

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

2016. június

© 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.

A makrogazdasági és költségvetési előrejelzéshez felhasznált adatbázis június 8-án zárult le. Az elemzéshez felhasznált adatbázist június 24-én zártuk.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	1
Helyzetértékelés	5
Nemzetközi kitekintés az elmúlt fél évre	5
Konjunktúra alakulása	5
Munkaerőpiac	6
Infláció és monetáris kondíciók.....	7
Pénzügyi folyamatok	9
Fiskális politika.....	10
A magyar gazdaság helyzetértékelése fél év távlatában	11
A növekedés alakulása	11
Munkaerő-piaci folyamatok	15
Infláció	16
Monetáris és pénzpiaci kondíciók	17
A várható makrogazdasági pálya (2016–2019).....	23
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés	23
Az államháztartási helyzet prognózisa	31
A 2016. évi költségvetés.....	31
A 2017. évi költségvetési kilátások.....	33
A 2018–2019. évi fiskális prognózis	40
Táblázatok	43

Vezetői összefoglaló

Az elmúlt fél évben az USA éves szinten mért növekedési teljesítménye meghaladta az Európai Unió gazdaságában mértet, ám a negyedévek közötti bővülési ütem alapján a következő negyedévekben az unió éves alapon vett bővülése meghaladhatja az amerikai gazdaságban mértet. Az olaj árának év eleji csökkenésének hatására az unió inflációs rátája ismét negatív tartományba süllyedt, az alacsony inflációs környezet várhatóan a következő hónapokban is fennmarad. Márciusban az EKB tovább bővítette mennyiségi lazítási programját, és mivel a Fed továbbra sem változtatott irányadó rátáján, a következő negyedévekben is laza monetáris környezet jellemezheti az európai pénzpiacokat. A kínai tőzsdeszabályozás problémái miatt januárban jelentősen esett a kínai tőzsde, amihez hasonlóan az európai piacokon az unióból való kilépést támogatók győzelmével végződő brit népszavazás váltott ki június végén. Idén tovább folytatódhat az unió költségvetési konszolidációja, ám a csökkenő költségvetési hiányt inkább a gazdasági növekedés következtében bővülő adóbevételek és mérséklődő szociális kiadások, mint a fiskális politika szigorítása indukálja.

A hazai gazdaság teljesítménye szélsőségesen ingadozott az elmúlt két negyedév során mindkétyszer meglepve az elemzőket. Míg 2015. IV. negyedévében meglepő mértékben gyorsult és 3,2 százalékos éves bázisú GDP-növekedést produkált, megtörve az év korábbi időszakában megindult lassulási trendet, addig 2016. I. negyedévében váratlan mértékben lassú, 0,9 százalékos bővülés történt. Utóbbi azonban nagy volumenű, egyszeri hatások eredménye, ezért a lassulás ellenére továbbra is az uniós átlagnál várhatóan dinamikusabban bővül éves szinten a gazdaság, vagyis folytatódik a konvergencia. Ezzel szemben a régiós versenytársakhoz képest továbbra is rendre egy-két százalékkal lemaradtunk a növekedési ütem tekintetében. A felhasználási oldalon jelentős strukturális átalakulás zajlik: a nettó export növekedési hozzájárulása csökkent, sőt 2016. I. negyedévében már fékezte a növekedést, eközben a belső felhasználás erősödött, elsősorban a háztartások meglepően magas fogyasztásbővülésén keresztül. A beruházások az uniós támogatások hullámzó kifizetési üteme miatt nagyon ingadozóak voltak. A termelési oldalon is átalakult a növekedés szerkezete: a szolgáltatások dinamikus bővülését követően ez vált az elsődleges húzóerővé, míg az ipari növekedés lanyhult, sőt az I. negyedévben az autóipari leállások átmenetileg lefékeztek azt. Az építőipar súlyosan megérezte az uniós támogatások átmeneti elapadását és kétszámjegyű visszaesést szenvedett el 2016 első hónapjaiban. A mezőgazdaság mérsékeltebb, de szintén kétszámjegyű visszaesést mutatott 2015 utolsó negyedévében, de ez a visszaesés 2016 elejére jelentősen lassult.

A munkaerőpiac bővülése 2015. IV. és 2016. I. negyedévében is folytatódott, a foglalkoztatás és az aktivitás emelkedése közelítőleg megegyezik az elmúlt két évben megfigyelhető növekedési ütemmel. A munkanélküliségi ráta 5,8 százalékra csökkent, ami azonos a 2001 és

2003 közötti szinttel. A bérek a közszférában és a versenyszférában is jelentősen nőttek, így a nemzetgazdasági átlagkereset éves szinten 6 százalékkal emelkedett.

Az infláció Magyarországon továbbra is alacsony, nulla körüli szintje jelentősen elmarad a jegybank 3 százalékos céljától. Habár a pénzromlás mértéke tavaly év végén növekedésnek indult, az idei év májusában ismét 0 százalék alatt volt az inflációs ráta. Az alacsony inflációhoz egyaránt hozzájárul az olajárak alacsony szintje, a mérsékelt külső infláció, a sertéshús áfájának januári csökkentése, illetve az energiaárak változatlansága.

A hazai jegybank 2016 márciusában, áprilisában és májusában összesen 45 bázisponttal 0,9 százalékra csökkentette jegybanki alapkamatát és lezárta harmadik kamatvágási ciklusát. Továbbá az önfinanszírozási program folytatásához híven korábbi bejelentésével összhangban április végével kivezette a kéthetes betétet.

Habár a Fed nem változtatott monetáris kondícióin, az EKB márciusban jelentős lazítást jelentett be, amelynek eredményei később lesznek értékelhetők. Az egyik legfontosabb újításnak tekinthető azonban, hogy az EKB tulajdonképpen fizetni is hajlandó azért (ha a bankok hitelállománya megfelelő mértékben növekszik), hogy a kereskedelmi bankok ilyen hiteleket felvegyenek és azt olcsó forrásként a gazdaságba pumpálják. Ez várhatóan jelentős finanszírozási többletként áramlik majd az eurózónán kívüli gazdaságokba is, ellentételezve a Fed szigorítása miatt fél évvel ezelőtt mérséklődött likviditást.

A nagy nemzetközi hitelminősítő intézetek közül a Fitch hazánk besorolását a befektetésre ajánlott kategóriába emelte stabil kilátásokkal. A két másik nagy nemzetközi hitelminősítő intézet (S&P és Moody's) a második félévben dönt arról, hogy a bővli kategóriából felminősíti-e a magyar állampapír kockázati besorolását.

A korábbi ígéreteknél nagyobb mértékben közel 80 milliárd forinttal csökkentette a bankadót a Kormány 2016 elején, továbbá ígéretet tett arra, hogy a banki különadó mértéke 2017-ben további 20 milliárd forinttal csökken. Az állam 2016. június 20-án az EBRD-Erste-Kormány megállapodásnak megfelelően 15 százalékos részesedést szerzett 38,9 milliárd forintért az Erste Bank magyarországi leányvállalatában.

Legfrissebb előrejelzésünk szerint a magyar gazdaság idén a tavalyinál kisebb mértékben, 2,1 százalékkal növekedhet. Az alacsonyabb növekedéshez elsősorban a beruházások visszaesése járul hozzá: a 2007 és 2013 közötti uniós költségvetési ciklushoz kapcsolódó beruházások már kifutottak, az új, 2014 és 2020 közötti támogatási ciklushoz kapcsolódó támogatások lehívása és így az ehhez kapcsolódó beruházások pedig csak fokozatosan indulnak el. Ez ugyanakkor nem jelenti azt, hogy az uniós támogatások nélkül nincsenek beruházások Magyarországon, csupán azt jelenti, hogy a támogatásra jogosult vállalkozások kivárják az újabb támogatási pályázatok kiírását, hogy kedvezőbb finanszírozási feltételekkel hajthassák végre beruházásaikat. Idén a növekedés motorja a fogyasztás lehet, de a nettó export is pozitívan járulhat hozzá a gazdaság bővüléséhez. A fogyasztás növekedését idén a

személyi jövedelemadó alacsonyabb kulcsa, a bérek jelentős emelkedése, a munkanélküliség csökkenése és a lakosság óvatossági motívumának oldódása okozza. Jövőre a fogyasztás mellett már a beruházások is jelentősen tudják majd növelni a gazdaság teljesítményét, amelyet a kormányzat fiskális politikája is elősegít. Ennek megfelelően a növekedés üteme 2017-ben 3,2 százalék lehet, de 2018-ban és 2019-ben is 3 százalék körül alakulhat.

Előrejelzésünk szerint a munkaerőpiac bővülése középtávon elmarad a tavaly tapasztalt növekedési ütemtől. A lassabb bővülés a versenyszféra növekvő munkaerőköltségeivel és a 2017-től csökkenő közfoglalkoztatással magyarázható. Idén 5,6, jövőre pedig 5,4 százalékos munkanélküliségi rátát prognosztizálunk, ami 2018–2019-ben 5 százalékiig csökkenhet. A reálbérek alakulását a közszféra és a versenyszféra teljes előrejelzési időhorizonton dinamikusan növekvő bérei pozitívan, míg a középtávon gyorsuló infláció negatívan befolyásolja. Így 2016-ra 5,1, míg a 2017 és 2019 közötti időszakra 3,2–3,8 százalékos reálbér-emelkedést várunk.

Várakozásaink szerint az infláció továbbra is alacsony marad, átlagos éves mértéke idén 0,4 százalékot tehet ki. Ezt követően fokozatosan közelíthet a jegybank inflációs célsávjához, és 2018-ban már elérheti annak 2 százalékos alját. A tartósan alacsony inflációs környezethez az olajárak alacsony szintje mellett a lakosság egyre mérsékeltebb inflációs várakozásai is hozzájárulnak. Az alacsony inflációs szint nyomán a jegybank monetáris politikája továbbra is laza maradhat, 2017 végéig az alapkamat változatlan, 0,9 százalékos szinten tartására számítunk.

2016-ban az államháztartás központi alrendszerének első öt havi, halmozott hiánya 13,2 milliárd forintra teljesült, ami rekord alacsonynak számít. A kedvező egyenleg a tavalyi év egészében domináló, kedvező gazdasági trendek és a kormányzati intézkedések gazdaságfehérítő hatásának eredménye. Részben az előre nem látott felülteljesülések miatt került benyújtásra a 2016. évi központi költségvetésről szóló törvény módosítása, hogy az előre nem tervezett pozitívumot átvezesse a költségvetésbe. A módosítást júniusban elfogadta az Országgyűlés, a 407 milliárd forintnyi többletbevétel jelentős részét oktatásra (110 milliárd), otthonteremtési támogatásra (50 milliárd) és egyéb infrastrukturális fejlesztésre fordítja a Kormány. A módosítás fényében elkészített prognózisunk szerint továbbra is a tervezett felett realizálódhatnak a fogyasztási típusú adók és a lakossági adóbevételek, míg a gazdálkodószervek befizetései közel megegyeznek a kormányzati várakozással. A 2016. évi költségvetés elfogadása után bejelentett Családi Otthonteremtési Kedvezmény lakásépítési támogatásai során a tervezetnél továbbra is magasabb igénybevétellel számolunk, amit a nettó kamatkidadások kedvezőbb alakulása ellensúlyozhat. Összességében a kormányzati tervekben szereplő, a GDP 2 százalékát kitevő deficit alatti, 1,8 százalékos hiánnyal számol intézetünk. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 73,9 százalékos szintet várunk, ami a 2015. év végi szintnél 1,4 százalékponttal alacsonyabb.

Júniusban elfogadták a 2017. évi költségvetést is, ez alapján a jövő évben nagy hangsúlyt kap az alapvető élelmiszerek áfakulcs-csökkentése, ami a legalacsonyabb jövedelműeket segíti leginkább, míg bizonyos jövedékiadó-köteles termékek adója megemelkedik. Folytatódik a családközpontú fiskális politikai gyakorlat, amelynek célja a családok életminőségének javítása valamint a gyermekvállalás ösztönzése: bővül az ingyenes gyermekétkeztetés köre és emelkedik az igénybe vehető családi adókedvezmény összege is. A 2017. évi költségvetésben a maastrichti kritériumok szerint kalkulált GDP-arányos hiány 2,4 százalékkal szerepel. Számításaink szerint a költségvetés előirányzatai tarthatóak, sőt, a hiány várakozásaink alapján a tervezettnél kedvezőbb lehet. Ez egyben azt is jelenti, hogy a 3 százalékos maastrichti hiánykritérium sorozatban hatodik éve teljesülhet. A 3 százalékos hiánycél elérésére ezt megelőzően utoljára 2000-ben volt példa. A jelentős, de pénzügyileg fenntartható kiadás bővüléséből az ország hosszú távú versenyképességének javítása érdekében oktatásra 270 milliárd többlet jut, míg az egészségügyi kiadások 170 milliárd forinttal emelkednek. Előrejelzésünk szerint a megemelkedett kiadási oldal ellenére is kisebb, 2,1 százalékos GDP-arányos hiány várható, míg az államadósság mértéke év végén a GDP 72 százaléka lehet.

Intézetünk elkészítette a 2018–2019-es időszakra vonatkozó előrejelzésünket. Fiskális modellünkkel készített, középtávú előrejelzésünk szerint a maastrichti kritériumok szerint kalkulált GDP-arányos hiány 2018-ban 1,6, míg 2019-ben 1,3 százalékos szintet érhet el. A hiány intézetünk által várt szintje mindkét év esetében kis mértékben optimistább a Konvergencia Programban megismert kormányzati várakozásoknál. Hasonló a helyzet a bruttó módon számolt, GDP-arányos államadósság esetében, amit kutatócsoportunk 2018-ra 69,8, 2019-re pedig 67,3 százalékos szintre prognosztizált. A kormány által tervezett célpályát így teljesíthetőnek ítéljük, ami megszorítások nélkül is abszolválható.

Helyzetértékelés

Nemzetközi kitekintés az elmúlt fél évre

Konjunktúra alakulása

Az Európai Unió gazdaságának éves bővülési üteme a tavalyi utolsó negyedévben 2, míg az idei év első három hónapjában 1,8 százalékot tett ki, az éves ráták alapján így közel azonos ütemben bővült az amerikai és európai kibocsátás. Az éves alapon mért volumenbővüléssel szemben az európai negyedévek közötti növekedési ráták mindkétszer meghaladták az amerikaiakat, ami alapján a következő hónapokban akár meg is haladhatja az unió gazdaságának éves bővülési üteme az Egyesült Államokét. Az európai kibocsátás növekedésének motorja továbbra is a lakossági fogyasztás, amit a bővülő foglalkoztatás miatt emelkedő reálbérek fogyasztást ösztönző hatása támogat. Az amerikai gazdasággal szemben az öreg kontinens gazdaságának bővülését a beruházások hatása is erősíti, ráadásul azon belül jelentős a működő tőke beruházás részaránya, ami pozitív hatást gyakorol az unió gazdaságának további növekedésére is.

Bár az USA éves növekedési rátái meghaladják az európaiakat, az utóbbi negyedévek gazdasági adatai az amerikai bővülés sérülékenységéről tanúskodnak. A tavalyi utolsó negyedévben, 2009 óta először csökkent éves alapon az Egyesült Államok exportvolumene, és bár a 2016. első negyedévében a kivitel éves alapon ismét bővült, az árucikkek exportja összességében harmadik negyedéve zsugorodik. Az öreg kontinenshez hasonlóan a nettó export hatása ismét csökkentette az USA gazdasági bővülésének ütemét, ami a lassuló globális növekedés miatt várhatóan a következő negyedévekben is folytatódhat. Az amerikai gazdaságban a lakossági fogyasztás továbbra is dinamikusán bővül, ám a beruházások volumene az első negyedévben jelentősen visszaesett, az aggregátum éves bővülése a tavalyi átlagos 4,9-ről 0,1 százalékra csökkent.

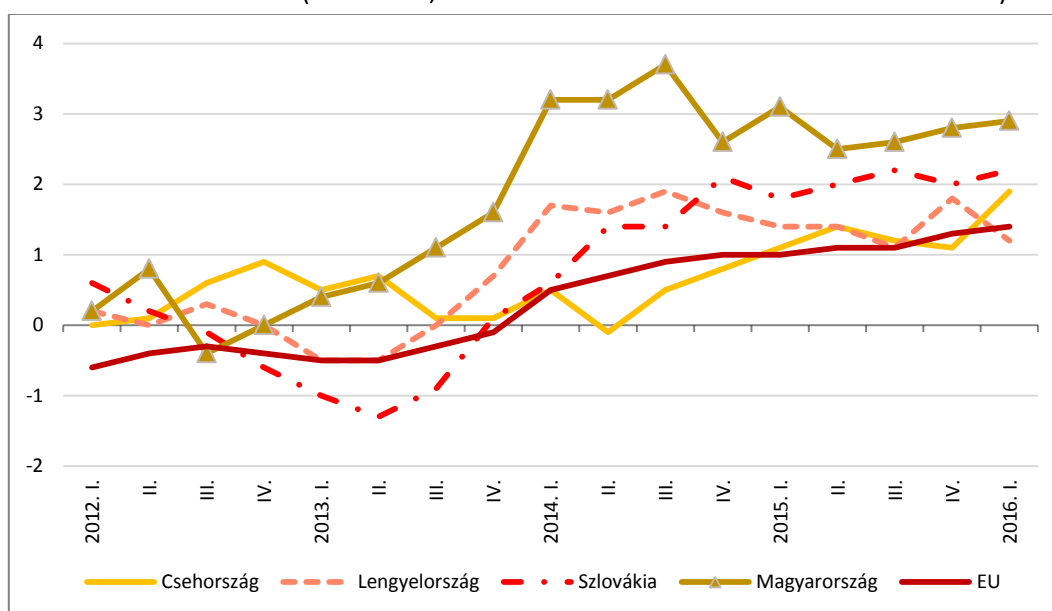
Valamennyi visegrádi ország bővülési üteme meghaladta az uniós rátát 2015. utolsó negyedévében, ám az éves növekedési ütem hazánk mellett Csehországban és Lengyelországban is jelentősen mérséklődött a tavalyi utolsó és az idei első negyedév között. Miközben a szezonálisan kiigazított adatok alapján a magyar bővülési ütem 2,6-ről 0,4 százalékra esett vissza, addig a cseh ráta 4-ről 3-ra, míg a lengyel szintén 4-ről 2,6 százalékra csökkent. A jelentős lassulás mögött mindhárom állam esetében főként az uniós forrásból megvalósított gazdaságösztönző programok volumenének visszaesése áll: az előző uniós költségvetési ciklus kifutó forrásainak hatását az év első hónapjaiban még nem tudták ellensúlyozni az új ciklus keretében induló gazdaságélénkítő programok.

