játszódtak le a cseh munkaerőpiacon is, ahol bár a foglalkoztatás éves növekedési üteme uniós szinten átlagosnak mondható, a munkanélküliségi ráta egy év alatt közel 1,5 százalékponttal csökkent. A cseh mutató januárban mért 4,5 százalékos értékénél csak Németországban regisztráltak alacsonyabbat az unió tagországai között. A visegrádi országok között éves alapon Szlovákiában csökkent legnagyobb mértékben a munkanélküliségi ráta, ám a 2 százalékpontos mérséklődés ellenére a mutató továbbra is meghaladja a 10 százalékot.

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



Forrás: Eurostat

Az Európai Biztosság legfrissebb, februári prognózisa szerint mind az eurózónában, mind a teljes unióban folytatódhatnak a kedvező munkaerőpiaci folyamatok. A következő két év során a foglalkoztatás mindkét régióban 1 százalék körüli ütemben bővülhet. Az új munkahelyek többsége a szolgáltató szektorban keletkezhet. Az előző negyedévekhez hasonlóan várhatóan tovább folytatódik a nők és az idősebb munkavállalók aktivitási rátájának bővülése, miközben várhatóan a tartósan munkanélküliek és a fiatal munkavállalók helyzete csak mérsékelten javulhat. A munkanélküliség az unió országainak túlnyomó többségében várhatóan tovább mérséklődik. Az elmúlt évhez hasonlóan a déli tagállamokban az európai átlagot meghaladó mértékben csökkenhet a mutató értéke. Összességében a bizottság várakozásai szerint idén az eurózónában 10,5, míg az unióban 9 százalékra csökkenhet a munkanélküliek részaránya.

A bizottság előrejelzése szerint a következő években a visegrádi partnereink közül egyedül Szlovákiában bővülhet az uniós átlagot meghaladó mértékben a foglalkoztatás. Az aktivitás bővülése következtében északi szomszédunknál 2017 végére 9 százalék közelébe süllyedhet a munkanélküliségi ráta, ám várhatóan a tartósan munkanélküliek állománya nem csökken érdemben. Lengyelországban a kiépülő új ipari kapacitások vezérelte dinamikus foglalkoztatottság bővülés után a munkaerő-állomány növekedése visszafogottabb maradhat. A foglalkoztatás bővülést jelentősen akadályozza a munkaképes korú népesség számának csökkenése, ezt rövid távon egyedül a külföldi, főként ukrán vendégmunkások foglalkoztatása állíthatja meg. Ennek ellenére a lengyel munkanélküliségi ráta várhatóan tovább csökken, két év alatt új historikus mélységig, 6,5 százalékig eshet a mutató. Csehországban a munkanélküliség 4–5 százalék között ingadozhat a következő két évben, a

feszes munkaerőpiac következtében a bérek évente 3,5–4 százalék körüli mértékben nőhetnek 2017 végéig. Lengyelországhoz hasonlóan várhatóan a cseh munkaerőpiacon is csökkenhet a munkaképes korú lakosság, ami miatt a foglalkoztatásbővülés mindössze 0,2 százalékot tehet ki a következő években.

Monetáris kondíciók alakulása

Az Európai Központi Bank legutóbbi, március 10-ei ülésén jelentősen enyhítette monetáris kondícióit. A Kormányzótanács 0,05 százalékról 0 százalékra csökkentette irányadó rátáját, miközben a kamatcsatorna mindkét szélét lefelé tolta: a refinanszírozási hitelek kamatlábát 0,3-ról 0,25, míg a betéti kamatlábat –0,3-ról –0,4 százalékra vágta vissza. A várakozásoknak megfelelően a testület tovább növelte az EKB mennyiségi lazítási programjának havi felvásárlási keretét, amely áprilistól kezdve 60-ról 80 milliárd euróra nő, sőt, a program keretében felvásárolható értékpapírok közé beemelte az olyan nem banki, befektetésre ajánlott minősítésű vállalati kötvényeket, amelyeket euróban denomináltak, és az eurózónában bejegyzett vállalatok bocsátották ki. A vállalati hitelezés fellendítése érdekében a Kormányzótanács négy újabb, egyenként négy éves lejáratú célzott hosszú finanszírozási programot (TLTRO) hirdet meg júniustól kezdve, aminek forrásait a kereskedelmi bankok igényelhetik. A TLTRO II. program feltételeinek teljesítése esetén az igényelhető források minimális kamatlába az EKB –0,4 százalékos betéti kamatlábjáig süllyedhet, így megfelelő felhasználás esetén a hitelintézeteknek kevesebb forrást kell visszafizetniük az EKB-nak, mint amennyit kölcsönöztek.

Az előzetes piaci várakozásoknak megfelelően az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed kamatdöntő szerve, a Nyílt Piaci Bizottság (FOMC) decemberi ülésén 2006 után ismét kamatot emelt, irányadó rátáját hét év után mozdította el a technikai zérónak tekintett 0–0,25 százalék közötti sávból. A döntést a munkanélküliségi ráta egyensúlyi szint környékére csökkenése, valamint az utóbbi egy év stabil, 2 százaléktól kissé elmaradó maginflációs mutatói indukálták. A FOMC januári ülésén nem változtatott irányadó rátáján, várakozásunk szerint a testület márciusban sem folytatja a megkezdett szigorítási periódust. Az alacsony olajárak miatt várhatóan tovább csökkenő infláció, valamint az amerikai gazdaság negyedik negyedéves gyenge exportdinamikája miatt megítélésünk szerint a Fed irányadó rátája legközelebb júniusban emelkedhet.

A Cseh Központi Bank februári ülésén sem határozott jelenlegi 0,05 százalékos irányadó rátájának emeléséről, emellett azonban továbbra is elkötelezett a nem konvencionális monetáris politikai eszköztára mellett. A jegybank kamatdöntő szerve annak ellenére fenntartja 2016 végéig az általa követett árfolyamszabályt, hogy a legfrissebb előrejelzések szerint 2017 első fél évében a monetáris politikai döntéshozatalban használt, a közvetett adók hatásától szűrt maginfláció 2 százalék fölé emelkedhet. A testület várakozásai szerint a központi bank 2017-től ismét konvencionális monetáris politikát követhet. A pénzügyi romlás

ütemének növekedésével párhuzamban várhatóan jövőre kamatemelési ciklusba kezd a cseh jegybank.

Az EKB döntését követően tartott márciusi ülésén sem változtatott a lengyel jegybank monetáris tanácsa irányadó rátáján, ami az európai monetáris kondíciók jelentős lazulása ellenére már egy éve 1,5 százalékon áll. A tanács várakozásai szerint az energiahordozók világpiaci árának további csökkenése miatt a következő hónapokban tovább eshet a lengyel inflációs mutató, miközben a maginfláció enyhén növekedésnek indulhat. A testület iránymutatása szerint a következő hónapokban a kamatkondíciók lehetséges szigorítását és enyhítését is vizsgálják, megítélésük szerint viszont a jelenlegi alapkamat is támogatja a lengyel gazdaság kiegyensúlyozott növekedését.

A Román Nemzeti Bank februári ülésén szintén változatlanul hagyta 1,75 százalékos irányadó rátáját. A román gazdaságot a következő hónapokban is defláció jellemezheti, az alacsony energiaárakon túl főként az általános áfakulcs és egyéb indirekt adók januári csökkentésének köszönhetően. Az utóbbi negyedévek jelentős adócsökkentéseit a közelgő országgyűlési választások indokolhatják. A jegybank igazgatótanácsa szerint a fiskális politika továbbra is volatilis téteket hozhat a román inflációs folyamatokat.

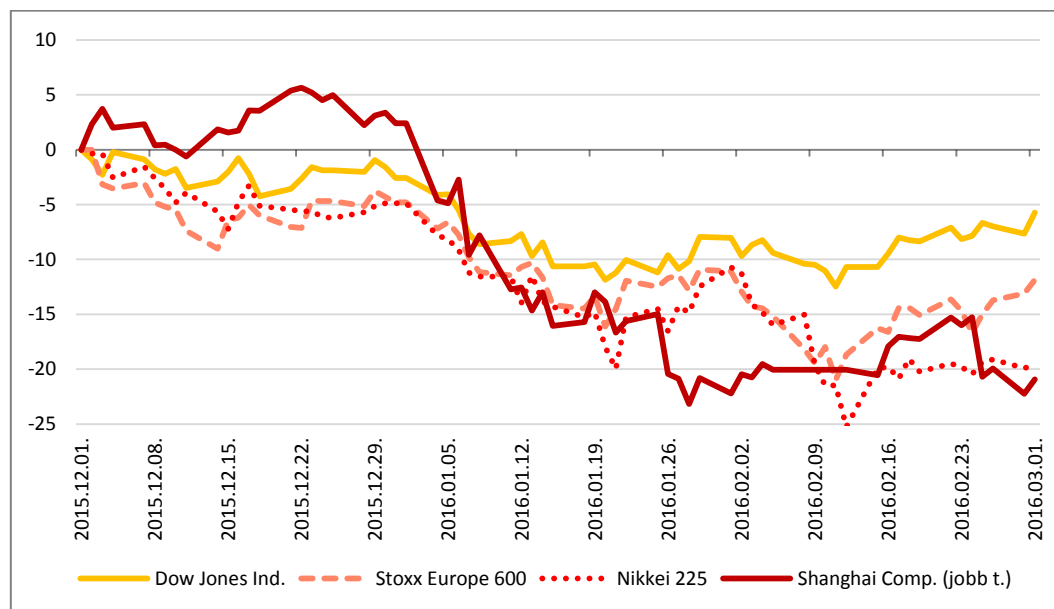
Pénzügyi folyamatok

Az EKB legfrissebb, januári hitelezési körképe alapján az euróövezet bankszektora tovább enyhítette a vállalati és lakáscélú hitelezés feltételeit, miközben a lakossági hitelezési feltételek közel változatlanok maradtak. Az enyhítést főként az ügyfelekért folytatott, folyamatosan bővülő piaci verseny indukálta, és a hitelezési feltételek enyhítése a kamatmarzsok csökkenését vonta maga után. Az eurózóna bankszektora növekvő hitelkeresletről számolt be valamennyi hitelkategóriában, amelyet főként a nyomott kamatkörnyezet idéz elő: az öreg kontinens gazdaságára nézve kedvező, hogy folyamatosan növekszik a vállalatok működőtőke-finanszírozás iránti igénye. December és március között a nyomott inflációs környezet és a nagyfokú globális likviditás hatására mind az eurózóna bankjai közötti egynapos kölcsönügyletek kamatlábát kifejező EONIA, mind az euró három hónapos LIBOR kamatlába negatív tartományban tartózkodott, utóbbi közel 10 bázisponttal csökkent három hónap alatt.

A Shanghai Composite mellett a világ többi vezető tőzsdeindexének értéke is csökkent december és március között. Az európai tőzsdék az amerikaiaknál nagyobb mértékű gyengülést mutattak, főként az öreg kontinens gazdaságának nagyobb kínai exportkitettsége és az EKB decemberi kamatdöntő ülése előtti erősödés korrekciója miatt. Az amerikaihoz képest kedvező európai növekedési adatok hatására viszont február 12-étől bővülést mutatott az európai Stoxx 600 index, melynek értéke a február 11-ei mélyponthoz viszonyítva közel 12 százalékkal nőtt március 1-jéig. A japán tőzsde február első két hetében több mint

15 százalékos veszteséget értékéből, amit a vártnál gyengébb japán negyedik negyedéves növekedési adatok fordítottak meg. A GDP-adat publikálását követően egy nap alatt 7,2 százalékkal emelkedett a Nikkei 225 részvényindex értéke, mivel a hivatalos nyilatkozatok ellenére a piac további, főként fiskális kormányzati stimulust feltételez.

3. ÁBRA: VEZETŐ TŐZSDEINDEXEK ÉRTÉKÉNEK ALAKULÁSA 2015. DEC. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



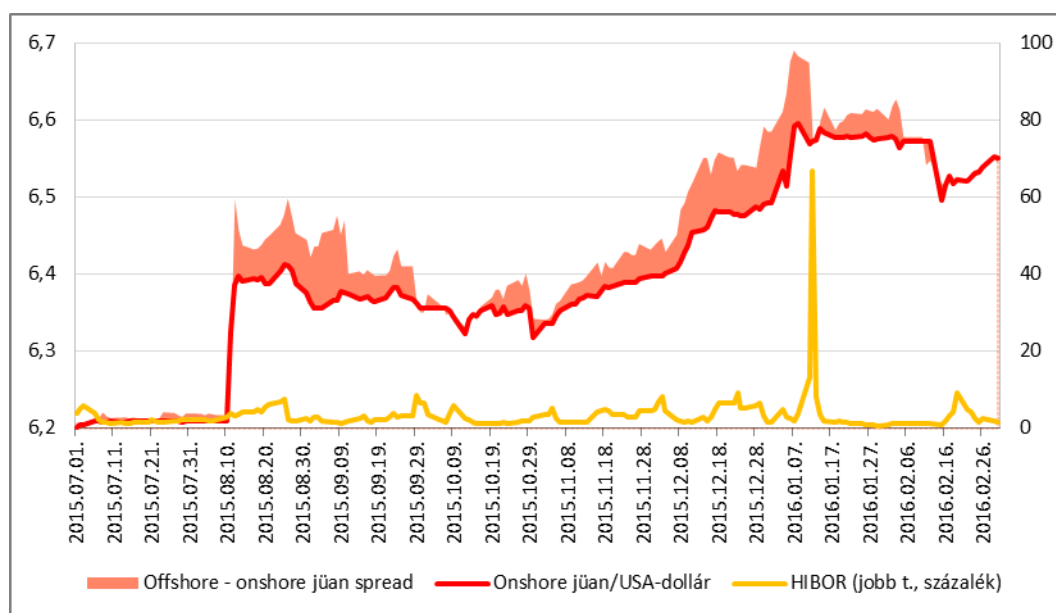
Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

Január első napjaiban a kínai tőzsdék mélyrepülése miatt jelentősen nőtt a jüan volatilitása, miközben a kínai fizetőeszköz értéke folyamatosan csökkent a dollárhoz viszonyítva (4. ábra). Decemberben a kötött kínai devizasabályozása alá eső onshore¹ jüan napi záró árfolyamai között átlagosan 0,1 százalékos volt az eltérés. Ezzel szemben január első kereskedési hetében háromszor is 0,6 százalékkal gyengült a szabályozott jüan értéke az amerikai fizetőeszközhöz képest. A gyengülés mögött a részvénytőzsdékről országon kívülre áramló tőke állhatott, a szabályozott jüan gyengülését pedig követte a szabályozatlan, főként a hongkongi devizakereskedésben megjelenő offshore jüan értékvesztése is. Január első napjaiban a szabályozott és szabályozatlan jüan közötti spread háromszor is 0,1 fölé emelkedett, amelyre a tavalyi második fél évben is mindössze három alkalommal került sor, az offshore jüannal végül dolláronkénti 6,69-os árfolyam mellett kereskedtek. A szabályozatlan kínai fizetőeszköz gyengülését végül állami tulajdonú kínai bankok offshore piacon való fellépése akadályozta meg, mivel az offshore jüan gyengülésére játszó short pozíciók felszámolása érdekében valamennyi szabályozatlan jüan likviditást lejegyeztek a hongkongi valutapiacra. A beavatkozás mértékét jól szemlélteti, hogy a hongkongi bankok

¹ Az onshore és az offshore jüan közötti különbséget főként az adja, hogy előbbi a Kínán belül használt fizetőeszközt jelöli, míg az offshore jüannal az ázsiai országon kívüli gazdasági szereplők hajtanak végre tranzakciókat. Az onshore valuta a kínai szabályozás alá esik, így dollárral szembeni árfolyama a kormányzat által naponta megszabott sávban mozoghat, ellenben az offshore jüan értékét a piaci erők határozzák meg.

egymás közötti júan overnight kamatlába (HIBOR) egy nap alatt 13 százalékról 67 százalékig emelkedett, miközben a HIBOR tavalyi átlagos kamatlába mindössze 3,3 százalékot tett ki. A beavatkozást követően a szabályozott és szabályozatlan árfolyam közötti spread visszaesett az elmúlt hónapokban megszokott szintjére, végül a júan február közepi gyors erősödése szinte teljesen megszüntette a két árfolyam közötti eltérést.

4. ÁBRA: AZ OFFSHORE ÉS ONSHORE JÜAN/DOLLÁR ÁRFOLYAM, VALAMINT A HIBOR VÁLTOZÁSA



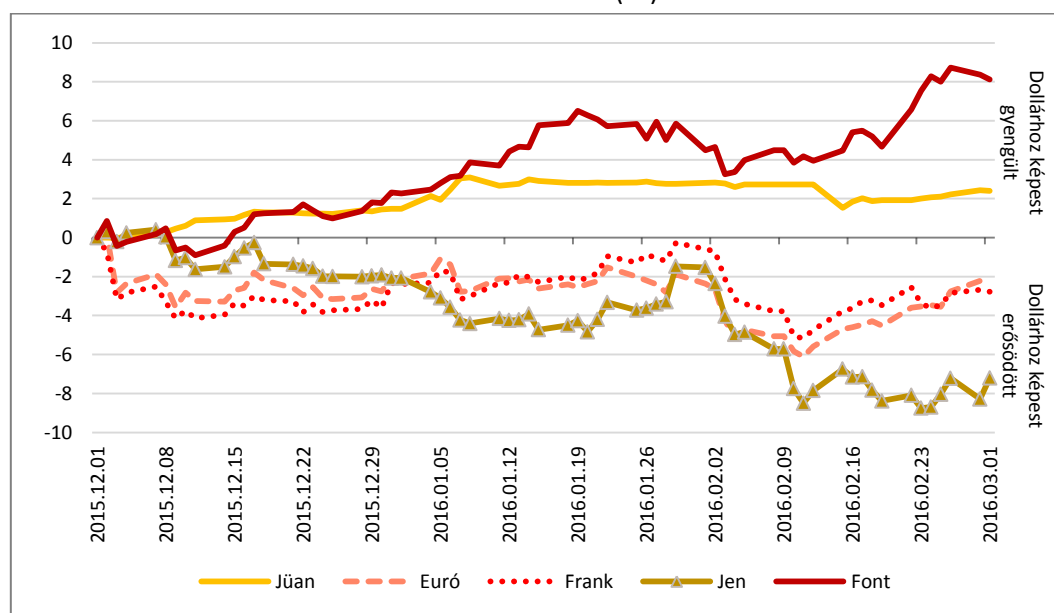
Forrás: Thomson Reuters

Összességében a szabályozott júan december és március között 2,4 százalékkal gyengült a dollárhoz viszonyítva, miközben a font kivételével az összes jelentősebb deviza erősödött az amerikai fizetőeszközzel szemben. A font alakulását az Egyesült Királyság uniós tagságáról szóló népszavazás eredménye körüli bizonytalanság határozta meg, a december és február közepe közötti árfolyamgyengülés főként a David Cameron miniszterelnök és az uniós vezetők kevés konkrétummal záródó megbeszélés-sorozatának eredménye. A brit fizetőeszköz február második felében tapasztalt nagyarányú gyengülését Cameron bejelentése okozta, miszerint a további uniós tagságról szóló referendumot június 23-án tartják az Egyesült Királyságban. A Brexit gazdasági hatásairól megoszlanak a vélemények, ám kilépés esetén várhatóan jelentős, jelenleg a brit bankszektorban kezelt vagyonállomány hagyhatná el az országot, ami további nyomást helyezne az angol fontra.

A júannal és a fonttal ellentétben a svájci frank, az euró és a japán jen is erősödött december és március között a dollárral szemben. Az euró erősödése főként az EKB decemberi ülése utáni korrekció eredménye, ahol a várakozásokkal ellentétben a Kormányzótanács nem növelte a jegybank mennyiségi lazítási programjának havi felvásárlási keretét. Az ülés után az addig folyamatosan gyengülő euró erősödésnek indult, amit követett a svájci frank árfolyama is. A Fed decemberi kamatemelése ellenére vizsgált három hónap során

jelentősen, közel 8 százalékkal értékelődött fel a japán jen a dollárhoz képest. A japán jegybank elnökének decemberi kijelentése szerint a központi bank nem tervezi mennyiségi lazítási programjának kibővítését, melynek gazdasági növekedést ösztönző hatása eddig is nyomott maradt. A jen erősödését összességében a további japán monetáris stimulus hiánya, valamint a Fed kamatemelési ciklusának lassabbá válása indukálhatta (5. ábra).

5. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA 2015. DEC. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters

A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak a legtöbb ország esetében nem változtak érdemben december és március között. Három hónap során a német 8,9, a francia 4, míg az amerikai felár mindössze 0,6 bázisponttal emelkedett, miközben a gyengébb növekedési kilátások miatt a kínai kockázati felár 101-ről 134 bázispontra nőtt. Az európai államok közül Portugália CDS-felára emelkedett jelentősen. A három hónap alatt 65 bázisponttal bővülő felár főként annak fényében számít magasnak, hogy ez idő alatt az olasz felár 34,5, míg a spanyol mindössze 18 bázisponttal nőtt. A növekvő kockázati felárat az októberi portugál választás eredményei indokolhatják, ugyanis november végétől kisebbségi kormányzat irányítja az országot, mivel a portugál kormányfő a korábbi szocialista miniszterelnököt kérte fel kormányalakításra a két euroszeptikus pártot is magába foglaló jobboldali koalícióval szemben. Hasonlóan, az Egyesült Királyság CDS-felára a Brexit körüli bizonytalanság miatt növekedett a vizsgált három hónap során, a 14-ről 35 bázispontra emelkedő felár viszonylag magasnak számít a német, francia és amerikai CDS-felárhoz viszonyítva.

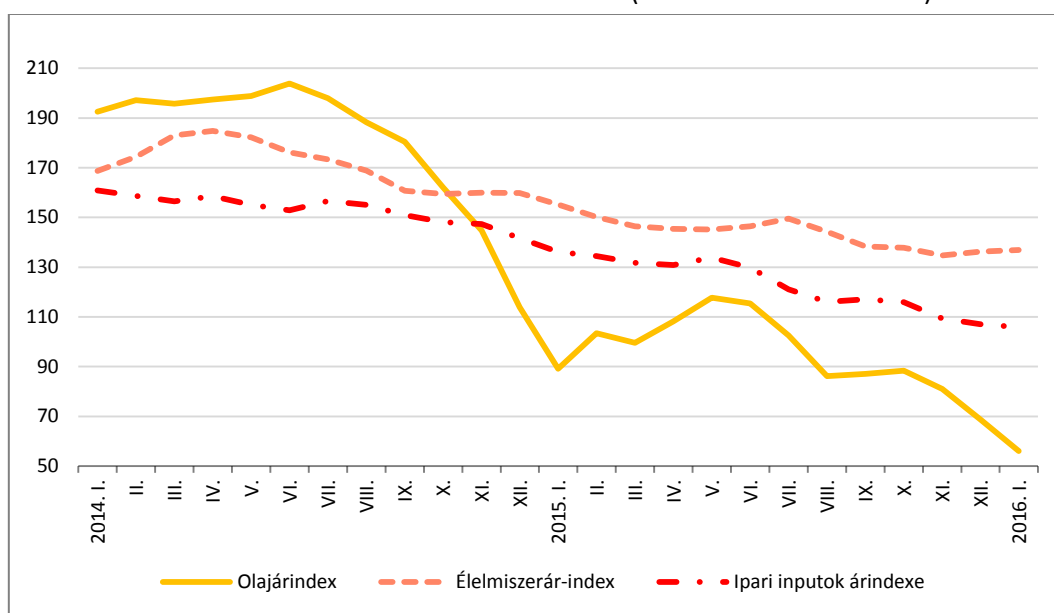
Az EKB decemberi ülése jelentős volatilitást okozott az európai állampapírpiacra is: egy nap alatt a 10 éves lejáratú német államkötvények hozama 19,6, a franciáké 20,9, míg az olaszoké 23,4 bázisponttal nőtt. A biztonságosabb európai államok kötvényhozamai március

elsejéig december eleji szintjük alá csökkentek, meglátásunk szerint a piac február második felében már az EKB mennyiségi lazítási programjának március 10-ei kibővítését árazta be. December és március között az uniós tagállamok közül egyedül Görögország 10 éves kötvényhozamai emelkedtek jelentősen. A 280 bázispontos növekedés mögött a gazdaság vártnál gyengébb teljesítőképessége mellett az országba érkező menekültek továbbhaladása körüli bizonytalanság állhat.

Az infláció alakulása

A fejlett államok inflációs folyamatait továbbra is az alacsony nyersanyagárak, azon belüli is a kőolaj világpiaci árának utóbbi hónapokban regisztrált további csökkenése határozta meg. Főként Kínának, a világ második legnagyobb olajimportőr gazdaságának romló gazdasági kilátásai miatt december vége és január közepe között 10 dollárt esett a crude típusú kőolaj hordónkénti spot árfolyama, ami február 11-én 13 éves mélypontra, 26,19 dollárra csökkent. A Nemzetközi Valutaalap legfrissebb előrejelzése szerint a kőolaj alacsony ára a következő hónapok során is fennmarad, a következő két évben várhatóan 40 dollár körül alakul a crude olaj hordónkénti spot árfolyama, ami így idén is deflációs nyomást helyezhet a fejlett gazdaságok többségére.

6. ÁBRA: NYERSANYAGÁRINDEXEK (2005 = 100 SZÁZALÉK)



Forrás: IMF Primary Commodity Prices

A crude kőolaj árcsökkenésével párhuzamosan az IMF bővebb termékcsoport árváltozását érzékeltető olajárindexe is 13 éves mélypontra süllyedt januárban, az index 2014 júniusa óta eltelt másfél év alatt közel negyedére esett vissza (6. ábra). A kínai ipari és építőipari kibocsátás növekedési ütemének lassulásával párhuzamosan az ipari inputárak indexe is tovább csökkent, a mutató januári értékénél legutóbb a gazdasági válság kitörését követően,

2009-ben mértek alacsonyabbat. Ezzel szemben az élelmiszerek kompozit árának csökkenése megállt az utóbbi negyedévben, az index értéke gyakorlatilag stagnált az elmúlt öt hónapban.

Az Egyesült Államokban a szeptemberi 0 százalékos éves fogyasztóiár-változást követően idén januárban már 1 százalékot meghaladó éves árnövekedést regisztráltak, amire legutóbb 2014 novemberében volt példa. Az 1,4 százalékra bővülő éves inflációs mutató főként a lakossági energiaár-csökkenés bázisba kerülésének köszönhető: januárban éves alapon mindössze -6,5 százalékot tett ki a háztartási energia árának változása, ami az elmúlt 15 hónap legmagasabb értéke. Az élelmiszer és a háztartási energia árának változásától szűrt maginflációs mutató lassú mértékben, de november óta folyamatosan emelkedik. Januárban a mutató értéke 2,2 százalékot tett ki. Az utóbbi egy évben stabil, 2 százalék körül ingadozó maginfláció alapján az amerikai gazdaság inflációs alapfolyamatai nem gátolnák a Fed kamatemelési ciklusának folytatását. A kedvező munkaerőpiaci folyamatokat is figyelembe véve így a monetáris kondíciók szigorításának egyre inkább az exportszektor gyengélkedése szab határt.

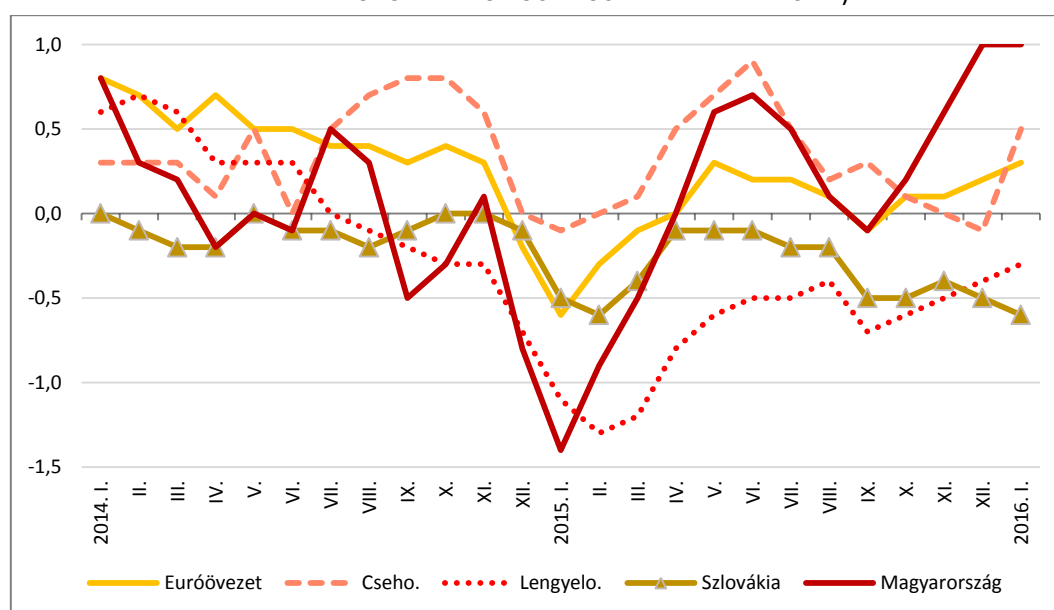
Az Egyesült Államokkal ellentétben a fogyasztói árak éves változása továbbra is alig haladja meg a nullát az öreg kontinensen. Mind az eurózónában, mind a teljes unióban november óta enyhe, 0,1 százalékpontos mértékben növekszik az inflációs mutató, ami januárban mindkét régió esetén 0,3 százalékot tett ki. Az USA-hoz hasonlóan Európában is folyamatosan mérséklődik a háztartási energia árának inflációt csökkentő hatása, januárban a lakossági energiahordozók árának változása -5,4 százalékra ugrott az eurózónában. Az amerikai inflációs folyamatokkal ellentétben az eurózóna maginflációs mutatója stabilan 1 százalékot tett ki november és január között, ami alapján az euróövezet inflációs alapfolyamatai továbbra is nyomottak maradtak. Megítélésünk szerint az olajárak utóbbi hónapokban látott további csökkenése ellenére komoly deflációs veszély nem fenyegeti az európai gazdaságot, ám a fogyasztói árak mérsékelt dinamikája tartósan fennmaradhat.

A visegrádi országok inflációs folyamatai élesen kettéváltak az elmúlt hónapok során. Hazánkban és Csehországban a fogyasztói árak éves árváltozása egy-egy hónaptól eltekintve folyamatosan pozitív tartományban maradt az elmúlt háromnegyed évben, míg a lengyel és szlovák inflációs mutató az elmúlt másfél évben végig negatív tartományban tartózkodott. Valamennyi visegrádi államban a nyomott inflációs környezet részben a háztartási energiahordozók árcsökkenésének eredménye, ennek bázisba épülésének hatására az inflációs mutatók emelkedhetnek 2017 végére. Csehországban december és január között 0,6 százalékponttal emelkedett az fogyasztói árindex éves változása, amit a megugró cseh maginfláció alapján főként a feszes munkaerőpiac és a dinamikus gazdasági növekedés árfelhajtó hatása magyaráz.

Bár Lengyelországban szeptember óta folyamatosan növekszik a fogyasztóiár-index, az inflációs ráta már másfél éve negatív tartományban tartózkodik. Az energiahordozó-árak

változásának bázisba épülésével várhatóan az idei első fél évben pozitív tartományba emelkedik a lengyel inflációs mutató, ám az index dinamikus bővülését hátráltatja, hogy az elmúlt egy évben stabilan 0,1–0,3 százalék között ingadozott a lengyel maginfláció. A visegrádi országok közül legnagyobb mértékben Szlovákiában csökkent az inflációs mutató az elmúlt hónapokban, miközben Lengyelországhoz hasonlóan északi szomszédunk gazdaságát is nulla közeli maginfláció jellemezte. A szlovák inflációs ráta már két éve negatív tartományban tartózkodik, ahonnan a szolgáltatások árnövekedésének hatására várhatóan csak 2016 második felében tud újfent elmozdulni a mutató (7. ábra).

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



Forrás: Eurostat

Az Európai Bizottság várakozásai szerint a nyersanyagárak további csökkenésének hatására a következő két évben mind az eurózónában, mind a teljes unióban nyomott maradhat az inflációs környezet. 2016 átlagában várhatóan mindkét régióban enyhén nulla fölé emelkedik a fogyasztói árak éves átváltozása, amit az energiahordozó-árak csökkenésének bázisba épülése mellett a javuló munkaerőpiaci kondíciók és a stabil gazdasági növekedés maginflációt emelő hatása támogat. A bizottság előrejelzése szerint idén mindkét övezetben 0,5 százalék lehet az éves átlagos infláció, míg jövőre az euróövezetben 1,5, a teljes unióban 1,6 százalékra gyorsulhat a fogyasztói árindex éves változása.

A magyar gazdaság jelenlegi helyzete

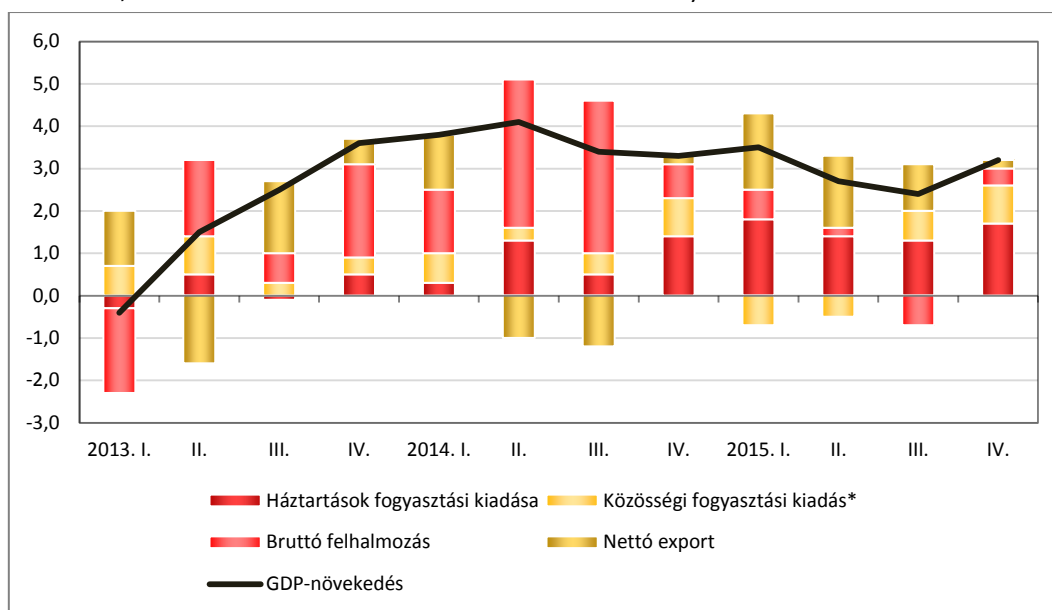
A növekedés alakulása

A magyar gazdaság éves növekedési üteme 2015 IV. negyedévében meglepő mértékben gyorsult, megtörve az év korábbi időszakában megindult lassulási trendet. A javuló teljesítmény visszaigazolta az előző negyedévben közölt várakozásunkat. A KSH által regisztrált 3,2 százalékos éves bázisú GDP-növekedés egyben azt is jelenti, hogy tizenkét hónap alatt az előrejelzésünknek megfelelően, 2,9 százalékkal nőtt a gazdaság teljesítménye. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított negyedéves bővülés 1 százalék volt, ami felülmúlja az előző három negyedév 0,6 százalékos ütemét. A magyar gazdaság a IV. negyedévben mutatott teljesítménye alapján továbbra is dinamikusabban bővült, mint az EU egésze, de a régiós versenytársaktól ismét jelentősen leszakadt.

A GDP felhasználási oldalán a külső tételekben őszi előrejelzésünkhöz képest az import esetében viszonylag egyenletes, míg a kivitel tekintetében lassuló növekedést regisztrált a KSH a IV. negyedévben. Az exportvolumen 7,7 százalékos bővülése elmarad a KSH által felülvizsgált és módosított előző negyedévi teljesítménytől, míg az import 8 százalékos emelkedése megegyezik az előző negyedévivel, és meghaladja az év első felében bekövetkezett bővülési ütemet. Egyelőre csak a negyedéves adatokban fedezhető fel ez a lassulás. A tizenkét havi összesített exportbővülés meghaladta mind az előző év ütemét, mind az importbővülés éves mértékét. Így éves szinten 1,2 százalékponttal járult hozzá a külkereskedelmi mérleg többlete a nemzeti jövedelem növekedéséhez. A lassabb növekedés elsősorban a szolgáltatásexport lassulásában fedezhető fel. A kiviteli forgalom növekedése a bér munka, az üzleti szolgáltatások és a turizmus esetén esett vissza leginkább, bár ez utóbbi növekedése továbbra is átlag feletti. Az import növekedése mellett is tovább szűkült a nyersanyagok és energiahordozók behozatala a csökkenő nyersanyagárak ellenére.

A nettó export változása 2015 IV. negyedévében 0,2 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét. Az év eleje óta nagy léptékben csökkent a külkereskedelem konjunktúrában betöltött szerepe. A belföldi felhasználás összességében 3 százalékponttal segítette a magyar GDP növekedését, ami több mint duplája a harmadik és triplája a második negyedévben mért hozzájárulásnak. Tehát a növekedés súlypontja eltolódott a hazai fogyasztás és beruházás felé.

8. ÁBRA: A FELHASZNÁLÁSI TÉTELEK HOZZÁJÁRULÁSA A GDP-NÖVEKEDÉSHEZ (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



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

A háztartások fogyasztási kiadása 2015 IV. negyedévében 3,5 százalékkal bővült éves, míg 0,8 százalékkal negyedéves szinten (szezonalisan és naptárhatással kiigazítva). Az előző negyedév gyenge adata miatt lassuló fogyasztási dinamika ezzel korrigálódott. Ennek okát elsősorban a rendelkezésre álló jövedelem bővülésében látjuk, továbbá a devizahiteles banki elszámolás megindulása is hozzájárult.

A háztartások aggregált bizalmi indexe 2015 utolsó negyedévében fokozatos javulásnak indult, bár még mindig a negatív tartományban áll (vagyis a lakosság többsége inkább pesszimista). Az egyes részmutatók többsége pozitív irányban változott, kivéve a foglalkoztatásra vonatkozó várakozásokat, amelyek esetében az optimizmus lanyhult (de továbbra is pozitív tartományban maradt). Kedvező előjel, hogy a pénzügyi és az általános gazdasági helyzet megítélésében a negyedév során jelentősen csökkent a pesszimizmus.

A közösségi fogyasztás volumene 2015 utolsó negyedévében 6,7 százalékkal volt magasabb az előző év azonos időszakához képest.

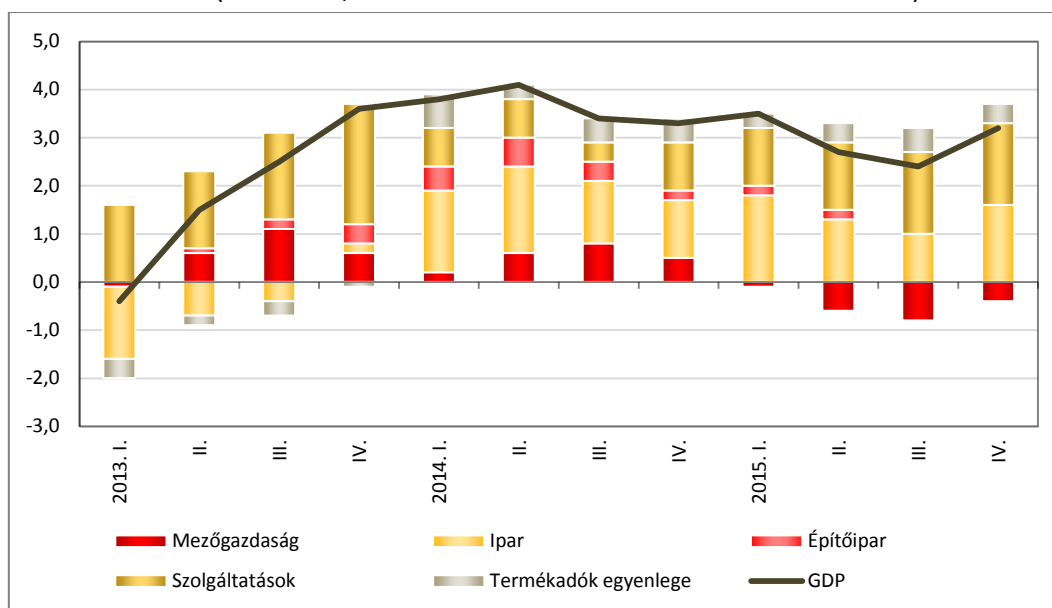
2015. október–december időszakában a nemzetgazdaság beruházási volumene 6,5 százalékkal bővült, amely jelentős növekedés az előző negyedév visszaeséséhez képest. Ennek következtében a beruházások önmagában 1,6 százalékponttal segítették a gazdasági növekedést. Az előző negyedévhez képest – szezonalisan kiigazítva – 1,7 százalékot emelkedtek. Eredeti várakozásunknak megfelelően, de az év második felében némi csúszással az uniós forráslehívások adtak lökést a bruttó állóeszköz-felhalmozásnak. Az év egészében így 1,9 százalékkal bővültek a beruházások. Ez alapvetően az állami szektornak köszönhető, mert a versenyszférában továbbra is visszaesés tapasztalható.

A költségvetési szféra beruházásainak volumene 2015 utolsó negyedében 70 százalékkal volt magasabb az előző év ugyanezen időszakához képest, mivel az uniós pénzek kifizetése jelentős részben átcsúszott a III. negyedévről a IV.-re. Elsősorban az energetikai, vízügyi, távközlési, közigazgatási, oktatási, egészségügyi, tudományos és művészeti/szórakoztatóipari területen jelent meg a tárgyi eszközbe és immateriális javakba történő beruházás bővülése. Eközben a versenyszféra ágazataiban továbbra is csökken a bruttó állóeszköz-állomány. Éves szinten ez az állománymutató a mezőgazdaságban 29,3 százalékos, a feldolgozóiparban 6, az építőiparban 7,6, a kereskedelem és járműjavítás ágazatban 8,8 százalékos esett. Ez növekedési kockázatokat vetít előre, mivel 2016-ra ismert az uniós források visszaesése, amelyet a versenyszférának kellene pótolnia.

A hazai gazdaság 2015. IV. negyedévi teljesítménye a termelési oldalon a következő képet mutatta. A mezőgazdaság jelentős mértékű, 12,9 százalékos éves visszaesése alapvetően a megelőző év magas bázisának és a rossz időjárásnak köszönhető. Ez a következő negyedévek bázisa szempontjából alacsony kiindulópontot teremt, tehát javíthatja a 2016-os növekedést. Viszont a negyedév növekedését egyedülként rontva 0,4 százalékos vett el a kibocsátás bővüléséből.