Munkaerőpiac

Az Európai Unióban tovább folytatódott a foglalkoztatottak létszámának bővülése, ráadásul az állománybővülés mértéke három negyedév óta folyamatosan gyorsul, az idei első negyedévben 1,4 százalékot tett ki. A kedvező folyamat főként a szolgáltatások bővülő munkaerő-igényének következménye, éves összevetésben az idei első negyedévben a mezőgazdaság mellett az építőipar foglalkoztatása is csökkent. Bár az Egyesült Államokban is nőtt a foglalkoztatottak állománya, a havi létszámbővülés mértéke májusban több mint öt éves mélypontra, 38 ezer főre esett vissza. Míg a havi átlagos létszámbővülés március és május között tavaly még 219, addig idén mindössze 116 ezer főtt tett ki. A gyenge májusi munkaerő-piaci adatok gátját jelenthetik a Fed nyári kamatemelésének is.

A visszafogott amerikai foglalkoztatás bővülés ellenére fél év alatt 5-ről 4,7 százalékra csökkent az Egyesült Államok munkanélküliségi rátája, a javuló mutató mögött viszont főként nem a munkanélküliek foglalkoztatottá válása, hanem munkaerőpiacról való kilépése állt. Az unió munkanélküliségi rátája 2015 és 2016 áprilisa között 9,6-ról 8,7 százalékra csökkent, ám a népesebb déli tagállamokat továbbra is magas munkanélküliség sújtja. Továbbra is 20 százalékot meghaladó ráta jellemzi a görög és a spanyol gazdaságot, ám utóbbi állam esetében a dinamikus foglalkoztatás bővülés hatására hónapokon belül 20 százalék alá süllyedhet a ráta.

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



Forrás: Eurostat

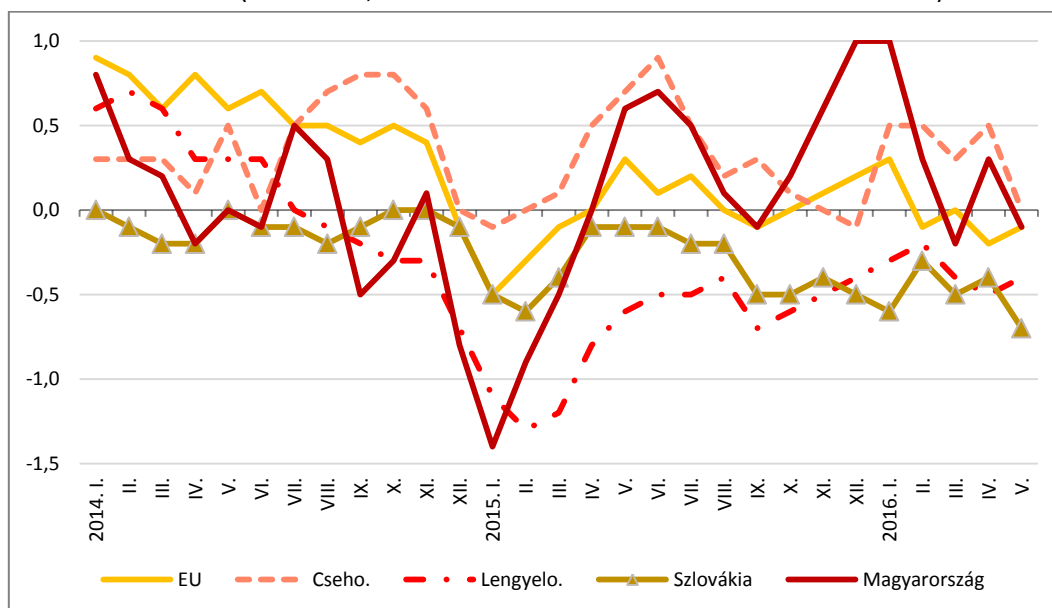
A visegrádi négyek gazdaságaiban is folytatódtak a kedvező munkaerő-piaci folyamatok, a foglalkoztatás bővülésének üteme immáron közel három éve Magyarországon a legmagasabb (1. ábra). Szlovákiában a munkavállalói létszám bővülésének üteme már egy

éve eléri a 2 százalékot, ám északi szomszédunknál továbbra is magas, 10 százalékot meghaladó munkanélküliségi rátát regisztrálnak. Bár az idei első negyedévben lassult a lengyel foglalkoztatás bővülésének mértéke, áprilisban 6,4 százalékosra csökkent a lengyel munkanélküliségi ráta, ami mindössze 0,1 százalékponttal marad el a mutató 2008 októberében mért historikus mélypontjától. Április során Csehországban regisztrálták a legalacsonyabb, 4,1 százalékos munkanélküliségi rátát az egész unióban, ami a cseh munkaerőpiac feszessége miatt várhatóan érdemben nem csökkenhet a következő hónapokban.

Infláció és monetáris kondíciók

2016. első félévének inflációs folyamatait is a kőolaj világpiacon történő változása határozta meg, részben az év első hónapjaiban 13 éves mélypontra süllyedő olajár hatására az unió inflációs rátája ismét negatív tartományba süllyedt. Bár június végéig az olaj hordónkénti ára 50 dollár közelébe emelkedett, áprilisban és májusban is negatív pénzromlási ütemet mértek az unió gazdaságában, ami nagyrészt a visszafogott, másfél éve 0,7–0,9 százalék körül ingadozó maginfláció következménye. Februárban megtört az amerikai inflációs mutató fél éve tartó bővülése is, a ráta 1,4-ről 1 százalékra mérséklődött, ami körül azóta is ingadozik. Az Egyesült Államok európainál kedvezőbb inflációs alapfolyamatait jól szemlélteti, hogy az amerikai maginflációs ráta november óta folyamatosan, enyhén meghaladta a 2 százalékot, ami alapján a következő negyedévekben, az energiaár-csökkenés bázisba épülését követően akár a következő negyedévekben a célként leggyakrabban definiált 2 százalékos szintre emelkedhet az amerikai infláció.

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



Forrás: Eurostat

Az idei első félévben Csehország kivételével valamennyi V4 államban negatív tartományban is tartózkodott az inflációs ráta, bár az olajárcsökkenés leginkább a magyar ráta volatilitását növelte. A lengyel maginflációs mutató öt negyedéve 0,1–0,3 százalék között ingadozik, ami alapján a lakossági energiaárak emelkedése esetén is nyomott maradhat az ország inflációs rátája. Szlovákiában továbbra is negatív tartományban tartózkodik az inflációs mutató, ami 2013 decembere óta nem haladta meg a 0 százalékot. Az Európai Bizottság előrejelzése szerint Szlovákiában – a visegrádi országok közül egyedüliként – idén is negatív, –0,1 százalékos lehet az éves átlagos infláció.

A várakozásoknak megfelelően az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa márciusi ülésén 60-ról 80 milliárd euróra növelte mennyiségi lazítási programjának havi felvásárlási keretét. Az ülésen a Kormányzótanács 0,05 százalékról 0 százalékra csökkentette irányadó rátáját, miközben –0,4 százalékra mérsékelte betéti kamatlábát is. A Kormányzótanács a vállalati hitelezés fellendítése érdekében meghirdette TLTRO programjának mások ütemét, melyben az eurózóna kereskedelmi bankjai – a kedvezményes hitel feltételeinek teljesítése esetén – akár negatív kamatlábon igényelhetnek forrásokat: ebben az esetben a hitelintézeteknek kevesebb forrást kell visszafizetniük az EKB-nak, mint amennyit kölcsönöztek tőle. A Kormányzótanács júniusi ülésén új, a reálgazdaság közvetlen élénkítését lehetővé tevő programot is bejelentett, melynek keretében június közepétől az EKB nagyobb tagbankjai az eurózóna monetáris vállalatainak kötvényeit is vásárolhatják. Az EKB programjának célja az USA-hoz viszonyítva relatív alacsony kapitalizációjú európai tőkepiac fejlesztése, az eurózóna kis- és középvállalatainak tőkepiaci forrásokhoz segítése, valamint a vállalatok finanszírozási költségének csökkentése.

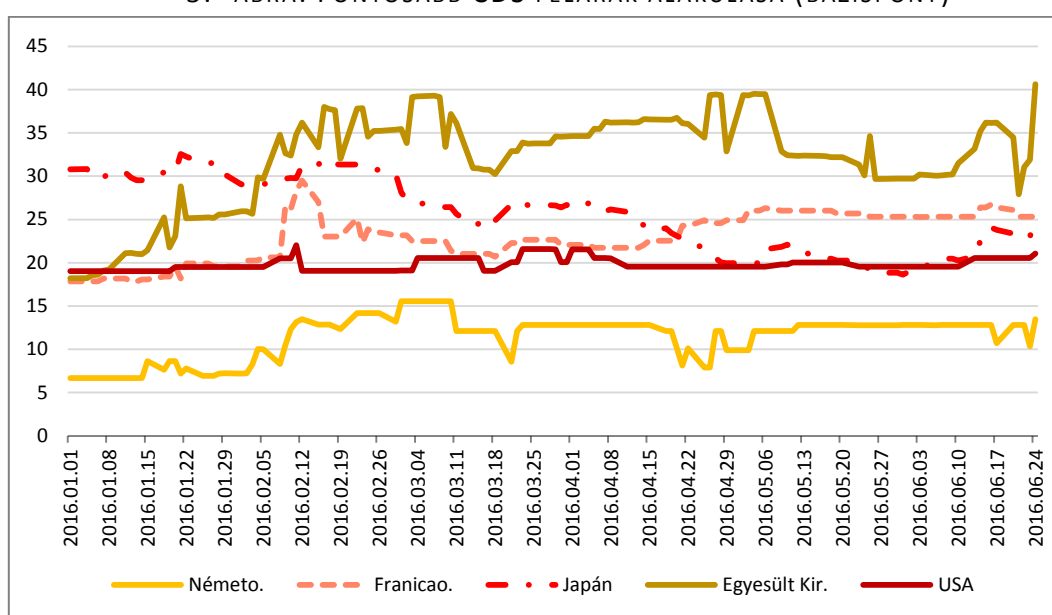
Valamennyi idei ülésén változatlanul hagyta kamatkondícióit az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC). Janet Yellen, a Fed elnökének iránymutatása alapján várhatóan a következő, júliusi ülést követően sem szigorodhatnak az amerikai monetáris kondíciók, főként a reálgazdaság visszafogott teljesítményének köszönhetően. Nyilatkozata szerint a következő kamatemelést a negyedévek közötti gazdasági növekedés gyorsulásának, a munkaerőpiac további javulásának és az inflációs mutató ismételt emelkedésére utaló jeleknek kell megelőzniük.

Sem a cseh, sem a lengyel jegybank nem változtatott monetáris kondícióin az idei év első félévében. A Cseh Nemzeti Bank kamatdöntő szerve májusi ülésén 2016 végéről 2017 közepére tolta az általa követett árfolyamszabály kivezetését. A program keretében a jegybank korlátok nélkül interveniálhat az euró 27 cseh korona alá történő gyengülése esetén, így megakadályozza a korona erősödését, ami a cseh exportszektor versenyképességét rontaná. A közel két éve negatív infláció ellenére júniusi ülésén sem változtatott irányadó rátáján a lengyel jegybank monetáris tanácsa, ami így már közel másfél éve 1,5 százalékon áll: a tanács megítélése szerint a jelenlegi lengyel kamatkörnyezet a fenntartható és kiegyensúlyozott lengyel gazdasági növekedést támogatja.

Pénzügyi folyamatok

A globális pénzügyi folyamatokat az elmúlt fél évben főként a Fed és az EKB kamatdöntő üléseinek és a brit népszavazás következményeinek bizonytalansága mozgatta. A japán és európai tőkepiacokon lévő likvid pénzeszközök mennyiségét jól jelzi, hogy a tíz éves japán állampapír referenciahozama február végétől folyamatosan negatív tartományban tartózkodott, miközben júniusban – az uniós tagállamok közül elsőként – a német tíz éves hozamok is nulla alá süllyedtek. Némileg meglepő módon, a kilépést támogató eredményt hozó brit uniós népszavazás ellenére csökkent az Egyesült Királyság 10 éves állampapírjainak referenciahozama, mivel a befektetők a kockázatosabbnak tartott közép-kelet-európai és dél-európai piacokról a G7 államok tőkepiacaira allokálták eszközeiket.

3. ÁBRA: FONTOSABB CDS FELÁRAK ALAKULÁSA (BÁZISPONT)



Forrás: Thomson Reuters

A 10 éves brit állampapírhozamok csökkenése ellenére a népszavazás kimenetele miatt a piac kockázatosabbnak ítéli meg az Egyesült Királyság államadóságának fenntarthatóságát, a szigetország 5 éves CDS felára 3 éve nem látott magasságba, 40 bázispont fölé emelkedett (3. ábra). A brit pénzügyminisztérium és a nagyobb nemzetközi szervezetek számítása szerint tényleges kilépés esetén érezhetően visszaeshet a szigetország és a kontinentális Európa közti kereskedelem, ami egyrészt a GDP és a foglalkoztatás visszaesését vonná magával, másrészt jelentősen csökkentené az ország külföldi működő tőkét vonzó képességét. Fél év alatt enyhén, 7 bázisponttal nőtt a francia és német felár, miközben a japán CDS-felár 6, az orosz 41 bázisponttal csökkent. Fél év alatt jelentősen, közel 132 bázisponttal nőtt a portugál felár, amely február első két hetében több mint 100 bázispontot emelkedett, főként a portugál Novo Banco feltőkésítése körüli bizonytalanság miatt.

Az elmúlt fél évben jelentősen, közel 15 százalékkal értékelődött fel a japán jen a dollárhoz viszonyítva, ami tovább rontja a szigetország exportszektorának versenyképességét. A jelentős erősödés mögött a japán jegybank mennyiségi lazítási programjába vetett bizalom elpárolgása áll: a befektetők egyre kevésbé hiszik, hogy a pénzmennyiség jelentős növelése valóban képes inflációt generálni és közvetve dinamikus növekedési pályára állítani a japán gazdaságot. A vizsgált időszakban az euró enyhén felértékelődött a dollárhoz viszonyítva, ami mögött a viszonylag gyenge amerikai növekedési adatok állhatnak. Január elsejei értékénél az idei első félévben a brit font/dollár árfolyam szinte végig gyengébb volt, a június végi népszavazás hatására a font 31 éve nem látott mélységbe gyengült a dollárhoz viszonyítva.

2016 első napjainak tőkepiaci folyamatait a kínai tőzsdék esése határozta meg. A Shanghai Composite részvényindex értéke január első hetében 10, január első két hetében pedig 18 százalékkal csökkent december végi záróárfolyamhoz képest. Az eladási hullám mögött két fő motívum húzódott meg: egyrészt a kínai növekedés lassulása, ami sérülékennyé teheti a világ második legnagyobb, jelentősen eladósodott gazdaságát, másrészt az akkor újonnan bevezetett, azóta korrigált kínai tőzsdeszabályozás. Hasonló volumenű esés követte a brit népszavazás eredményét is: június 23–24. között a német DAX 30 index 6,8, a japán Nikkei 225 7,9, míg a Stoxx 600 index 7 százalékot veszített értékéből, míg meglepő módon a brit FTSE 100 index csökkenése mindössze 3,1 százalékot tett ki.

Fiskális politika

Idén tovább folytatódhat az unió fiskális konszolidációja, ám a tavalyi 2,4 százalékos költségvetési hiánymutató várhatóan 2,1 százalékra csökkenése mögött inkább a gazdasági növekedés bevételeket növelő és a bővülő foglalkoztatás szociális kiadásokat csökkentő hatása áll, mint a tagországok megszorító költségvetési politikája. Utóbbira utal, hogy a költségvetési egyenleggel szemben a gazdaság ciklikus és az egyszeri tételek költségvetési hiányt befolyásoló hatásait kiszűrő strukturális hiány $-1,6$ -ról $-1,7$ százalékra csökkent az unióban 2015 és 2016 között. Az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzése szerint a következő két évben $86,8$ -ról $85,5$ százalékra csökkenhet az unió adósságrátája, miközben 15 tagállamnak nőhet enyhén a GDP arányos adósságállománya.

A várakozásokhoz képest jelentősen alacsonyabb volt a 2015-ös cseh költségvetési hiány, a megugró társasági adóbevételek hatására a várt $1,6$ -hoz képest végül $0,4$ százalékot tett ki a hiánymutató. A költségvetési hiány a következő két évben is 1 százalék alatt maradhat. Tavaly a válság kezdete óta nem látott szintre, a GDP $2,6$ százalékra csökkent Lengyelország költségvetési hiánya, amit főként a javuló foglalkoztatás miatt csökkenő szociális kiadások indukáltak. Az Európai Bizottság szerint idén is $2,6$ százalékot tehet ki a lengyel hiányszám, mivel az idén bevezetett új gyermektámogatási program költségvetési hatásait várhatóan ellensúlyozhatják a mobilinternet frekvenciák értékesítésének bevételei, ám az egyszeri

bevételek hiányában a 2017-es költségvetési hiány 3,1 százalékra bővíthet. A visegrádi négyek közül egyedülként a szlovák költségvetési hiány nőtt 2014 és 2015 között, a hiányszám 2,7-ről 3 százalékra emelkedését főként a tervezettnél magasabb egészségügyi kiadások és az uniós fejlesztési projektek előfinanszírozása indokolja. A következő két évben ellenben dinamikus, évi 0,6–0,8 százalékponttal csökkenhet északi szomszédunk költségvetési hiánya, amit főként a költségvetés bevételi oldalának bővülése, azon belüli is a szabályozott iparágakban tevékeny vállalatok növekvő adóztatása indukál. A kedvező költségvetési folyamatok ellenére a visegrádi négyek közül a következő két évben egyedül hazánk GDP arányos adósságállománya csökkenhet folyamatosan. A 2015 és 2016 között várhatóan a cseh és a szlovák adósságráta is enyhén emelkedhet, ám 2016–2017 között mindkét államban enyhén a 2015-ös szint alá csökkenhet a mutató. Ezzel szemben Lengyelország GDP arányos adósságállománya 2016 és 2017 során is várhatóan emelkedik, így két év alatt 51,3-ról 52,7 százalékra bővíthet a lengyel adósságráta.