Az ipari kibocsátás a megelőző év azonos időszakához képest 7,2 százalékkal nőtt, ami 1,6 százalékpontot tett hozzá a IV. negyedéves növekedéshez. Az előző negyedévhez képest is lendületes, 1,6 százalékos volt a bővülés. A feldolgozóipar éves szinten 6,3 százalékkal bővült, amelyben intenzív szerepet játszott az utolsó negyedév átlag feletti, 7,2 százalékos növekedési üteme. Kiemelkedő teljesítményt nyújtott a járműgyártás, valamint a gumiiipar és fémfeldolgozás. Szintén hozzájárult a kedvező adathoz a számítógép- és elektronikai ipar bővülése. Átlag alatt, de fellendülést és bővülést mutat a gyógyszeripar, a textilipar, az élelmiszeripar és a villamos berendezések gyártása. A IV. negyedévben beindult a növekedés a gépgyártásban, de éves szinten összességében kedvezőtlenül alakult az ágazati kibocsátás.

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



Forrás: KSH

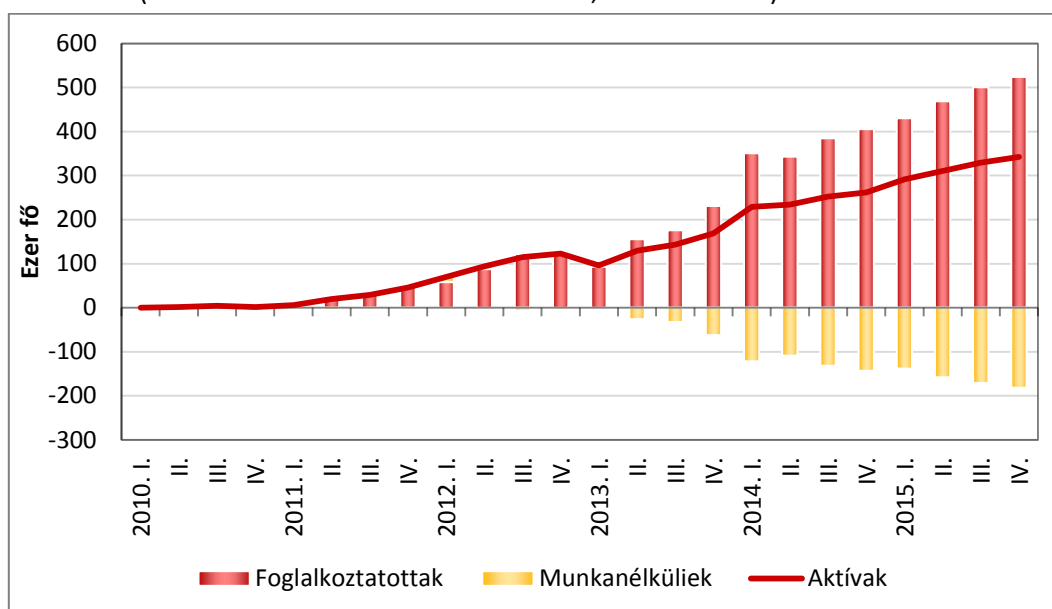
Az építőipar kibocsátása az év összességében 2,9 százalékkal bővült, amely az év első felének köszönhető, mert a III. negyedév visszaesése és az október–decemberi időszak 0,3 százalékos növekedése visszafogta az ágazatot. A teljes építőipar szerződésállománya jelentős visszaesést szenvedett el a 2015-ös év során, és ez az év végéig sem változott meg, decemberben 52 százalékon állt az előző évihez képest. Ugyanakkor az új szerződések állománya az év második felében már növekedett, amely a teljes szerződésállomány kedvező alakulását vetíti előre. Az épületekre vonatkozó szerződésállomány zuhanó trendje viszont szeptemberben megfordult, és a teljes IV. negyedév során kitartott a növekedés. Év végére 35,9 százalékkal meghaladta a 2014 végi állományt.

A szolgáltató ágazatok 2015 IV. negyedévében kezdték elveszteni a megelőző negyedévben szerzett lendületüket. Összességében a tercier szektor az utolsó negyedévben 3 százalékkal bővült az előző év ugyanazon időszakához képest, amely az előző negyedévhez viszonyítva 0,7 százalékpontos lassulás. Éves szinten 2,8 százalékos növekedésre volt mindez elegendő. Ezzel együtt a szolgáltatói szektort az 1,7 százalékpontos hozzájárulása a növekedéshez még mindig a legerősebb húzóágazattá tette termelési oldalról. A növekedési ráta szempontjából a fajsúlyos kereskedelem, vendéglátás és javítási szolgáltatások, a szállítás és raktározás, valamint a művészet és szórakoztatás bővülése lassult, míg a közigazgatási, tudományos és K+F szolgáltatások kibocsátása gyorsulva növekedett az utolsó negyedévben.

Munkaerőpiaci folyamatok

A munkaerőpiac a korábbi negyedévekhez hasonlóan 2015 végén is számottevő mértékben bővült. A szezonálisan kiigazított adatok alapján a foglalkoztatottak száma 23 ezer fővel nőtt, ami az aktívak 13 ezer fős emelkedésével párosult a bővülő munkakeresletnek köszönhetően. A munkaerőpiaci részvétel gyorsabb bővülését elsősorban demográfiai tényezők akadályozzák, miközben az új munkahelyek létrejöttének belépést ösztönző hatása továbbra sem csökken. A bővülő foglalkoztatás és munkaerőpiaci részvétel eredményeképp a foglalkoztatottak és az aktívak aránya 56,5, illetve 60,3 százalékra nőtt, megdöntve ezzel az előző negyedévben felállított két évtizedes csúcst.

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

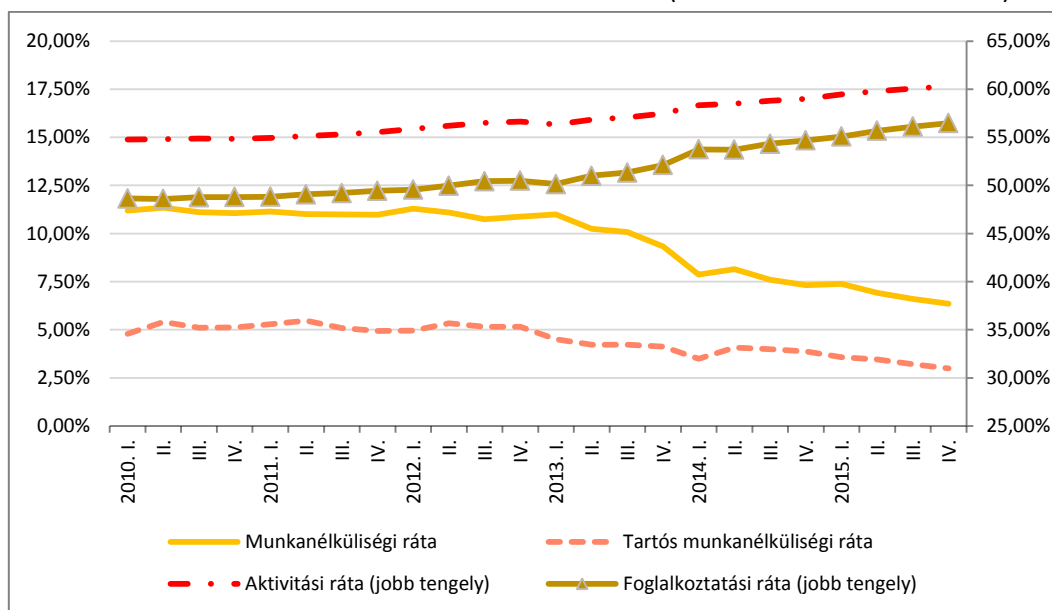


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A KSH intézményi statisztikái alapján a munkaerőpiac bővülésének szinte egésze a 4 főnél nagyobb vállalkozásokhoz köthető, ahol az alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma 22 ezer fővel emelkedett. E bővülésen belül a főszerepet a versenyszférában dolgozók 17 ezer fős növekedése játssza. Ez a kiemelkedő mértékű bővülés feltételezhetően annak köszönhető, hogy az utóbbi negyedévek gazdasági növekedését nagyobb részben a nagyvállalatok teljesítménye okozza, amely átgyűrűzött az alkalmazotti létszámba is. A versenyszféra mellett a költségvetési intézményekben dolgozók száma is nőtt, összesen 3 ezer fővel a tavalyi év utolsó három hónapjában. A közfoglalkoztatás keretében október és december között átlagosan 202 ezer fő dolgozott. Ugyanakkor megjegyzendő, hogy e három hónap folyamán a közfoglalkoztatás nem működött teljes kapacitáskihasználtság mellett, ugyanis a korábbi évektől eltérően a Nemzeti Foglalkoztatási Alap Start munkaprogramra fordított kiadásai nem érték el a 2015-re vonatkozó törvényi előírányt. Az alkalmazotti

létszámmal párhuzamosan a ledolgozott munkaórák száma 1,76 százalékkal emelkedett, amelyen belül tovább csökkent a részmunkaidőben ledolgozott órák súlya.

11. ÁBRA: A LEGFŐBB MUNKAERŐPIACI ADATOK (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)

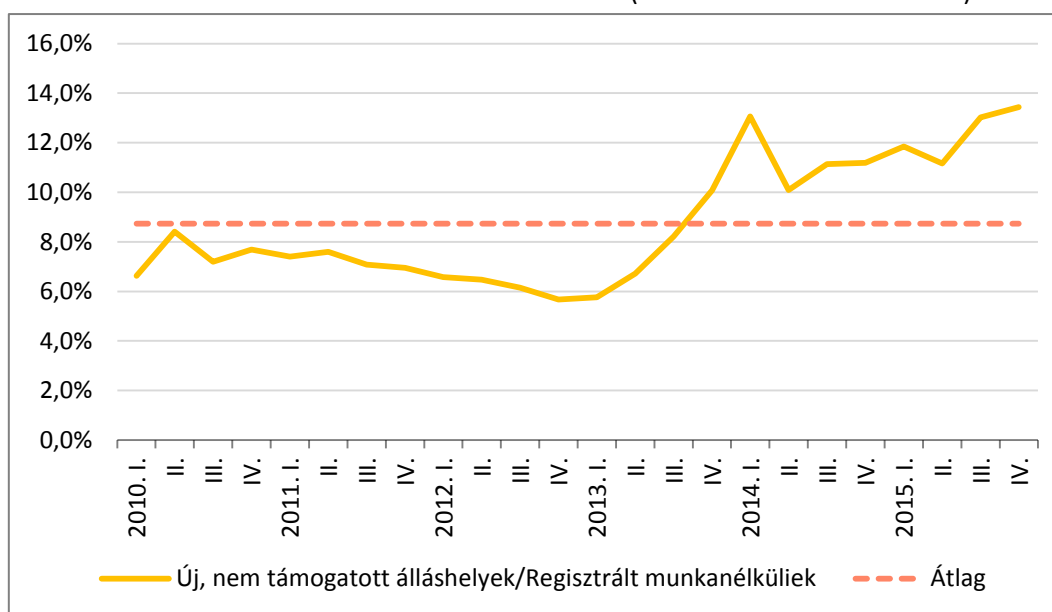


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A kedvező munkaerőpiaci folyamatok eredményeként a munkanélküliek száma 10 ezerrel, 288 ezer főre csökkent, ami a munkanélküliségi ráta 6,3 százalékra való mérséklődését eredményezte a szezonálisan kiigazított adatok alapján. Ez 0,3 százalékpontos csökkenést jelent, amely mértékében nem tér el az előző negyedévékétől.

A munkaerőpiac helyzete az NFSZ adatai alapján is javult. A regisztrált munkanélküliek száma 344 ezer főre csökkent az év végére, ami azt jelenti, hogy a nyilvántartásban lévők száma 27 ezerrel esett vissza a megelőző negyedévhez képest. Azonban némileg árnyalja a képet, hogy a hivatal adatai a keresleti oldalon lassulást mutatnak, ugyanis az újonnan bejelentett nem támogatott álláshelyek száma 2 ezerrel, 46 ezerre csökkent. Mindennek ellenére azonban a munkaerőpiac feszessége nőtt, ami bár kedvezően hat a bérfolyamatokra, ugyanakkor növekvő munkaerőhiányt jelezhet. Viszont a betöltetlen álláshelyek záró állománya szeptember és december között nem változott, ami azt jelenti, hogy a munkaerőhiány rövid távon nem akadályozza jelentős mértékben a munkaerőpiac bővülését.

12. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

A bérek növekedési üteme az év végére jelentősen felgyorsult, a nemzetgazdasági bruttó átlagkereset éves viszonylatban 5,3 százalékkal emelkedett. A gyorsuló növekedési ütem elsősorban a közsfera bértrendjeihez köthető, ahol a rendvédelmi dolgozók illetményemelésének és a szociális szférában dolgozók bérpótlékának köszönhetően az átlagkereset 8,6 százalékkal emelkedett. A versenyszféra béreire a feszesebb munkaerőpiac és a növekvő inflációs várakozások gyakoroltak kedvező hatást, aminek következtében a szektor bruttó béreinek növekedési üteme meghaladta a 4 százalékot. Mivel az év folyamán a bérekre vonatkozó adózási környezet nem változott, így a nettó bérek a bruttó bérekkel megegyező mértékben változtak. Amennyiben figyelembe vesszük a fogyasztói árak alakulását, akkor a reálkeresetek az utolsó negyedévben átlagosan 4,8 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Mivel ez meghaladja a GDP növekedési ütemét, ezért a bérjövödelmek súlya nőtt, ami javítja a bérből élők relatív helyzetét, és pozitív visszacsatolást eredményezhet a háztartások fogyasztásában.

Infláció és monetáris kondíciók

Az év utolsó három hónapjában a fogyasztói árak enyhe emelkedésnek indultak az előző negyedév stagnálása után. Október és december között a Központi Statisztikai Hivatal az árak 0,5 százalékos átlagos növekedését mérte az előző év azonos időszakához képest, amely megfelel decemberi előrejelzésünknek. Az infláció növekedése a IV. negyedévben folyamatos volt, az októberi 0,1 százalékról decemberre 0,9 százalékra emelkedett, majd januárban ugyanezen a szinten maradt, de februárban ismét jelentősen, 0,3 százalékra csökkent. Az inflációs nyomást jelentősen visszafogta az olajárak zuhanása, hiszen a negyedév során az energiahordozók ára újabb mélypontot ért el. Ez az alacsony

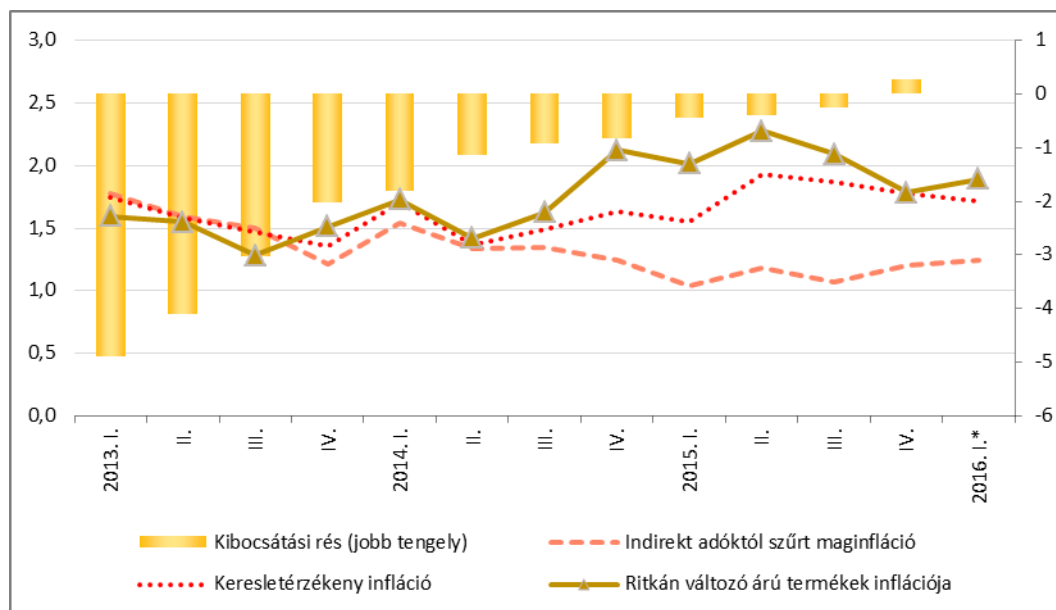
benzinárakon keresztül jelenik meg a fogyasztói árindexben. Növelte ugyanakkor a pénzromlás mértékét a 2015-ös évben tapasztalt rossz mezőgazdasági termés, valamint – a javuló gazdasági helyzet miatt – a tartós fogyasztási cikkek iránti magasabb kereslet. A lassú ütemben, de mégiscsak emelkedő árszínvonal irányába történő elmozdulást segítette a többütemű rezsicsökkentés bázisértékbe való beépülése, amely így már nem okozott deflációs nyomást. Összességében az inflációs folyamatok még a növekedés ellenére is messze elmaradnak a jegybank 2–4 százalékos inflációs célsávjának aljától.

Februárban alig változott a háztartási energia ára az egy évvel korábbihoz képest: a rezsicsökkentés már nem gyakorol hatást az inflációra. A többi termékcsoporthoz viszonyítva továbbra is magas a szeszes italok és dohányárak árának növekedése. Az ebben a termékcsoporthoz mért 2,6 százalékos drágulás ugyanakkor 0,9 százalékponttal elmarad a januári értéktől, köszönhetően annak, hogy a jövedéki adó tavalyi emelése fokozatosan a bázisév adatába kerül. Az élelmiszerek körében mért alacsony, 1,3 százalékos inflációhoz hozzájárult a sertéshús áfájának csökkentése mellett például a tej- és tejtermékek árának mérséklődése is. Azonban a 2015-ös kedvezőtlen időjárás miatt romló terméshozam jelentős áremelkedést idézett elő a cukor, az étolaj, a burgonya, a zöldségek és a gyümölcsök esetében. Kiemelkedő az üzemanyagok árának több mint 10 százalékos csökkenése, ami az inflációt 0,9 százalékponttal mérsékelte. Továbbra is az átlagot meghaladó mértékben nőtt a tartós fogyasztási cikkek (1,8 százalék), illetve a szolgáltatások ára (1,3 százalék). Az előbbi kategóriából érdemes kiemelni a járművek árának 4,2 százalékos emelkedését, míg az utóbbiból a lakbérek, a színház- és mozijegyek, valamint a külföldi utazások árának jelentős növekedését. Mindezen termékek és szolgáltatások árának átlagot meghaladó növekedése a háztartások javuló jövedelmi helyzetére és növekvő fogyasztási hajlandóságára utal.

A tartósan alacsony, így a jegybanki céltól jelentősen elmaradó infláció hatására a lakossági és a vállalati inflációs várakozások továbbra is rendkívül alacsony szintet vetítenek előre. Az MNB adatai szerint a magyar lakosság inflációs várakozásai az elmúlt időszakban 2 százalék alatt maradtak. A mérsékelt inflációs várakozások segíthetik az alacsony inflációs szint fennmaradását a visszafogott árváltoztatási és béremelési döntéseken keresztül. A mérsékelt inflációs nyomást magyarázza a IV. negyedévben már pozitívvá váló, de még alacsony kibocsátási rés.

Korábbi előrejelzésünknek megfelelően a kibocsátási rés (output gap) a IV. negyedévben bezáródott, azaz a gazdaság tényleges kibocsátása most már kismértékben meghaladja a potenciálist. Ez azt jelenti, hogy a gazdaság ciklikus helyzete az előző negyedévekhez képest tovább javult, ami a korábbiaknál magasabb GDP-növekedésnek köszönhető. A mutató a legfrissebb számításaink szerint 2015 IV. negyedévében 0,27 százalékon állt. A kibocsátási rés pozitívvá válása ahhoz vezethet, hogy megjelenik a gazdaságban a keresleti oldali inflációs nyomás, tehát lassan és fokozatosan elmozdulhat az inflációs ráta a jelenlegi nulla közeli szintjéről.

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

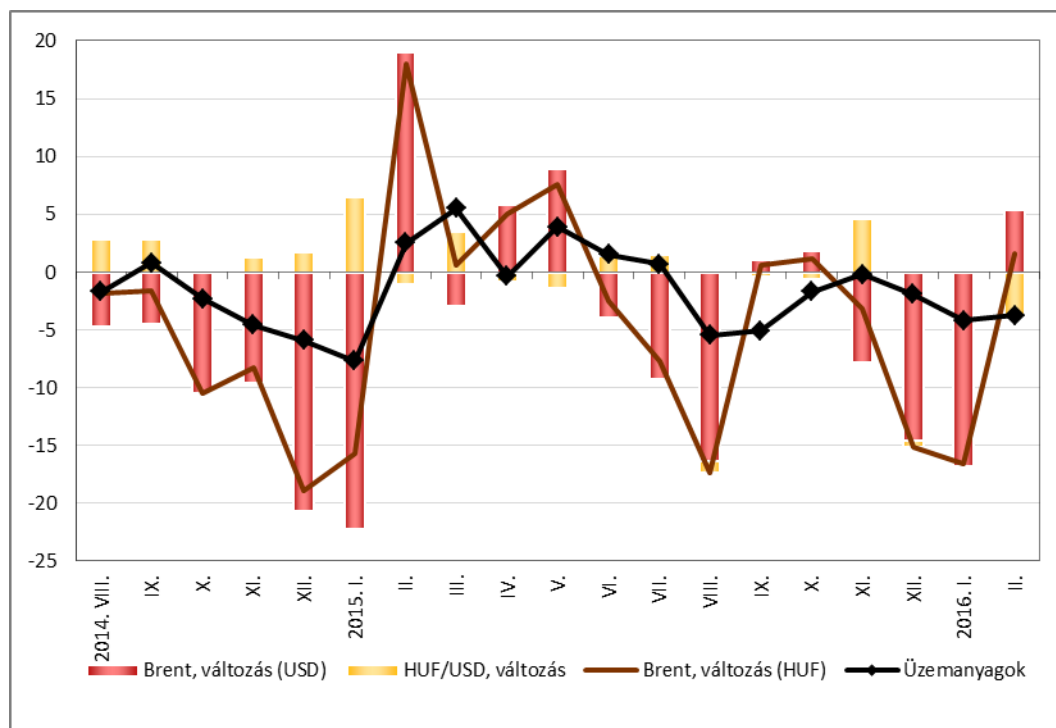


* Csak a január–februári adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

A jegybank inflációs trendmutatói 2015 utolsó három hónapjában meglehetősen vegyesen alakultak az előző negyedévhez képest: az indirekt adóktól szűrt maginfláció kismértékben növekedett, míg azon termékek inflációja mérséklődött, amelyek ára ritkán változik. Megállt ugyanakkor a keresletérzékeny termékek inflációjának korábbi időszakokban tapasztalható növekedése. A trendmutatók szintje továbbra is elmarad ugyanakkor a jegybank inflációs célsávjának közepétől, a 3 százalékos céltől. A mérsékelt inflációs környezet továbbra is lehetővé teszi az alacsony kamatszint fenntartását, sőt, nem elképzelhetetlen az sem, hogy az idei évben a jegybank további lazítást hajtson végre – akár konvencionális, akár nem konvencionális eszközökkel, amely a gazdaság további növekedését is elősegítheti.

A maginfláción kívüli tételek inflációja 2015 IV. negyedévében negatív, $-0,7$ százalékos volt. Ehhez jelentősen hozzájárult a járműüzemanyagok árának IV. negyedévben is folytatódó csökkenése: a visszaesés mértéke éves szinten $12,7$ százalék volt, ami az olaj világpiaci árának további esésével magyarázható: a Brent típusú kőolaj ára a IV. negyedévben az egy évvel korábbihoz képest 42 százalékkal esett, és ezzel újabb mélypontra jutott. Ez a tétel az inflációt a IV. negyedévben több mint 1 százalékponttal csökkentette. A járműüzemanyagok árának esése 2016 első két hónapjában is folytatódott, a csökkenés ekkor $5,4$, illetve $11,2$ százalék volt. Az esést mérsékelte a dollár erősödése a forinthez képest: a IV. negyedévben majdnem 15 százalékkal kellett több forintot adni egy dollárért, mint egy évvel korábban. A gyengülés ugyanakkor 2016 első két hónapjában megállt.

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



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

A nyers élelmiszerek ára a negyedik negyedévben 6,3 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva, 0,5 százalékponttal növelve ezzel az inflációt. A mezőgazdasági termelői árak 2015-ben 0,4 százalékkal növekedtek, ami az év második felében, a gyengébb termés miatt bekövetkezett áremelkedésnek köszönhető. Ennek megfelelően a 2016-os év első felében is emelkedő termelői árakra számíthatunk, ami a fogyasztói árakat is kismértékben felfelé mozdíthatja. Összességében tehát a maginfláción kívüli tételek közül az energiaárak lefelé, míg a nyers élelmiszerek ára felfelé hajtották az inflációt.

Az elmúlt negyedévben a globális pénzügyi környezetben elsősorban a Fed 2015. december 15–16-i kamatemelése emelendő ki a monetáris politikai döntések közül. A piac már várta a kamatemelést, hiszen közvetlenül a döntés előtt 76 százalék árazta a 25 bázispontos szigorítást. Később azonban a Fed nem emelte tovább irányadó kamatát. Történt ugyanis, hogy a Nyílt Piaci Bizottság 10:0 arányban a kamat tartása mellett foglalt állást a Fed 2016. január 26–27-i ülésén. Az indoklás szerint a decemberi ülés óta lassult az amerikai gazdaság növekedése. Kiemelték továbbá, hogy az infláció nem éri el egyhamar a 2 százalékos célt, így nem indokolt a kamat emelése. A decemberben felvázolt kép, miszerint a döntéshozók négy kamatemeléssel számolnak 2016-ra vonatkozóan, jelenösen megváltozott. 2016. január végére már a befektetők mindössze 8 százaléka prognosztizált márciusra kamatemelést. Az EKB március 10-én – korábbi jelzésének megfelelően, és látva a kedvezőtlen eurózónás inflációs adatokat – további kamatvágásokat és mennyiségi lazítást

eszközölt. Irányadó kamatlábát 0 százalékra, betéti kamatát pedig –0,4 százalékra vágta. Továbbá havi eszközvásárlási programját 80 milliárdra bővítette.

A hazai jegybank december–februári kamatdöntő ülésein nem változtatott irányadó rátájának mértékén. A Monetáris Tanács jegyzőkönyvei alapján az üléseken a tagok mindegyike a kamat tartására szavazott. Márciusban a jegybank Monetáris Tanácsa azonban, meglepve a piacot, 15 bázisponttal 1,2 százalékosra csökkentette az alapkamatot. A jegybanki kommunikáció szerint a kamatvágás legalább egy alkalommal folytatódik. Így a kamatciklus végén vélhetően 1,05 százalékon áll meg a jegybanki alapkamat, amely jelenleg a 3 hónapos jegybanki betét instrumentum kamata. További immár nem konvencionális eszköznek tekinthető a kamatfolyosó lefelé tolása és szűkítése, hiszen az O/N betéti kamat - 0,05 százalékra, míg az egy napos jegybanki hitelkamat 1,45 százalékra csökkent. A jegybank döntését indoklása szerint az inflációs cél elérése érdekében hozta, habár érdekes elem, hogy célként nem az inflációs sávot (2-4 százalék) kommunikálta, hanem annak közepét, a 3 százalékot.

Decemberben az EBRD–Erste-megállapodás alapján elfogadta a parlament a bankadó módosításáról szóló törvényt². Eszerint

- a bankadó számítási alapja továbbra is a 2009. évi mérlegfőösszeg;
- az 50 milliárd forintot meg nem haladó részre változatlanul 0,15 százalék, míg az e feletti mérlegfőösszegre a kulcs 0,53-ról 0,24 százalékra csökkent.

Ennek értelmében a bankadó jóval kisebb összeget von el a bankrendszerből. Egészen pontosan a korábbi 149 milliárd helyett 72 milliárd forintot, amely két fontos dolgot jelent. Egyrészt a költségvetés bevételei között a bankadóból immáron 2016-tól kezdődően 77 milliárddal kevesebb összeg lesz. Másrészt kisebb terhet jelent a bankrendszernek, hiszen jelentősen csökken a bankadó mértéke. Ennek következtében a bankok a nyereségversenyben kisebb tőkeállomány-torzítással vesznek részt az adómódosítás után. Az NGM jelezte, hogy 2016 tavaszán a törvényalkotási szakaszban még foglalkozik a bankadó 2017. évi kialakításának és finomhangolásának kérdésével.

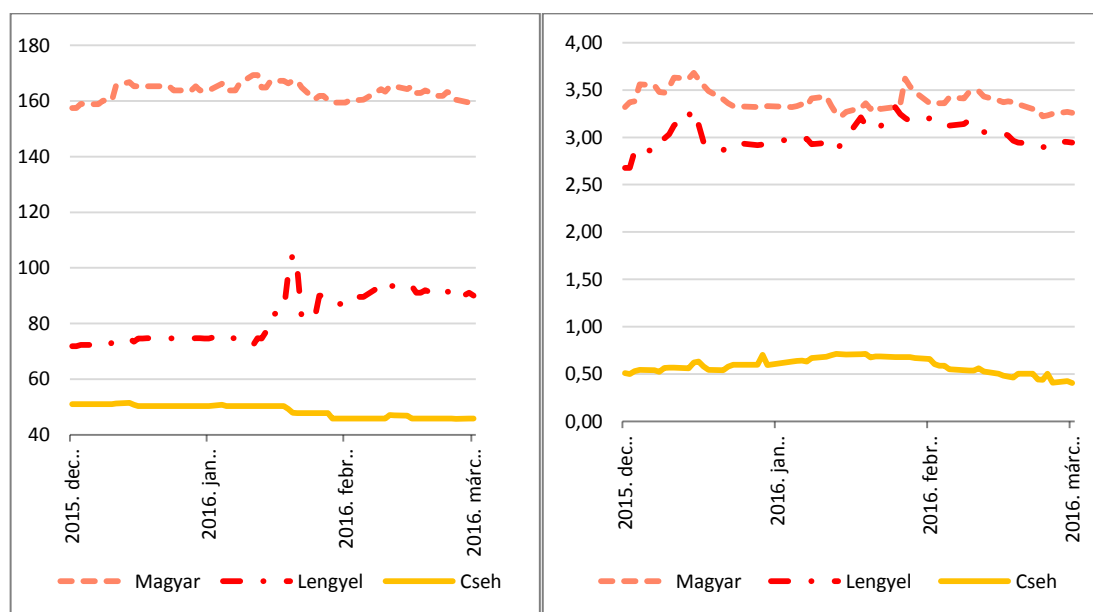
A nagy nemzetközi hitelminősítő intézményeknél hazánk besorolása a befektetésre nem ajánlott szint legmagasabbján maradt. Jelenleg a Moody'snál és a Fitchnél van pozitív kilátása az államadósság besorolásának. 2016. március 4-én a Moody's nem adott ki kommentárt, azaz nem foglalkozott a magyar államadósság felülvizsgálatával. A korábbi döntéseknél a hitelminősítő intézetek azt emelték ki, hogy az államadósság csökkenő trendet mutat, és a devizaarány csökken, azaz a forintban kifejezett értéke kevésbé kitett az árfolyam-ingadozásoknak. Továbbá a lakosságot és a bankszektort terhelő, devizában denominált lakáshitelek kivezetésével – amelyet decemberben kiegészített az autóhitelek forintosítása és elszámolása – jelentősen csökkent a magyar gazdaság külső sérülékenysége.

² Magyar Közlöny, 201. szám, 2015. december 22. 2015. évi CCXVII. törvény az államháztartás egyensúlyát javító különadóról és járadékról szóló 2006. évi LIX. törvény és egyes adótörvények módosításáról.

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 minősítésű országokéval 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. Tekintettel arra, hogy pozitív kilátást legelőször a Fitch adott a magyar államadósság besorolásának, ezért vélhetően ez a nagy nemzetközi hitelminősítő intézet emeli először befektetési kategóriába azt.

A jegybank önfinanszírozási programjának folytatásaként 2016. április végével megszünteti a kéthetes betétet, amelynek révén 400–800 milliárdos pótlólagos kereslet jelenik meg az állampapírpiacra többféle hatást generálva. Egyrészt a hozamokat lejjebb tolja, másrészt a devizaarányt csökkentheti, továbbá csökkenti a külső sérülékenységet. Ez utóbbiakat pedig a hitelminősítők várhatóan kedvezően fogják értékelni.

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



Forrás: Thomson Reuters

A kedvező folyó fizetési mérleg erősítette, a jegybank monetáris lazítása (a kéthetes betét eltörlése³) gyengítette a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamát. E kettő eredményeként a forint kursusa az euróval szemben a december eleji 311-ről március elejére 309 forintra

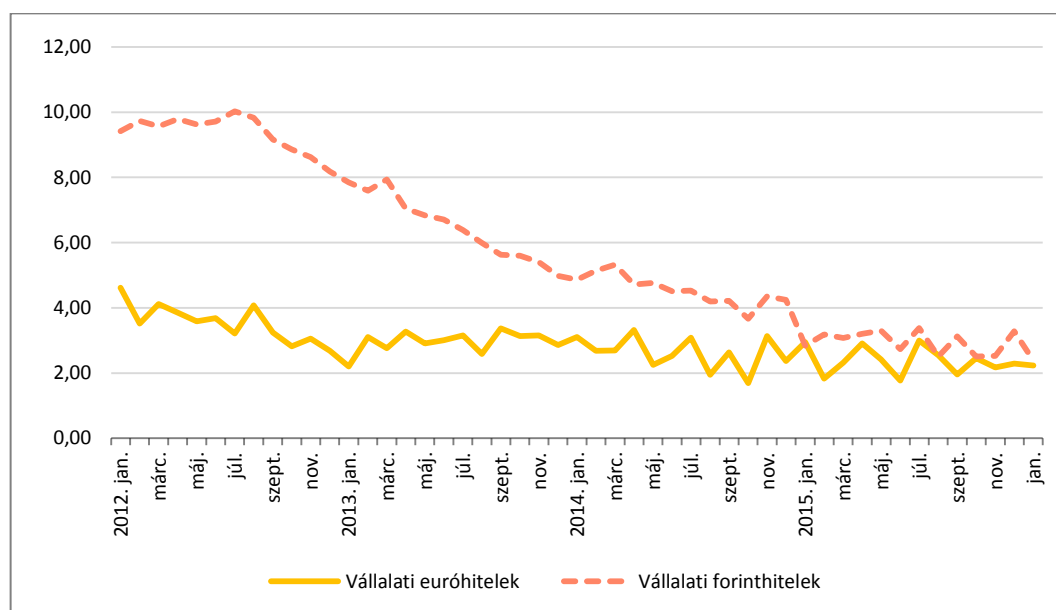
³ Az MNB Monetáris Tanácsa 2016. január 12-én döntött arról, hogy 2016. március végétől fokozatosan kivezeti 2016. április 30-ig a kéthetes betétet, amelyet előzőleg 2015. év végéig 1000 milliárd forintra csökkentett.

változott, 0,4 százalékkal erősödött. A régió devizái közül a cseh korona árfolyama stagnált, míg a lengyel zloty 1,7 százalékkal gyengült az euróval szemben.

A 10 éves forint állampapírok piacán december eleji értékhez képest 6 bázisponttal esett a hozam. Csehországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozama 11 bázisponttal csökkent, míg Lengyelországban jelentősen, 27 bázisponttal emelkedett a hozam. Az országhoz tartozó kockázatot kifejező ötéves magyar CDS értéke 1 egységgel emelkedett az elmúlt három hónap folyamán, amely így 158 bázisponton áll. Mindeközben Csehországban 5 egységgel, 46 bázisponttal csökkent, míg Lengyelországban a kockázati megítélés e mutatója 18 egységgel, 90 bázisponttal emelkedett. Ez utóbbi növekedés a bankadó lengyelországi bevezetése körüli bizonytalanságot mutatja.

A hazai jegybanki alapkamat mértékének változatlansága mellett 12 bázisponttal csökkent az november–januári időszakban a vállalatok számára nyújtott forint hitelek kamata. Eközben az euró hiteleké 23 bázisponttal süllyedt. A lakossági szegmensben a fogyasztási hitelek piacán 18 bázisponttal alacsonyabb kamattal lehetett forintban fogyasztási hitelt igényelni 2016 januárjában, mint három hónappal korábban. A lakáscélú hitelek esetén 5 bázisponttal csökkent a kamatesés.

16. ÁBRA: A VÁLLALATI ÚJ HITELEK KAMATAINAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



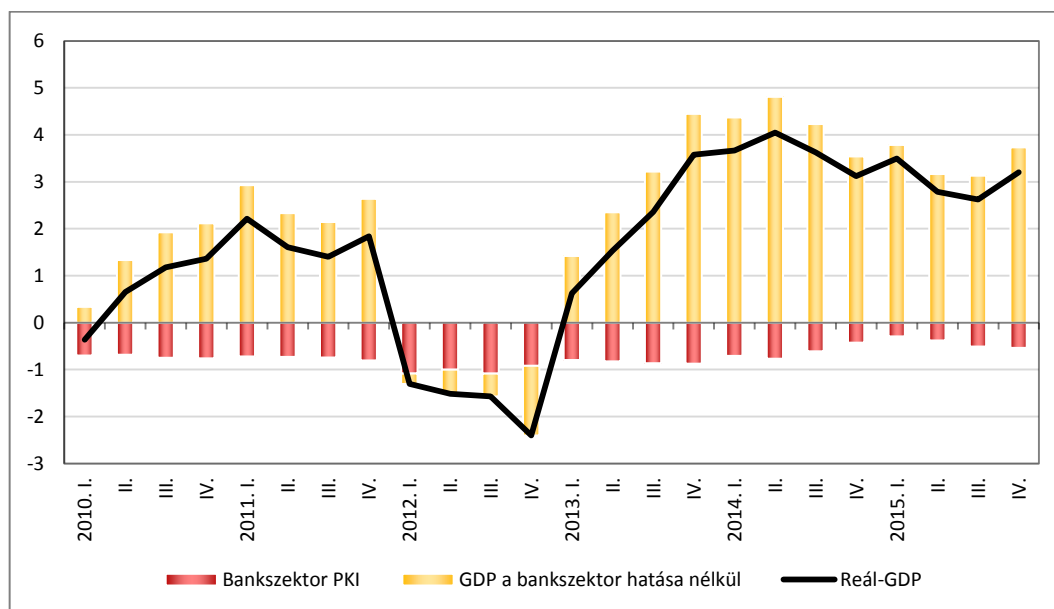
Forrás: MNB

A hitelezés fontosságát az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) is jelzi, mely a bankszektor hitelezési tevékenységén⁴ 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. A jegybank számításai szerint 2015 IV. negyedévében a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági

⁴ Korábban a bankközi kamatot és az árfolyamot is tartalmazta a számítás.

teljesítményt fékező hatása jóformán stagnált. A bankszektor teljes jövedelmi hatása bő – 0,5 százalékpontnak felelt meg, vagyis egy egészséges banki hitelezés esetén ennyivel magasabb reál-GDP-vel számolhattunk volna 2015 IV. negyedévére vonatkozóan.

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



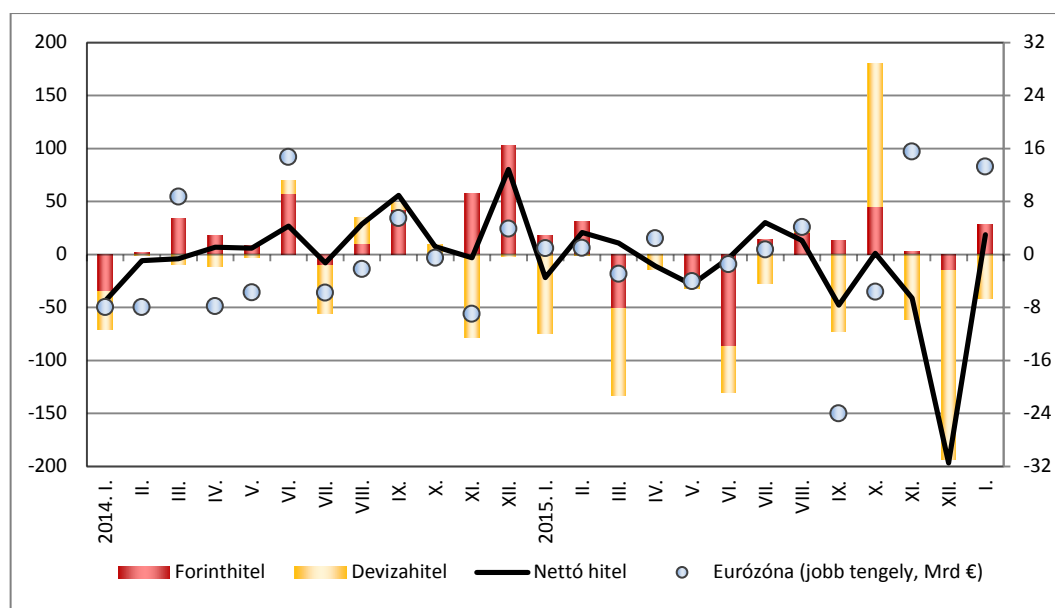
Forrás: MNB

A vállalatoknál 2015 IV. negyedévében a szezonálisan szűrt számok alapján a banki nettó forinthitel-felvétel 33,2 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke –105,7 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként adódóan 2015 negyedik negyedévében a teljes nettó hiteltörlesztés (szezonálisan kiigazítva) így 236,6 milliárd forintnak felelt meg. A vállalati devizahitelek csökkenésének jelentős részét a szanálás alatti MKB év végi portfóliótisztításának keretein belüli leírások adják.

2016 januárjában a vállalati szektor teljes nettó hitelfelvétele (szezonálisan kiigazítva) 18,8 milliárd forint volt.

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves időszora alapján 2015 IV. negyedévében összességében a lakossági szegmensben és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. Az elszámolás következtében a bankok visszafizetései jelentősen csökkentették a hiteladósok tartozását az első fél évben. A III–IV. 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.