A magyar gazdaság helyzetértékelése fél év távlatában

A növekedés alakulása

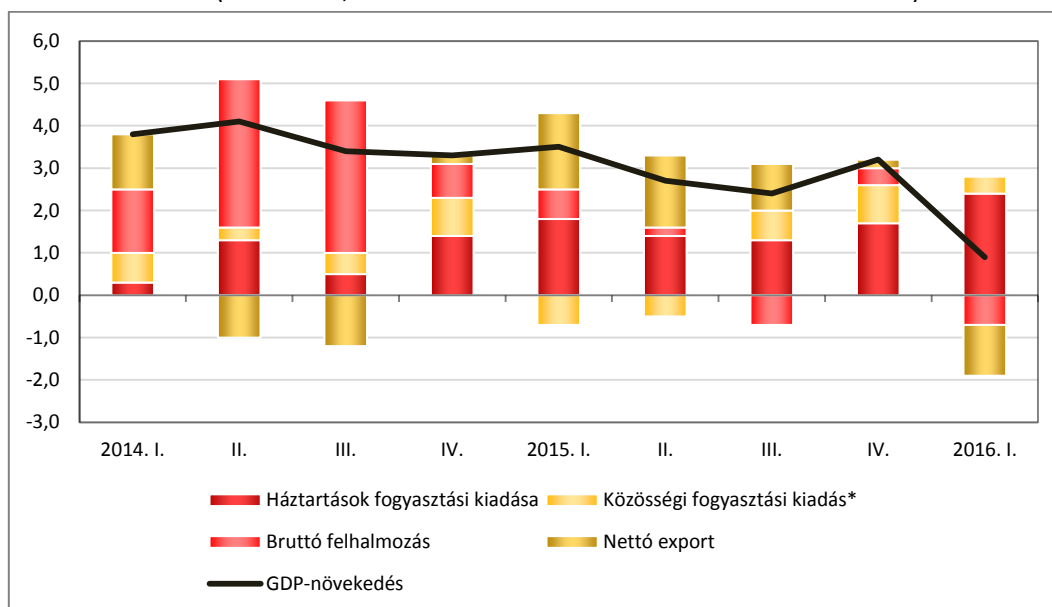
A magyar gazdaság teljesítménye szélsőségesen ingadozott az elmúlt két negyedév során mindkétszer meglepetést okozva a várakozásainkhoz képest. Míg 2015. IV. negyedévében a vártnál nagyobb mértékben gyorsult és 3,2 százalékos éves bázisú GDP-növekedést produkált, megtörve az év korábbi időszakában megindult lassulási trendet, addig 2016. I. negyedévében váratlan mértékben lassú, 0,9 százalékos bővülés történt. Mindkettő részben az európai uniós támogatásokhoz köthető: a támogatások kifizetési dömpingjéhez 2015 végén, majd elapadásához 2016 elején. Utóbbi időszakot az autóipar leállásainak egyszeri hatása is magyarázza, ezért a lassulás ellenére továbbra is az uniós átlagnál dinamikusabban bővül éves szinten a gazdaság, vagyis folytatódik a konvergencia. Ezzel szemben a régiós versenytársakhoz képest továbbra is lemaradtunk a növekedési ütem tekintetében.

A GDP felhasználási oldalán a külső tételekben az import esetében viszonylag egyenletes, míg a kivitel tekintetében romló növekedés mutatkozott mindkét negyedévben. Az exportvolumen 7,7 és 5,7 százalékos bővülése elmarad a megelőző félév teljesítményétől, míg az import 7,8-8 százalékos emelkedése megegyezik a 2015 korábbi negyedéveiben mérttel. E folyamat eredményeképpen 2015 végén még minimálisan hozzájárult a GDP növekedés gyorsulásához a nettó export, de 2016 elején már lassította azt. A kiviteli forgalom növekedése a bérmunka, az üzleti szolgáltatások és a turizmus esetén lassult leginkább, amelynek következtében az aktívumuk csökkent. 2016 első három hónapjában a járműipari leállás negyedére/ötödére vette vissza a gépek és szállítóeszközök ágazati exportjának mind a volumen-, mind az értéknövekedési ütemét az előző negyedévekhez képest, és a mutató növekedésének értéke márciusban a negatív tartományba került. Az

energiahordók árának csökkenése meghaladta az importált mennyiség bővülését, amelynek következtében kisebb költségen nagyobb volumenben jutott hozzá a magyar gazdaság energiaforrásokhoz a behozatalon keresztül. 2015 folyamán nagy mértékben csökkent a külkereskedelem konjunktúrában betöltött szerepe, és az idei első negyedévben eljutott odáig, hogy 1,2 százalékponttal mérsékelte a nemzeti jövedelem növekedését az autóiipari leállások miatt átmenetileg olvadó külkereskedelmi többlet.

2015. IV. negyedévében 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. 2016 elején a fogyasztás lendületes növekedése és a beruházás komoly visszaesése összességében azt eredményezte, hogy a belföldi felhasználás 2,4 százalékkal bővült.

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



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

2016. I. negyedévében a növekedést csak a hazai fogyasztás húzta, míg a nettó export és a bruttó felhalmozás rontotta. A háztartások fogyasztási kiadása a nyers adatok szerint 2016. I. negyedévében 4,8 százalékkal bővült éves összevetésben, amely a már felfutó 2015 utolsó negyedévének 3,5 százalékához képest is gyorsulás. Ennek okát elsősorban a bérek eddigi, dinamikus emelkedésében látjuk, amely nem annyira termelékenységjavulás, mint inkább a munkaerő-kereslet növekedésének, a munkanélküliség csökkenésének és az SZJA csökkentésének a következménye.

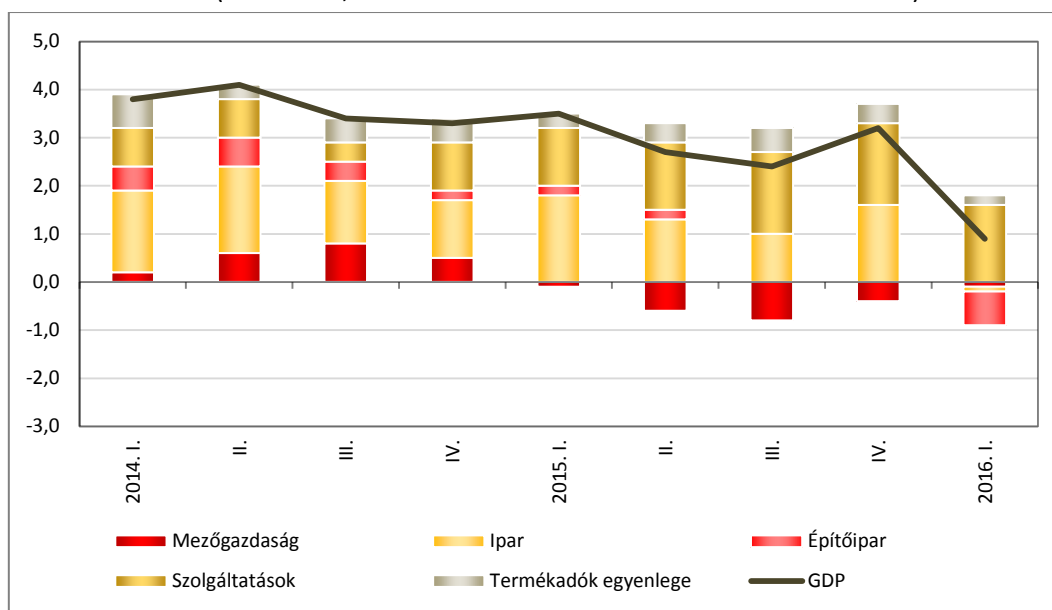
A háztartások aggregált bizalmi indexe 2015 utolsó negyedévében fokozatos javulásnak indult, 2016. első negyedévében nem javult tovább. A mutató még mindig a negatív

tartományban áll, vagyis a lakosság többsége inkább pesszimista. Az egyes részmutatók többsége pozitív irányban változott 2015 végén, míg 2016-ban a többségük romlott. Kivétel ez alól a foglalkoztatásra és a megtakarításokra vonatkozó várakozás, amely esetében az optimizmus erősödött. Előbbi pozitív tartományban javult, míg utóbbi a negatív tartományban mutatott csökkenő pesszimizmust, ami kedvező előjel a háztartási fogyasztásra nézve.

A közösségi fogyasztás ingadozó, de növekedést élénkítő volt. Míg az előző év utolsó negyedében 6,7 százalékot lendített a növekedésen, amely az akkori nagy volumenű uniós támogatások önrészeinek következménye, addig az idei év első három hónapjában 3,4 százalékos bővülést mutatott. A két negyedév közötti, szezonálisan kiigazított változás 1,2 százalékos növekedés volt. 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 átcúsúzott 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 százalékot, a feldolgozóiparban 6 százalékot, az építőiparban 7,6 százalékot, a kereskedelemben és járműjavításban 8,8 százalékot esett.

Az ipari termelés lendülete megtört a járműipari leállások miatt (-7,5 százalék). Ugyanakkor a számítógépgyártás (8,6 százalék) és az elektronikai iparág (9,5 százalék) az általános bővülést messze meghaladó mértékben növekedett. Így a járműiparon kívüli feldolgozóipar súlya növekedett, amely a folyamat hosszabb távú fennmaradása esetén egyenletesebb feldolgozóipari diverzifikációt és mérséklődő iparági függőséget eredményez.

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



Forrás: KSH

Az építőiparban mutatkozott meg a legnagyobb kontraszt az uniós támogatások dömpingje és kifutása miatt. Az építőipar kibocsátása 2015-ben 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. 2016. első negyedévében viszont már 28 százalékos volt az ágazati visszaesés. Az uniós támogatások lehívásának átmeneti csökkenése mellett még nem indult be az otthonteremtési program lakáspiaci élénkítő hatása. Nehezíti az egyik felhajtó erőről a másikra való átállást az iparágban, hogy az uniós támogatásokból finanszírozott infrastrukturális és ipari épületépítő beruházások strukturálisan jelentősen eltérő képzettséget, tapasztalatot és szakemberállományt igényelnek, mint a lakóépület-építési tevékenységek.

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 évhez 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 kitarzott a növekedés, év végére pedig 35,9 százalékkal meghaladta a 2014 végi állományt. 2016 elején folytatódott a szerződésállományban megjelenő visszaesés, ugyanakkor a várható fordulat is. Ugyanis amíg a januári új szerződésállomány-adatok 22-25 százalékos visszaesést mutattak, addig a februári-márciusi adatok 15-17 százalékos bővülést 2015 első három hónapjához képest. Legfőképpen az épületek szerződésállományán mutatkozik meg az előrelátható fordulat, amely esetében a tárgyhóvégi szerződésállomány is pozitív változást, 41-57 százalékos többletet mutat az idei év első hónapjaiban.

A szolgáltató szektor 2016 elején tartotta a 2015 végi bővülés ütemét. Mindkét negyedévben 3 százalékos volt a bővülés, amely a vizsgált időszakot megelőző 2015. III. negyedévhez viszonyítva 0,7 százalékpontos lassulás, és ez tartotta fenn alapvetően a növekedést 2016. I. negyedévében. Ezzel együtt a szolgáltatási szektort az 1,7, majd 1,6 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. 2016 elején a kereskedelem, szálláshely szolgáltatás és vendéglátás 6,4 százalékos lendületet vett, meghaladva 2015 átlagát, köszönhetően az utóbbi időszak béremelkedésének, a negyedév több hosszú hétvégéjének, valamint a SZÉP-kártyán 2014-ben felhalmozott és legkésőbb idén májusig elkölthető cafeteria-jövedelem felhasználásának. A szállítás és raktározás 3,1 százalékkal, az információs és kommunikációs szolgáltatások 3,8 százalékkal, a K+F és adminisztratív szolgáltatások 5,4 százalékkal bővültek.

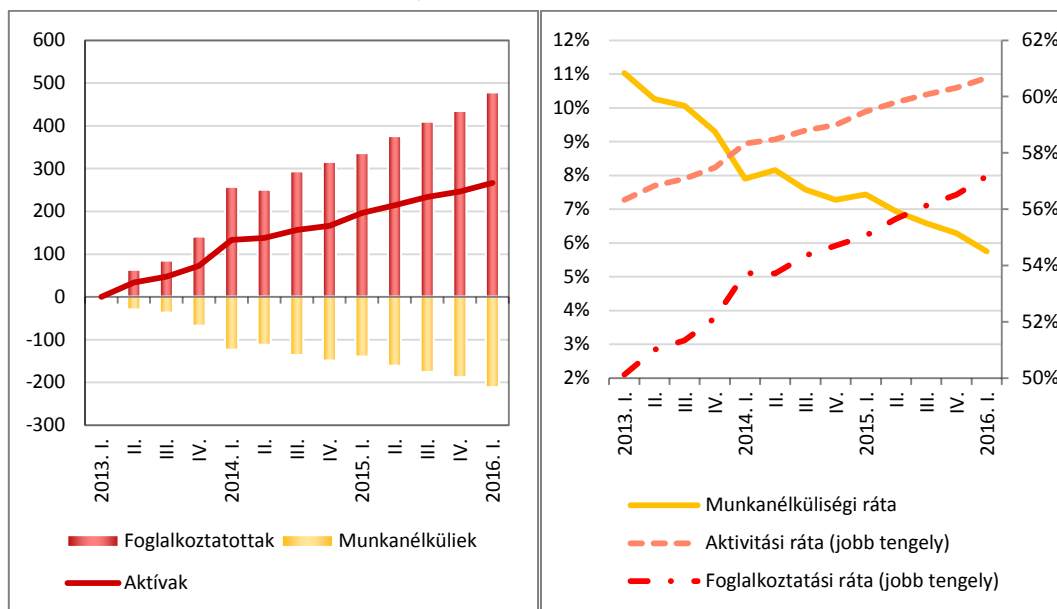
A mezőgazdaságon erősen megmutatkoztak az időjárás-függőség jelei. Jelentős mértékű, 12,9 százalékos éves visszaesése 2015-ben alapvetően a megelőző év magas bázisának és a rossz időjárásnak köszönhető. Ez a 2016-os negyedévek bázisa szempontjából alacsony kiindulópontot teremt, tehát javíthatja a 2016-os növekedést. Ezzel együtt is 2016 elején a mezőgazdaság enyhe visszaesést produkált, ám a szektor éves teljesítményét még nagyban befolyásolja majd az időjárás alakulása.

Munkaerő-piaci folyamatok

A munkaerőpiac bővülése 2015. IV. és 2016. I. negyedévében is folytatódott. A szezonálisan kiigazított adatok alapján a foglalkoztatás összesen 69 ezer fővel nőtt, amely közelítőleg megegyezik az elmúlt két évben megfigyelhető növekedési ütemmel. Tehát az elmúlt hat hónapban a gazdasági növekedés lelassulása ellenére a munkaerőpiac bővülése dinamikus maradt. Az aktívak szezonálisan kiigazított száma 31 ezer fővel emelkedett. A mutató foglalkoztatottakénál lassabb emelkedése a kedvezőtlen demográfiai folyamatok mellett a munkaerőpiac kínálati oldalának viszonylagos merevségével magyarázható, azaz hogy az idei év elején megfigyelhető nagyobb mértékű munkakereslet-emelkedéshez a kínálati oldal nem tudott azonnal alkalmazkodni. Az összességében kedvező folyamatoknak köszönhetően az aktivitási ráta a 15–74 éves lakosság körében 60,7 százalékra, a foglalkoztatási ráta pedig 57,2 százalékra emelkedett, amellyel hazánk folytatta az Európai Unió és a Visegrádi Négyek átlagához (58,4 és 57,9 százalék 2015. IV. negyedévében), illetve – a foglalkoztatási adatok tekintetében éllóvasnak tekinthető – Németországhoz (65,6 százalék) való felzárkózást. A növekedés nagyobb hányada a versenyszférához köthető, ugyanis az intézményi statisztikák alapján az alkalmazotti létszámemelkedés több mint 60 százalékát ez a szektor adta. A

munkanélküliségi ráta 2016. I. negyedévében 5,8 százalékra mérséklődött, ami megegyezik a 2001 és 2003 közötti szinttel.

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



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A nemzetgazdasági átlagbérek rendkívüli módon, éves szinten 6 százalékkal emelkedtek az idei év első három hónapjában. A keresetek kiemelkedő mértékű emelkedése a köz- és a versenyszférában is egyaránt megfigyelhető. Előbbi szektorban a folyamatban lévő bérrendezések, míg utóbbi esetében a feszes munkaerőpiac, a minimálbér-emelés, illetve az egyes ágazatokat jellemző munkaerőhiány és bérfeszültségek befolyásolták kedvező irányba a keresetek alakulását. Mivel 2016. I. negyedévében az árak csak kismértékben emelkedtek, így a bruttó reálbér növekedési üteme meghaladta az 5,7 százalékot.