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

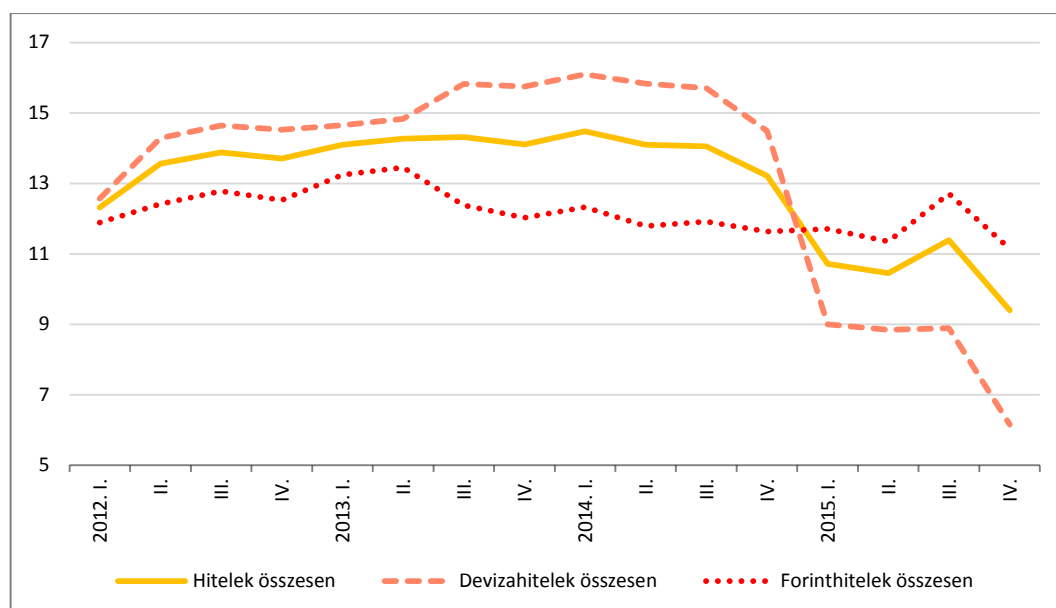


Forrás: MNB, EKB

A lakossági forinthiteleknél a közel 1 százalékpontos NPL-ráta csökkenése egyértelműen az autóhitelek elszámolásának következménye, amely a közel 144 milliárd forinttal csökkenő hitelállomány és a több mint 70 milliárd forinttal csökkenő 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 jelentős része – további befizetések nélkül – visszakerül a nem teljesítő hitelek kategóriájába. Ezért minden egyéb változatlansága mellett a jövőben vélhetően majd emelkedik a nem teljesítő hitelek aránya.

Az MNB előzetes adatai szerint 2015 egészében 38,9 milliárd forintos adózás előtti nyereséget és 2,985 milliárd forint adózás utáni veszteséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor még 486 milliárd forintos adózás előtti és 541,1 milliárd forintos adózás utáni veszteséget jelentett, amelynek oka elsősorban az elszámolás miatti céltartalékképzés volt. Az előző év azonos időszakához képest gyengült a kamat-, de javult a jutalékeredmény. Előbbi – elsősorban a fair bankokról szóló törvény által is előidézett kisebb kamatmarzsok következtében – 44 százalékkal kisebb, míg utóbbi 3 százalékkal nagyobb volt az előző év teljes időszakának eredményénél. A bankok tőkeellátottsága 2015-ben javult 2014-hez képest: a tőke megfelelési mutató az előző évhez képest 0,4 százalékponttal, 19,7 százalékra csökkent. A hitelintézetek szavatoló tőkéje 3,7 százalékkal (3088 milliárd forint), miközben a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg 5,8 százalékkal csökkent, és 2015. december 31-én 15 661 milliárd forintot tett ki.

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

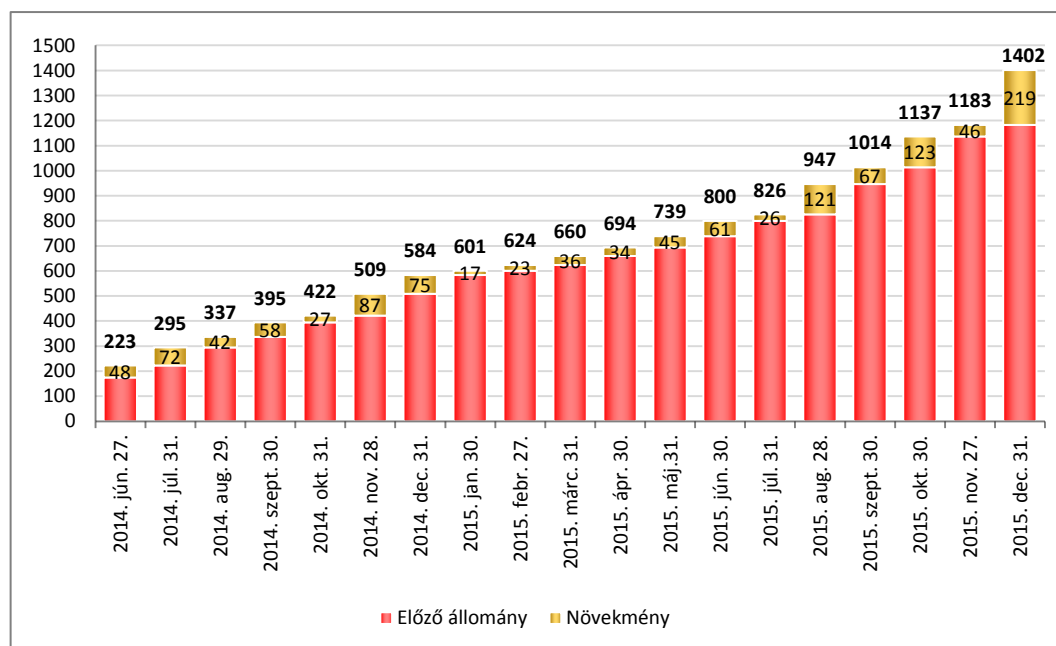


Forrás: MNB, Századvég-számítás

Decemberben a Növekedési Hitelprogram (NHP) keretében a hitelezés jelentősen erősödött: az NHP II. havi igénybevétele érdemben meghaladja az előző év azonos időszaki értékét. A program kihasználtsága a decemberben kötött új szerződésekkel (219 milliárd) együtt összesen 1402 milliárd forintot tett ki. Ez azt jelenti, hogy az 1000 milliárdos keretet kihasználták és az NHP+ programra eredetileg elkülönített 500 milliárdos keret majdnem teljesen elfogyott. Tekintettel arra, hogy az NHP II. 2015-ben lezárult és az NHP III. bizonyos hitelcélokra már nem vehető igénybe, ezért jó néhány vállalkozás döntött az utolsó hónapban a kedvezményes hitellehetőség felvétele mellett. Az NHP+ konstrukcióban 23 milliárd forintnyi hitelszerződés jött létre az MNB részleges kockázatvállalása mellett.

Az NHP II.-ben leszerződött hitelösszeg 95 százaléka új hitelként került az igénylőkhöz. Ezen belül a beruházási hitelek (és új lízingügyletek) részesedése 61, az új forgóeszközhiteleké 29, az új EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított arány 10 százalék. Megállapítható, hogy a decemberi adatokat is figyelembe véve nőtt a beruházási hitelek aránya (3 százalékponttal), továbbá csökkent a forgóeszközhiteleké (1 százalékponttal) és az EU-s hiteleké (2 százalékponttal) a nem hitelkiváltási célra felvett összegeken belül.

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



Forrás: MNB

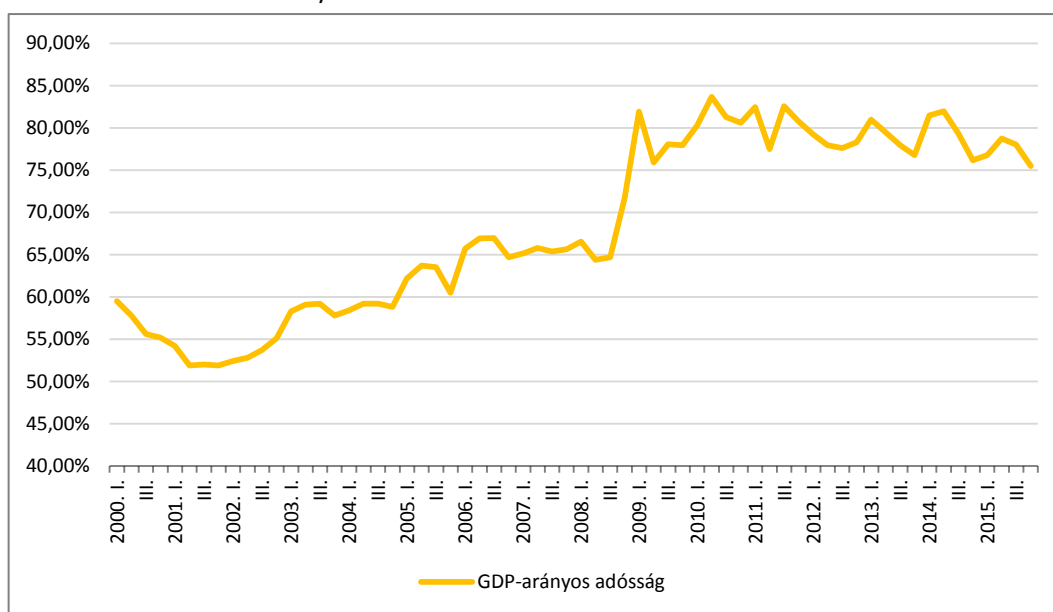
Az ágazati eloszlást tekintve a mezőgazdaság (22 százalék), a kereskedelem és javítás ágazat (24 százalék), valamint a feldolgozóipar (19 százalék) részesedése kimagasló, a hitelek továbbra is közel kétharmada erre a három területre irányult.

A 2016-ban indult NHP III. első pillére 300 milliárd forintos keretről szól, amelynél a bankok 0 százalékon kapnak hitelt az MNB-től, míg ők maximum 2,5 százalékon hiteleznek tovább a kkv-k számára. Új elem azonban a devizahitelezés elindítása a kkv-k számára. Itt olyan vállalatok juthatnak devizahitelhez, amelyeknek a bevétele is devizában keletkezik, azaz így nem nyílik, hanem záródik a nyitott devizapozíciójuk. A keret 300 milliárd forintnak megfelelő euróösszeg. A maximálisan felvehető összeg nagysága 1 milliárd forintra csökkent a korábbi 10 milliárd forintról, annak érdekében, hogy minél több vállalkozás jusson hitelhez.

A programmal kapcsolatos kommunikációval kapcsolatban az MNB úgy döntött, hogy 60 milliárdos összeg felett ad tájékoztatást havi rendszerességgel. Ezek szerint az első két hónapban még nem történt meg a keret tizedének lehívása.

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2015 negyedik negyedévében 25 393 milliárd forint volt, ami a GDP 75,3 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 76,2 százalék után. Az adósságot a negyedik negyedévben 606 milliárd Ft nettó adósságtörlesztés csökkentette, míg a 88 milliárd Ft árfolyamveszteség növelte azt.

21. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

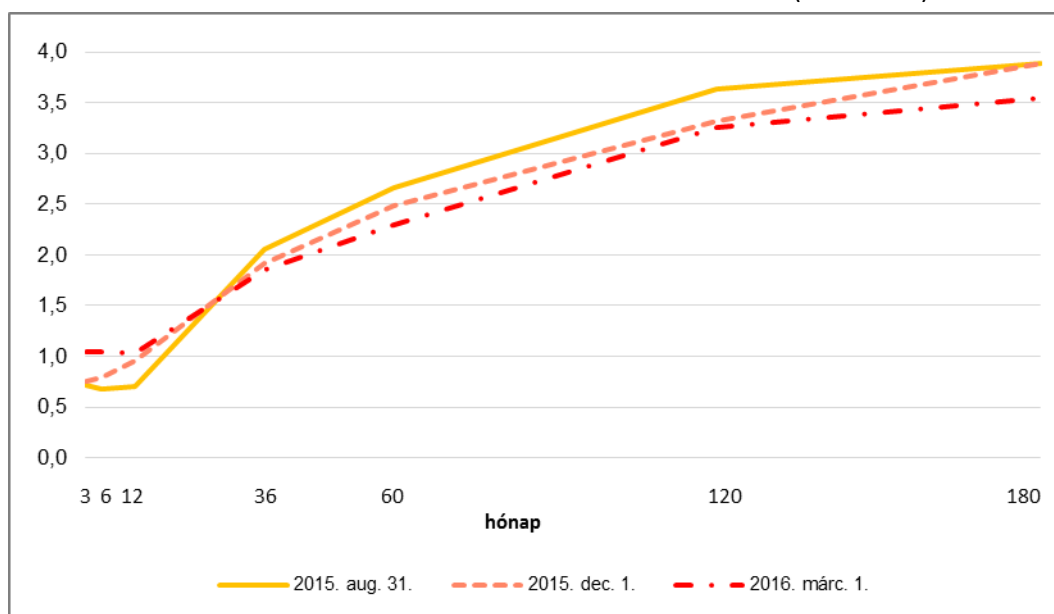
Az állampapírpiazi aukciókon elért hozamok a futamidő függvényében eltérően alakultak. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében 39 bázisponttal, az egyévesnél 4 bázisponttal nőttek a hozamok. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 16 bázispontos, míg az 5–10 éves lejárat esetében 25–33 bázispont közötti, jelentős hozamesés volt megfigyelhető. A 15 éves állampapíroknál egy alkalommal volt kibocsátás a vizsgált időszakban, amelynek hozama jelentősen (52 bázisponttal) alatta maradt a tavaly novemberi kibocsátáskori hozamának. Mind az állampapírok, mind a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során előfordult olyan eset (összesen 15 alkalommal), amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben csak kilenc alkalommal (nyolcszor diszkontkincstárjegy-aukciójánál, míg egy alkalommal az 5 éves államkötvények aukciójánál), de összességében mindkét értékpapírcsoportban markáns többletkibocsátás mutatkozott a december–februári időszakban.

Az MNB igyekszik a kamatcsere- (IRS) ügyletekkel 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. Ezen az eszközön keresztül ugyanis meg tud jelenni az a likviditás a 3, az 5 és a 10 éves futamidejű kötvényeknél is, amely a jegybanki eszközből kiszorult. A kamatcsereügyletben részt vevő bankok nemcsak növelték hosszabb lejáratú állampapír-állományukat, hanem vállalták, hogy ezt a magasabb kitettséget hosszabb ideig fenntartják.

A másodlagos piac hozamgörbéje az utóbbi negyedévben a korábbihoz képest jelentősebben módosult. A hozamgörbe rövid futamidejű végén 30 bázisponttal emelkedett a hozam, míg a hosszú futamidejű végén (a 15 éves állampapíroknál) 35 bázisponttal csökkent. A rövid hozamok (8–30 bázisponttal) emelkedtek, míg a hosszú futamidőknél (6–35 bázisponttal)

csökkentek. Annak köszönhetően maradt a hozamgörbe rövid vége a kamatvágások közepette is az alapkamat (3 hónapos betét) szintje alatt (30 bázisponttal), hogy továbbra is nagy a likviditásbőség, továbbá, hogy a jegybank jelezte, kész alkalmazni konvencionális eszközt, azaz kamatvágást is az inflációs cél elérése érdekében. Az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány 3920 milliárdról 3680 milliárd forintra csökkent, ami nem jelentett nagy nyomást az euró/forint árfolyamra.

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



Forrás: ÁKK Zrt.

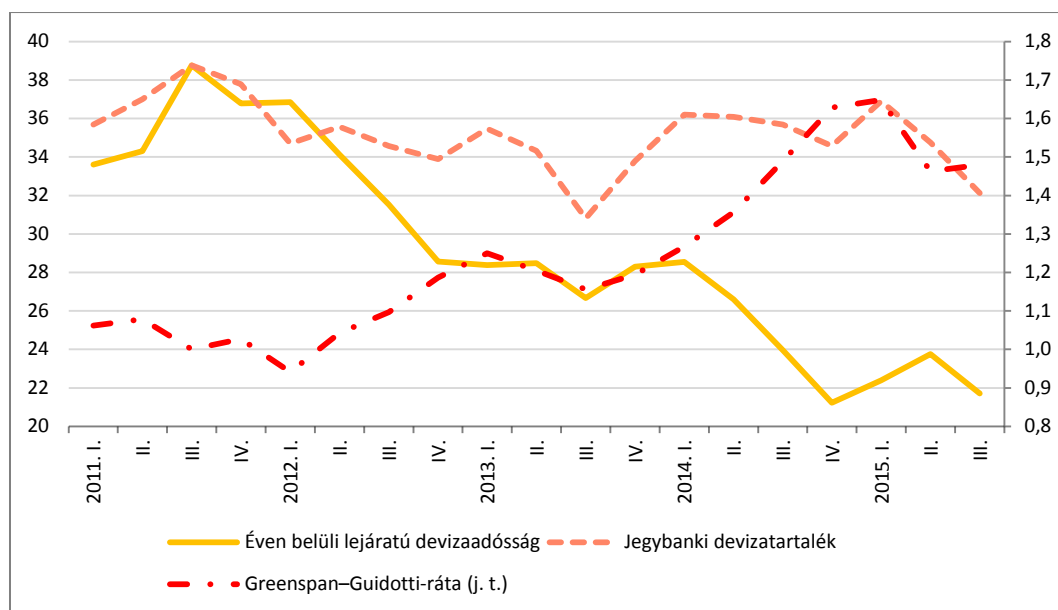
Az ÁKK 2016. évi finanszírozási tervében a legelső kitüntetett cél az államadósság GDP-arányos mértékének további csökkentése. A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők és kiemelten a lakosság körében. 2016. január végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 3707 milliárd forintra emelkedett. Az euróban denominált prémium államkötvénnyel (P€MÁK) együtt a teljes volumen közel 4276 milliárd forint. Az államadósság devizaaránya tovább csökkent, az október végi 33,6 százalék után 2015. január végén 32,0 százaléknak felelt meg, és eleget tesz a 2016. évi finanszírozási tervben meghatározott 25–35 százalékos sáv előírásának. A maximális devizaarány tehát 35 százalék, szemben a 2015. évi 40 százalékos aránnyal. A cél az, hogy a devizaarány tovább csökkenjen, amelyet az ÁKK a devizalejáratok jellemzően forintpiacról történő megújításával szeretne elérni.

A gazdaságpolitikai döntéshozóktól különböző tervek láttak napvilágot arra vonatkozóan, hogy melyik devizában és mekkora arányban bocsásson ki az ÁKK kötvényt. Magyarországnak 2016-ban 5,2 milliárd dollárnyi devizalejáratot kell fedeznie. A tavaly decemberben megjelent finanszírozási terv szerint az ÁKK 1 milliárd eurónyi devizakötvény

kibocsátásával számol, ennek kisebb része lehet jüankötvény. Vagyis a mostani dollár- vagy eurókötvény valószínűleg néhány százmillió euró lesz. Egy sor devizakötvény lejáratára 2016 tavaszára és nyarára esik (500 millió angol font: 2016. március 30., 200 millió svájci frank: 2016. május 20., 1 milliárd euró: 2016. július 18.), ezért érdemes lehet Magyarországnak ezeket megelőzően a megújítás biztosítása érdekében még március–áprilisban kilépnie a devizakötvény-piacra.

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2015. június vége óta az MNB devizatartalékai tovább csökkentek, és 2015. szeptember végén 32,1 milliárd eurót tettek ki. Az apadás jelentős részét magyarázza a deviza-jelzáloghitelek forintosításához kapcsolódó devizacsere-ügyletek lejáratára, illetve lejárat előtti lezárása. Éven belüli devizakötelezettségekről a legutolsó adat 2015. III. negyedévről ismert. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékai 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. Konverziónál az augusztus 19-én érvényes hivatalos svájcifrank-árfolyamot (287,2) alkalmazzák. 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 jelentősen csökkent. Az ennek eredőjeként kialakuló 1,48-os Greenspan–Guidotti-ráta jóformán stagnált az előző negyedévhez képest, és továbbra is nagy mozgásteret enged a jegybank számára tartalékainak további csökkentésére. A jegybanki devizatartalékokról ismert legutolsó adat a 2016. január végi 31,3 milliárd euró, amely további csökkenést jelent.

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



Forrás:

MNB, Századvég-számítás

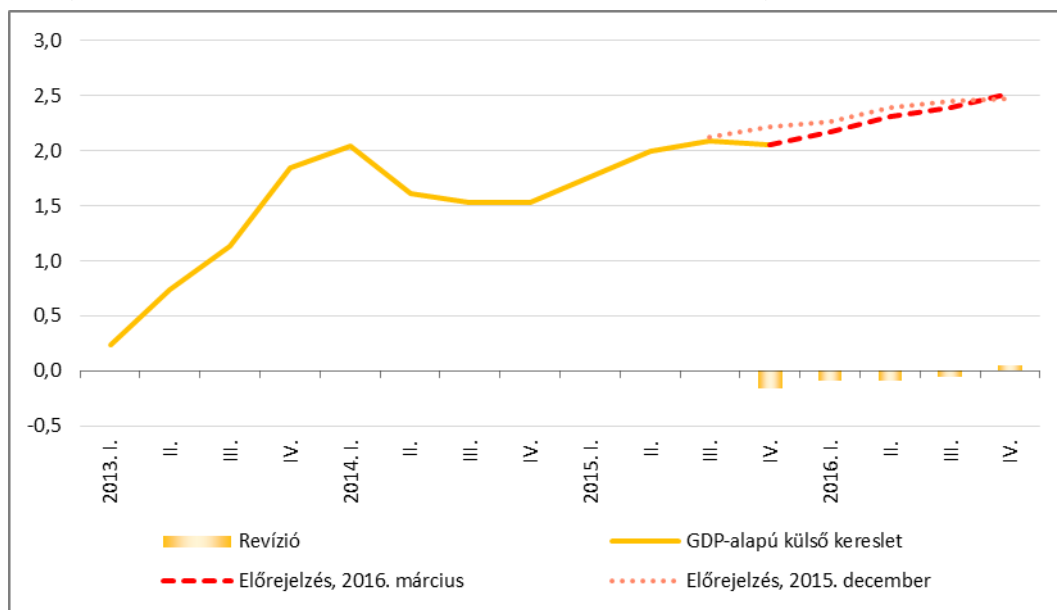
A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2016)

Feltevéseink alakulása

A magyar export iránt megnyilvánuló, a főbb exportpiacaink GDP-je alapján számított külső kereslet 2015 IV. negyedévében lényegében megegyezett az általunk előre jelzettel. A külső konjunktúra tehát továbbra is javult, az átlagos bővülés mértéke megegyezett az előző negyedévben számított 2,1 százalékkal, tehát a növekvő trend megtört. A legfontosabb külkereskedelmi partnereink közül legnagyobb mértékben Ausztria, Svédország és Szlovénia gazdasági növekedése javult az előző negyedévhez képest, de fontos kiemelni Ukrajnát is, ahol ugyan továbbra is recesszió van, ám ennek mértéke a korábbinál kisebb. Legnagyobb exportpiacunk, Németország gazdasága a IV. negyedévben is bővült, ám ennek mértéke elmarad az előző két negyedévben mérttől. A visegrádi országok mindegyike 3 százalék feletti növekedést ért el. A gazdasági teljesítmények javulása azonban a világgazdaságban továbbra is mérsékelt, a következő negyedévekben várhatóan több országban (pl. Kína, Oroszország) lassulhat a konjunktúra. Azonban míg ez Kínában csak kisebb növekedést, addig Oroszországban recessziót jelent.

A rendelkezésre álló adatok alapján a 2016-ra vonatkozó előrejelzésünket alig módosítottuk. December óta több országban is csökkent a várható kereslet növekedésének mértéke. Legfőbb piacunk, Németország várható növekedése kismértékben, 0,1 százalékponttal csökkent. Egyre jelentősebb recesszió várható keleti partnereinknél is, részben az alacsony olajárak, részben az orosz–ukrán konfliktus miatt. E két ország 2016-ra várt növekedése 0,7, illetve 1,0 százalékponttal esett vissza előző előrejelzésünkhöz képest. Az előző előrejelzéshez képest nem módosult, de továbbra is kockázatokat rejt Kína gazdasági növekedése. Továbbra is erős konjunktúra várható a régió országaiban – az előrejelzések szerint itt a növekedés valamivel magasabb lesz a korábban vártnál. Az Európai Unió gazdasági teljesítményét a jövőben is fokozhatja a laza monetáris politika és a javuló munkaerőpiaci helyzet, ám Kína, Oroszország és az Egyesült Államok kedvezőtlenebb külső körülményeket teremthet a hazai növekedéshez. Viszont a továbbra is alacsony olajár az olajimportőr országokban többletjövedelmet jelent, amely kedvezően hat rájuk.

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



Forrás: Századvég-számítás

A mezőgazdasági termelői árak tekintetében a IV. negyedévben megtört a korábbi időszakok csökkenő trendje: 2013 II. negyedéve óta most először fordult elő, hogy az árak meghaladják az egy évvel korábbit. A mezőgazdasági termelői árak növekedése megfelel a decemberi előrejelzésünknek, és a rossz terméshozammal magyarázható. Ennek megfelelően 2016-ban a mezőgazdasági termelői árak további (éves szinten átlagosan 1,4 százalékos) emelkedésére számítunk.

A Brent típusú kőolaj jegyzésárának 2015 harmadik és negyedik negyedévében tapasztalt csökkenése 2016 januárjában is folytatódott, a hónap közepére a hordónkénti ár 30 dollár alá süllyedt. Ezt követően lassú árkorrekció volt megfigyelhető, a Brent olaj ára március elejére a 40 dollár/hordó szint közelébe emelkedett. A kőolajpiacot fundamentális oldalról 2016 első két hónapjában két fő tényező mozgathatta. Egyrészt a globális gazdasági növekedésre vonatkozó egyre romló kilátások. Főként a kínai és más feltörekvő országokban tapasztalt és előre jelzett konjunktúraromlás tarthatta nyomás alatt az árakat. Másrészt a Kőolaj-exportáló Országok Szervezetének (OPEC) három országa – köztük Szaúd-Arábia –, továbbá Oroszország tárgyalásokat kezdett a kitermelés szintjének befagyasztásáról. A felek között egyelőre az a megállapodás született, hogy hajlandóak kőolaj-kitermelésüket a 2016. januári szinten rögzíteni, amennyiben Irán és Irak is csatlakozik a megállapodáshoz.

Az olaj árának alakulása erősen bizonytalan még a viszonylag szűk sávban szóródó elemzői várakozásokat figyelembe véve is. A fundamentumok felől tekintve a piaci egyensúly felé történő elmozdulás, azaz az árak lassú korrekciója vetíthető előre. A Nemzetközi

Energiaügynökség (IEA) februári előrejelzése szerint⁵ a kőolajkereslet 2015-ben tapasztalt napi 1,6 millió hordónyi növekedési üteme 2016-ban 1,2 millió hordóra eshet vissza. Ez elsősorban a kínai, az amerikai és az európai gazdaságok lassulásának következménye lesz.

Kínálati oldalon az IEA az OPEC-en kívüli országok olajkitermelésének (napi 600 ezer hordónyi) visszaesését várja, főként az amerikai palaolaj-termelés apadása miatt. Ezek a termelők a hordónként 50 dolláros ár alatt sem váltak veszteségessé a 2015-ös év tapasztalatai alapján, ami azért figyelemreméltó, mert továbbra is marad alternatívája az OPEC-beszállítóknak.

A megállapodás előtt, januárban az OPEC-országok, valamint Oroszország kőolaj-kitermelése rekordszintre emelkedett. Így valójában a még kérdéses egyezmény a kitermelés csúskapacitáson való befagyasztását jelenti. A nagy olajexportáló országok túlkínálat ellen irányuló fellépésének hatékonysága és így az esetleges áremelkedés kapcsán a piaci szereplők szkeptikusak, hiszen mindeközben az embargó alól felszabaduló Irán és a lehetőségei alatt kitermelő Irak rohamosan növelni kívánja olajexportját.

A meghatározó elemzőházak várakozásai szerint a Brent olaj hordónkénti jegyzésére 2016-ban átlagosan 35–45 dollár lehet. Középtávon (2016–2020 között) 40–60 dolláros hordónkénti árról szólnak a prognózisok.

A határidős indexekre alapuló előrejelzésünk szerint a kőolajár 2016 végére hordónként emelkedhet.

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

A IV. negyedévben jelentősen, de a várakozásainktól kismértékben elmaradva bővült a magyar export. A KSH a korábbi negyedévek exportadatait is revideálta, így 2015 első két negyedévében a korábban közzétettnél kisebb, míg a III. negyedévben jobban emelkedett a kivitel volumene. Ez éves szinten mérsékelte az export dinamikáját, amelyet figyelembe vettünk a 2016-ra vonatkozó előrejelzés elkészítésekor is. A külső kereslet lényegében nem változott az előző előrejelzésünkhöz képest, csupán minimális mértékű lassulás következett be. A magyar termékek és szolgáltatások legfontosabb felvevőpiaca továbbra is Németország, amely alacsony, de pozitív növekedéssel rendelkezik. Növekedésének mértéke az előző negyedévhez képest kismértékben csökkent. Jól teljesítenek ugyanakkor a régió országai: 2015-ben Csehország, Lengyelország, Románia és Szlovákia egyaránt 3,5 százalékos feletti növekedésre volt képes. Ezzel szemben a fontosabb keleti partnereink közül Ukrajna és Oroszország gazdasági teljesítménye 2015-ben visszaesett. Ezt az előbbi ország esetében az ukrán–orosz konfliktus, míg az utóbbinál az alacsony olajárak magyarázzák. A kínai gazdaság továbbra is jelentős ütemben növekszik, ám a növekedés dinamikája folyamatosan

⁵ IEA, Oil Market Report, 9 February 2016., <https://www.iea.org/media/omrreports/fullissues/2016-02-09.pdf> (2016. III. 7.).

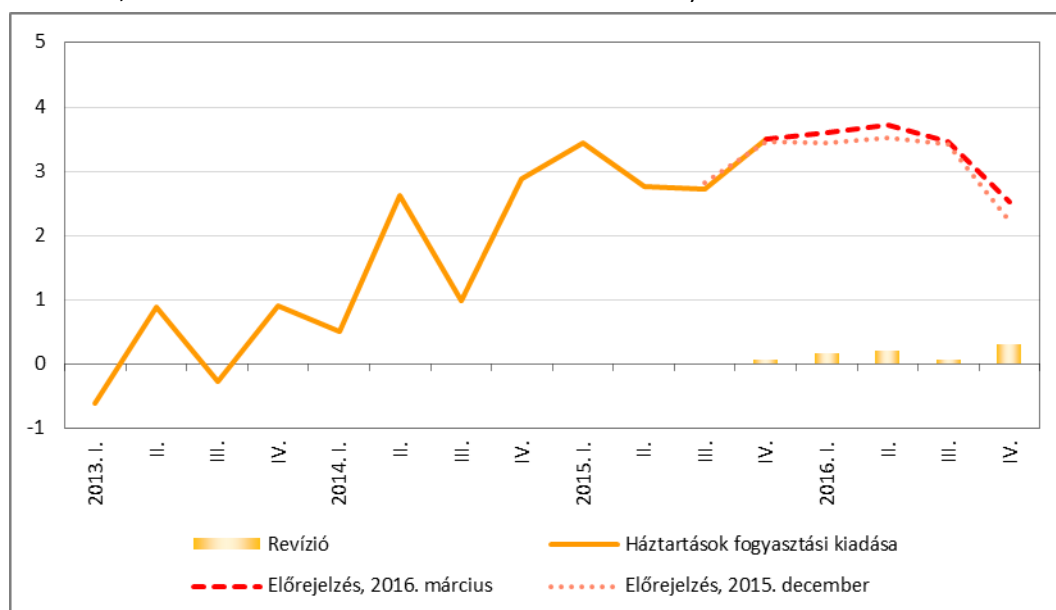
lassul, ami negatív kilátásokat jelent az egész világgazdaságra nézve. A magyar export IV. negyedéves növekedése elsősorban a termékeknek köszönhető, a szolgáltatások növekedése az előző negyedévekhez képest lassabb volt. Ehhez részben hozzájárult a turizmus előző negyedévesnél kisebb ütemben bővülő exportteljesítménye is. Mindezeket figyelembe véve 2016-ra az előző előrejelzésünkhöz (7,9 százalék) képest kisebb, 7,7 százalékos exportbővülést várunk.

Az exporthoz hasonlóan, bár kisebb mértékben, az import bővülése is minimálisan elmaradt várakozásunktól a IV. negyedévben. E mutató tekintetében a KSH ráadásul felfelé módosította a korábbi negyedévek növekedési ütemét. A IV. negyedéves, a vártnál alacsonyabb import, valamint a 2016-ra várható mérsékeltebb exportnövekedés nyomán az előző előrejelzésünkhöz képest mérsékeljük az import növekedési ütemét is. A 2016-ra vonatkozó előrejelzésünket tehát 0,3 százalékponttal lefelé, azaz 6,9 százalékponttal módosítottuk.

A nettó export összességében a továbbiakban is pozitívan járulhat hozzá a magyar gazdaság növekedéséhez, de a hozzájárulás mértéke várhatóan csökkenni fog a korábbi időszakokhoz képest az export dinamikájának lassulása miatt.

A háztartások fogyasztási kiadásának növekedése a IV. negyedévben megegyezett a decemberi előrejelzésünkben szereplővel. A magas fogyasztás egyaránt köszönhető a banki elszámoltatások nyomán a lakosság növekvő forrásainak, illetve az emelkedő bérszínvonalnak és a csökkenő munkanélküliségnek. 2016-ban a fogyasztás további dinamikus növekedésére számítunk. Erre vonatkozó előrejelzésünket az előző negyedévhez képest csupán kismértékben módosítottuk. A kedvező fogyasztást az eddig bemutatott tényezőkön kívül segítheti a személyi jövedelemadó kulcsának 2016-os csökkentése, valamint a családi adókedvezmények mértékének további növelése is. A IV. negyedévre az előző három negyedévhez képest mérsékeltebb növekedést várunk az erős bázisadat miatt. 2016-ra összességében a korábbinál 0,1 százalékponttal nagyobb, 3,3 százalékos fogyasztásbővülést várunk. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a fogyasztás alakulását jelentősen befolyásolhatják az ár- és bérfolyamatok, hiszen egy, a vártnál esetlegesen magasabb infláció negatív hatással lehet a reálbérekre, míg a magasabb béremelkedés tovább javíthatja a lakosság jövedelmi helyzetét.

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



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

A közösségi fogyasztás értéke a IV. negyedévben a várakozásainkat meghaladta. Ennek megfelelően 2016-ban is a korábbiaknál kismértékben nagyobb kiadásokra számítunk. Előrejelzésünk szerint 2016-ban a közösségi fogyasztás volumene a 2015-össel azonos mértékben, 0,8 százalékkal növekedhet. Ezeket az értékeket jelentősen befolyásolhatja a már beharangozott bürokráciacsökkentés, illetve az esetlegesen felmerülő migrációval kapcsolatos kiadások értéke.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás értéke a IV. negyedévben jelentősen meghaladta az elemzői várakozásokat: a bővülés mértéke az előrejelzésünknek több mint kétszerese, 6,5 százalék lett. Ehhez elsősorban a 2007 és 2013 közötti európai uniós költségvetési ciklus forrásainak nagymértékű lehívása, és az ezek nyomán létrejövő beruházások járultak hozzá. A beruházások növekedését segítheti elő a Magyar Nemzeti Bank Növekedési Hitelprogramjának III. üteme is. A hitelprogram új üteme azonban még alig indult be, a rendelkezésre bocsátott források nagysága még nem jelentős, ez az első negyedévben még várhatóan kevésbé járul hozzá a beruházások élénkítéséhez. Az is kérdéses, hogy az e program keretében felvett hitelek mekkora része szolgál majd beruházási célokat.

A beruházások 2016-os dinamikáját több tényező is befolyásolja, amelyek egy része újonnan jelenik meg az előző negyedévhez képest. Az előző év utolsó negyedévének kedvezőbb dinamikája várhatóan a későbbi időszakokra pozitív hatást fejt ki. A felhasznált európai uniós források nagysága 2016-ban jelentősen elmaradhat az egy évvel korábbtól. Ez különösen a IV. negyedévben vezet majd jelentős visszaeséshez a magas bázis miatt. Pozitívan befolyásolhatja a beruházások nagyságát a CSOK, a Családi Otthonteremtési Kedvezmény,

amely új elem a korábbi előrejelzésünkhöz képest. Várakozásaink szerint ez a program 2016 III. negyedévéől fejtheti ki gazdaságösztönző hatását. Szintén pozitívan hathat az NHP III. üteme a beruházásokra, ám kérdés, hogy ezt a vállalatok mennyire veszik igénybe. A beruházásokat szintén segíti a továbbra is alacsony alapkamat, illetve a jegybank esetlegesen végrehajtott további lazítása, történjen ez akár konvencionális, akár nem konvencionális eszközzel. 2016-ban összességében a beruházások 2,2 százalékos visszaesésére számítunk, ami az előző előrejelzésünkénél 0,2 százalékponttal mérsékeltebb.

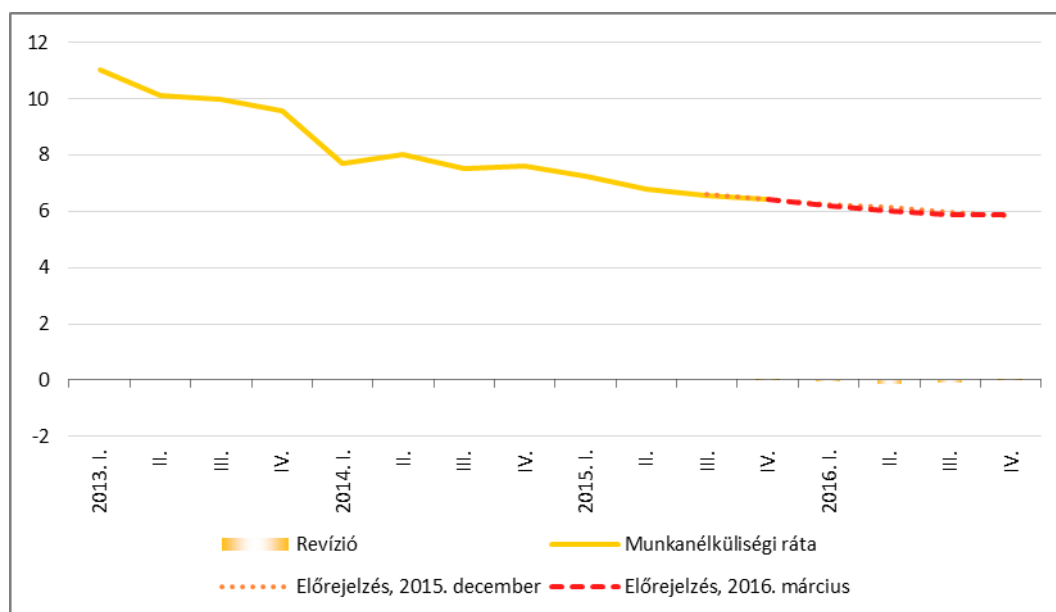
A beruházások mértékének csökkenése miatt a beruházási ráta a 2015-ös 21,3 százalék után 2016-ra 20,1 mérséklődik.

A GDP a IV. negyedévben az általunk vártnál is magasabb mértékben, az előző év azonos időszakához viszonyítva 3,2 százalékkal bővült, és így éves szinten 2,9 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi értéket. Az élénkebb növekedés elsősorban a beruházások vártnál jóval magasabb szintjének volt köszönhető. A kedvező bővülési ütem a következő időszakok várható növekedésére is pozitív hatással lehet. Ennek motorja 2016-ban a fogyasztás és a nettó export lesz. Az előző előrejelzésünkhöz képest a fogyasztás és a beruházások tekintetében javítottuk előrejelzésünket, míg az export és az import várható dinamikáját mérsékeljük. A 2016-ra vonatkozó várakozásaink összességében nem változtak, a GDP éves növekedése 2016-ban az előző előrejelzésünkhöz képest 0,1 százalékponttal magasabb, 2,4 százalék lehet.

A monetáris politika 2016-ban további meglepetéseket okozhat: kérdéses, hogy a Fed folytatja-e, és ha igen, milyen ütemben kamatemelési ciklusát, illetve hogy az EKB tovább lazít-e a politikáján.

A munkaerőpiac javuló trendje az idei évben is folytatódik. A kedvező konjunkturális környezet következtében a magánszektor által foglalkoztatottak száma 2016-ban mintegy 40 ezer fővel nőhet. Erre vonatkozó előrejelzésünket kismértékben negatív irányba módosítottuk az előző negyedévihez képest, ami a közfoglalkoztatás vártnál kisebb mértékű bővülésével és a tervezett bürokráciacsökkentő intézkedésekkel magyarázható.

26. ÁBRA: A MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK

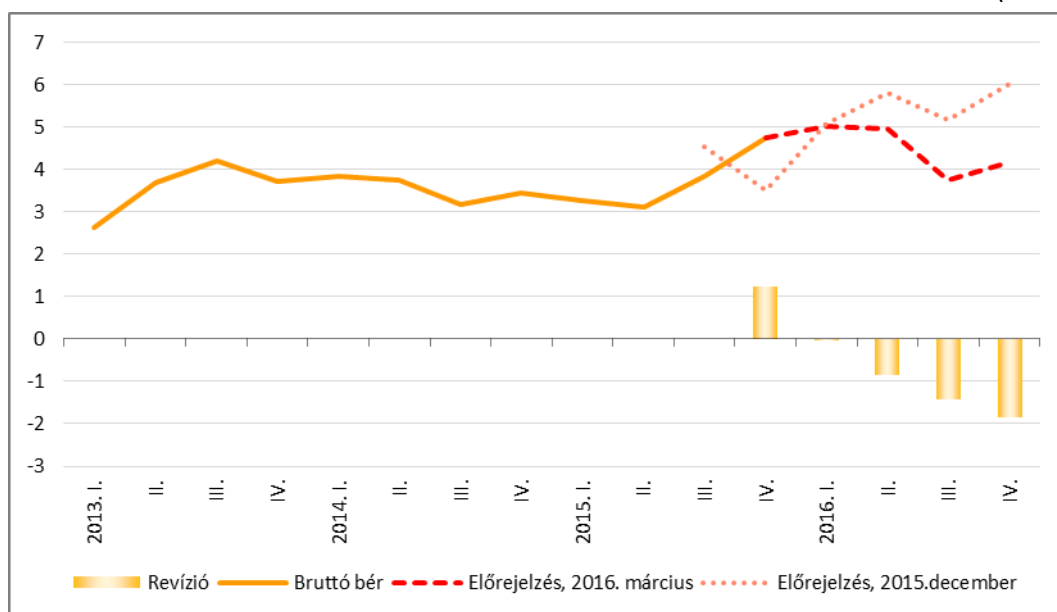


Forrás: Századvég-számítás

A munkaerőpiac kínálati oldalát tekintve az aktivitás is számottevően bővíthet az elkövetkező évben. A bővülő munkakereslet és az egyre feszesebbé váló munkaerőpiac belépést ösztönző hatása várhatóan mérsékelten erősödik, amit csak kis részben ellensúlyoz a munkaképes korú lakosság csökkenése. Mindezek eredőjeként az aktívak száma a foglalkoztatással közel megegyező mértékben, 50 ezer fővel növekedhet. Így összességében a munkanélküliségi ráta csökkenése a tavalyi évhez viszonyítva mérsékeltebb ütemben folytatódik, és a munkanélküliek aránya 2016 végére 5,9 csökkenhet.

A bérek jövőbeli alakulására vonatkozóan számottevő mértékű revízió vált szükségessé az előző negyedévhez képest, ami a korábban vártnál alacsonyabb inflációs környezettel magyarázható. Ennek ellenére a bruttó nemzetgazdasági átlagbér továbbra is jelentős mértékben emelkedik. Az éves növekedési ütem idén 4,5 százalék körül alakul, amely a 2015-ös adathoz viszonyítva némi gyorsulást jelent. A kedvező bérfolyamatokat a közszférában tapasztalható és többéves időtávon megvalósuló bérrendezések, valamint a versenyszféra béreit felhajtó feszes munkaerőpiac és az egyes ágazatokban egyre inkább tapasztalható munkaerőhiány idézi elő. A reálbérek tekintetében 2016-ra 3,7 százalékos növekedést prognosztizálunk.