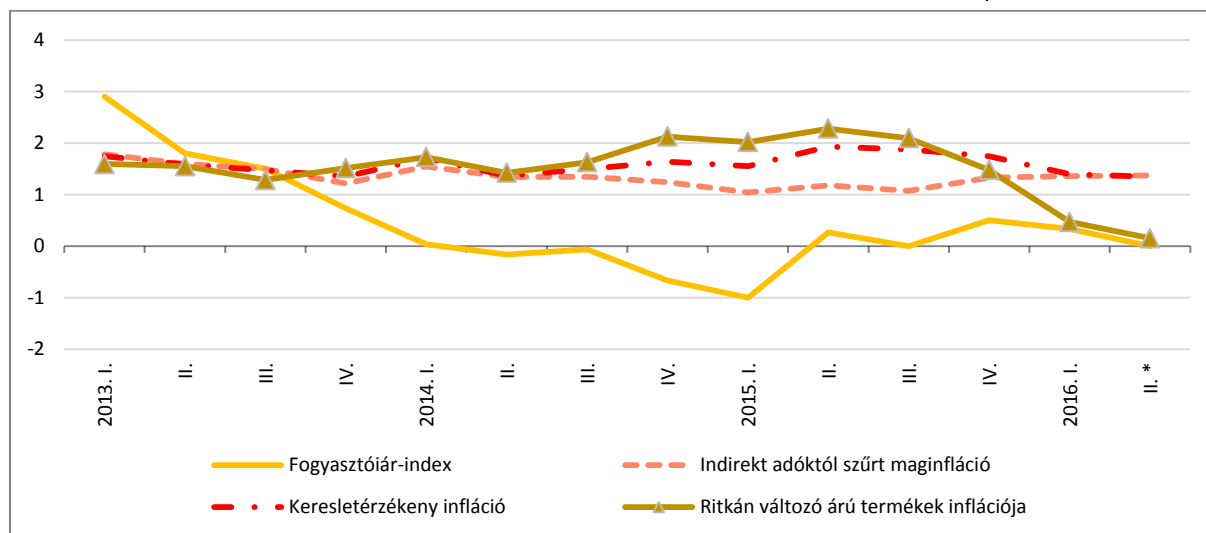
Infláció

Bár a tavalyi IV. negyedévben úgy tűnt, hogy az infláció Magyarországon emelkedésnek indul és a korábbi 0 százalékos vagy az alatti szintjétől fokozatosan elindul a jegybank három százalékos inflációs célja felé, az idei év első öt havi adatai alapján a növekvő trend megtört, és az infláció ismét visszakúszott a 0 százalék körüli szintre, vagyis továbbra is jelentősen elmarad a jegybank inflációs céljától, azonban a maastrichti konvergencia kritériumot teljesíti.

Az alacsony inflációhoz több tényező is hozzájárul: az olajárak alacsony szintje nyomán az idei év első öt hónapjában az üzemanyagok ára átlagosan 10,8 százalékkal maradt el az egy évvel korábbtól, ami 0,9 százalékponttal mérsékelte a pénzromlás mértékét. Az energiaárak változatlansága szintén a 0 százalék körüli inflációt erősíti: a rezsicsökkentések hatása már a

bázisba került, az elmúlt egy évben az árak jellemzően se nem nőttek, se nem csökkentek. Szintén visszafogja a pénzromlást a legfontosabb külkereskedelmi partnereink esetén mért alacsony infláció: a német pénzromlás mértéke a magyarhoz hasonlóan 0 százalék körül alakult az elmúlt időszakban.

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



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

A főbb termékcsoportok közül az élelmiszerek inflációja az év első öt hónapjában 0,9 százalékot tett ki. Ezen belül jelentősen növekedett a burgonya (44,3 százalék), valamint a friss zöldség ára (15,7 százalék), míg az áfa csökkentés nyomán csökkent a sertéshús (18,1 százalék), a túlkínálat miatt pedig a tej (10,3 százalék) ára. A szeszes italok és dohányárak ára az év első öt hónapjában 2,6 százalékkal növekedett, míg a szolgáltatásoké 1,4 százalékkal. Ez utóbbin belül a külföldi utazások árának 11,3 százalékos emelkedését, valamint a lakbérek 6,2 százalékos növekedését érdemes kiemelni. A tartós fogyasztási cikkek ára eközben 1,5 százalékkal nőttek.

Tartósan alacsony inflációs környezetre utalnak az MNB inflációs trendmutatói is, amelyek mindegyike elmarad a jegybank 3 százalékos inflációs céljától. Az elmúlt félévben 0,4 százalékponttal mérséklődött a keresletérzékeny infláció, míg a ritkán változó árú termékek inflációja 1,3 százalékponttal esett vissza. Ez tehát arra utal, hogy a korábbi várakozásoktól eltérően a kereslet oldali árnyomás jelei mégsem jelentek meg a gazdaságban.

Monetáris és pénzügyi kondíciók

Az MNB a 2016. első félévi kamatdöntő ülésein összesen 45 bázisponttal 0,9 százalékra mérsékelte az irányadó rátáját, továbbá bejelentette a kamatvágási ciklus lezárását. A kamatvágási ciklus megindítására voksolók márciusban azt hangsúlyozták, hogy a jegybanknak mindaddig kell csökkentenie az alapkamatot, amíg a monetáris kondíciók ismét

összhangba nem kerülnek az inflációs cél fenntartható elérésével. Érdekes megjegyezni, hogy habár a jegybanknak egy a 2 százaléktól 4 százalékig terjedő intervallumos inflációs célja van, újra azt kommunikálja, hogy a célja a 3 százalékos inflációs cél elérése. A piacon ekkor még a rendkívül nagy likviditásbőség miatt alacsonyok voltak a rövid hozamok, másrészt a piac egy jelentős része a bejelentéseknek megfelelően és a 3 hónapos határidős kamat megállapodásokat tekintve további jegybanki kamatcsökkentéssel is számolt.

A májusi Monetáris Tanács ülésén nem született már meglepetés, hiszen a jegybank az áprilisi 15 pontos kamatvágás után 0,9 százalékosra vágta a jegybanki alapkamatot és bejelentette a kamatcsökkentési ciklus végét. A piaci szereplők a határidős három hónapos kamat megállapodásokban is beárazták már a kamatcsökkentés lezárását ezen a szinten.

A jegybank egyértelműen állást foglalt továbbá a kamatfolyosó aszimmetrikus eltolása, pontosabban a kamatfolyosó szűkítése mellett, mivel csak a sáv közepét (0,9 százalékra) és a felső sávszélt csökkentette (1,15 százalékra) a Monetáris Tanács, hiszen az alsó sávszél változatlanul -0,05 százalékos maradt.

Decemberben a Kormány-EBRD-Erste megállapodás alapján elfogadta a Parlament a bankadó módosításáról szóló törvényt¹. 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 százalékról 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 2016-tól kezdődően 77 milliárddal kevesebb összeg lesz. Másrészt az adó kisebb terhet jelent a bankrendszernek, hiszen jelentősen csökken a mértéke. Ennek következtében a bankok a nyereségversenyben kisebb tőkeállomány-torzítással vesznek részt az adómódosítás után. Később a Kormány ígéretet tett arra, hogy a bankadó mértéke 2017-ben további 20 milliárddal kisebb lesz. 2017-ben a számítási alap az adóévet két évvel megelőző korrigált mérlegfőösszeg lesz, a felső adókulcs pedig 0,21 százalékra csökken. Továbbá eltörlik az évi 6,3 milliárd forintos hitelintézeti járadékot is.

Az állam 2016. június 20-án részesedést szerzett az Erste Bank magyarországi leányvállalatában, miután a 2015. februári szándéknyilatkozatban rögzítettek alapján az EBRD mellett 15-15 százalékos tulajdoni részesedést vásárolt 38,9 milliárd forintos vételáron.

¹Magyar 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

A Fitch 2016. május 20-án közzétett elemzése alapján felminősítette a magyar szuverén adósságot, amely így már nem a bővli kategória legjobb besorolásának birtokosa, hanem a befektetésre ajánlott kategóriába került. Az előbbihez a BB+ pozitív kilátással, míg az utóbbihoz BBB- minősítés tartozik.

Nagy áttörésnek számít mindez, hiszen sok idő telt el a bővli kategóriába kerülésünk óta (2011. vége, ill. 2012. eleje), és a Fitch az első nemzetközi hitelminősítő a sorban, aki felfelé módosította értékelését.

A felminősítés előtt a piac megosztott volt a tekintetben, hogy mikor következik be ez a Magyarországra nézve mindenképpen kedvező döntés. A hazai elemzőházak óvatosabban fogalmaztak és elsősorban egy későbbi felminősítést prognosztizáltak, míg a külföldi befektetési bankházak optimistábbnak bizonyultak és gyors felminősítést vártak. Ha hosszabb trendet vizsgálunk, akkor tekintettel arra, hogy a Fitch már 2014 novemberében pozitív kilátására módosította értékelését, már várható volt a felminősítés. Mindez idő alatt csak az első negyedéves gyengébb GDP adat tekinthető kedvezőtlennek, azonban a hitelminősítők hosszabb időtávot és trendeket vizsgálnak. Ebben pedig kiemelkedő a GDP arányos államadósság mértékének csökkenése és az államadósság devizaarányának jelentős leszorítása, ami nem járt együtt jelentős forintgyengüléssel.

A két másik nagy nemzetközi hitelminősítő (S&P és Moody's) egyelőre nem változtatott a magyar államadósság besorolásán. A hazai állampapírok iránti kereslet növekedéséhez és így a hosszú lejáratok hozamainak csökkenéséhez az is szükséges, hogy a másik két nagy nemzetközi hitelminősítő intézet is befektetési kategóriába emelje a magyar állampapírok besorolását. A Moody's-nak erre július 8-án, míg a Standard and Poor's-nak szeptember 16-án van legközelebb lehetősége.

A magyar államadósság újbóli befektetési kategóriába kerülése mérföldkőnek számít, hiszen egy sor befektetési-, valamint nyugdíjalap szabályzata előírja, hogy – habár a bővli kategóriába sorolt kötvények nagyobb hozammal kecsegtetnek, de magasabb is a kockázatuk – csak befektetésre ajánlott kategóriájú állampapírokat vehetnek és tarthatnak portfóliójukban.

Kevesebb szó esik arról a tényről, hogy a hazai részvényt piac is profitálhat az állampapírok kockázati besorolásának javulásával két csatornán keresztül. Egyrészt az országgkockázat javulása minden más változatlansága mellett nagyobb keresletet indukálhat a hazai részvényt piacon. Másrészt a tőzsdei vállalatok minősítése általában nem tér el két minősítési kategóriával nagyobb mértékben az államadósság besorolási szintjétől, azaz a hazai vállalatok besorolása javulhat, amely a tőzsdei árfolyamok emelkedésében és a vállalatok forrásköltségének csökkenésében nyilvánulhat meg.

Magyarországon a devizában fennálló éven belüli kötelezettség a 2015. III. negyedévi 22,0-ról 2016. I. negyedév végére 20,2 milliárd euróra csökkent, miközben a devizatartalékok

ennél jelentősebben, több mint 4 milliárd euróval csökkentek 32,1-ről 27,6 milliárd euróra. Így a Greenspan–Guidotti-szabály által előírt 1-es küszöbértéket az elmúlt félévben bekövetkező csökkenés ellenére is jócskán felülmúlja a hazai ráta.

A Fed nem változtatott az elemzett időszakban a monetáris kondíciókon. Az EKB Kormányzótanácsa 2016. március 10-én nagy horderejű monetáris lazítást hajtott végre, melynek elemei a következők voltak:

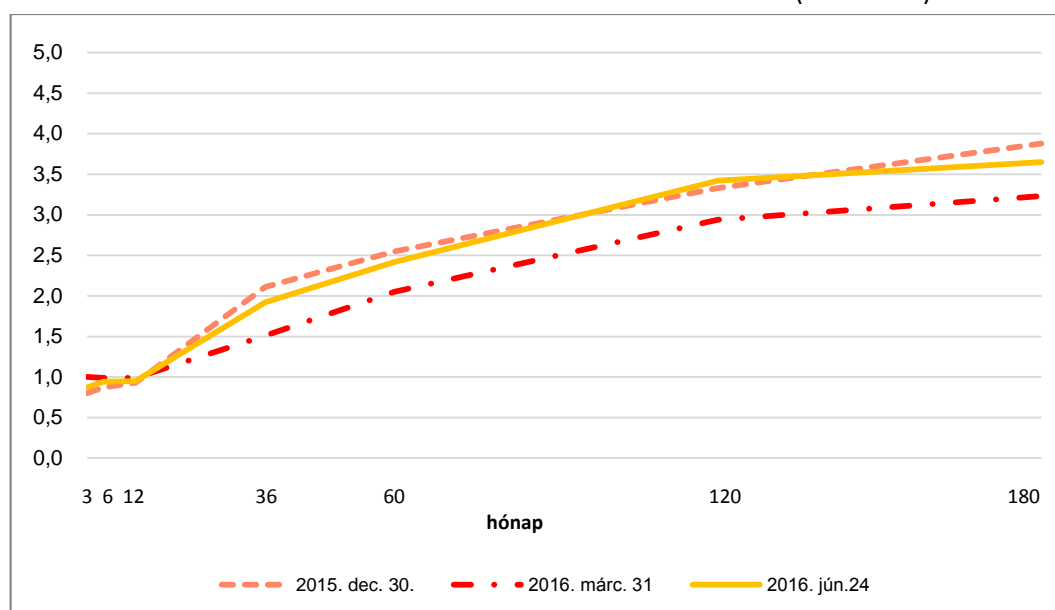
- A 2016. március 16-án elszámolandó művelettől kezdődően 5 bázisponttal 0,00%-ra csökkentette az eurórendszer irányadó refinanszírozási műveleteinek kamatlábát;
- 2016. március 16.-i hatállyal 5 bázisponttal 0,25%-ra csökkentette az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlábát;
- 2016. március 16.-i hatállyal 10 bázisponttal –0,40%-ra csökkentette a betéti rendelkezésre állás kamatlábát;
- Az eszközvásárlási program keretében végzett havi vásárlások értékét (60 milliárd euróról) áprilisi kezdettel 80 milliárd euróra bővítette;
- Az euróövezetben létrehozott nem banki vállalatok befektetésre ajánlott minősítésű, euróban denominált kötvényeit felveszik a rendszeres vásárlásra elfogadott eszközök jegyzékébe;
- 2016 júniusától négy hosszabb lejáratú, célzott refinanszírozási műveletből álló, új sorozatot indítanak el, mindegyiket négyéves lejáratúval. Az ezekre a műveletekre vonatkozó hitelkamatok olyan alacsonyok lehetnek, mint a betéti rendelkezésre állás kamata.

A 10 bázispontos betéti kamatcsökkentés –40 bázispontra jelzésértékű lehet, hiszen a piacon a jelenbeli és a jövőbeni kamatok és árfolyam alakulásuk között a kamatparitáson alapuló árfolyamelmélet teremti meg az összhangot. Ezt figyelembe véve egy kamatcsökkentés kevésbé vonzóvá tesz egy fizetőeszközt, de egy 10 bázispontos vágás csak jelentéktelenül alacsony néhány euró centes árfolyamgyengülést indukálhat elméletileg.

A gyakorlatilag ingyenes, pontosabban akár negatív kamat (a betéti kamat: –0,4 százalék) mellett is felvehető hitelek kérdése azonban elgondolkodtató. Az EKB tulajdonképpen fizet azért (ha a bankok hitelállománya megfelelő mértékben növekszik), hogy a kereskedelmi bankok ilyen hiteleket felvegyenek és azt olcsó forrásként a gazdaságba pumpálják. Ez mindenképpen markáns új elem. Kérdés, hogy tudják-e ösztönözni a vállalati hitelfelvételeket, hiszen a hitelkereslet elsősorban jövőbeni növekedési kilátásoktól és produktív beruházási lehetőségektől függ. Ez várhatóan jelentős finanszírozási többletként áramlik majd az eurózónán kívüli gazdaságokba is, ellentételezve a Fed szigorítása miatt fél évvel ezelőtt mérséklődött likviditást.

A Fed és az EKB egymástól nagyon különböző (széttartó) eszközrendszerrel operál, de az utóbbi időszakban ezt jól egészítik ki verbális eszközökkel, amelyekkel a döntéseiket megerősítik vagy élelt tompítják. A magyar jegybank látva a Fed nem szigorító és az EKB lazító monetáris politikáját, a saját inflációs céljának figyelembe vételével további monetáris lazítás mellett foglalt állást. A kamatvágási ciklusra vonatkozó döntés meghozatalakor a Monetáris Tanácsnak azonban nyilván nagyban mérlegelnie kellett a regionális és az euróval/dollárral fennálló kamatkülönbséget, hiszen egy később kialakuló pénz- és devizapiaci turbulenciakor a kamatemelés szükségessége pótlólagos veszteségekkel és pénzügyi stabilitási kockázatokkal is járhat.

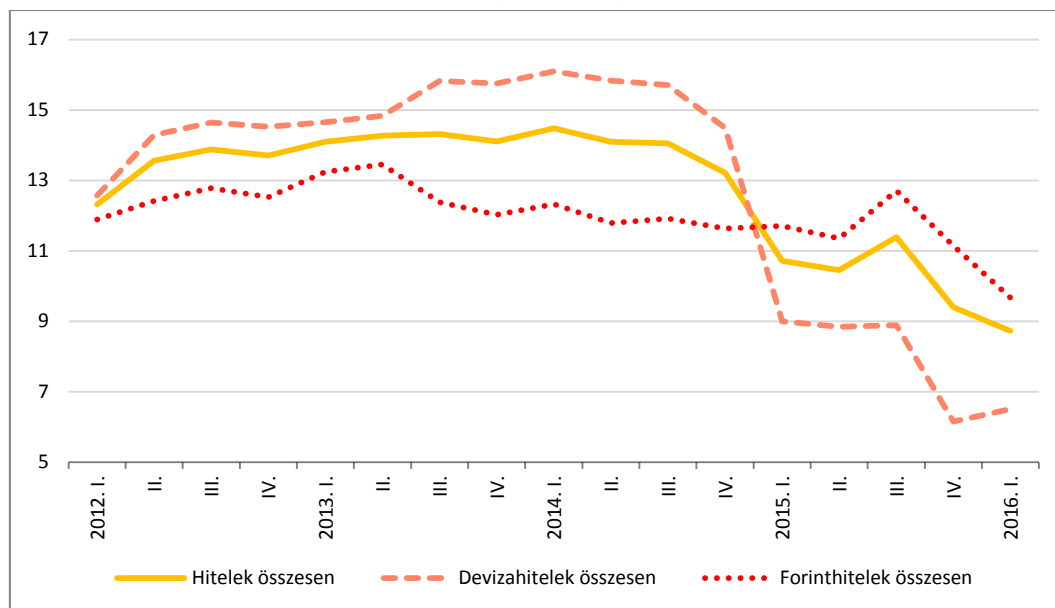
8. ÁBRA: A REFERENCIAHOZAM-GÖRBE VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: ÁKK Zrt.