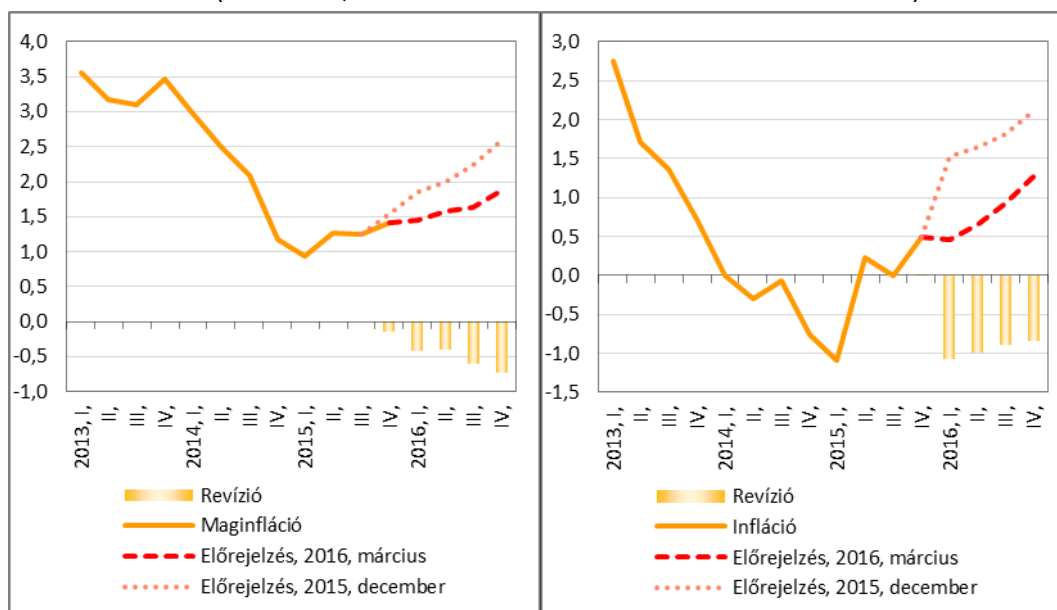
27. ÁBRA: A BRUTTÓ BÉREK ALAKULÁSÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A decemberi előrejelzésünkhöz képest a maginfláció növekedése a vártnál némileg mérsékeltebb lett. A január–februári inflációs alapok szintén a maginfláció stagnálását mutatják. Az alacsony maginflációhoz hozzájárul az olajárak alacsony szintje, a mérsékelt inflációs várakozások és a visszafogott külső inflációs környezet. Ez utóbbi esetében a kedvezőtlenebb világgazdasági konjunktúra miatt továbbra sem várható érezhető növekedés. Ennek megfelelően a korábbi előrejelzésünkhöz képest csökkentettük a maginfláció várt szintjét 2016-ra vonatkozóan. Számításaink szerint a maginfláció 2016-ban éves szinten 1,6 százalék lehet, míg az utolsó negyedéves értékét 1,9 százalékra becsüljük

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Legújabb előrejelzésünk szerint a fogyasztói árindex értéke a teljes előrejelzési horizonton elmarad a maginfláció mértékétől, ugyanakkor a két mutató közötti különbség fokozatosan csökken. Ennek oka a maginfláción kívüli korábbi költségsokkok bázisba kerülése. A mérsékelt inflációhoz jelentősen hozzájárul az olajárak alacsony szintje: a nyersanyag negyedik negyedéves átlagára 2004 óta nem látott szintre süllyedt, és a mérséklődés 2016 első felében is folytatódhat, majd ezt követően az ár a 2015 végi szintjén stabilizálódhat. Szintén a kisebb infláció irányába hat az energiaárak befagyasztása (a rezsicsökkentés hatása már elmúlt), illetve a sertéshús áfájának csökkentése.

E tényezők miatt előző előrejelzésünkhöz képest jelentősen módosítottuk a várható infláció pályáját. A decemberi, 2016-ra vonatkozó 1,8 százalékos előrejelzésünket 1 százalékponttal, 0,8 százalékra csökkentettük. Ez egyben azt is jelenti, hogy az infláció 2016-ban nem éri el a 2 százalékos értéket, vagyis az MNB célsávja alatt marad. A mérsékelt inflációs várakozásaink összhangban vannak a maginflációra vonatkozó alacsonyabb előrejelzésünkkel.

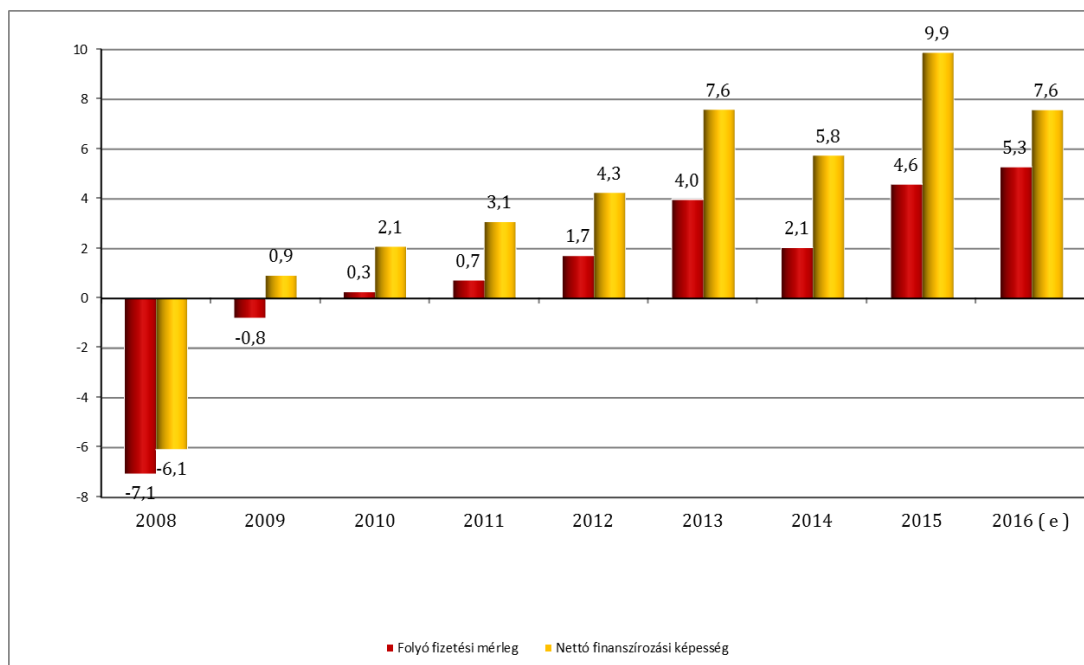
A tartósan alacsony inflációs környezetnek és inflációs várakozásoknak köszönhetően az MNB várhatóan továbbra is alacsony szinten tartja az alapkamatot, tehát nagyobb valószínűségét látjuk egy lazításnak, mint egy szigorításnak. Amennyiben a jegybank döntéshozói lazítás mellett határoznak, akkor ennek egyaránt lehetnek konvencionális és nem konvencionális eszközei – a jegybank vezetése kommunikációja alapján számíthatunk a kamat további csökkentésére. Mivel a magyar monetáris politikát jelentősen befolyásolják az EKB döntései, ezért az EKB által bejelentett újabb lazítások is hasonló lépések megtételére ösztönözhetik az MNB-t. A kamatcsökkentés ellen szól ugyanakkor a közeljövőben, hogy kérdéses a kamatcsatorna hatékonysága. Ugyanis a kamatok további csökkentése nem biztos, hogy képes lesz ösztönözni a keresletet. A kamatok tartása mellett szól továbbá, hogy az alacsony inflációt részben egyszeri vagy külső tényezőknek (áfacsökkentésnek, olajáresésnek) köszönhető, amelyek a magyar alapkamat hatókörén kívül esnek. A legvalószínűbbnek tehát azt tartjuk, hogy a magyar monetáris politika az alapkamatot tovább csökkenti, 2016 végén értéke 1,05 százalék lesz, de az sem elképzelhetetlen, hogy 1 százalék alá kerül.

A külső egyensúly várható alakulása

Legfrissebb előrejelzésünk szerint 2016-ban növekedést várunk mind az export, mind az import tekintetében, de az előbbi növekedésének volumene várakozásaink szerint meghaladhatja az utóbbiét. A javuló külső kilátásoknak megfelelően így a nettó export pozitívan járul hozzá a nettó finanszírozási képességhez és a folyó fizetési mérleg egyenlegéhez. Gyengíti ugyanakkor a folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlegét az a tény,

hogy a jövedelemkiáramlások a javuló gazdaság és így jobb profitkilátások miatt várhatóan növekedni fognak. Összességében azonban a folyó fizetési mérleg további erősödése javítja hazánk külső egyensúlyát.

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



Megjegyzés: A 2016. évre vonatkozó érték a Századvég előrejelzése, a 2015-ös érték pedig a rendelkezésre álló adatok alapján készült becslés, mivel az adatok még nem kerültek publikálásra. Forrás: KSH, MNB, Századvég-számítás

A tökémérleg esetében azonban jelentős csökkenésre számítunk 2016-ban, elsősorban az uniós támogatások 2015-ösnél jóval alacsonyabb várható lehívása miatt. Összességében 2016-ra 7,6 százalékos külső finanszírozási képességet prognosztizálunk.

Az államháztartási helyzet – 2015

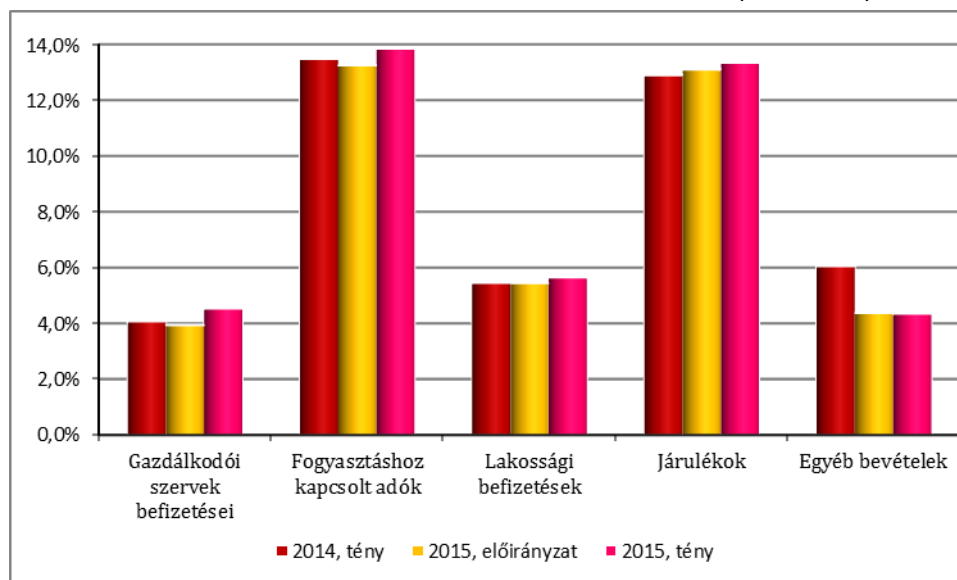
Januárban megjelent az államháztartás központi alrendszerének 2015. évi pénzforgalmi mérlege. A következőkben azt vizsgáljuk, hogy a fontosabb bevételi és kiadási mérlegssorok hogyan teljesültek tavaly az eredeti előirányzatokhoz, illetve a 2014. évi tényadatokhoz képest. A lényeges folyamatok, a legfontosabb kiadási és bevételi tételek alakulására vonatkozó tendenciák kiolvashatók, amelyek feltárásával az elemzés további részében kivetítést készítünk a 2016. évi teljesülésre vonatkozóan is.

Bevételek

A 2015. évben a központi költségvetés befolyó bevételeit a kedvező makrogazdasági tendenciák határozták meg. A gazdasági növekedés a költségvetésben tervezettnél magasabb adóbevételeket generált, amit tovább fokozott a kormányzati intézkedések

gazdaságfehérítő hatása. Ezt alátámasztja, hogy a központi költségvetés halmozott adóbevétele 326,2 milliárd forinttal haladta meg a 2014. évit. A tavalyiról az idei évre a gazdálkodószervek befizetései 14,9, a fogyasztáshoz kapcsolt adók 6, míg a lakosságtól származó befizetések 7 százalékkal nőttek.

30. ÁBRA: AZ EGYES ADÓBEVÉTELEK ALAKULÁSA A GDP ARÁNYÁBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: MÁK

A gazdálkodószervek befizetéseit főként a társaságiadó-befizetések növekedése és a bányajáradék címen befolyt bevételek csökkenése alakította. A bázisévhez képest 39 százalékkal emelkedett a társasági adóból származó bevétel, de növekedtek a befizetések a kisadózók tételes adója mérlegsoron is (28,8 százalék). Kedvezően alakultak az egyéb központosított bevételek is, a tavalyi év azonos időszakához képest közel 64,5 milliárd forinttal emelkedtek a befizetések (19,7 százalék), aminek első számú oka a 2015 januárjától ezen a soron jelentkező időalapú útdíjból származó bevétel. A bányajáradék soron a Brent kőolaj árának csökkenése miatt 28 milliárd forint volt a bevételkiesés (44,5 százalék) a tavalyi év azonos időszakához képest.

A fogyasztási befizetések emelkedése mögött az általános forgalmi adó 8,2 százalékos és a jövedéki adó 8,6 százalékos, a tavalyi év azonos időszakához mért bevételnövekedése áll. Ezt kiegészíti, hogy a lakosság által befizetett személyi jövedelemadó is magasabb (6,2 százalék). Az általános forgalmi adó növekedésének oka a bevezetésben említett gazdasági növekedés, másrészt az online pénztárgépek és az EKÁER bevezetése, amelyek a gazdaság fehéredését segítették. A jövedéki adó emelkedésének legfőbb oka az alacsonyabb üzemanyagárak okozta keresletélénkülés és az adónem év eleji átalakítása.

Kiadások

A kiadási oldal vizsgálatánál fontos megemlíteni az egyedi és normatív támogatások, valamint a lakásépítési támogatások alakulását. Az egyedi és normatív támogatások soron a bázisidőszakokhoz képest megemelkedtek a kifizetések, ami a helyközi személyszállítási szolgáltatások korábbi költségtérítéseinek elszámolásához és az Eximbank Zrt. kamatkiegyenlítéséhez kapcsolódó magasabb mértékű kifizetésekhez köthető.

A lakásépítési támogatásra fordított kiadások csökkenése folytatódott, ami a devizahiteladósok tartozásállományának forintosítására és az árfolyamgát rendszerének folyamatos kivezetésére vezethető vissza.

Ezen kívül a kiadási oldalon a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok fontosak. A kiadási sor három altételre bontható, amelyek közül a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadásai sor az előirányzatot 11,4 százalékkal haladta meg. A felfutás oka a 2007–2013-as programozási időszak végső lezárása volt, ami miatt a vártnál is több uniós forrást tudtak az ország gazdasági szereplői lehívni. Ezt kiegészítette az, hogy az új, 2014–2020-as időszakra elfogadott operatív programok közül a Gazdaságfejlesztési és Innovációs Operatív Program (GINOP) esetében több mint 8 milliárd forint előlegkifizetés történt az elmúlt évben, továbbá a Környezeti és Energetikai Hatékonysági Operatív Program esetében 183 millió forintot fizettek ki a Nemzetgazdasági Minisztérium januári tájékoztatása szerint.

A szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásainak részletes elemzésétől eltekintünk, mert a teljesítés megközelítőleg az előzetes tervekkel megegyezően történt. A 2015. teljesítés 13,4 százalékkal magasabban alakult, mint a 2014. évi összeg (1087,4 milliárd forint), és 12,3 milliárd forinttal (1,1 százalék) haladta meg a 2015. évi törvényi módosított előirányzatot (1220,4 milliárd forint).

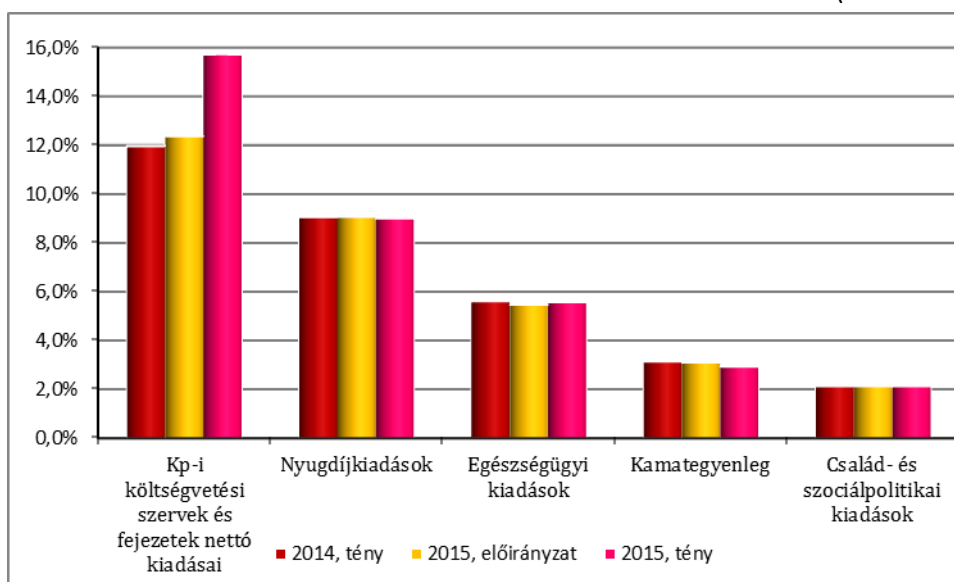
A tétel harmadik összetevője a költségvetési szervek kiadásai, amely a 2015. évben 4443,3 milliárd forinton teljesült. Ez a megelőző, 2014. évinél (4169,1 milliárddal) 6,6 százalékkal magasabb, és a 2015. évi módosított előirányzathoz képest jelentősen, 32,1 százalékkal túlteljesült (3362,4 milliárd forinttal). Az intézmények működési költsége 2454,8 milliárd forint volt, amelyet személyi juttatásokra, szociális hozzájárulási adóra és munkaadókat terhelő járulékokra fordítottak. Eben az időszakban dologi kiadásokra 1285,7 milliárd forintot, beruházásokra pedig 428,2 milliárd forintot fordítottak. A fennmaradó részt alapvetően a felújítások, az ellátottak pénzbeli juttatásai, az egyéb működési és felhalmozási célú kiadások alkották.

2015. július 1-jétől átlagosan 30 százalékos illetményemelésre került sor a rendvédelmi és a honvédelmi életpályák hatálybalépésével, illetve 5 százalékos béremelésben részesültek az ezekben az ágazatokban foglalkoztatott közalkalmazottak is. A szociális ágazatban (decemberig tartó) bérkiegészítésre került sor 2015. július 1-jével. A kiadásokban szerepet játszottak a fekvőbeteg-szakellátást nyújtó közfinanszírozott egészségügyi szolgáltatók

tartozásának rendezésére az 1226/2015. (IV. 20.) Korm. határozatban biztosított 60,0 milliárd forint terhére történt kifizetések is.

A tétel kiadásait intézményi bontásban megfigyelve három fejezet emelkedik ki. Ez a három a Belügyminisztérium, a Nemzetgazdasági Minisztérium és az Emberi Erőforrások Minisztériuma. Összevetve az előirányzatokat és a tényadatokat, mindhárom minisztérium esetében közös, hogy a 2014. évi előirányzat túlteljesülése után a 2015. évi előirányzat meghatározásakor nem vagy csak kismértékben változtattak a tervezési folyamatokon. A kiadások visszafogása azonban a főtételsor esetében nem figyelhető meg, mindinkább növekedtek e minisztériumok tényadatai 2015 végére. Következtetesként a három intézmény folyamatos alultervezését kell megállapítani. A kormányzat ezt igyekszik kezelni – többek között – a meghirdetett bürokráciacsökkentési folyamattal, amivel azonban csak akkor tudunk kalkulálni, amikor azt elfogadják.