A hazai másodpiaci állampapír hozamgörbe kis mértékben módosult az elmúlt fél évben, ha a december végi és a június 24.-i hozamok közötti különbségeket vizsgáljuk. A március 31.-i értékek minden lejáratnál alacsonyabbak, azaz a hozamgörbe lejjebb tolódott azáltal, hogy a jegybank az állampapírpiacon terelte a jegybanki kéthetes betétben lévő maradék likviditást, és a piac ekkor még további kamatcsökkentést várt. Az a tény, hogy a 3 hónapos diszkontkincstárjegyek hozama mindössze 3 bázisponttal alacsonyabb a jegybanki alapkamatnál (0,9 százalék) azt jelenti, hogy a piaci szereplők a jegybanki kommunikációnak is köszönhetően nem várnak további kamatvágást a közeljövőben az összesen 45 bázispontos kamatvágások után. Ezt erősíti meg a határidős kamat megállapodások (FRA) piaca is, ahol nem köttetnek a jegybanki alapkamatnál alacsonyabb kamat mellett üzetek még a 9 hónap múlva induló, 3 hónapos futamidejű üzeteknél sem. Az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány, 3680 milliárdról 3578 milliárd forintra csökkent, amely nem jelentett nagy nyomást az euró/forint árfolyamra.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

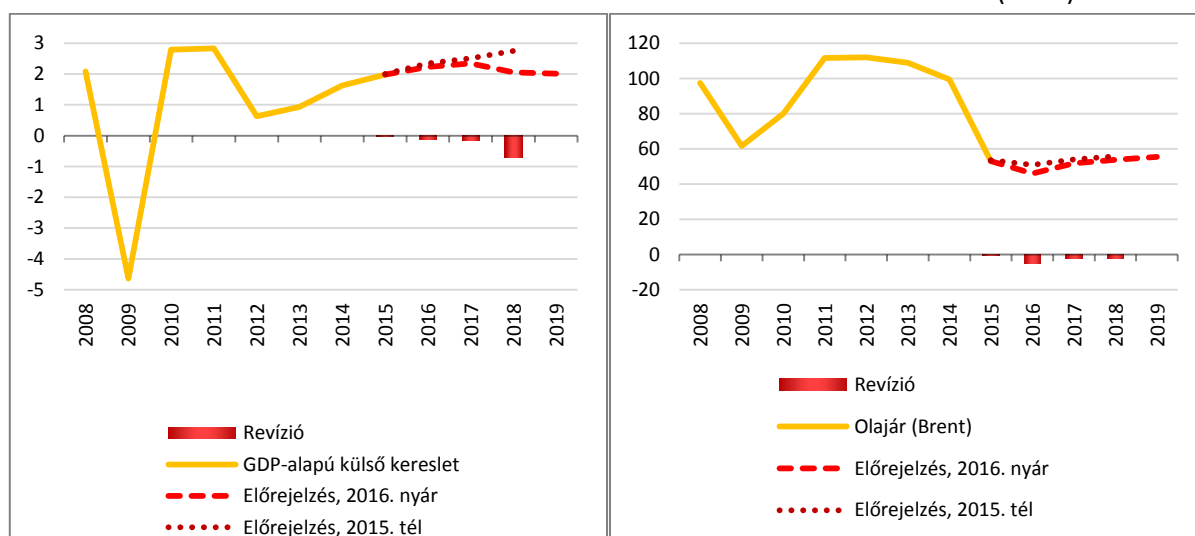
Az MNB Hitelintézeti szektorról szóló negyedéves időszora alapján 2015. IV. negyedévében és 2016. I. negyedévében összességében a lakossági szegmensben és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. A vállalati szegmensben elsősorban a portfóliótisztítás következtében csökkent majdnem 0,67 százalékponttal 9,09 százalékra a nem teljesítő hitelek aránya, míg a lakoságnál a nettó jövedelmek növekedése is hozzájárulhatott a 0,29 százalékpontos NPL ráta csökkenéséhez, amely így 17,77 százalékot tesz ki.

A várható makrogazdasági pálya (2016–2019)

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

A magyar export iránt megnyilvánuló, az importáló országok GDP-je alapján számított külső kereslet az elmúlt időszakban tovább növekedett, azaz a legfontosabb külkereskedelmi partnereink gazdasági növekedést tudtak elérni, és így a magyar termékek és szolgáltatások iránti kereslet növekedett. Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági növekedése 2015-ben 1,4 százalékos, míg az első negyedévben ennél is nagyobb mértékű, 1,6 százalékos volt az éves bázisú növekedése. A másik három visegrádi ország 2015-ben is jelentős gazdasági növekedést volt képes elérni, azonban Ukrajna és Oroszország gazdasága a köztük lévő konfliktus, valamint Oroszország esetében az ellene érvényben lévő szankciók és az alacsony olajár nyomán zsugorodott. A külső kereslet tehát számításaink szerint 2015-ben 2 százalékkal növekedett, míg 2016. I. negyedévében 2,2 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit.

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



Forrás: Thomson Reuters Datastream, Eurostat, Századvég-számítás

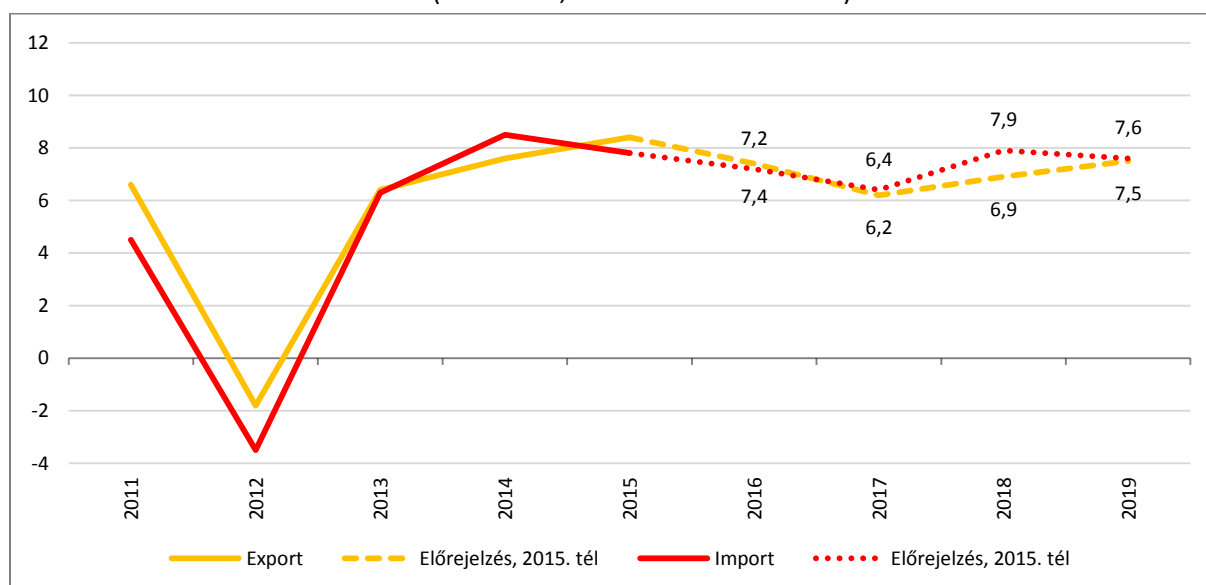
Előrejelzésünk szerint a külső kereslet a teljes növekedési horizonton növekedni fog, ugyanakkor a növekedés a korábban vártnál kisebb lehet. A kisebb növekedést a világgazdaság lassulása okozza. Ennek kapcsán talán leginkább a lassabb kínai növekedéssel kapcsolatos kockázatot, valamint a Brexit hatásait érdemes kiemelni, de 2017 után az előrejelzések szerint lassulhat a cseh és az osztrák gazdaság növekedése is. Ugyanakkor a külső kereslet éves növekedése így is meghaladhatja a teljes előrejelzési horizonton a 2 százalékos szintet. A gazdasági növekedés fennmaradását elősegítik az alacsony olajárak, valamint a világszerte tapasztalható likviditásbőség. Kérdés ugyanakkor, hogy folytatja-e, és

ha igen, milyen ütemben a Fed a tavaly megkezdett kamatemelési ciklusát, hiszen ez lassíthatja az Egyesült Államok és ezen keresztül a világgazdaság növekedését.

A Brent-típusú kőolaj ára továbbra is meglehetősen alacsony, bár a február közepi mélypontról, a 30 dollár alatti hordónkénti árról már felfelé indult, és jelenleg az 50 dolláros szint környékén mozog. A korábbinál magasabb olajárhoz a fundamentális tényezőkhöz kívül hozzájárult a várakozások alakulása is. A fundamentális tényezőkhöz belül a kereslet és a kínálat egyaránt emelkedett: míg az előbbi esetében India szerepe volt a legfontosabb, addig a kínálat növekedését elsősorban Irán növekvő kitermelése határozta meg. Várakozásaink szerint az olaj ára a korábbi hordónkénti 100 dollárt is meghaladó szinthez (2013-ban az olaj ára 108,93 dollár, 2014-ben pedig 99,32 dollár volt) képest továbbra is alacsony marad. Ennek oka elsősorban a növekvő nyersanyagigénnyel rendelkező fejlődő országok lassabb növekedése és így lassabban növekvő olajigénye. A határidős indexek alapján az olaj ára éves átlagban továbbra is az 50 dolláros szint körül ingadozhat, ám ezt az ingadozást kismértékű növekedés kísérheti: míg 2016-ra 46, addig 2017-re 51,7, majd 2018-ra 53,7, míg 2019-re 55,4 dolláros átlagos hordónkénti olajárral számolunk.

Az exportra vonatkozó előrejelzésünket mérsékelte a külső kereslet növekedésére vonatkozó várakozásunk kedvezőtlenebb értéke, bár még így is a kivitel további határozott növekedésére számítunk, mely azonban előrejelzésünk szerint a 2015-ös kiemelkedően magas, 8,4 százalékos értéktől elmarad. Az export hosszú távú növekedését ugyanakkor nagyban meghatározhatja, hogy mennyiben sikerül új termelőkapacitásokat kiépíteni, valamint hogy mennyire sikerül a szolgáltató ágazatot (például turizmus, üzleti szolgáltatások) is fejleszteni, amely magas hozzáadott értékű exporttal rendelkezik. E szempontok miatt is lényeges, hogy mennyire sikerül a következő években hatékonyan és a jövőbeni növekedést is elősegítő módon felhasználni az uniós támogatásokat.

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



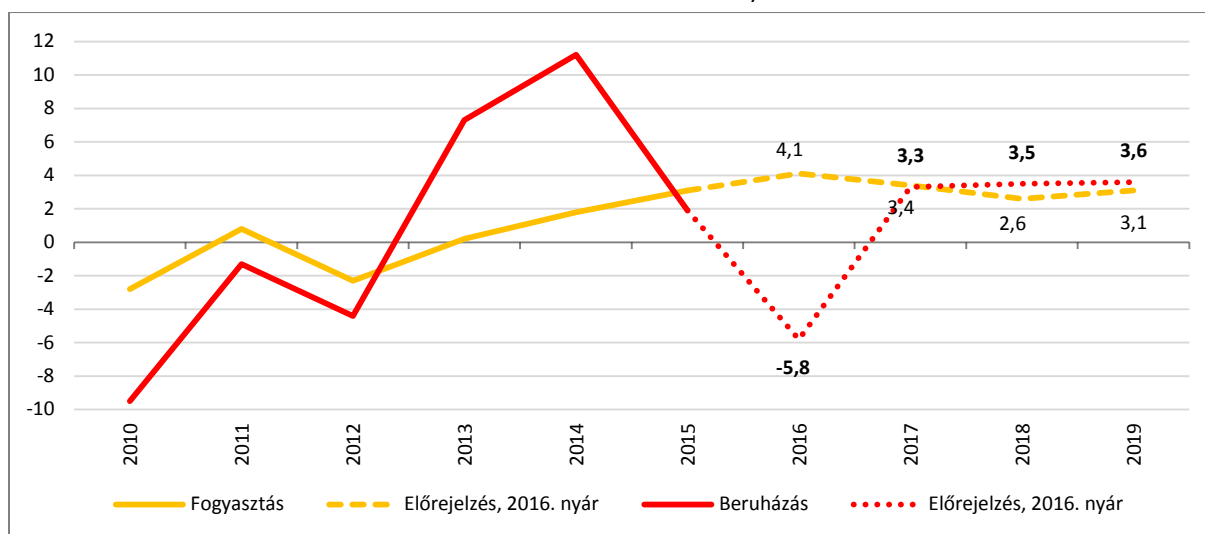
Forrás: KSH, Századvég-számítás

Az import növekedési pályája az exportéhoz meglehetősen hasonlóan alakul, tehát itt is dinamikus bővülésre számíthatunk a jövőben is. Ez nem is meglepő, hiszen Magyarországon, amely kis, nyitott gazdaság, kiemelkedő a külkereskedelem szerepe, és több, az export szempontjából fontos iparág jelentős importtartalommal rendelkezik. Az import növekedéséhez ugyanakkor az export bővülése mellett érdemben hozzá fog járulni a fogyasztás és – 2016 után – a beruházás bővülése. Várakozásaink szerint a növekvő bérszínvonalnak köszönhetően folytatódik a külföldi utazásokra fordított összegek dinamikus növekedése – ez azt jelenti, hogy a szolgáltatások külkereskedelmi forgalmában megjelenő turizmus import első negyedévben mért 33,2 százalékos bővülése után további jelentős élénkülésre számítunk.

A fentiek alapján a nettó export kismértékű növekedésére számítunk: míg a változatlan áras egyenleg 2016-ban és 2017-ben érdemi mértékben nőhet, addig 2018-ban kismértékű fékeződés várható, amelyet 2019-ben ismét növekedés követ. Ez azt jelenti, hogy bár a nettó export szerepe a gazdasági növekedés előmozdításában mérséklődhet, a külkereskedelmi mérleg egyenlege a jövőben is jelentős aktívummal zárhat, amely jelentősen mérsékli az ország sérülékenységét.

2016-ban a növekedés fő húzóerejét a háztartások fogyasztási kiadásai jelentik, idén ennek 4,1 százalékos bővülésére számítunk. A bővüléshez több tényező együttes hatása járul hozzá. Ilyenek a munkanélküliség csökkenése, a bérek (részben az egyre több ágazatban megjelenő munkaerőhiányból, valamint a közszféra bérrendezéseiből következő) emelése, a háztartások óvatossági motívumának oldódása, valamint idén a személyi jövedelemadó mérséklése. Várakozásaink szerint a fogyasztás érdemi, 3 százalékos meghaladó bővülése a teljes előrejelzési horizonton fennmarad, ám a 2016-ostól a személyi jövedelemadó csökkentésének bázisba épülése miatt elmarad.

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



Forrás: KSH, Századvég-számítás

Fontos ugyanakkor hangsúlyoznunk, hogy a fogyasztás bővülése – szemben a válság előtti időszakokkal – nem jár együtt a lakosság eladósodásával, hiszen az elsősorban a bérek emelkedése és nem pedig hitelek felvétele eredményeként történik. A fogyasztás bővülését ugyanakkor elősegíti az is, hogy a válság előtt felvett hitelek törlesztése, illetve kedvezőbb konstrukciójúra váltása (például forintosítás) fokozatosan megtörténik, és így a lakosságnak jövedelme egyre kisebb hányadát kell korábban felvett hitelek törlesztésére fordítania.

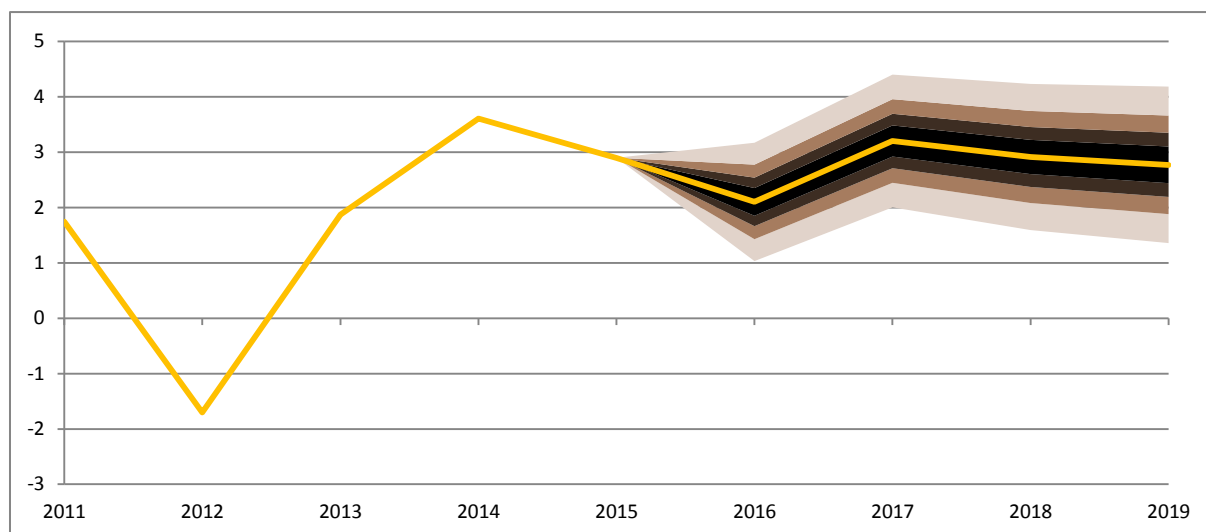
Míg a fogyasztás dinamikája meglehetősen egyenletesen alakult az elmúlt néhány évben, illetve alakul majd várhatóan a következő években, addig a beruházások dinamikája ennél sokkal erősebben ingadozik. A beruházások 2013-ban és 2014-ben jelentős növekedést tudtak elérni az uniós források lehívásának köszönhetően. Mivel azonban a 2007 és 2013 közötti ciklus forrásainak lehívására utoljára 2015-ben volt lehetőség, és a 2014 és 2020 közötti támogatási ciklus forráslehívásai csak fokozatosan indulnak el, ezért 2016-ban a beruházások jelentős csökkenésére számítunk. 2017-től ugyanakkor a beruházások pályája ismét növekedhet az új költségvetési ciklushoz kapcsolódó támogatások lehívásának következményeként. A kormányzat egyik célja, hogy a támogatásokat most ne az utolsó pillanatban, a költségvetési ciklus lejárta után hívják le, hanem már a támogatási ciklus vége előtt. Szintén célkitűzés, hogy a korábbi időszakokkal szemben most olyan beruházásokat támogassanak elsősorban, amelyek hosszú távon is képesek hozzájárulni a gazdaság növekedéséhez. Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy bár az uniós források nagyban elősegítik a beruházások növekedését, az uniós források rendelkezésre állása és a beruházások közötti szoros kapcsolat mégsem jelenti azt, hogy uniós források nélkül nem lennének beruházások Magyarországon, csupán a támogatásra jogosult vállalkozások

jelentős része megvárja, amíg beruházásait a támogatások segítségével olcsóbban hajthatja végre.

A beruházások alakulása jelentősen kihat ugyanakkor a GDP alakulására is. Ennek eredményeként idén a beruházások jelentős mértékben visszafogják a gazdasági növekedés ütemét, és így a tavalyi 2,9 százalékosnál mérsékeltebb, 2,1 százalékos bővülést várunk. Ezzel szemben jövőre a növekedés ennek másfélszerese, 3,2 százalék lehet számításaink szerint, amihez a fogyasztás és a beruházás növekedésén kívül jelentősen hozzájárulhat a vártnál expanzívabb fiskális politika a kormányzati kiadások növelésén keresztül. 2018-ban és 2019-ben is folytatódhat a 3 százalék körüli növekedés. Ennek mértékét 2018-ban 2,9, míg 2019-ben 2,8 százalékra becsüljük.

Előző, decemberi előrejelzésünkhöz képest ez azt jelenti, hogy a növekedési kilátások a 2016-os évre vonatkozóan a gyengébb első negyedévének és a beruházások vártnál is nagyobb lassulásának eredményeként romlottak, a korábban várt 2,3 százalékos növekedés helyett már csak 2,1 százalékos bővülésre számítunk. A vártnál gyengébb 2016-os növekedést azonban egy jóval erősebb 2017-es bővülés követheti, amely így jelentősen meghaladhatja a decemberi előrejelzésünkben szereplőt. Szintén felfelé korrigáltuk a 2018-as és 2019-es előrejelzéseinket. A növekedést továbbra is támogatja a világszerte – így Magyarországon is – laza monetáris politika. Ugyanakkor a Fed várt kamatemelései fékezhetik a várt bővülést mind hazánkban, mind a világgazdaságban. A növekedés kockázatai közül a világgazdasági konjunktúra alakulását, valamint az olajárak esetleges emelkedését érdemes kiemelni: az olajárak alacsony szintje az elmúlt években képes volt elősegíteni a magyar gazdaság növekedését, mivel Magyarország ezen nyersanyagot importálja. A pozitív kockázatok közül érdemes megemlíteni a magyar államadósság finanszírozásának még olcsóbbá válását, amelyet elősegíthet az is, ha a magyar államadósságot a többi hitelminősítő is befektetésre ajánlott kategóriába sorolja és esetleg e kategórián belül is tovább javítja. Szintén nagyobb növekedéshez vezethet az is, ha tovább sikerül növelni a foglalkoztatási rátát, vagyis még több inaktívat sikerül a munkaerőpiacra juttatni.

13. ÁBRA: A KÖZÉPTÁVÚ GDP-ELŐREJELZÉS LEGYEZŐÁBRÁJA



Forrás: KSH, Századvég-számítás

Decemberi előrejelzésünkben még a kibocsátási rés 2015 végi záródására számítottunk, ám a 2016. I. negyedéves, a vártnál gyengébb növekedési adat ezen várakozásunkat felülírta. Legújabb előrejelzésünk szerint a kibocsátási rés csupán 2016-ban záródhat és csupán 2017-től juthat el pozitív szintre. Előrejelzésünk szerint a kibocsátási rés értéke 2018-ban és 2019-ben is a GDP 1 százaléka körül alakulhat, vagyis a gazdaság tényleges kibocsátása ennyivel haladhatja meg a ténylegest, ami az infláció kismértékű növekedéséhez vezethet.

Előrejelzésünk szerint a munkaerőpiac bővülése az idei év folyamán lelassul a korábbi időszakok dinamikusan növekvő aktivizálódása és foglalkoztatása után maradt csökkenő tartalék, valamint a speciális szakképesítési igényeknek való megfelelési problémák miatt. 2017-ben és 2018-ban egy a most megfigyelhető növekedési ütemnél lassabb, de stabil foglalkoztatotti létszámbővülés várható. 2016 folyamán a foglalkoztatottak létszáma a jelenlegi (2016. I. negyedév) 4,3 millió fős szinten marad. Ez 2015-höz viszonyítva 2,3 százalékos bővülést jelent, ami elsősorban az I. negyedévi kedvező adatoknak köszönhető. 2017 folyamán 0,6 százalékos foglalkoztatás bővülést prognosztizálunk, ami 2018 és 2019 folyamán 1,1, illetve 0,9 százalékra gyorsul. A munkanélküliségi ráta idén 5,6 százalék körül alakul, ami 2017-ben 5,4, 2018–2019-ben pedig 5, illetve 4,9 százalékra mérséklődik.

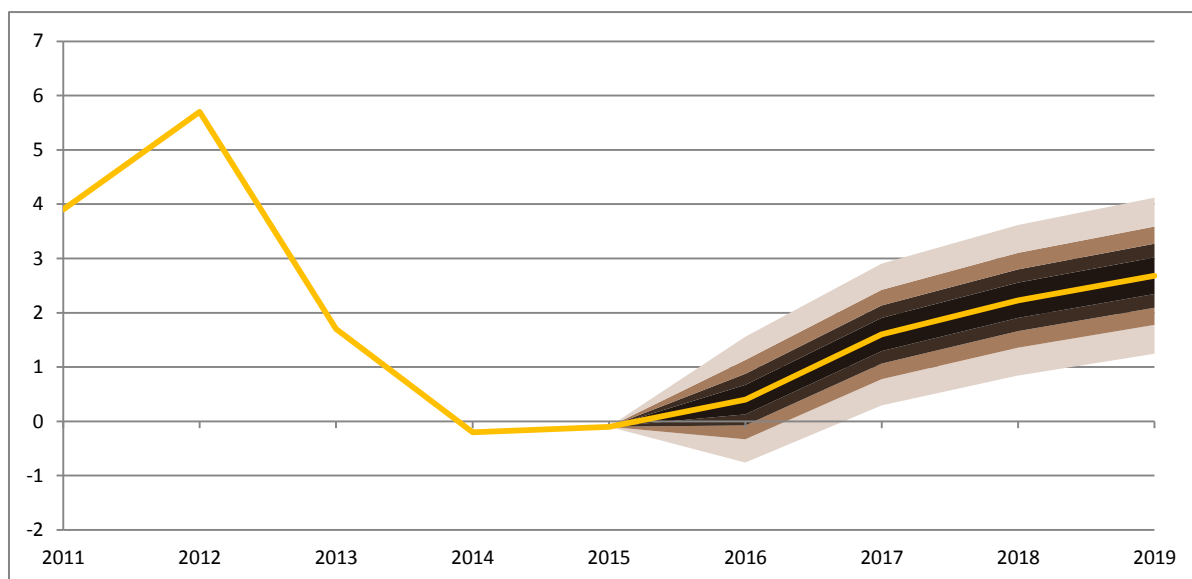
A tavalyinál lassabb középtávú foglalkoztatás növekedést több tényező együttese magyarázza. A versenyszférában a dinamikusan bővülő ágazatok esetében az erősödő munkaerőhiány, a feszes munkaerőpiac és a bérfeszességek munkaerőköltséget felhajtó hatása fogja vissza a foglalkoztatás növekedését. Ez az egyik oldalon lassíthatja a gazdasági növekedést, ugyanakkor ösztönözheti a termelékenység-növelő beruházások megvalósítását. A versenyszféra kevésbé növekvő munkakeresletét 2017-ben még kiegészíti a közszférában

dolgozók csökkenése, ami a közfoglalkoztatás volumenének mérséklődéséből és a várható bürokráciacsökkentésből származik.

A bérek alakulását mind rövid-, mind pedig középtávon elsősorban kedvező folyamatok befolyásolják. A közsférában megvalósuló bérrendezések a teljes előrejelzési időhorizonton éreztetik hatásukat, miközben a versenyszférában is számottevő mértékű béremelések várhatók. Ugyanakkor a bruttó reálbérek növekedését középtávon visszafogja a gyorsuló infláció, így míg 2016-ban 5,1 százalékos reálbér emelkedés várható, ez 2017-ben 3,8 százalékra, míg 2018–2019-ben 3,5, illetve 3,2 százalékra lassul. Ez azonban még mindig magasabb, mint a várható gazdasági növekedés, így a bérből élők relatív helyzete az előrejelzési időhorizont teljes szakaszán javuló tendenciát mutat.

Az infláció az elmúlt években kiemelkedően alacsony volt, a 2015-ben mért $-0,1$ százalékos értéke jelentősen elmarad a jegybank 3 százalékos inflációs céljától. Előrejelzésünk szerint az infláció a teljes előrejelzési horizonton alacsony marad, ám fokozatosan közelít a jegybank inflációs céljához és 2018. első felében már 2–4 százalékos célsáv alját is elérheti. Idén a pénzromlás mértékét 0,4 százalékosra becsüljük, amiben már számolunk a cigaretta jövedéki adójának őszi emelésével. Az alacsony inflációs rátához továbbra is elsősorban az olajárak tartósan alacsony szintje, valamint a mérsékelt külső infláció járul hozzá, amely várakozásaink szerint a teljes előrejelzési horizonton fennmarad. 2017-ben az inflációt több belső sokkhatás is éri: a jövedéki adó további emelése pozitív sokkot, míg az általános forgalmi adó több termékcsoporthoz bekövetkező csökkentése negatív sokkot jelent a pénzromlás ütemének szempontjából. Ugyanakkor a pozitívvá váló kibocsátási rés az infláció növekedésének irányába hat, de várakozásaink szerint a kibocsátási rés szintje a teljes előrejelzési horizonton elmarad attól a szinttől, amely már túlzott mértékben fűtené fel az inflációt. Várakozásaink szerint 2018-ban az inflációs ráta 2,2, míg 2019-ben 2,7 százalékot tehet ki. A hosszabb ideje alacsony infláció nyomán az inflációs várakozások is historikus mélypontjukra jutottak, azaz a lakosság áremelkedésre vonatkozó várakozásai mérsékeltek, ami szintén segíti az infláció alacsony szinten maradását.

14. ÁBRA: A KÖZÉPTÁVÚ INFLÁCIÓS ELŐREJELZÉS LEGYEZŐÁBRÁJA



Forrás: KSH, Századvég-számítás

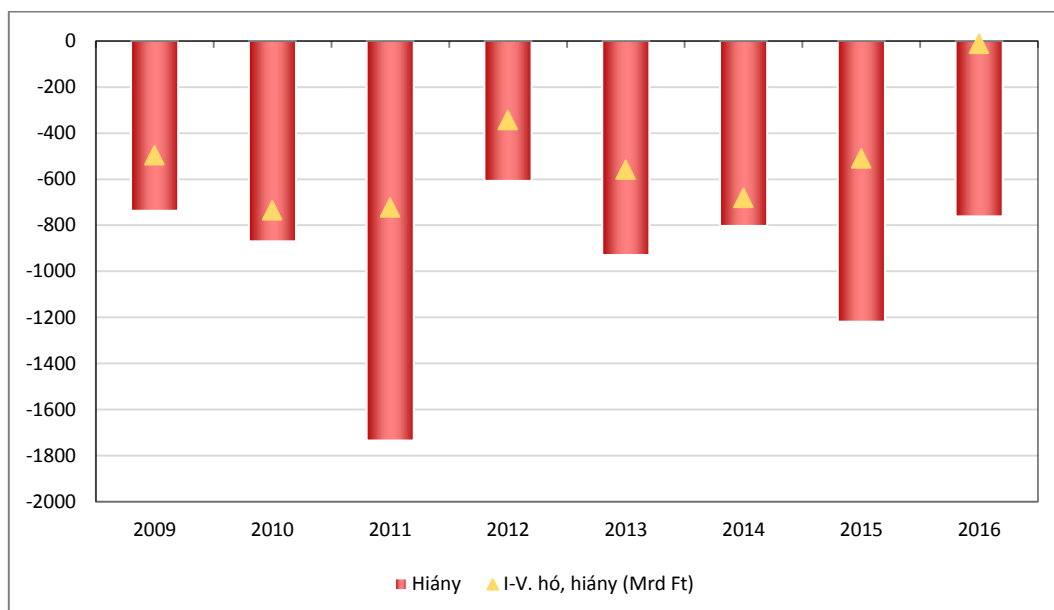
A mérsékelt inflációs folyamatok tükrében továbbra is laza monetáris politikára számítunk. Várakozásaink szerint a jegybank 2017 végéig fenntartja a jelenlegi, 0,9 százalékos alapkamatot, amelyet kommunikációja is alátámaszt. Ez egyben azt is jelenti, hogy a reálkamat 2017-ben negatív lesz. Az alapkamat pályájának alakulását ugyanakkor több tényező is befolyásolja. Ezek közül érdemes kiemelni a külföldi jegybankok alapkamatának alakulását, a világ pénzügyi piacain kialakuló folyamatokat, valamint a külső inflációs környezetet. Az alacsony alapkamat akkor tartható fenn, ha a hazai és a nemzetközi pénzpiacokon nem alakul ki jelentős turbulencia, amely fenyegethetné a forint árfolyamát. Ebből a szempontból érdemes lehet kiemelni a magyar adósság besorolásának további felminősítését, amelynek bekövetkezése esetén a forint kismértékben erősödhet. A Fed által meghatározott amerikai irányadó kamat várható növekedését ugyanakkor egyelőre ellensúlyozni tudja az EKB továbbra is kiemelkedően laza monetáris politikája. Az előrejelzési horizonton nem számítunk a forint árfolyamának jelentős változására, bár egy-egy külső piaci sokkhatás ezen várakozásunkat felülírhatja. Az, hogy a Magyar Nemzeti Bank monetáris tanácsa mikor kezd kamatemelési ciklust, jelentős részben külső tényezők által határozódik meg, de 2017 végéig erre nem számítunk. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a piaci tényezők (például az amerikai alapkamat növelésének elmaradása) esetlegesen a jegybanki alapkamat csökkentéséhez is vezethetnek.

Az államháztartási helyzet prognózisa

A 2016. évi költségvetés

2016. év első öt hónapjában az államháztartás központi alrendszere 13,2 milliárd forintos hiányt halmozott fel. Ezen belül a központi költségvetés 98,9 milliárd forintos deficittel, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 48,9 milliárd forintos, az elkülönített állami pénzalapok pedig 36,8 milliárd forintos többlettel zártak. A január–májusi teljesülés az idei év egészére előirányzott hiány mindössze 2 százalékát érte el, ami az elmúlt évekhez képest jelentősen kedvezőbb. A központi alrendszer ötödik havi egyenlege 131,7 milliárd forint többletet tett ki, ami mellett az elkülönített állami pénzalapok és a társadalombiztosítás pénzügyi adatai is aktívummal zártak. Az elmúlt év azonos időszakában az államháztartás hiánya csaknem 500 milliárd forinttal volt magasabb, amit egyrészt a gazdasági növekedés adógeneráló hatása magyaráz, másrészt 2015-ben jelentős hiánynövelő tételt jelentett az uniós kifizetések késése.

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



Forrás: NGM, MÁK; * 2009–2015 között a teljesült, míg 2016-ban a tervezett hiányhoz viszonyítva

Ugyanakkor több olyan tétel is van a költségvetésben, amelynek teljesülése nem időarányosan történik, ilyenek például az uniós támogatásokhoz kapcsolódó kifizetések is. A kormányzati kommunikáció szerint a szaktárca az új, 2014–2020 közötti időszak kifizetéseinek felfutását a harmadik negyedévre várja. Ez jelenti azt is, hogy a hiány időarányos lefolyása nem jelenthet – főképp az év első felében – vonatkoztatási pontot az év végi egyenlegre.

A 2016-os költségvetés egyes tételeinek elemzésekor a T/10534-es számú módosító indítvány szerinti állapotból indulunk ki. Bevételi oldalon számításaink szerint idén a tervekhez képest 94 milliárd forintos felülteljesülés következhet be.

A bázisidőszakhoz viszonyítva a gazdálkodói szervek befizetései 118 milliárd forinttal emelkedtek, ami a társasági adó teljesülésére visszavezethető pozitív és a bányajáradék negatív alakulásából következik. A növekedési adóhite² keretében a tavaly óta igénybe vehető részletfizetési lehetőséget kihasználva 542 milliárd forint kedvezményt vettek igénybe a vállalatok, így ez az idei évre 271 milliárd forintos többletbevételt jelenthet a költségvetés számára, amelyet a beruházások adócsökkentő hatása mérsékelhet. A két tényező eredőjeként a társaságiadó-bevételek várakozásaink szerint a kormányzat által prognosztizáltak megfelelően alakulhatnak. Ugyanakkor a korábban vártnál alacsonyabb olajárak miatt a bányajáradékból becsléseink szerint 8 milliárd forinttal kevesebb folyhat be.

Ezzel szemben az év eddigi részének rendelkezésre álló adatai alapján arra számítunk, hogy az egyéb központosított bevételek esetében a vártnál 17 milliárd forinttal magasabb bevétel folyik be. Szintén a vártnál nagyobb bevétel származhat idén a kisvállalkozói adókból. Itt a felülteljesítés mértéke 8 milliárd forint lehet.

A fogyasztás dinamikus bővülése, valamint a gazdaság fehéredésének hatására a fogyasztáshoz kapcsolt adókból származó bevétel további növekedésére számítunk, így az általános forgalmi adókból származó bevétel 47 milliárd forinttal, míg a jövedéki adókból származó 30 milliárd forinttal lehet nagyobb a tervezettnél, azonban a pénzügyi tranzakciók illeték mértéke 12 milliárd forinttal elmaradhat a várttól.

A lakosság befizetéseinél, hasonlóan a fogyasztási adókhoz, szintén folytatódik az előző év kedvező gazdasági trendje. Habár idén a személyi jövedelemadó kulcsa a korábbi 16 százalékról 15 százalékra csökkent, valamint a kétgyermekesek adókedvezménye is növekedett, ezt a hatást ellensúlyozni tudta a növekvő bérekből származó magasabb jövedelem és a csökkenő munkanélküliség. Összességében várakozásaink szerint a lakossági befizetések 31 milliárd forinttal haladhatják meg a kormányzat várakozásait.

A **kiadások** tekintetében a bázisidőszakhoz képest csökkenés tapasztalható az év első öt hónapjában. Várakozásaink szerint az előirányzatnál éves szinten is alacsonyabb lesz 10 milliárd forinttal a szociálpolitikai menetdíj-támogatás, míg a lakástámogatásokra fordított összeg a Családi Otthonteremtési Kedvezménynek köszönhetően megnő, a költségvetésben tervezett 154 milliárdos értéket akár 50 milliárd forinttal is meghaladhatja. A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásain a tavalyi évhez képest a Kormány lefelé korrigált. A változás iránya megegyezik az általunk várttal.

² Az adóévi adózás előtti eredménynek a megelőző adóév adózás előtti eredményét meghaladó része után az adót a következő két adóév során kell megfizetni.

A 2016-os költségvetés június 23-án kihirdetett módosítása a költségvetés bevételi és kiadási oldala egyaránt növekszik. A bevételi oldal növekedése azonban nem új adók vagy járulékok kivetéséből történik, hanem a 2015. évi magasabb bevételek áthúzódó hatásának következménye. Ebben jelentős szerepe van a kormányzat gazdaságfehérítési programjának is. A korábban vártnál magasabb bevételek eredményeként mintegy 100 milliárd forinttal több jut idén oktatásra, 50 milliárd forinttal lakásépítési támogatásokra, szintén 50 milliárd forinttal a Modern Városok Programra, de megemelték a költségvetés tartalékait is.

Az ország kedvezőbb kockázati megítélésének eredményeként várakozásaink szerint 2016-ban a nettó **kamatkiadás** a 2015-ösnél 43,8 milliárd forinttal alacsonyabb lehet. A kamatbevételek az év első öt hónapjában 48,7 milliárd forintot tettek ki, a kamatkiadások pedig 284 milliárd forintot értek el, így a nettó kamatkiadás összességében 235,3 milliárd forinton állt.

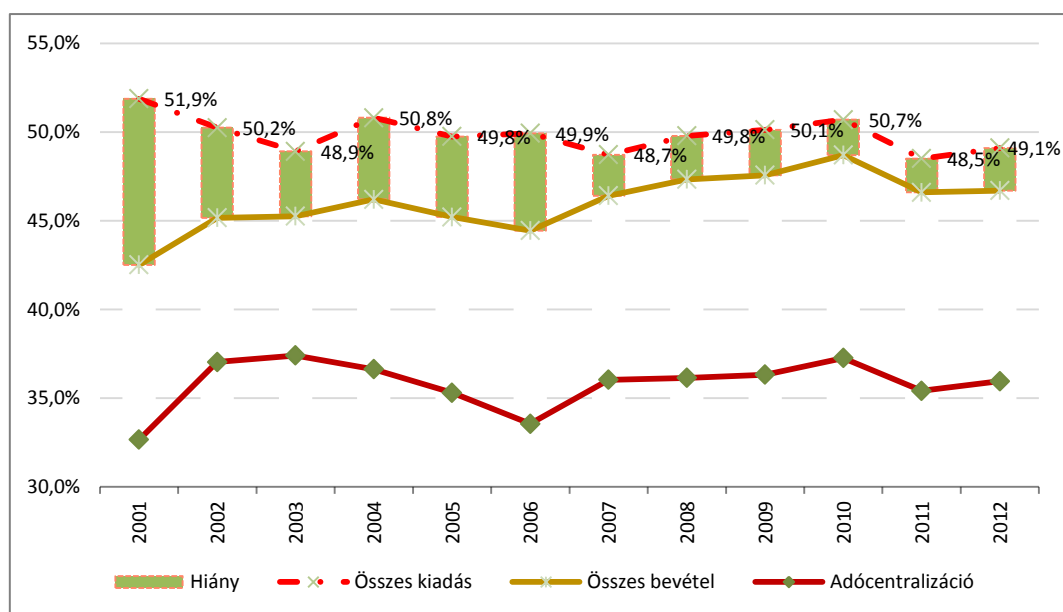
Míg a költségvetési törvény a 2016-os évre 2 százalékos GDP-arányos **deficittel** számol, addig előrejelzésünk szerint a hiány ennél kedvezőbb, 1,8 százalékos lehet az idén, tehát a 3 százalék alatti hiánycél immáron ötödik éve teljesülhet. 2016-ban is folytatódhat a változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos adósságállomány csökkenése: a ráta a 2015 végi 75,3 százalékos szintről 73,9 százalékra mérséklődhet.

A 2015. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a KESZ-állomány változatlanságára vonatkozó várakozásainkra – a GDP 73,9 százalékára csökkenhet az egy évvel korábbi 75,3 százalékos szintről.

A 2017. évi költségvetési kilátások

Április végén a Kormány benyújtotta a 2017. évi költségvetési törvény tervezetét, amit június 13-án fogadott el az Országgyűlés. A költségvetési tervezettel együtt a következő évi adócsomagot is beterjesztették, a fejezetben szereplő elemzések alapvetően erre a két dokumentumra épülnek. Először felvázoljuk a költségvetésitörvény-tervezet és az adócsomag legfontosabb jellemzőit, sarokszámait. Ezt követően a saját 2016. évi előrejelzésünkre építve jelezzük előre a legfőbb 2017. évi tervszámokat, ami alapján körvonalazódnak a kormányzati prognózissal szembeni eltérések és ezek alapján a legfontosabb, a költségvetési egyenleget érintő kockázatok.

16. ÁBRA: AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS FŐ PÉNZFORGALMI SZÁMAI A GDP SZÁZALÉKÁBAN



Megjegyzés: A 2016. és 2017. évi adatok előirányzatok, a többi tényadat. Forrás: MKOGY

A 2017. évi költségvetésitörvény-tervezet alapján a következő évben a konszolidált pénzforgalmi kiadások a GDP 49,1 százalékát, a bevételek a 46,7 százalékát teszik ki. A GDP-arányos kiadások esetében 0,6 százalékpontos, a GDP-arányos bevételek esetében valamivel kisebb, 0,1 százalékpontos növekedés figyelhető meg az idei évi előirányzatokkal szemben. Az adócentralizáció mértéke ezzel továbbra is az elmúlt évekéhez hasonló, gyakorlatilag stagnáló trendet követi.

A bevételek és kiadások különbsége, azaz a pénzforgalmi hiány a költségvetésitörvény-tervezet szerint a GDP 2,2 százaléka, ami a pénzforgalmi és eredményszemléletű hiányok közötti átjárást biztosító, úgynevezett ESA-híd korrekciója után 2,4 százalékos GDP-arányos deficitet és 704,5 milliárdos eredményszemléletű nominális hiányt jelent.

A költségvetés tervezetében megfogalmazott célok konzekvensen illeszkednek a Kormány közép- és hosszú távú társadalmi-gazdasági stratégiájába: csökken a lakosság adóterhelése, tovább erősödik a családközpontú gazdaságpolitika. A következőkben strukturáltan foglaljuk össze a 2017. évi költségvetésitörvény-tervezet legfontosabb pontjait.

A családok helyzete

A családok helyzetét javító intézkedések a következők:

- A kétgyermekes családok esetében a családi adókedvezmény 2017-ben eléri a gyermekekenként igénybe vehető havi 15 ezer forintos szintet.
- A felmenő rendszerben bevezetett ingyenes tankönyvellátásnak köszönhetően már az általános iskolák minden alsó tagozatos és a felső tagozat 5. osztályos diákjai is ingyenes tankönyvellátásban részesülnek.

- 2017-től a munkahelyi bölcsődék üzemeltetői állami támogatásra is jogosulttá válnak, amivel az állam a kisgyermekes szülők munkavállalását segíti.
- A kibővült otthonteremtési program keretében 2017-ben a családok igénybe vehetik a családok otthonteremtési kedvezményét és az ahhoz kapcsolódó kamattámogatott hitelt, csökkent az új lakások áfája, valamint kialakították a Nemzeti Otthonteremtési Közösségek keretét is. Mindezek mellett 2017-ben a Kormány a lakás-takarékpénztári támogatások bővítését is fokozza, tovább könnyítve a saját otthon megteremtését.

A munkahelyteremtés és a rászorulókat támogatása

A munkahelyteremtéshez és a rászorulókat támogatásához kapcsolódó legfontosabb intézkedések a következők:

- 2017-től a közfoglalkoztatás időtartama is beleszámít az álláskeresési időszakba, ennek értelmében az így foglalkoztatottak is jogosulttá válnak a Munkahelyvédelmi Akció kedvezményére tartós munkanélküliség esetén. A vállalati szektor ösztönzésével így a Kormány a leghátrányosabb munkaerő-piaci csoportok elhelyezkedését segíti.
- A gyermekétkeztetés kibővítése után 2016-tól az összes nevelési/oktatási szünetben is lehetőség nyílik a rászoruló gyermekek étkeztetésére, ami 2017-ben további forrásbevonással valósul meg.
- A legalacsonyabb jövedelmi rétegek fogyasztási kosarában nagy súllyal szereplő árucikkek – mint a tojás, a friss tej és a baromfi – áfakulcsa 5 százalékra csökken, javítva a csoport életszínvonalát.

Oktatás, egészségügy

Az oktatáshoz és az egészségüghöz kapcsolódó intézkedések a következők:

- Folytatódik a pedagógusok és a felsőoktatásban oktatói, kutatói és tanári munkakörben foglalkoztatottak béremelése.
- A tervezet többletforrásokat rendel a betegágyas ellátáshoz, és nagy hangsúlyt kapnak a szűrési és megelőzési programok.
- Az egyéb, alapvető közszolgáltatásokat biztosító ágazatokban (egészségügy, szociális és gyermekvédelmi ágazat, felsőoktatás és kulturális ágazat) dolgozó közalkalmazottak bérrendezésére is sor kerül.

Ezenfelül 2017-ben folytatódik a rendvédelmi és honvédelmi dolgozók illetményemelése, az állami tisztviselők bérrendezése, továbbá a Nemzeti Adó- és Vámhivatal foglalkoztatottainak bére is emelkedik.

Európai uniós források

A 2014–2020 között lehívható 12 000 milliárd forint fejlesztési és beruházási támogatások legalább 60 százalékát gazdaságfejlesztésre és munkahelyteremtésre fordítja a Kormány.

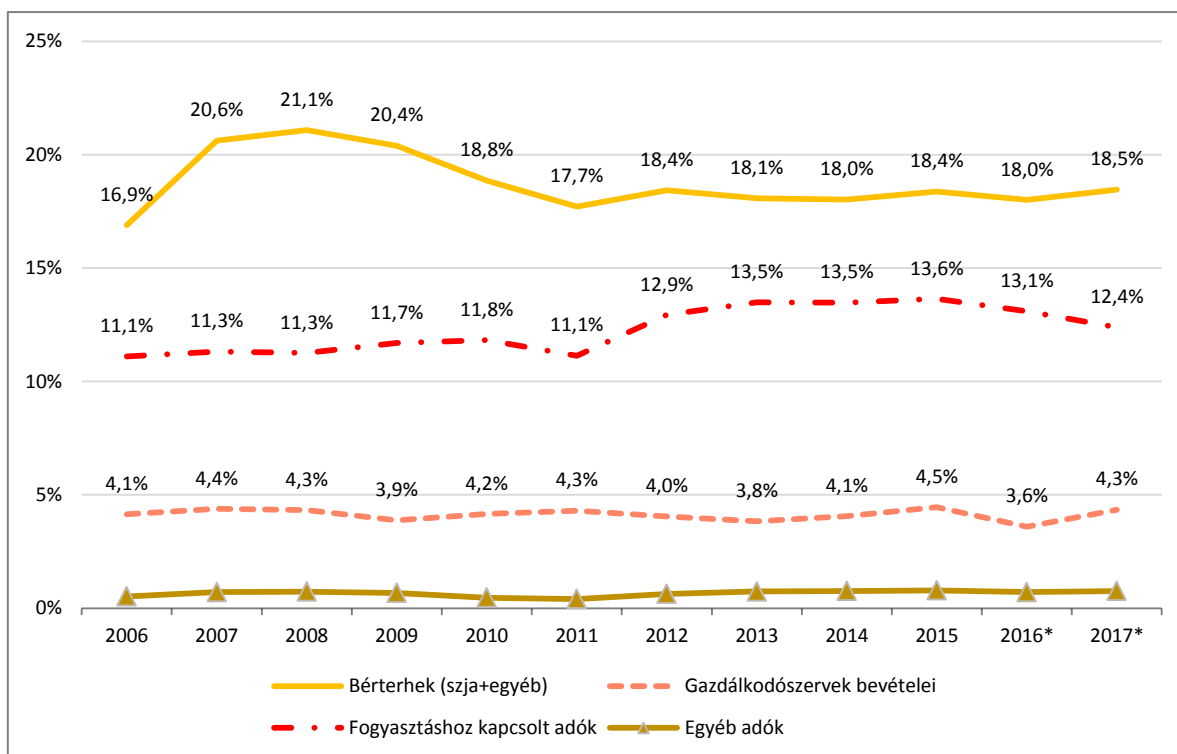
További források jutnak az egészségügyi és szociális ágazatok fejlesztésére, a társadalmi felzárkózást elősegítő programokra, valamint a közigazgatási és közszolgáltatási infrastruktúra modernizálására. Fontos változás, hogy a korábbinál nagyobb szerepet szán a kormányzat a visszatérítendő támogatásokra, ami a források többszöri kihelyezését teszi lehetővé.

Adócsomag

A 2017. évre benyújtott adócsomag legtöbb eleme jelentős átrendeződést nem okoz. A 2017-es évben a következő adópolitikai intézkedések hoznak változást:

- A **bankadó** felső kulcsa 2017-ben 0,24 százalékról 0,21 százalékra csökken, továbbá a hitelintézetek adóalapjukat nem a 2009. évi módosított mérlegfőösszeg szerint, hanem az adóévet megelőző második adóévi éves beszámoló adataiból számított, módosított mérlegfőösszeg alapján kell meghatározniuk.
- A **hitelintézeti járadék** megszűnik.
- Az **általános forgalmi adó** mértéke több termék esetében csökken:
 - 5 százalékra csökken a friss tej, a baromfi és a tojás áfakulcsa;
 - 27-ről 18 százalékra csökken az éttermi étkezés és az internetszolgáltatás áfakulcsa.
- **Jövedéki adó:** a kőolaj árának függvényében változhat az üzemanyagok adójának mértéke. Az olajár esetében az 50 dolláros küszöbértéket fogadták el: ha a kőolaj világpiaci ára ez alá a szint alá csökken, akkor automatikusan adóemelés lép életbe: a **gázolaj** közterhe literenként 10, a **benzíné** 5 forintra növekszik. A **dohánytermékek** jövedéki adóját 2017 végéig három lépésben, összesen 29 százalékkal kell megemelni uniós előírások miatt, első lépésben (szeptembertől) a jelenlegi 15 700 forint/ezer szál tételes adó 16 200 forintra emelkedik, a minimumadó ezerszállankénti 28 ezerről 28 800 forintra nő. A parlament döntött arról is, hogy a dohánytermékekre 2017-től adójegy helyett zárjegy kerül és az e-cigaretta is bekerül a jövedéki termékek közé.

17. ÁBRA: EGYES ADÓBEVÉTELEK SZERKEZETE A GDP ARÁNYÁBAN



Megjegyzés: A 2016. és 2017. évi adatok előirányzatok, a többi tényadat. Forrás: KSH, Századvég-számítás

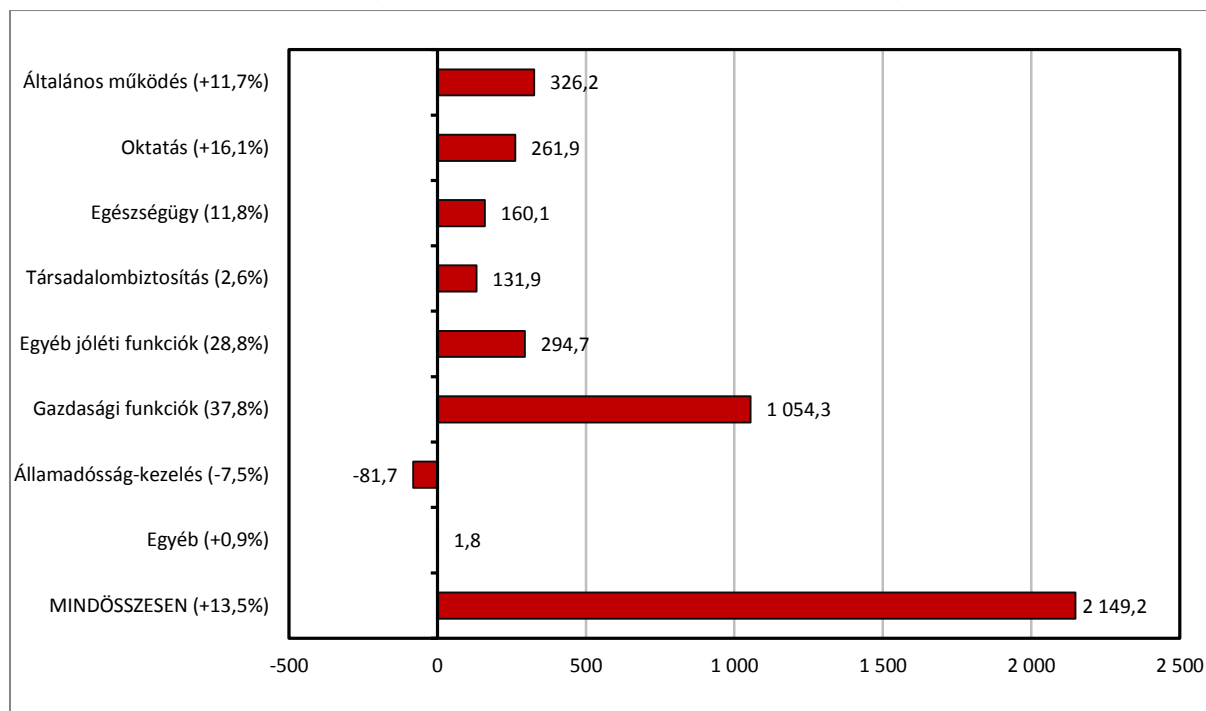
A 17. ábrán a GDP-arányos adóbevételek szerkezeti megoszlását kísérhetjük figyelemmel. A 2012-ben megemelkedett, fogyasztásra rakódó terhek kismértékű csökkenését és a bérteher azóta stagnáló trendjét látjuk. Ebből a szempontból a következő év közel stagnáló helyzetet mutathat.

Az alábbi szakaszban a 2017. évi költségvetésjavaslat-tervezet konszolidált kiadásait 2016. évi összehasonlító áron számítva (az összevetést torzító tényezők kiszűrése végett), funkcionális bontás alapján hasonlítjuk össze az idei előirányzatokkal.

A 2017. évi költségvetésjavaslat-tervezet az állami szerepvállalás növelését eredményezi, mivel a főbb kiadási tételek többsége növekszik a jövő év folyamán. Az előirányzatban az állam az államadósság-kezelés kismértékű csökkenésén túl minden más esetben növelte funkcionális megbontású kiadásait.

Az állami funkciók esetében minden altétel emelkedett, azonban ezek közül mégis a rendvédelem és közbiztonság soron történt GDP-arányosan is emelkedés. A 0,6 százalékos, GDP-arányos emelkedés a fegyveres és rendvédelmi dolgozók életpályamodelljéből fakad. Az állam továbbá többet költ majd az ágazati életpályamodellek folytatására. Tovább nő a rendvédelmi dolgozók, a felsőoktatásban dolgozók és a pedagógusok fizetése, folytatódik az egészségügyben dolgozók bérrendezése. A céltartalékok sor alatt a Kormány 20 milliárd forintot különített el a közsférában foglalkoztatottak bérkompenzációjára és további 180,6 milliárd forintot az ágazati életpályák és bérintézkedések finanszírozására.

18. ÁBRA: FŐBB KIADÁSI TÉTELEK VÁLTOZÁSA 2016-BAN 2015-HÖZ KÉPEST, REÁLÉRTÉKEN
(MRD FT, KONSZOLIDÁLT ADATOK ALAPJÁN)



Forrás: MKOGY, Századvég-számítás

A jóléti funkciók mindegyike nőtt reálértéken véve. A nagy ellátórendszerek mindegyike többletforrásokhoz jut, az egészségügy 160,1, az oktatás 261,9 milliárd forinttal több forrásból gazdálkodhat. Az előbbiből a felsőfokú oktatás mellett több forrás jut a KLIK működésére, míg az egészségügy esetében főképp a bérrendezések jelennek meg.

A gazdasági funkció tételszerű, jelentős növekedése már nemcsak reálértéken, hanem arányaiban is emelkedést jelent. A pozitív irányú változás a legtöbb altétel során jelentkezik. A közúti közlekedésre költött összegek növekedése a GDP 1,7, az egyéb gazdasági tevékenységek és szolgáltatások 1,5, a környezetvédelem 0,8 százalékos növekedését jelentik. A közlekedésfejlesztés része a Modern városok program. Ennek köszönhetően a kormányzat tervei szerint a ciklus végéig minden megyei jogú város elérhető lesz autópályán.

A funkcióba nem sorolt tételek között a legjelentősebb elem a tartalékok köre,³ ahol az általános tartalék⁴ 10 milliárd forintos emelkedése mellett az Országvédelmi Alap 10 milliárd forintos csökkenése látható. Jelentősen emelkedik viszont a céltartalék sora a maga 44 milliárd forintos többletével. 2016 elején többlettel zárt a költségvetés.

³ A céltartalékok közül csak a kormányzati funkciók szerint nem bontható előirányzatok tartoznak ide, azaz a jövő évi céltartalékok, amelyeket dedikáltan a bérkompenzációra és az ágazati életpályamodellekre különítették el, a megfelelő funkciók közé sorolva be őket.

⁴ Rendkívüli kormányzati intézkedések.

A 2017-es költségvetés kockázatai

A költségvetésitörvény-tervezet ismertetése után bemutatjuk az intézetünk által számszerűsített költségvetési kockázatokat. Az aktuális makrogazdasági előrejelzésünkre alapozva kivetítést készítünk a bevételek és a kiadások alakulására vonatkozóan, amit összevetünk a benyújtott javaslat előirányzataival. Az önkormányzati szektor és az ESA-híd esetében a költségvetésitörvény-javaslatban szereplő tervszámokat alapul véve számszerűsítjük, mekkora költségvetési hiány várható az általunk ismert javaslat alapján.

A bevételi oldalon, a gazdálkodószervezetek befizetéseire vonatkozó előrejelzésünkben az előirányzatnál nagyobb összeg szerepel, aminek az idei költségvetés vonatkozásában már említett növekedési adóhitel program az elsődleges magyarázata. A 2015. évben igénybe vett kedvezmények felét 2017-ben kell visszafizetnie a vállalatoknak, ami így jelentősen megemeli a társaságiadó-bevételeket, előrejelzésünk szerint **32 milliárd forinttal**. A 2016. évi becslésünk kivetítésekképp az egyszerűsített vállalkozói adó (**8 milliárd forint**) és az egyéb központosított bevételek sort (**14 milliárd forint**) is felfelé korrigáltuk.

A fogyasztási adókat szintén alultervezettnek tartjuk. Becslésünk szerint az általános forgalmi adó során a fogyasztásbővülés és az online pénztárgépek kiterjesztésétől várt többletbevétel ellensúlyozni képes az adócsökkentések hatását, így összességében a soron az előirányzaton felül további **9 milliárd forint bevételt** várunk. Említésre érdemes még a jövedéki adó sora, ahol a fogyasztásbővülés és az új jövedékiadó-törvény bevezetésének eredményeként **46 milliárd forint** többletbevételt várunk.

A lakossági befizetések és járulékok esetében kismértékben alacsonyan tervezettnek találtuk az előirányzatot, vagyis pozitív kockázatot azonosítottunk. Az erősödő munkaerőpiac és a növekvő bérek együttese képes teljes mértékben fedezni az adókiengedést, ami így pozitív irányba módosítja az egyenleget. A személyi jövedelemadó esetében **11 milliárd forintos** többletre számítunk.

A kiadási oldalt vizsgálva a szociálpolitikai menetidj-támogatások esetében a Kormány tervei szerint az erre fordított kiadási források stagnálnának az idei évhez képest. Ezt, tekintettel a korábbi évek tapasztalataira, lefelé korrigáltuk, **10 milliárd forinttal alacsonyabb** kiadásra számítunk ezen a soron. Továbbá a CSOK kapcsán a lakásépítési támogatások soron **69 milliárd forint** többletkiadást prognosztizálunk.

A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai esetében egyelőre a 2016. évi várakozásainkhoz hasonlóan a jövő év tekintetében is várakozó álláspontra helyezkedünk. A 2016. évi forráslehívások az év második felében indulhatnak el igazán, egészen addig a kormányzati várakozásokat helybenhagyjuk.

A nettó kamatkidadásokra vonatkozó becslésünk készítésekor nehézséget okozott az ÁKK Zrt. 2017. évi finanszírozási tervének hiánya, így a 2016. évi becslésünket kellett továbbvetítenünk. A kormányzati előirányzathoz képest **40 milliárd forintos eltérést**

találtunk – a 2016. évi kivetítésnél ismertetett módszertan mentén –, ami így a költségvetési hiányt pozitív irányba befolyásolja.

Összegzésképpen elmondhatjuk, hogy az előirányzathoz képest előrejelzésünk 122 milliárd forinttal több bevételt, míg 19 milliárd forinttal kevesebb kiadást tartalmaz, melyek eredője 103 milliárd forintot kitevő, pozitív eltérést gyakorol a kitűzött pénzforgalmi hiánycéla. Figyelembe véve a bruttó hazai termék alakulására vonatkozó várakozásunkat, ez a GDP 0,28 százalékára rúgó, pozitív kockázatot jelent a 2017. évi költségvetés tervezetében. Mivel előrejelzésünk átveszi a kormányzat ESA-hídra, valamint az önkormányzatokat érintő kiadásokra vonatkozó előirányzatokat, ezért várakozásunk szerint a jövő évi GDP-arányos ESA-hiány a kormányzati tervszám alatt, 2,1 százalék körül alakulhat. 2017 végén a bruttó GDP-arányos államadósság szintjét 72 százalékra becsüljük.

1. táblázat: A 2017-es költségvetést övező kockázatok (egyenlegtől való eltérés)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	54	0,15%
Fogyasztási adók	57	0,15%
Lakossági befizetések	11	0,03%
Bevételi oldali kockázatok	122	0,33%
Szociálpolitikai menedj-támogatás	-10	-0,03%
Lakásépítési támogatások	69	0,19%
Nettó kamatkidadások	-40	-0,11%
Kiadási oldali kockázatok	-19	-0,05%
Összesen	103	0,28%

Forrás: Századvég-számítás

A 2018–2019. évi fiskális prognózis

A fiskális politika szakirodalma szerint a megfelelő gazdaságpolitika hatékonyságának mércéjét az államháztartási folyamatok fenntarthatósága jelenti. A fenntarthatóság igényét esetünkben pedig lefordíthatjuk úgy, mint a rövid- és hosszútávon jelentkező szükségletek és feladatok közötti egyensúly megteremtése. Állandó feladatunk egyrészt a versenyképesség – mind európai, mind globális trendnek megfelelő – biztosítása, ami a gazdasági növekedés biztos forrása. Másrészt az európai társadalmak nagy többsége, így Magyarország előtt is komoly demográfiai kihívások állnak: módot kell találni, hogy a társadalom elöregedését megfelelően kezeljük, illetve a demográfiai folyamatokat kedvezőbb irányba mozdítsuk elő. A két kiemelt feladat komoly hangsúlyt kap a 2010 óta tartó gazdaságpolitikában, így a fiskális politikában is. A 2017. évi költségvetés, és az azt megalapozó adótörvények ismeretében elmondhatjuk, hogy előrejelzésünk időhorizontján továbbra is ezek a főbb prioritások uralják majd a fiskális politikát.

1. Családpolitika

A családi adókedvezmény kiterjesztése 2019-ig évente, lépcsősen tovább emelkedik. A családi adókedvezmények egyenletes, évenkénti emelkedésének eredményeként a kétgyermekes családok esetében 2016. évi 12 500 forintos kedvezmény 2019-ig 20 000 forintra növekszik.

2016. január elsejétől egészen 2019. december 31.-ig az új lakások értékesítésekor vagy építésekor a korábban érvényben lévő 27 százalékos általános forgalmi adó mértéke 5 százalékra csökken. Az intézkedéssel párhuzamosan a kormány meghirdette a Családok Otthonteremtési Kedvezményét, ami a gyermekes családok lakáscélú terveit támogatja. A jelenlegi, hatályos állapot szerint mindkét intézkedés 2019-ig áll fenn, egyszerre javítva a családok helyzetén és élénkítve az építőipari termelést.

A kormányzat aktív családpolitikája komoly lépés, aminek célja a kedvezőtlen demográfiai folyamatok javítása. Az intézkedéseknek köszönhetően a népességfogyás üteme lelassulhat, így lehetőséget kap az ország a megfelelő gazdasági struktúra kialakítására.

2. Versenyképesség

A 2014–2020 között lehívható 12 000 milliárd forint fejlesztési és beruházási támogatások legalább 60 százalékát gazdaságfejlesztésre és munkahelyteremtésre fordítja a kormány. További források jutnak az egészségügyi és szociális ágazatok fejlesztésére, a társadalmi felzárkózást elősegítő programokra, valamint a közigazgatási és közszolgáltatási infrastruktúra modernizálására. Fontos változás, hogy a korábbinál nagyobb szerepet szán a kormányzat a visszatérítendő támogatásokra, ami a források többszöri kihelyezését teszi lehetővé.

3. Életpálya modellek

Az állami szférában dolgozók bérrendezése az elmúlt években folyamatosan zajlik. Az emelésre nem csak az érintetteknek, hanem a társadalom egészének szüksége volt. Az életpályamodellek keretében történő bérnövekedés hatására egyrészt nőhet a fogyasztás és a megtakarítás, másrészt a magasabb fizetés a csoport külföldi munkavállalásának esélyét csökkenti.

Az egyik legkorábban bevezetett pedagógusi életpályamodellnek köszönhetően az érintettek a 2013–2014-es tanévben megígért bérnövekedésük 60 százalékát kapták meg, ami a 2018–2019-as tanévig évenként lépcsőzetesen további 10–10 százalékkal növekszik.

A felsőoktatásban oktatói, kutatói és tanári munkakörben dolgozók számára 2016-ban 15 százalékos, majd 2017-ben és 2018-ban további 5-5 százalékos bérrendezés valósul meg.

A hivatásos állományú rendvédelmi és honvédelmi dolgozók 2015. július 1-jétől átlagosan 30 százalékos illetményemelésben részesültek, majd ezt követően 2019-ig évente további 5-5 százalékos, tehát összesen 50 százalékos átlagos illetményemelésben részesülnek.

A részletezett tételek változását modellünkbe beépítve, összességében a 2016. évi Konvergencia Programban szereplő értékeket megalapozottnak tartjuk. A kedvező makroökonómiai folyamatok fennmaradása mellett intézményünk az államháztartás GDP-arányos egyenlegének és a változatlan árfolyamon számolt bruttó államadósság szintjének kedvező alakulására számít, ami egyaránt megfelel a vonatkozó hazai és európai uniós elvárásoknak is. Fiskális politikai modellünkkel készített, középtávú előrejelzésünk alapján a maastrichti kritériumok szerint kalkulált GDP-arányos hiány 2018-ban 1,6, míg 2019-ben - 1,3 százalékos szintet érhet el. A hiány intézetünk által várt szintje mindkét év esetében kis mértékben optimistább a Konvergencia Programban megismert kormányzati várakozásoknál. Hasonló a helyzet a bruttó módon számolt, GDP-arányos államadósság esetében, amit kutatócsoportunk 2018-ra 69,8, 2019-re pedig 67,3 százalékos szintre prognosztizált. A kormány által tervezett célpályát így teljesíthetőnek ítéljük, ami megszorítások nélkül is abszolválható.

Táblázatok

2. táblázat: Középtávú előrejelzés

	2015	2016	2017	2018	2019
Bruttó hazai termék (volumenindex)	2,9	2,1	3,2	3,0	2,8
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	3,2	4,1	3,4	2,6	3,1
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	1,2	-5,8	3,3	3,5	3,6
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	8,4	7,4	6,2	6,9	7,5
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	7,7	7,2	6,4	7,9	7,6
Fogyasztóiár-index (%)	-0,1	0,4	1,6	2,3	2,7
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,35	0,9	0,9	1,35	1,75
Munkanélküliségi ráta (%)	6,8	5,6	5,4	5,0	4,9
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	4,2	5,5	5,4	5,8	5,9
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,0	-1,8	-2,1	-1,6	-1,3
A bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában (EDP)	75,3	73,9	72,0	69,8	67,3
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)	2,0	2,2	2,3	2,0	2,0
Brent típusú olaj hordónkénti ára (USD)	53,0	46,0	51,7	53,7	55,4
Euróárfolyam (HUF)	310	312	312	310	306

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

3. táblázat: Az előrejelzés változása az előző félévhez képest

	Előrejelzés – 2016. nyár			Előrejelzés – 2015. tél		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Bruttó hazai termék (volumenindex)	2,1	3,2	3,0	2,3	2,2	2,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	4,1	3,4	2,6	3,2	2,9	3,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	-5,8	3,3	3,5	-2,4	5,5	6,6
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	7,4	6,2	6,9	7,9	7,2	7,4
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	7,2	6,4	7,9	7,2	8,5	8,9
Fogyasztóiár-index (%)	0,4	1,6	2,3	1,8	2,3	2,6
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	0,9	0,9	1,35	1,35	1,75	3,00
Munkanélküliségi ráta (%)	5,6	5,4	5,0	6,1	6,0	6,0
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	5,5	5,4	5,8	5,5	5,3	5,4
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-1,8	-2,1	-1,6	-1,9	-1,5	-1,5
A bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában (EDP)	73,9	72,0	69,8	74,7	70,7	68,5
GDP-alapon számított külső kereslet	2,2	2,3	2,0	2,3	2,5	2,8
Brent típusú olaj hordónkénti ára (USD)	46,0	51,7	53,7	50,9	54,0	55,8
Euróárfolyam (HUF)	312	312	310	311	308	304

Forrás: Századvég-számítás