31. ÁBRA: EGYES KIADÁSI TÉTELEK ALAKULÁSA A GDP ARÁNYÁBAN (SZÁZALÉK)



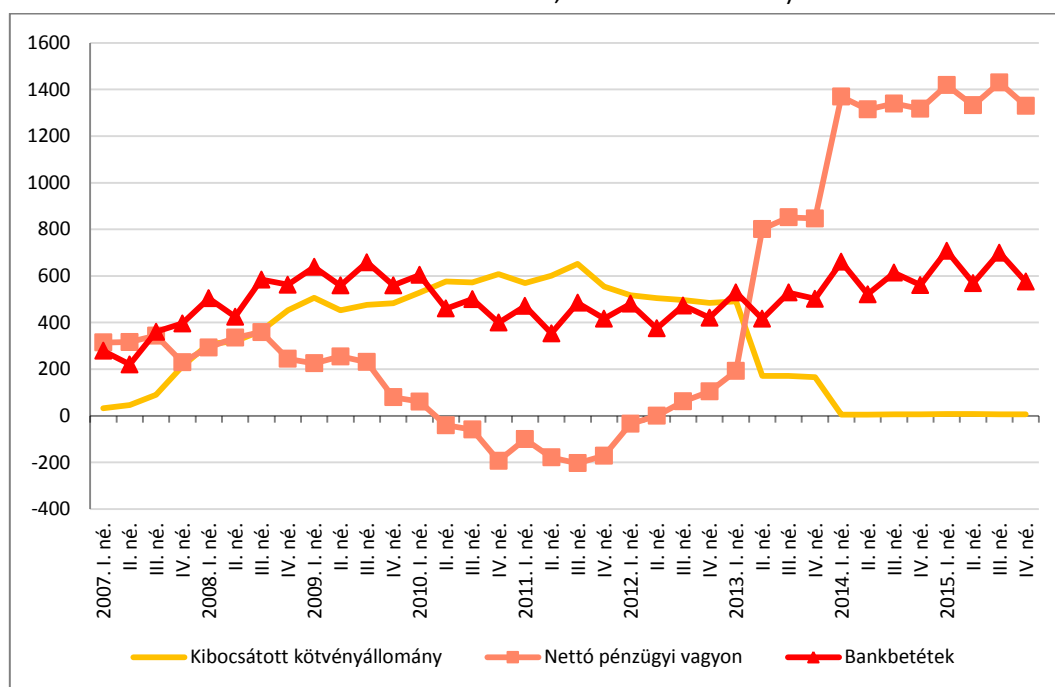
Forrás: MÁK

Egyenleg

Az államháztartás központi alrendszere a 2015. évi előzetes adatok szerint 1218,6 milliárd forint hiánnyal zárt. A központi költségvetés 1195,9 milliárd forintos hiányt, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 24,9 milliárd forintos deficitet, az elkülönített állami pénzalapok 2,2 milliárd forintos többletet halmoztak fel. Az év utolsó hónapját a központi alrendszer 247,8 milliárd forint deficittel zárta. Az év végére tervezett (módosított) hiánycélnál 326,2 milliárd forinttal magasabban alakult a pénzforgalmi hiány, aminek legfontosabb oka, hogy a – korábban megítélt, de teljes egészében még nem folyósított – közel 560 milliárd forint uniós forrás késett, emiatt a bevételi oldal egyes sorai alulteljesültek. A fennakadás így ideiglenes hatást gyakorolt a költségvetésre, azonban a maastrichti szabályok értelmében ezeket teljesült tételként kell országunknak elszámolnia.

Másrészt az év egészében domináló, kedvező gazdasági trendek és a kormányzati intézkedések gazdaságfehérítő hatásának eredményeképp 848 milliárd forinttal felülteljesültek a főbb adóbevételek, javítva az egyenleget. Összességében az államháztartás GDP-arányos hiánya a tervezettnél is kedvezőbben alakulhat, előzetes becslések szerint akár 1,8 százalék körüli értéken állhat majd a mutató.

32. ÁBRA: AZ ÖNKORMÁNYZATOK PÉNZÜGYI MUTATÓINAK ALAKULÁSA (ÁLLOMÁNYI ADATOK, NEGYEDÉV VÉGÉN, MILLIÁRD FORINT)



Forrás: MNB

A Magyar Nemzeti Bank által publikált, az államháztartás előzetes pénzügyi számlái azt jelzik, hogy az utolsó negyedévben az önkormányzati bankbetétek csökkentek, míg a hitelek stagnáltak, így az önkormányzatok nettó pénzügyi vagyona csökkent szeptemberhez képest.

Kamatkiadások és államadósság

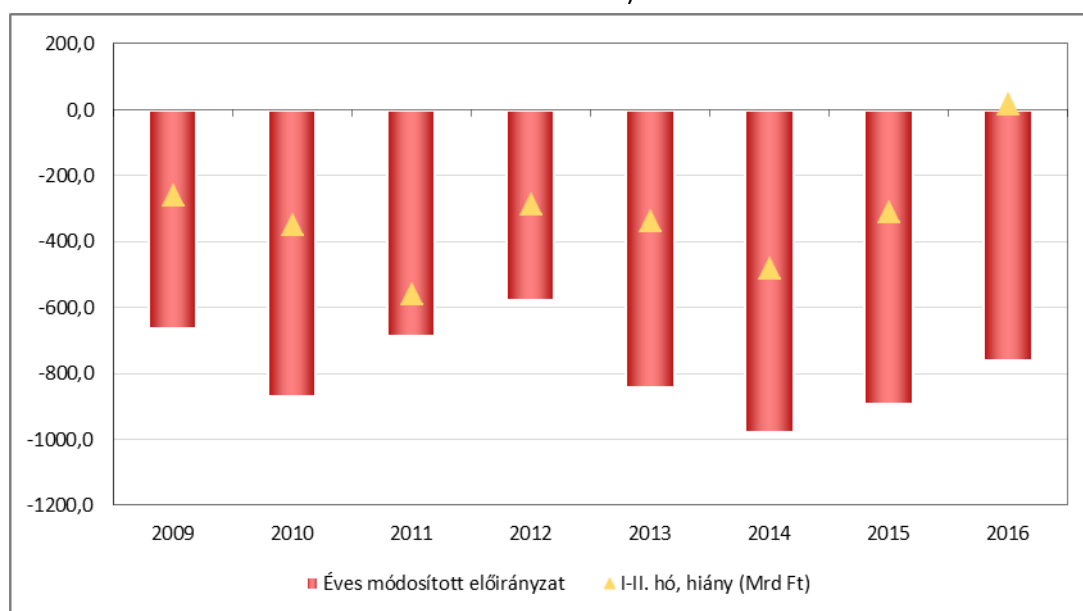
A kamatkiadások 2015-ben 140,1 milliárd forinttal alacsonyabbak, a kamatbevételek pedig 232,5 milliárd forinttal magasabbak voltak, mint az előző évben. A nettó kamatkiadás (973,3 milliárd forint) így összességében 38,1 milliárd forinttal lett alacsonyabb a bázisévhez képest. A kamategyenleg a 2015. évi törvényi előirányzathoz képest 14 milliárd forinttal kedvezőbben alakult.

Az év utolsó időszakában az adósságállomány részben a már említett (késő) uniós források megelőlegezése miatt megnövekedett, az ezzel járó kockázatokra pedig intézetünk fel is hívta a figyelmet. A legfrissebb adatok szerint decemberről januárra a KESZ-állomány drasztikus csökkentése következett be, így a felhalmozott adósságállomány is lecsökkent.

Az államháztartási helyzet prognózisa – 2016

Az év első két hónapjában az államháztartás központi alrendszere 14,8 milliárd forint többlettel zárt, szemben a tavalyi 310,7 milliárd forintos hiánnyal. A központi alrendszer kiemelkedő eredménye – 1998 óta nem volt erre példa – a központi költségvetés 63,7 milliárd forintos hiányából, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjainak 36,3 milliárd forintos és az elkülönített állami pénzalapok 42,2 milliárd forintos többletéből ered. Az első kéthavi teljesüléshez a februári egyenleg maga 77,4 milliárd forintos deficitrel járult hozzá, ami lényegesen alacsonyabb az elmúlt év azonos időszakának 256,9 milliárd forintos hiányánál.

33. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ KÉTHAVI HIÁNYÁNAK ALAKULÁSA (2009 ÉS 2016 KÖZÖTT)



Forrás: NGM, MÁK

Az egyenleget pozitívan befolyásoló tényezők között elsősorban az adó- és járulékbevételek (pl.: jövedéki adó, szja, járulékok) növekedését, valamint a kiadási oldal csökkenését kell megemlíteni. Tekintve, hogy az első kéthavi adatokból megalapozott következtetéseket nem lehet levonni, ráadásul az elmúlt évekhez hasonlóan a kiadások és bevételek teljesülésének időben eltérő eloszlása miatt a hiány pályájának lefutása idén sem időarányos, éves prognózisunkat a 2015. évi tényadatokra, valamint az aktualizált makrogazdasági modellünkre építve készítettük.

Bevételek

A központi költségvetés első két havi 1560,3 milliárd forintos bevétele 61,5 milliárd forinttal haladja meg a tavalyi év azonos időszakában beérkező összeget. A megnövekedett bevételek

az alrendszer mindhárom nagy alkotóegységénél tetten érhető, amiket a következőkben részletesen áttekintünk.

A bázisév azonos időszakához viszonyítva a gazdálkodói szervek befizetései 46,4milliárd forinttal megnövekedtek, ami nagyjából a társasági adóbevétel túlteljesüléséből fakad. A társasági adóból az év első két hónapjában 95,9 milliárd forint bevétel keletkezett, ami 41,3 milliárd forinttal haladja meg a tavalyi februárit. A jelentős emelkedés mögött főképp a kedvező gazdasági folyamatok állnak. Az eredményességhez hozzátartozik, hogy a vállalkozások az év utolsó hónapjában az esedékes adóelőlegeik és adóelőleg-kiegészítései terhére közel 40 milliárd forint összegben rendelkeztek sport-, film- és előadó-művészeti szervezetek támogatásáról. A felajánlásokból 29,1 milliárd forint pénzforgalmi kiutalására csak idén januárban került sor, ezért a januári bevételkiesést egy egyszeri tételként kell értelmezni, ami további optimizmusra ad okot.

Várakozásaink szerint a társasági adóból származó bevételek tartósan a tervezett felett teljesülnek. A bevételeket ugyanakkor csökkenti a növekedési adóhitel-kedvezmény⁶ keretében a tavalyi év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőség és a fent említett egyszeri tétel, ennek okán 40 milliárd forint kiesést várunk az idei költségvetésben. A két ellentétes folyamat eredményeként összesen a társaságiadó-bevételek 144 milliárd forintos felülteljesülésére számítunk.

A bányajáradék 4,3 milliárd, a hitelintézeti járadék 6,8 millió forintra esett vissza. A bányajáradék-bevételek hosszú ideje tartó csökkenését a Brent kőolaj árának tartósan alacsony szinten ragadása magyarázza, a hitelintézeti járadék gyenge teljesülése mögött pedig az államilag támogatott hitelek csökkenése áll.

A kőolaj árának jövőbeli alakulásában nincs szakértői konszenzus, azonban az idei költségvetési előirányzat 68 dolláros hordónkénti árral kalkulál, amit a jelenlegi helyzetben – figyelembe véve a forward árakat – erősen felülbecsültnek tartunk. Intézetünk a bányajáradék 8 milliárd forintos alülteljesülésére számít.

Az egyenleget pozitív irányba tolják az egyéb központosított bevételek, amelyek 13,2 százalékkal növekedtek (6,8 milliárd forinttal). A tételen belül kiemelkedő a bázisidőszakhoz képest 9,7 százalékkal növekedett elektronikus útdíjból származó bevétel. Hasonlóan növekvő tendenciát látunk a kisvállalati adó befizetéseinél, ami a 2015. év februári értékhez képest 64,1 százalékos növekedést produkált.

A kisvállalkozói adónemeket áttekintve láthatjuk, hogy az egyszerűsített vállalkozói adó stagnálása mellett a kisadózók tételes adója és a kisvállalati adó bevétel növekedése áll, ami túlmutathat az adónemek közötti átrendeződésen. A folyamat mögött állhat a vállalkozói réteg szélesedése, másfelől elképzelhető, hogy a gazdaságfehérítés, mint

⁶ Az adóévi adózás előtti eredménynek a megelőző adóév adózás előtti eredményét meghaladó része után az adót a következő két adóév során kell megfizetni.

folyamatosan jelen lévő kormányzati szándék, arra sarkallja a szürkegazdasági szereplőket, hogy az új szabályokat megelőzve kifehéítsék tevékenységüket. Modellünk alapján így az egyszerűsített vállalkozói adó 10 milliárd forintos felülteljesülését és a másik két kisvállalati adónem teljesülését prognosztizáljuk.

A fogyasztásiadó-bevételek 2015 azonos időszakához képest 2,7 százalékkal emelkedtek. A tavalyi év fogyasztásbővülése folytatódik, ami az általános forgalmi adó beáramlásában is nyomon követhető, a sor 5,8 százalékkal múlja felül a 2015. februárit. A jövedéki adó 1,9, a pénzügyi tranzakciós illeték bevételei 7,2 milliárd forinttal csökkentek. Az előbbi csökkenése mögött a szeszes italok és egyéb termékek kisebb forgalma áll. 2015-ben a népegészségügyi termékadót az alkoholtermékekre is kiterjesztették, ezért 2014 decemberében készleteik felduzzasztásába kezdtek a gazdasági szereplők, ez pedig pozitívan befolyásolta az elmúlt év első két hónapjának bevételeit. A pénzügyi tranzakciós illeték csökkenése háttérben pedig az illetékköteles tranzakciók körét érintő, 2015 januárjában életbe lépő jogszabályváltozások bevételre gyakorolt hatása húzódik meg.

Az általános forgalmi adó és a jövedéki adó esetében is az elmúlt évi teljesüléseket vetítettük ki az idei év egészére, majd a kapott eredményt az idei évben bevezetett intézkedéssel korrigáltuk. A fogyasztásbővülés adóbevétel-generáló hatását árnyalja a tartósan alacsony olajárból következő veszteség, amely mellett meg kell említeni a sertéstőkehús és az új építésű lakások áfatartalmának 27 százalékról 5 százalékra történő lecsökkentését. Mindezen tényezőket figyelembe véve 2016-ban a költségvetés áfabevételének 32, a jövedékiadó-befizetések 64 milliárd forintos túlteljesítését várjuk.

A lakosság befizetéseinél, hasonlóan a fogyasztási adókhoz, szintén folytatódik az előző év kedvező gazdasági trendje. A növekvő foglalkoztatásnak köszönhetően az szja-bevételek 4,1 százalékkal emelkedtek meg.

Az idei évben a személyi jövedelemadó mértéke az eddigi 16 százalékról egységesen 15 százalékra csökken, továbbá a két gyermek után járó összes családi adókedvezmény a korábbi – gyermekenkénti – havi 10 ezer forintról 12,5 ezer forintra emelkedik. A két intézkedés személyi jövedelemadót csökkentő hatását ellensúlyozza a fogyasztásra gyakorolt pozitív hatásuk és a Családi Otthonteremtési Kedvezmény munkahelyteremtő hatása is. Összességében a lakossági befizetéseknél 28 milliárd forintos többletbevételre számítunk, 3 milliárd forint többletre a személyi jövedelemadó során és 25 milliárd forintra az egyéb lakossági befizetések kapcsán.

Kiadások

A központi költségvetés első két havi kiadásai 1624,1 milliárd összegben teljesültek, ez 254,5 milliárd forinttal alacsonyabb, mint az elmúlt év azonos időszakában. A csökkenés mögött egyrészt a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadásai, másrészt az egyedi és normatív támogatások, a szociálpolitikai menetdíj-támogatások és a lakásépítési

támogatások mérséklődése áll. A csökkenés összhangban áll a kormányzati szándékkal, miszerint a kiadásokat nominális értékben is mérsékelni kell.

Az egyedi és normatív támogatások kiadásait java részben a közösségi közlekedés finanszírozására kifizetett összeg dominálta. A tétel a bázisidőszakhoz képest 6 százalékot emelkedett.

A szociálpolitikai menetdíj-támogatás 7,1 százalékkal emelkedett a bázisidőszakhoz képest. A lakásépítési támogatások 27,2 százalékos csökkenése már korábban is jellemző volt, így a csökkenés a keresleti oldal szerkezetének átalakulását jelzi. A lakásépítési támogatások csökkenése mögött elsősorban a devizahitel-adósok tartozásállományának 2015 februárjában történt forintosítása áll. További eltérés a bázisidőszakhoz képest a 2015 júliusában indult Családi Otthonteremtési Kedvezmény, aminek hatása az idei évben kezd majd igazán kibontakozni.

A szociálpolitikai menetdíj-támogatás igénybevétele becslésünk szerint az idei évben ismét alulmúlja majd az előirányzatot, megközelítőleg 10 milliárd forinttal. Más a helyzet a lakástámogatásokkal kapcsolatban, mivel a Családi Otthonteremtési Kedvezmény kiterjesztéséről jóval a 2016. költségvetési törvény elfogadása után döntött a Kormány. Kutatóintézetünk becslése szerint emiatt a lakásépítési támogatások előirányzata túlteljesül, azonban a megfelelő információ birtokában csak az év második felében, nagyobb mennyiségű igénybevétel után tudunk biztos költségvetési hatással számolni. Első negyedéves kalkulációnkban átvesszük a Nemzetgazdasági Minisztérium Családi Otthonteremtési Kedvezményre vonatkozó számításait, és modellünkben 150 milliárd forintos kiadási tétellel kalkulálunk.

A kiadási oldalon átcsoportosítás történt a Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap (NCSSZA) jövedelempótló és jövedelemkiegészítő szociális támogatásai és az államháztartás alrendszerének támogatásai között. A helyi önkormányzatok támogatását csökkentette a segélyezési ellátások járási hivatalokhoz történt áttelepítése, ami 2015 januárjától az NCSSZA kiadásai között jelenik meg. Az átcsoportosításon túl az NCSSZA kiadásait megnöveli, hogy a járási feladatokra az idei évben több forrást fordít a kormányzat, míg az önkormányzat kiadásainak csökkenését az óvodapedagógusi bérek, valamint az egyes fejlesztési jogcímek támogatásának emelése kompenzálja.

A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok február végi egyenlege 126,8 milliárd forinttal javult. Az előirányzatok bevételei növekedtek, kiadásai pedig csökkentek. A bevételek növekedéséhez elsősorban a központi költségvetési szervek bevételeinek 10,4 százalékos bővülése járult hozzá. Ezt az Országos Egészségbiztosítási Pénztár által az intézmények részére utalt támogatás és a Belügyminisztérium „Tömeges bevándorlás kezeléséhez kapcsolódó kiadások” sor terhére történt utalásai okozták. A kiadási oldalt az uniós támogatások kétirányú folyamatai alakították. A szakmai fejezeti

kezelésű előirányzatokon belül a hazai forrásból finanszírozott kifizetések 41,9 százalékkal felülmúlták az előző évi azonos időszakit, e mögött az egyes megyei jogú városok fejlesztése, közútfenntartás, az útdíjrendszerek működtetésére és a tömeges bevándorlás kezelésével kapcsolatos kiadásokra fordított összegek állnak. Az uniós programok előirányzatain az év első két hónapjában 98,3 milliárd forint kiutalás történt, ami 204,3 milliárd forinttal alacsonyabb, mint a 2015. évi azonos időszaki kifizetés. Ezt a 2007–2013-as programozási időszak végleges lezáródása és a jelenlegi, 2014–2020-as időszak lassú felfutása magyarázza.

A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásain a tavalyi évhez képest 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 várakozásainkat felülbírálván helybenhagytuk az előirányzatban foglaltakat.

Kamat egyenleg

A kamatbevételek az év első két hónapjában 11,7 milliárd forintos szintet értek el, a kamatkiadások pedig 119,7 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkiadás összességében 108 milliárd forintos hiánnyal zárt. Az első két havi nettó kamatkiadás 20,5 milliárd forinttal lett alacsonyabb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva, ami a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutásával magyarázható.

Egyenleg és államadósság

A 2016. évi költségvetésben szereplő bevételi és kiadási előirányzatok vizsgálata után a költségvetési törvényben előirányzott 2 százalékos GDP-arányos deficittel szemben 0,4 százalékos eltéréssel számolunk, prognózisunk 1,6 százalékos hiányt tartalmaz.

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

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	146	0,4%
Fogyasztási adók	96	0,3%
Lakossági befizetések	28	0,1%
Bevételi oldal összesen	270	0,8%
Szociálpolitikai meneti díj-támogatás	–150	–0,4%
Lakásépítési támogatás	10	0,0%
Kiadási oldali kockázatok	–140	–0,4%

Összesen	130	0,4%
-----------------	------------	-------------

Forrás: Századvég számítás

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 75,2 százalékot határozott meg.

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 egyhuszadával kell csökkenteni a GDP-arányos államadósságot. Intézetünk előrejelzése szerint a 2015 végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re, és a költségvetési hiányra vonatkozó, a KESZ-állomány 2015. december 15-i szintjével kalkulálva – a GDP 73,2 százalékára csökkenhet. Ez a fent említett államadósság-szabályok mindegyikének eleget tesz.

Táblázatok

4. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban

	2015			2016		
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	2,9	2,6	2,7	2,6	1,8	2,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,1	3,6	3,7	3,5	2,5	3,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	1,9	2,4	-1,7	-2,5	-7,2	-2,2
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	8,4	6,1	7,4	8,9	8,3	7,7
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,8	6,7	6,0	8,3	6,6	6,9
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	8,1	2,6	2,2	2,2	2,5	9,4
Fogyasztóiár-index (%)	-0,1	0,5	0,7	0,9	1,3	0,8
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,35	1,20	1,05	1,05	1,05	1,05
Munkanélküliségi ráta (%)*	6,8	6,2	6,0	5,9	5,9	6,0
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,2	5,0	5,0	3,8	4,2	4,5
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,6	–	–	–	–	5,3
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	9,9	–	–	–	–	7,6
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-1,8	–	–	–	–	-1,6
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	2,0	2,2	2,3	2,4	2,5	2,4

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

5. táblázat: Az előrejelzés változása az előző negyedévhez képest

	2016		
	2015. december	2016. március	változás
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	2,3	2,4	0,1
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,2	3,3	0,1
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	-2,4	-2,2	0,2
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,9	7,7	-0,2
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,2	6,9	-0,3
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	8,6	9,4	0,8
Fogyasztóiár-index (%)	1,8	0,8	-1,0
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,35	1,05	-0,3
Munkanélküliségi ráta (%)*	6,1	6,0	-0,1
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	5,5	4,5	-1,0
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	5,5	5,3	-0,2
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	7,7	7,6	-0,1
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-1,9	-1,6	0,3
GDP-alapon számított külső kereslet*	2,4	2,4	0,0

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás