

# **Elemzés és előrejelzés a magyar gazdaság és a külgazdaság legfontosabb folyamatairól**

**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.

Az előrejelzéshez felhasznált adatbázist június 8-án zártuk le, míg az elemzéshez felhasznált adatbázist június 23-án. A kiadványban megjelenő előrejelzés módszertana megtalálható a Statisztikai Szemle 89. évfolyamának decemberi számában (Balatoni András – Mellár Tamás [2011]: Rövid távú előrejelzésre használt makroökonometriai modell. 1213–1241. oldal).

# Tartalomjegyzék

<b>Vezetői összefoglaló .....</b>	<b>1</b>
<b>Nemzetközi környezet .....</b>	<b>6</b>
A globális konjunktúra alakulása .....	6
Munkaerőpiac .....	9
Monetáris kondíciók alakulása .....	12
Pénzügyi folyamatok .....	13
Az infláció alakulása .....	17
Fiskális politika.....	20
<b>A magyar gazdaság jelenlegi helyzete.....</b>	<b>23</b>
A hazai növekedés alakulása .....	23
Munkaerőpiaci folyamatok .....	27
Infláció .....	29
Monetáris kondíciók.....	33
<b>A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2016).....</b>	<b>42</b>
Feltevéseink alakulása.....	42
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés .....	45
A külső egyensúly várható alakulása.....	51
Az államháztartási helyzet prognózisa – 2016 .....	52
Bevételek.....	53
Kiadások .....	55
Kamategyenleg.....	56
Egyenleg .....	57
Az államadósság alakulása .....	57
<b>A 2017. évi költségvetés.....</b>	<b>58</b>
<b>Táblázatok .....</b>	<b>61</b>

## Vezetői összefoglaló

*Bár az idei első negyedévben az USA növekedési rátája ismét meghaladta az Európai Unióban regisztráltat, az unió negyedéves bővülése második negyedéve felülmúlja az amerikai növekedési ütemet. Az utóbbi hónapokban az amerikai foglalkoztatás bővülése elmarad a várakozásoktól, a gyenge májusi adat hatására várhatóan szeptemberig tolódik ki a Fed következő kamatemelése. Ezzel együtt tovább marad fenn a világgazdaságban a kedvezőbb likviditási környezet, ami a magyar államadósság finanszírozását is pozitívan érinti. A globális pénzpiacokat főként az EKB és a Fed ülései mozgatták az utóbbi hónapokban, ám egyre jobban érződött az Egyesült Királyság uniós tagságáról szóló népszavazás bizonytalanságot növelő hatása is. A negyedév végére komoly sokkot okozott a nemzetközi pénzpiacoknak a Brexit győzelme a brit népszavazáson, amely akár jelentős átrendeződést eredményezhet a következő negyedév befektetési struktúrájában globális szinten. Bár enyhe növekedésnek indult az olaj és egyéb ipari nyersanyagok világpiaci ára, az unió inflációs folyamatai továbbra is visszafogottak maradtak. A következő években is tovább csökkenhet az unió aggregált költségvetési hiánya, ám a romló strukturális hiánymutatók alapján a javuló európai költségvetési folyamatok inkább konjunkturális hatások, mint a fiskális szigor eredménye.*

*A magyar gazdaság 2016 I. negyedévében a megelőző negyedévekhez képest visszafogottan növekedett. Ennek oka az európai uniós támogatások felhasználásának költségvetési ciklusváltás miatt bekövetkezett visszaesése, az ebből következő építőipari visszaesés, továbbá a feldolgozóiparban történt leállások. A háztartások fogyasztásának bővülése tovább gyorsult, viszont az uniós pénzek visszaesése közel kétötödével csökkentette az állami beruházásokat, ami a bruttó állóeszköz-felhalmozásban összességében 7,8 százalékos visszaesést okozott. A háztartási fogyasztás bővülésének erejét mutatja a nyers adatok szerinti 4,8 százalékos növekedés mellett, hogy a jelentős beruházás-visszaesés ellenére is 2,4 százalékponttal javította a belső felhasználás a növekedést, amely persze elmarad az előző negyedévi adatok képest. Tovább romló negatív folyamatok mutatkoznak a külkereskedelmi többlet alakulásában. Amíg az import egyenletesen növekedett tovább, az export növekedési üteme az előző negyedévekhez képest tovább romlott, és már másodszer múlta alul a behozatal bővülési ütemét. Ennek következtében 2016 első negyedévében a külkereskedelmi többlet már a növekedést fékező módon járult hozzá a GDP bővüléséhez, 1,2 százalékponttal visszahúzza azt.*

*Az ipari termelés lendülete megtört a járműipari leállások miatt (-7,5 százalékos), miközben a számítógépgyártás (8,6 százalék) és az elektronikai iparág (9,5 százalék) az általános bővülést messze meghaladó mértékben növekedett. Így a járműiparon kívüli feldolgozó ipar súlya növekedett, amely egyenletesebb feldolgozóipari diverzifikációt és mérséklődő kiszolgáltatottságot eredményez. A mezőgazdaság enyhe visszaesést produkált, ám a szektor*

éves teljesítményét még nagyban befolyásolja majd az időjárás alakulása. Az építőipar nagyon megérezte az uniós támogatások kifutását, miközben az otthonteremtési ösztönzők még nem éreztették hatásukat, így 28 százalékos volt az ágazati visszaesés. 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 lakóépületépítési tevékenységek. A szolgáltató szektor tartotta a korábbi bővülés ütemét, a GDP-növekedéshez való hozzájárulása 1,6 százalékpont. A mezőgazdaság és az ipar külön-külön 0,1 százalékponttal, az építőipar 0,7 százalékponttal húzta vissza a növekedést termelési oldalról.

A munkaerőpiacot 2016 I. negyedévében is dinamikus bővülés jellemezte mind a foglalkoztatás, mind pedig az aktivitás esetében. A munkanélküliségi ráta a 2001 és 2003 közötti időszak átlagos szintjére, 5,8 százalékra mérséklődött (szezonálisan kiigazított adatok alapján). Mindezt 7 százalékkal magasabb aktivitási és 6,5 százalékkal magasabb foglalkoztatási ráta mellett. Pozitív tendencia, hogy bár a közfoglalkoztatás volumene mérséklődött, ennek ellenére a tartósan munkanélküliek száma továbbra is gyors ütemben csökken. A bruttó átlagbér 6 százalékkal nőtt egy év alatt. A kiemelkedő mértékű emelkedésben a köz- és a versenyszférában zajló folyamatok is jelentősen közrejátszottak.

2016 I. negyedévében az infláció ismét lassult Magyarországon: míg januárban még 0,9 százalékos pénzromlást mértek az előző év azonos időszakával összehasonlítva, addig márciusra 0,2 százalékos defláció jellemezte a magyar gazdaságot. A jegybanki céltól jelentősen elmaradó inflációhoz jelentősen hozzájárult az olajárak tartósan alacsony szintje, amelynek nyomán az üzemanyagok ára több mint 10 százalékkal csökkent az egy évvel korábbihoz képest, továbbá az energiaárak változatlansága, valamint több élelmiszer (például tej, sertéshús) áfájának érdemi csökkenése. A Magyar Nemzeti Bank kommunikációja alapján ugyanakkor további kamatcsökkentésre nem számíthatunk, az infláció felpörgetésére esetleg nem konvencionális eszközöket alkalmazhat a jegybank.

Habár a Fed nem változtatott monetáris kondícióin, az EKB márciusban jelentős lazítást jelentett be, amelynek eredményei nyilván csak később 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 ingyhiteleiket a gazdaságba pumpálják.

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa a tavasz folyamán mindhárom kamatdöntő ülésén egyaránt 15 bázisponttal, összesen 45 bázisponttal, 0,9 százalékra csökkentette alapkamatának mértékét. Továbbá az önfinanszírozási program folytatásához híven korábbi bejelentésével összhangban április végével kivezette a kéthetes betétet, hogy növelje a kereskedelmi bankoknál lévő pénzállományt. 2015. szeptember 23. óta az új irányadó eszköz

*a három hónapos betét, amelynek kamata fix - a jegybanki alapkamat - és amelyet korlátlan mennyiségben tendereztet a jegybank.*

*A nagy nemzetközi hitelminősítő intézetek közül a Fitch hazánk besorolását a befektetésre ajánlott kategóriába emelte stabil kilátásokkal. Ezzel megfordult a 2005 óta tartó leminősítési trend.*

*Legfrissebb előrejelzésünkben 2016-ra a korábbinál kismértékben alacsonyabb GDP-növekedésre számítunk. Az alacsonyabb növekedés oka elsősorban az I. negyedéves gyengébb tényadat. Az I. negyedév gyenge beruházási adatainak megfelelően idén továbbra is a beruházások visszaesésére számítunk, amelyet elsősorban a 2007 és 2013 közötti uniós költségvetési ciklus támogatásainak kifutása okoz. A vállalkozások kivárják, amíg az új ciklus támogatásainak segítségével ismét olcsóbban hajthatják végre beruházásaikat. Ennek megfelelően jövőre már a beruházások érdemi, a korábban vártnál nagyobb növekedésére számítunk, amelyet a jegybank laza monetáris politikája mellett a kormányzat beruházásai is elősegíthetnek. A fogyasztás növekedése 2016-ban a korábban vártnál is nagyobb, 4,1 százalékos lehet. A kedvező fogyasztási adatokhoz egyaránt hozzájárulnak a növekvő bérek és a csökkenő munkanélküliség, valamint a személyi jövedelemadó idei mérséklése. A bérek emelkedése az I. negyedéves adatok alapján a korábban vártnál is magasabb lehet, amelyet az egyre több ágazatban kialakuló munkaerőhiány is elősegít. A külkereskedelem várakozásaink szerint idén is pozitívan járulhat hozzá a gazdaság növekedéséhez: a vártnál gyengébb I. negyedéves adat csak átmeneti megtorpanást jelezhet, az autógyárak a leállások után ismét többet termelhetnek, ami jelentősen képes befolyásolni a magyar külkereskedelem egyenlegét. Számításaink szerint a kibocsátási rés a korábbi várakozásainkkal szemben az I. negyedévben negatív lett, de 2016-ban bezáródhat, vagyis a magyar gazdaság kibocsátása 2016-ban elérheti a potenciális szintjét.*

*Előrejelzésünk alapján a munkaerőpiac növekedése idén lelassul. A foglalkoztatottak száma 2016-ban várhatóan 4,3 millió fő marad. Ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta idén beáll a tavalyinál 1,2 százalékponttal alacsonyabb, 5,6 százalékos szintre. A bruttó bérekre számos tényező kedvező hatást gyakorol, így az átlagkereset idén 5,5 százalékkal emelkedhet. Ez reálértéken 5,1 százalékos növekedést jelent. Ennek eredményeként a nettó átlagkereset idén 6,8 százalékkal emelkedhet. Ez reálértéken 6,4 százalékos növekedést jelent.*

*A maginfláció az első negyedévben és az azóta eltelt két hónapban sem indult növekedésnek. Az 1,4 százalékos maginfláció szintje várakozásaink szerint 2016-ban nem fog jelentősen növekedni. Korábbi várakozásainkkal szemben az infláció növekedése még nem indult el. Az első negyedéves 0,4 százalékos infláció után májusban ismét kismértékű deflációt mértek a magyar gazdaságban. Ennek megfelelően inflációs várakozásainkat lefelé módosítottuk: idénre 0,4 százalékos inflációt várunk. Az alacsony inflációs környezet tartós fennmaradásához elsősorban az olajárak alacsony szintje, a mérsékelt külső inflációs*

*környezet, a változatlan energiaárak, valamint a csökkenő inflációs várakozások járulnak hozzá.*

*A tartósan alacsony inflációs környezet ellenére sem számítunk azonban arra, hogy a monetáris politika újabb kamatcsökkentést hajt végre, az alapkamat tehát tartósan 0,9 százalékon maradhat, részben azért is, mert bár az infláció szintje a teljes előrejelzési horizonton elmarad a jegybank inflációs célsávjának az aljától is, az általában kevésbé volatilis maginflációs mutató ennél magasabb. Így amennyiben a jegybank mégis további lazítás mellett döntene, az inkább nem konvencionális eszközökkel történhet.*

*Májusban benyújtották a 2016. évi központi költségvetésről szóló törvény módosítását, amely a tavalyi év egészében domináló, kedvező gazdasági trendek és a kormányzati intézkedések gazdaságfehérítő hatásának eredményét vezette át a költségvetésbe. A 407 milliárd forintnyi többletbevétel jelentős részét oktatásra (110 milliárd), otthonderemtségi támogatásra (50 milliárd) és egyéb infrastrukturális fejlesztésre fordít 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 Otthonderemtségi Kedvezmény lakásépítési támogatásai során a tervezetnél nagyobb igénybevétellel számolunk, amit a nettó kamatkidások 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.*

*A 2017-es költségvetés 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. 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 kiadásbővülésből 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.*



## 1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

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

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



## Nemzetközi környezet

### A globális konjunktúra alakulása

A második, bővebb adathalmazon készített becslés alapján 2016 első negyedévében 2 százalékkal bővült az Egyesült Államok gazdasága az előző év azonos időszakához képest, melynek így éves növekedési üteme közel három negyedéve szinte azonos nagyságú. A változatlan éves növekedési ütem ellenére az amerikai kibocsátás bővülése a szezonálisan kiigazított negyedévek közötti növekedési ráták alapján folyamatosan csökken, ami az idei első negyedévben mindössze 0,2 százalékot tett ki. Az utóbbi két negyedéves ráta közötti lassulás főként a nem lakásjellegű magánberuházások 0,7 és az export 0,5 százalékos visszaesésének következménye. A beruházási aktivitás visszaesését az éves növekedési ráták is tükrözik: 2016 első negyedévében a teljes privát beruházás volumene mindössze 0,1 százalékkal bővült 2015 első negyedévéhez képest, miközben a tavalyi utolsó negyedéves növekedési ráta még 2,9 százalékot, a tavalyi éves átlagos bővülés pedig 4,9 százalékot tett ki. A beruházásokon belül az üzleti célú beruházások volumene az első negyedévben hat év óta először csökkent, amit ellensúlyozott a lakáscélú beruházások 11 százalékos meghaladó éves növekedése. A nem lakáscélú épületek és a gyártóberendezésekbe történő beruházás volumencsökkenésének hatása több negyedéven keresztül is érezhető hatását, mivel középtávon gátját jelentheti az amerikai kibocsátás dinamikus bővülésének.

A tavalyi év utolsó negyedévével szemben éves alapon január és március között ismét nőtt az amerikai gazdaság exportvolumene, bár intő jel, hogy az árucikkek kivitele már harmadik negyedéve zsugorodik. Az USA áruexportjának növelését továbbra is akadályozza a relatíve erős dollár, az amerikai munkaerőpiac feszesebbé válása pedig a növekvő béreken keresztül ronthatja az ipar profitkilátásait is. Az amerikai kibocsátás nagyobb ütemű lassulását a továbbra is erős, éves szinten 2,7 százalékkal bővülő lakossági fogyasztás akadályozza meg, melyen belül a leggyorsabb ütemben továbbra is a tartós fogyasztási javak értékesítése bővült. Az első negyedévben tovább gyorsult a kormányzati költségek volumennövekedése is, az 1,4 százalékos bővülésnél legutóbb hat éve mértek magasabbat. A tavalyi év utolsó negyedévéhez képest a szövetségi költségek növekedési üteme jelentősen lassult, ellenben a tagállami és önkormányzati kiadások éves alapon 2,2 százalékkal bővültek, aminél magasabbat legutóbb 2002 harmadik negyedévében regisztráltak.

Éves összevetésben negyedik negyedéve bővül a japán gazdaság, ám az első negyedévben a növekedési ütem 0,1 százalékra csökkent. 2015 és 2016 első negyedéve között a privát kereslet 0,1 százalékkal mérséklődött, a lakossági fogyasztás 0,4 százalékos csökkenését enyhén ellensúlyozta a lakáscélú beruházás 2,1 százalékos bővülése. Főként a kormányzat nem beruházás jellegű kiadásai miatt a kormányzati költségek volumene egy év alatt 0,6 százalékkal bővült, összességében az éves növekedési ütem negatív tartományba

süllyedését a kormányzati költségek emelkedése akadályozta meg. Az alacsony éves növekedési ütem ellenére pozitív meglepetést okozott a japán növekedési adat, mivel a negyedévek közötti bővülési ütem évesítéséből számított ráta a várt 0,3 százalék helyett 1,9 százalékot tett ki. A negyedéves bővülés szerkezete ráadásul kiegyensúlyozottnak mondható: a privát kereslet és a jen erősödése ellenére a nettó export is 0,8-0,8, míg a kormányzati fogyasztás 0,3 százalékponttal emelte az évesített növekedési rátát. Az összességében kedvező első negyedéves növekedési teljesítménynek köszönhetően csökkent az esélye annak, hogy a japán kormányzat rövid távon fiskális élénkítő csomaggal támogassa a gazdasági növekedést. Ennek ellenére a Japánban rendezett G7-csúcstalálkozón Abe Sinzó miniszterelnök a világ vezető gazdasági hatalmainak összehangolt fiskálisi ösztönzése mellett érvelt, amellyel a japán kormány meglátása szerint gyorsítható lenne a világgazdaság növekedési üteme. A tervezet heves ellenállást váltott ki német részről, ami alapján kevés az esélye, hogy a japán gazdaság strukturális problémáit a külső kereslet jelentős élénkülése enyhítse.

Az öreg kontinensen az euróövezet növekedési teljesítménye szinte változatlan az elmúlt egy évben, míg a teljes unió bővülési üteme enyhén csökkent a tavalyi utolsó és az idei első negyedév között. Az elmúlt négy negyedév során az unió növekedési rátája egyszer sem haladta meg az amerikaiat, ám a mutató 2-ről 1,7 százalékra csökkenése ellenére az európai bővülés kedvezőbb az amerikai teljesítménynél, amit leginkább a negyedévek közötti ráták szemléltetnek. Az utóbbi két amerikai negyedéves növekedési ráta 0,3 és 0,2 százalékos értékével szemben az eurózóna teljesítménye rendre 0,4 és 0,6, míg az unióé 0,5–0,5 százalékot tett ki, ami alapján az utóbbi fél évben az öreg kontinens gazdasági bővülése jelentősen meghaladta az Egyesült Államokban regisztráltat.

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

Ország	2015. II.	2015. III.	2015. IV.	2016. I.
<b>Euróövezet</b>	1,6	1,6	1,7	1,7
<b>Európai Unió</b>	1,9	1,9	2,0	1,8
<b>Ausztria</b>	1,1	0,7	1,1	1,3
<b>Csehország</b>	4,5	4,7	4,0	3,0
<b>Egyesült Királyság</b>	2,4	2,2	2,1	2,0
<b>Franciaország</b>	1,1	1,1	1,4	1,4
<b>Hollandia</b>	2,2	2,0	1,3	1,4
<b>Lengyelország</b>	3,2	3,4	4,0	2,6
<b>Magyarország</b>	2,9	2,5	2,6	0,4
<b>Németország</b>	1,6	1,7	1,3	1,6
<b>Olaszország</b>	0,6	0,8	1,1	1,0
<b>Románia</b>	3,8	3,6	3,9	4,2
<b>Spanyolország</b>	3,2	3,4	3,5	3,4
<b>Szlovákia</b>	3,5	3,8	4,0	3,7
<b>Egyesült Államok</b>	2,7	2,1	2,0	2,0

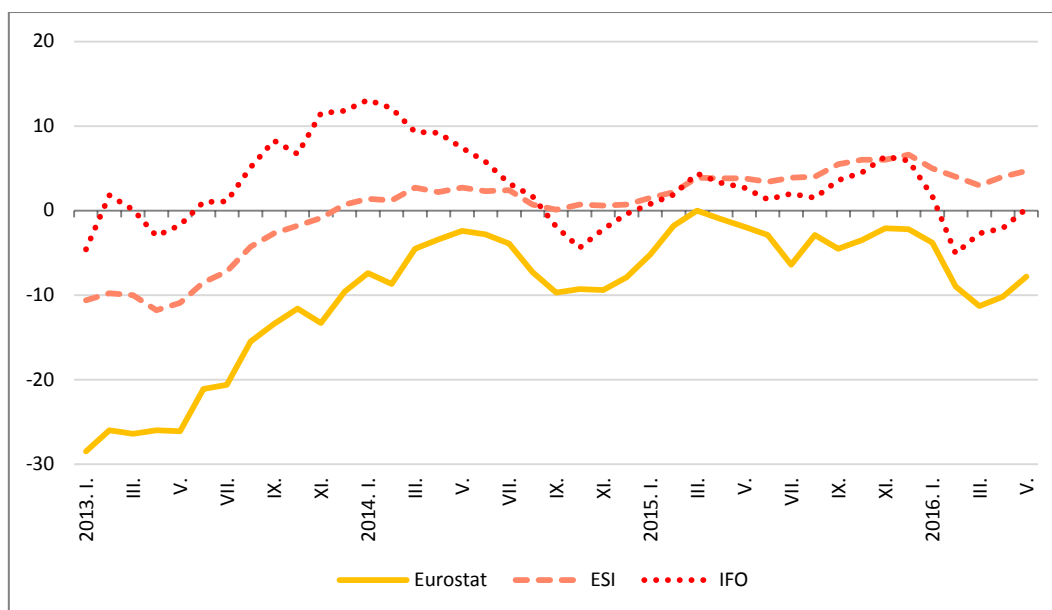
Forrás: Eurostat

Bár egyre kisebb mértékben, de az euróövezet növekedésének motorja továbbra is a lakossági fogyasztás bővülése, amely az idei első negyedévben egymaga 0,96 százalékponttal járult hozzá az eurózóna 1,67 százalékpontos bővülési rátájához. Kedvező, hogy a jelentősen visszaeső amerikai beruházási teljesítménnyel szemben az állóeszköz-felhalmozás az előző negyedévhez hasonlóan január–március között is jelentősen, 0,77 százalékpontos mértékben növelte az eurózóna gazdaságának bővülési ütemét. Az európai növekedés szempontjából kedvező, hogy a beruházásokon belül a bruttó állóeszköz-felhalmozás növekedése egymaga 0,57 százalékpontot tett ki, így a beruházások nemcsak a jelenlegi, hanem új kapacitások kiépítésén keresztül a jövőbeni gazdasági teljesítményt is fokozhatják. A tavalyi utolsó és az idei első negyedév között a kormányzati költségek bővülést támogató szerepe enyhén csökkent, január–március között 0,31 százalékpontot tett ki az eurózónában. A belső tételek így összességében 2 százalékot meghaladó gazdasági bővülést indukálnának, az ettől elmaradó növekedési teljesítmény a nettó export bővülést támogató szerepének ismételt csökkenésére vezethető vissza. A külkereskedelem összességében 0,37 százalékponttal mérsékelte az eurózóna növekedési rátáját, ami mögött főként Kína és a teljes világgazdaság növekedésének és így importigényének lassulása állhat.

Tagállami szinten továbbra is igaz, hogy a kelet-közép-európai államok többsége az uniós átlagot meghaladó mértékben bővült. A régióban hazánkén túl a cseh és lengyel gazdasági növekedés lassult érdemben: előbbi 4-ről 3, míg utóbbi szintén 4 százalékról 2,6 százalékra mérséklődött. Hazánk legfontosabb kereskedelmi partnere, a német gazdaság növekedési rátája 0,3 százalékpontos emelkedéssel, 1,6 százalékra nőtt, miközben a nagyobb tagállamok közül a brit, francia, spanyol és olasz növekedési ráták is legfeljebb 0,1 százalékponttal változtak. Az utóbbi két negyedévben mindössze két uniós államnak, Litvániának és Észtországnak gyorsult jelentősen, 0,5 százalékot elérő mértékben a növekedési rátája. Összességében az uniós növekedés lassulásában tevékeny szerepet játszhattak régiós tagállamok, főként a nagyobb lélekszámú Lengyelország bővülési ütemének mérséklődése, ami mögött az előző uniós ciklus elkölthető forrásainak gyorsított ütemű lehívásából támogatott gazdaságfejlesztés hatásának bázisba épülése áll.

A kedvező negyedévek közötti növekedési teljesítmény az eurózóna növekvő bizalmi indikátoraiból is részben kiolvasható (1. ábra). Az Eurostat euróövezeti bizalmi mérlegének csökkenése márciusban megállt, azóta két hónapja folyamatosan növekszik. Az euróövezet gazdasághangulat-indexe (ESI) is emelkedett az utóbbi két hónapban, miközben a német üzleti hangulat változását kifejező Ifo indikátor értéke három hónap után májusban ismét pozitív tartományba nőtt. A három bizalmi indikátor alapján az eurózóna rövid távú teljesítményével szembeni várakozások széles körben javultak az elmúlt két hónapban, ami kedvező képet fest a második negyedéves lakossági fogyasztás és a beruházási teljesítmény alakulásáról.

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



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

Az Európai Bizottság legfrissebb, májusi előrejelzése alapján 2015–2016-ban mind az eurózónában, mind az unióban lassulhat a gazdasági növekedés. A Bizottság várakozása alapján az unióban 2-ről 1,8 százalékra csökkenhet a gazdasági bővülés üteme, főként a nettó export gazdasági növekedést támogató szerepének további mérséklődése miatt. Az öreg kontinens külkereskedelmi aktívuma a világgazdaság visszafogottabb bővülése miatt várhatóan 0,3 százalékponttal csökkentheti idén a GDP éves növekedési ütemét. A gazdasági növekedést továbbra is a lakossági fogyasztás támogathatja leginkább, a bővülő reálbérek és a háztartások oldódó óvatossági motívumának köszönhetően a fogyasztás várhatóan 1,2 százalékponttal növelheti a kibocsátást. A kormányzati költségek volumene – főként a szíriai konfliktus miatti katonai kiadások és az Európába érkező menekültek ellátása miatt – éves alapon 1,5 százalékkal nőhet, ami egymaga várhatóan 0,3 százalékponttal emelheti az unió növekedési rátáját. A beruházások további bővülését az utóbbi években elhalasztott, amortizáció miatt szükségessé váló vállalati beruházások növelhetik, amit a lakásépítések felfutó volumene támogathat: összességében a bruttó állóeszköz-felhalmozás a Bizottság előrejelzése szerint 0,6 százalékkal emelheti az unió kibocsátásának bővülését.

## Munkaerőpiac

Az elmúlt hónapokban vegyes képet mutatott az amerikai munkaerőpiac, a legfrissebb adatok a munkaerőpiac sebezhetőségére utalnak. Áprilisról és májusra 5-ről 4,7 százalékra, közel kilencéves mélypontra süllyedt az USA munkanélküliségi rátája, ám a csökkenés mögött főként a munkanélküliek munkaerőpiacról való kilépése, és nem foglalkoztatottá

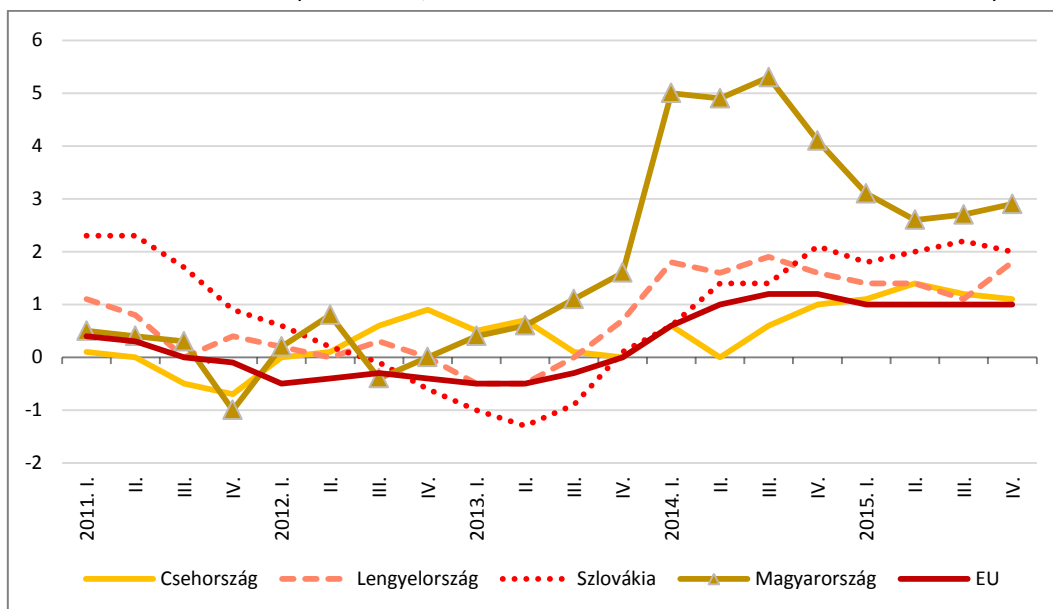
válásuk áll. Április és május között a foglalkoztatottak létszáma mindössze 38 ezer fővel emelkedett az amerikai gazdaságban, ami több mint öt éves mélypont. Februárban az állománybővülés még 233 ezer főt tett ki, miközben 2011 óta mindössze 8 alkalommal fordult elő, hogy a foglalkoztatottak havi állománybővülése 100 ezer fő alatt maradt volna. A májusi munkaerőpiaci riport szerint ráadásul a korábban becsülnél 59 ezer fővel kevesebb volt a márciusban és áprilisban felvettek száma, így a március–május közötti átlagos foglalkoztatás bővülés a tavalyi 219 ezerről 116 ezerre csökkent. A Fed júniusi kamatdöntő ülése előtt központi kérdés, hogy a munkaerőpiac májusi visszaesése vajon átmeneti jellegűnek tekinthető-e. A visszaesés valószínűsíthetően az év első hónapjainak gyenge nemzetközi keresletét tükrözi, valamint a csökkenésben jelentős szerepet játszott a Verizon 35 ezer munkavállalójának sztrájkja is. A foglalkoztatás további dinamikus bővülése ellen hat továbbá, hogy második hónapja csökken az USA munkaerőpiaci részvételi rátája. Májusban közel 0,5 millió fő vált inaktívvá, csökkentve ezzel az ország munkaerő-állományát.

Európában 2015 utolsó negyedében is folytatódott a munkaerőpiac élénkülése, éves összevetésben az unió foglalkoztatása 1, míg az eurózónáé 1,2 százalékkal bővült. A foglalkoztatottak létszáma 2014 és 2015 negyedik negyedéve között egyedül Romániában csökkent. Kedvezőnek tekinthető, hogy megállt a finn alkalmazotti létszám éves zsugorodása. Az unió nagyobb lélekszámú tagállamai közül a még mindig magas munkanélküliséggel küzdő Spanyolországban a foglalkoztatottak állománya továbbra is 3 százalék közeli ütemben nő, miközben a német létszámbővülés üteme harmadik negyedéve gyorsult. Némileg meglepő módon az Egyesült Királyság éves növekedési rátája a harmadik negyedévről a negyedikre 1,4-ről 0 százalékra zuhant, mivel negyedéves alapon a foglalkoztatottak létszáma 1 százalékkal csökkent: ennek ellenére a szigetországban foglalkoztatottak száma továbbra is historikus magasság közelében van. Éves összevetésben az unióban tovább csökkent a mezőgazdaságban munkát vállalók száma, bár kedvező, hogy a szektor foglalkoztatása negyedéves összevetésben 1 százalékkal nőtt. Ezzel szemben az iparban foglalkoztatottak létszáma havi összevetésben 0,5, míg éves szinten 0,2 százalékkal csökkent az unióban. A két szektor csökkenő foglalkoztatását a szolgáltatások bővülő munkakereslete ellensúlyozta, melyen belül kiemelkedő ütemben bővült a logisztika, a turizmus és a magas hozzáadott értékű szakmai, tudományos és műszaki tevékenységben foglalkoztatottak létszáma.

A foglalkoztatás bővülésének is köszönhetően egy év alatt az unió munkanélküliségi rátája 9,6-ről 8,7, míg az eurózónáé 11-ről 10,2 százalékra csökkent áprilisban: az uniós rátánál kedvezőbbet legutóbb 2009 áprilisában, a válság átgűrűzése előtt mértek. Kiemelkedően magas, 20 százalék feletti munkanélküliségi rátát továbbra is két tagállamban, Görögországban és Spanyolországban regisztráltak, bár az utóbbi ország dinamikus foglalkoztatás bővülésének hatására hónapokon belül 20 százalék alá süllyedhet az áprilisban mért 20,1 százalékos arányszám. Két számjegyű munkanélküliségi ráta Szlovákia mellett

továbbra is csak az unió déli tagállamait jellemzi, miközben négy tagállamban regisztráltak 5 százaléknál alacsonyabb mutatót.

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



Forrás: Eurostat

A foglalkoztatás bővülése valamennyi visegrádi államban meghaladta az uniós növekedési ütemet, a ráta a tavalyi harmadik negyedévről a negyedekre hazánkban és Lengyelországban is bővült. Csehországban a munkavállalói létszám növekedési üteme jelentősen elmaradt a többi visegrádi államtól, ám a cseh gazdaságban regisztráltak az Európai Unió legalacsonyabb, 4,1 százalékos munkanélküli rátáját áprilisban. A negyedik negyedévben mind a lengyel, mind a magyar állománybővülés üteme meghaladt a szlovákot, miközben északi szomszédunk továbbra is 10,2 százalékos munkanélküliséggel küzd. Bár lassult a lengyel foglalkoztatás bővülése, áprilisban az ország munkanélküli rátája 6,4 százalékra csökkent, ami mindössze 0,1 százalékponttal magasabb a mutató 2008 októberében mért historikus mélypontjánál.

Az Európai Bizottság májusi előrejelzése alapján a következő két évben a korábbinál visszafogottabb ütemben, de folytatódhat az európai munkaerőpiac konszolidációja. A várakozások szerint mind az eurózónában, mind a teljes unióban 1 százalék körüli ütemben bővíthet a foglalkoztatás 2016 és 2017 folyamán, főként konjunkturális tényezők és a bővülő reálbérek munkaerőpiacra való visszalépésre ösztönző hatása miatt. A következő két évben várhatóan mindkét régióban évi 0,4–0,5 százalékkal bővül a munkaerő-állomány, melyet egyrészt a munkaképes korú lakosság számának emelkedése, másrészt az Európába érkező menekültkérők alacsony hányadának munkaerőpiacra lépése indukálhat. A növekvő foglalkoztatás hatására is tovább mérséklődhet az uniós munkanélküliségi ráta, mely a Bizottság előrejelzése szerint idén átlagosan 8,9, míg jövőre 8,5 százalékot tehet ki az

unióban. A mutató mérséklődése mögött főként a déli tagállamok, azon belül is Spanyolország és Portugália csökkenő munkanélküliségi rátája áll, mely államok az elmúlt években lazították munkaerőpiaci szabályozásukat.

A visegrádi országok közül a Bizottság várakozása szerint 2016–2017 során Csehországban nőhet legkisebb mértékben a foglalkoztatás, mivel 2017-től várhatóan csökkenő pályára áll a munkaképes korú lakosság száma. A foglalkoztatottak állománya így a tavalyi dinamikus, 1,2 százalékos növekedés után a következő két évben visszafogottabb, 0,3–0,4 százalékos ütemben nőhet. A munkanélküliségi ráta két év alatt 5,1-ről 4,4 százalékra csökkenhet, a feszes munkaerőpiac következtében 2017-re 3,6 százalékig gyorsulhat a bruttó bérek bővülési üteme. A foglalkoztatás üteme várhatóan Lengyelországban is lassulhat: a bővülés üteme idén 0,7, jövőre 0,5 százalékot tehet ki, ám a lengyel gazdaság kibocsátása szempontjából pozitív fejlemény, hogy folyamatosan emelkedik a teljes munkaidőben foglalkoztatott munkavállalók részaránya. A lengyel munkanélküliségi ráta visszafogott mértékben csökkenhet a következő két évben, a Bizottság előrejelzése szerint az idei év átlagában 6,8 százalékot tehet ki a mutató. A visegrádi hármak közül egyedül a szlovák foglalkoztatottak állománya bővíthet 1 százalékot meghaladó mértékben, aminek köszönhetően a munkanélküliségi ráta várhatóan 2016-ban és 2017-ben is 1 százalékponttal csökkenhet, és az előrejelzési horizont utolsó harmadában 10 százalék alá csökkenhet. A régiós szinten magas munkanélküliségi ráta is rámutat, hogy a szlovák munkaerőpiac továbbra is komoly strukturális problémákkal küzd, amit jól mutat, hogy miközben a munkanélküliség továbbra is meghaladja a 10 százalékot, a külföldi alkalmazottak száma folyamatosan nő az országban.

## Monetáris kondíciók alakulása

Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa áprilisi és júniusi ülésén sem változtatott 0 százalékos irányadó rátáján, valamint változatlanul hagyta a 0,25 százalékos refinanszírozási és –0,4 százalékos betéti kamatlábat is. A kormányzótanács júniusi ülésén új, a reálgazdaság közvetlen élénkítését lehetővé tevő programot jelentett be: június közepétől az EKB nagyobb tagbankjai az eurózóna olyan, nem monetáris vállalatainak kötvényeit vásárolhatják meg nagyobb volumenben, melyek nincsenek banki tulajdonban. 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. Az EKB jelentős, összesen 1800 milliárd eurós mennyiségi lazítási programja ellenére az eurózóna pénzromlási üteme továbbra is alacsony, a bank legfrissebb előrejelzése szerint az inflációs ráta két éven belül sem érheti el 2 százalékos célértékét. Mario Draghi, az EKB elnöke szerint a kormányzótanács szükség esetén kész tovább bővíteni a márciusban kifutó program felvásárlási keretét, melynek sikeressége pár hónap távlatából még nem ítélné meg.



Márciusi, áprilisi és júniusi ülésén is változatlanul hagyta kamatkondícióit az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC). Janet Yellen, a Fed elnöknek iránymutatása alapján a következő kamatemelést a negyedévek közötti gazdasági növekedés gyorsulásának, a munkaerőpiac további javulásának és az inflációs mutató ismételt emelkedésére utaló jeleknek kell megelőzniük. A második negyedéves amerikai GDP előzetes becslésének eredményét a júliusi FOMC-ülés után publikálják, így az első kritérium miatt leghamarabb szeptemberben kerülhet sor ismét kamatemelésre, amikor világossá válik az is, hogy a gyenge májusi munkaerőpiaci adatok átmeneti vagy strukturális problémákra utalhattak-e. Júniusi ülését követő tájékoztatójában a Nyílt Piaci Bizottság a korábbinál visszafogottabb kamatpályát vázolt fel, a tőkepiacok idénre a korábban kommunikált négy kamatemelés helyett már csak kettőt valószínűsítene. Meglátásunk szerint a második kamatemelésre decemberben kerülhet sor, míg kedvező júniusi munkaerő-piaci adatok esetén akár a következő, júliusi ülésén is szigoríthatja monetáris kondícióit a Fed, ellenkező esetben szeptemberre várjuk a következő amerikai kamatemelést.

A Cseh Nemzeti Bank májusi ülésén sem határozott jelenlegi 0,05 százalékos irányadó rátájának emeléséről, emellett továbbra is elkötelezett nem konvencionális monetáris politikai árfolyamszabálya mellett. A jegybank kamatdöntő szerve 2016 végéről 2017 közepére tolta az általa követett árfolyamszabály kivezetését, aminek értelmében a jegybank korlátok nélkül interveniálhat az euró 27 cseh korona alá történő gyengülése esetén. A jegybank legfrissebb előrejelzése szerint a következő hónapokban az alacsony importált infláció miatt ismét negatív tartományba süllyedhet a cseh inflációs ráta, ami várhatóan 2017 közepén érheti el 2 százalékos célértékét.

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 központi bank előrejelzése szerint az alacsony világpiaci nyersanyagárak miatt a következő negyedévekben is defláció jellemezheti a lengyel gazdaságot, ennek ellenére a tanács megítélése szerint a jelenlegi lengyel kamatkörnyezet a fenntartható és kiegyensúlyozott lengyel gazdasági növekedést támogatja.

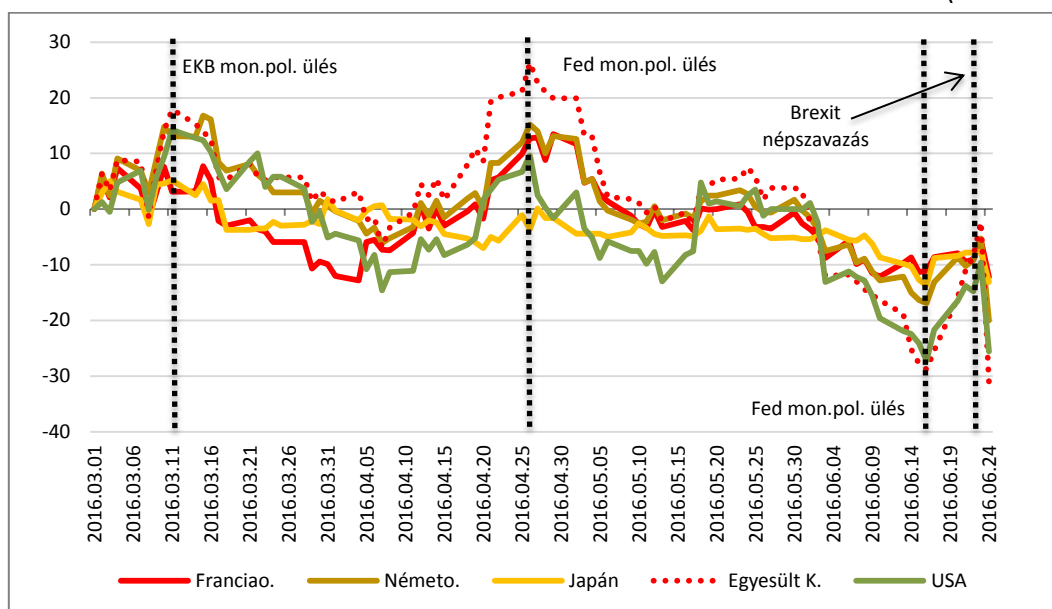
Májusi ülésén sem változtatott irányadó rátáján a Román Nemzeti Bank Igazgatósága, melynek értéke így több mint egy éve 1,75 százalékon áll. Az alacsony nyersanyagárak és az utóbbi negyedévek áfacsökkentéseinek hatására a román inflációs ráta  $-2,6$  százalékra süllyedt áprilisban, ám a döntéshozók szerint az adóváltoztatások bázisba épülésével júliustól ismét pozitív tartományba emelkedhet a román pénzromlás üteme.

## **Pénzügyi folyamatok**

Az EKB legfrissebb, áprilisi hitelezési körképe alapján az eurózóna bankrendszere folyamatosan bővülő hitelkereslettel szembesül. A bankok bevallása alapján az idei első

negyedévben enyhültek a vállalati és fogyasztási célú lakossági hitelekkel szemben támasztott nem kamat jellegű hitelezési feltételek, miközben – vélhetően a túlzott keresletre való tekintettel – szigorodtak a lakáshitelezés feltételei. Az euróövezet kereskedelmi bankjai várhatóan az év első hónapjaihoz hasonlóan a második negyedévben tovább enyhítik a vállalati és fogyasztási célú lakossági hitelkondíciókat, a lakáscélú hiteleké viszont tovább szigorodhat. Az első két hitelkategória kondícióinak enyhítésében főként a bővülő piaci verseny játszik szerepet, amit marginálisan a jelentős pénzüi likviditás és az ennek köszönhetően kialakuló alacsony kamatlábak is támogatnak. Az európai pénzüi piacok nagyfokú likviditását jól szemlélteti, hogy március és június között tovább csökkent az eurózóna bankjai közötti egynapos kölcsönügyletek kamatlábát kifejező EONIA, valamint a három hónapos euró LIBOR kamatlába is. Utóbbi értéke a Fed márciusi ülését követően több mint 10 bázisponttal csökkent, amit követően a kamatláb május végéig  $-0,35$  százalék körül ingadozott.

3. ÁBRA: A TÍZÉVES HOZAMOK ALAKULÁSA 2016. MÁRC. 1-JÉHEZ KÉPEST (BÁZISPONT)

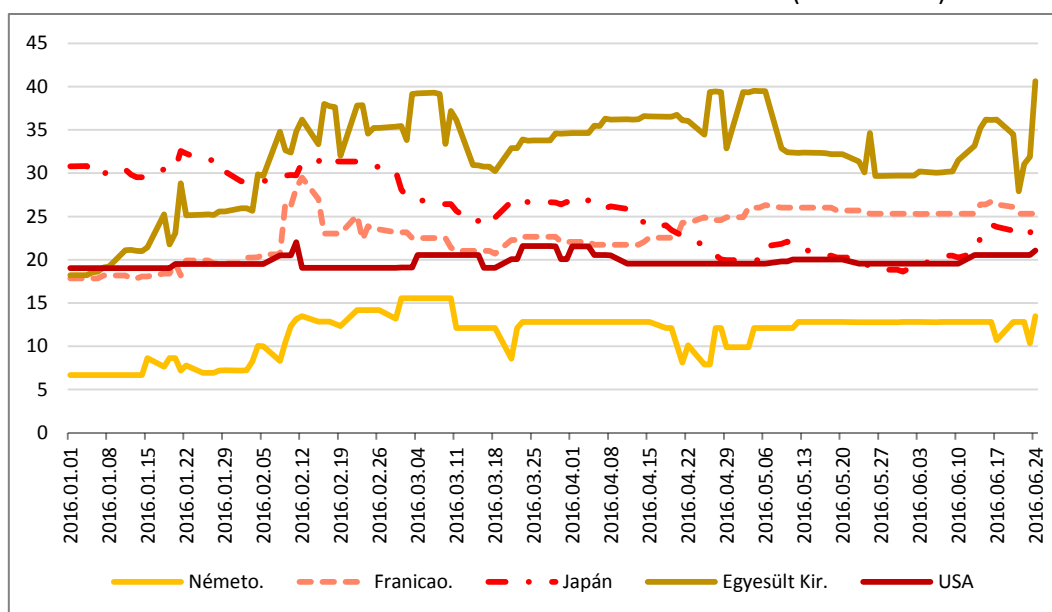


Forrás: Thomson Reuters

Március és június között a pénzüi folyamatokat főként az EKB és a Fed döntései, valamint az Egyesült Királyság unióból való kilépéséről szóló népszavazás körüli bizonytalanság határozta meg. A globálisan is meghatározó európai gazdaságok tízéves állampapírhozamai az EKB március 10-ei és a Fed április 26–27-ei ülése körül emelkedtek jelentősen, utána viszont júniusig a hozamok visszatértek a március 1-én regisztrált értékükhöz (3. ábra). Érdeemes kiemelni, hogy a tízéves német állampapírhozam kétszer is a március eleji  $0,15$  százalékos szintjének duplájára nőtt, sőt, a referenciahozam június második felében több alkalommal is negatív tartományba süllyedt, amire korábban soha nem volt példa. A vizsgált időszakban a tízéves japán állampapírhozamok végig negatív,  $-0,01$  és  $-0,2$  százalék közötti tartományban tartózkodtak, amit a japán jegybank jelentős monetáris lazítása miatti

fölös likviditás támogatható. Június közepéig, a Fed kamatdöntő üléséig folyamatosan csökkentek a fejlett gazdaságok 10 éves állampapír-piaci referenciahozamai, amik a kamatemelés elmaradásának hatására egészen a brit népszavazásig emelkedtek. Az unióból való kilépést támogatók győzelmével végződő referendum hatására a fejlett gazdaságok, többek között a brit hosszú távú állampapír-hozamai is jelentősen visszaestek, miközben a kelet-közép-európai és a déli uniós tagállamok referenciahozamai pont ellentétes utat jártak be. A népszavazás hosszú távú pénzügyi hatásai körüli bizonytalanság miatt a kockázatosabbnak tekintett piacok felől a biztonságos felé áramlott a tőke, aminek hatására a német és a brit hozamok 15 és 29 bázisponttal csökkentek, miközben a lengyel 15, a magyar pedig 22 bázisponttal emelkedett.

4. ÁBRA: FONTOSABB CDS-FELÁRAK ALAKULÁSA (BÁZISPONT)



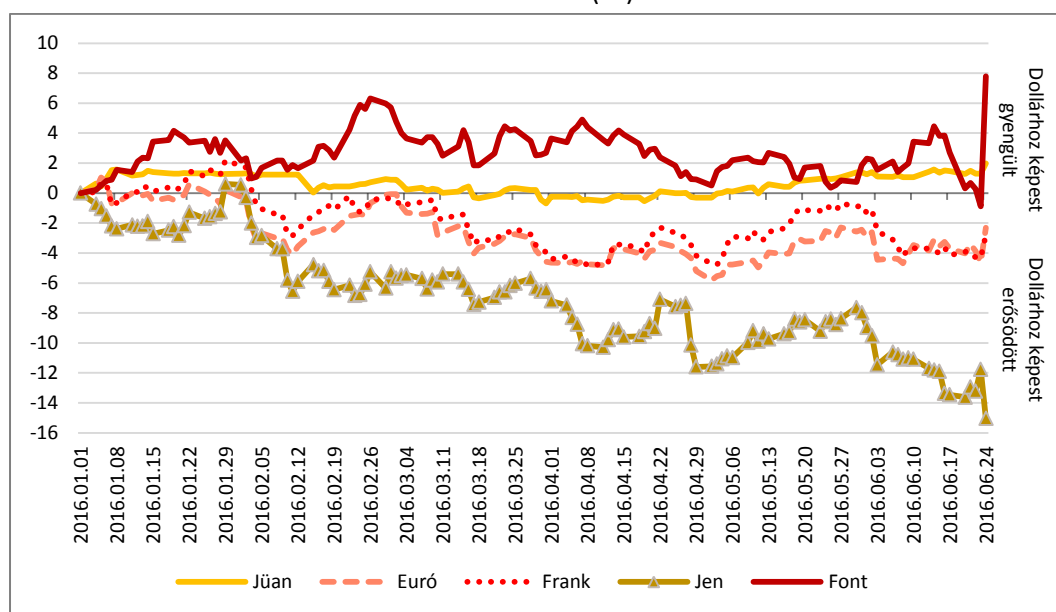
Forrás: Thomson Reuters

A 10 éves brit állampapírhozamok csökkenése ellenére a népszavazás kimenetele miatt a piac kockázatosabbnak ítéli meg az Egyesült Királyság államadosságának fenntarthatóságát, a szigetország 5 éves CDS felára 3 éves rekord magasságba, 40 bázispont fölé emelkedett (4. 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.

Bár a brit népszavazás előtt a font jelentősen erősödött a dollárhoz viszonyítva, a kilépést támogatók többsége kerülésének hatására a font egy nap alatt közel 9 százalékkal gyengült a

dollárhoz viszonyítva, miközben az font/dollár árfolyam 30 éve nem látott magasságba emelkedett. Az elmúlt hónapokban tovább erősödött a japán jen a dollárhoz viszonyítva, az elmúlt fél év alatt közel 15 százalékkal értékelődött fel az ázsiai valuta. A jen április során látott gyengülését a Fed áprilisi ülése törte meg: a kamatemelés elmaradása miatt a január 1-ei árfolyamhoz viszonyítva két nap alatt 4 százalékkal erősödött a jen a dollárhoz képest. Az erősödés mögött főként a japán jegybank mennyiségi lazítási programjának relatív sikertelensége és az amerikai monetáris kondíciók szigorításának elhalasztása áll. Az erősödő jen miatt a versenyképesség és az exportteljesítmény növelése érdekében a japán kormányzat újabb monetáris lazítási programot várna a független japán jegybanktól, ám megítélésünk szerint a QQE lazítási program további kiterjesztése a túlzott likviditáson keresztül csak a pénzügyi kockázatokat növelné.

5. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA 2016. JAN. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters

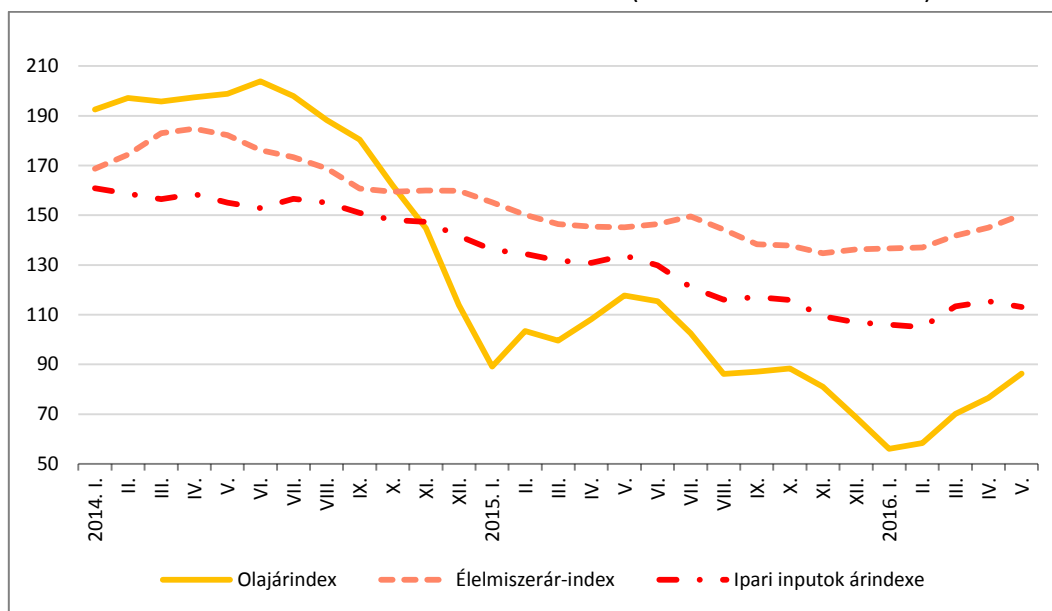
Március és a brit népszavazás között a főbb európai papírokat tömörítő Stoxx 600 részvényindex értéke 2,2, míg a kínai Shanghai Composite index 4,4 százalékkal emelkedett. Meglepő módon az EKB mennyiségi lazítási programjának kiterjesztése inkább a kínai Shanghai Composite és az amerikai Dow Jones Industrial Average indexek értékét növelte jelentősen. Az EKB döntését követően heteken belül a Stoxx 600 részvényindex értéke március eleji értéke alá csökkent, ami alapján a valószínűsíthető, hogy az európai részvénypiac már az év első negyedében beárzta az európai mennyiségi lazítási program havi keretösszegének 60-ról 80 milliárd euróra való növelését. A Fed áprilisi ülését követően a japán Nikkei 225 index egy hét alatt közel 7 százalékkal csökkent értékéből, ám a kedvező első negyedéves japán növekedési adat hatására is májusban az index értéke több mint 6 százalékkal nőtt. A brit népszavazás exit pollokkal ellentétes kimenetele miatt is a június

23–24 között a német DAX 30 index 6,8, a japán Nikkei 225 7,9, míg a Stoxx 600 index 7 százalékos veszteséget mutatott értékéből, míg meglepő módon a brit FTSE 100 index csökkenése 3,1 százalékos volt. Összességében a népszavazás kimenetele így rövidtávon jelentősen növelte a globális pénzpiac volatilitását, a Brexit hatására a következő hetekben a kockázatosabb részvénypiacokról és fejlődő államok kötvénypiacáról főként a nagyobb gazdaságok állampapír-piacára áramolhat a tőke.

## Az infláció alakulása

A globális inflációs folyamatokat továbbra is a korábbi éveknél alacsonyabb olajár határozza meg, ám az árcsökkenés bázisba épülése miatt a háztartási energiahordozók és az üzemanyagárak közvetlen inflációt mérséklő hatása folyamatosan csökken. A 13 éves mélypontot hozó február 11-ei kereskedési nap és június közepe között közel 78 százalékkal nőtt a Crude típusú kőolaj hordónkénti spot árfolyama, ami így március elseje és június 24-e között 34,4-ről 46,7 dollárra emelkedett. Az olaj nyomott ára várhatóan rövidtávon fennmaradhat Irán folyamatos kapacitásbővítése, valamint a szaúdi és iráni politikai ellentét miatt döntésképtelenné váló OPEC összehangolt cselekvésének hiányában. Az alacsony nyersanyagár miatt elmaradt globális olajipari befektetések miatt viszont középtávon a kereslet ismét meghaladhatja a napi termelési mennyiséget, ami az olajárak további erősödését vonhatja magával.

6. ÁBRA: NYERSANYAGÁRINDEXEK (2005 = 100 SZÁZALÉK)



Forrás: IMF Primary Commodity Prices

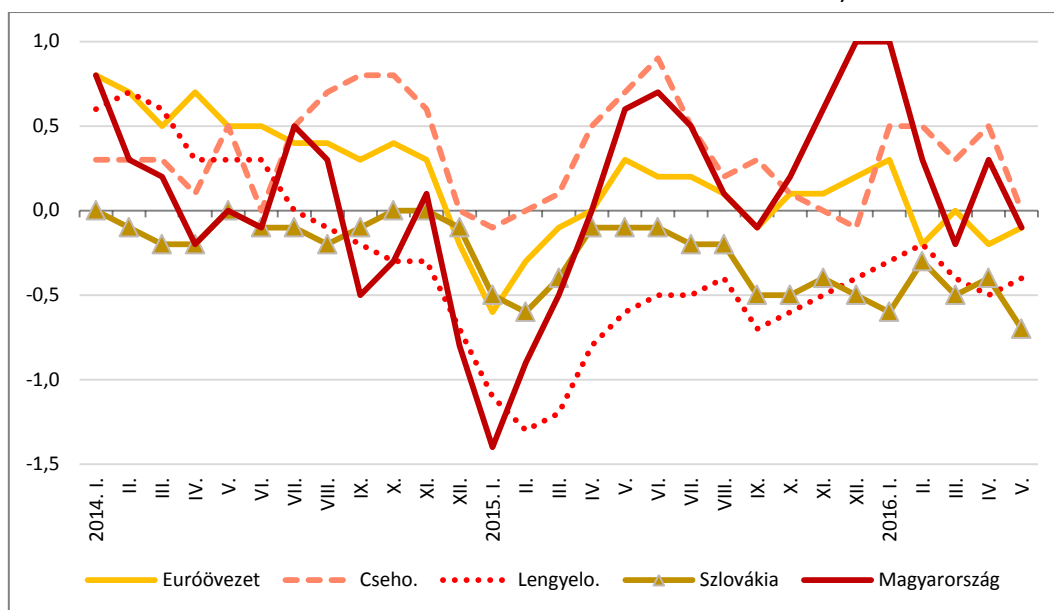
Az Crude kőolaj áremelkedésével párhuzamosan az IMF bővebb termékcsoport-árvaltozását érzékeltető olajárindexe is elmozdult januári 13 éves mélypontjáról, bár az index értéke az utóbbi évekhez viszonyítva továbbra is rendkívül alacsony. Három hónap alatt 5,4 százalékkal

bővült az ipari inputok árindexe, amelyben jelentős szerepet játszott a kínai importvasérc közel 45 százalékos áremelkedése is. Az élelmiszerár-index közel féléves stagnálást követően márciusban ismét bővült – főként a növényi olajok és hústermékek drágulásának köszönhetően – az index értéke január és április között 6,3 százalékkal emelkedett.

Februárban megtört az amerikai fogyasztói árindex közel fél éve tartó folyamatos emelkedése: januárról márciusra az inflációs mutató 1,4-ről 0,9 százalékra csökkent, bár április és május során rendre 1,1 és 1 százalékot tett ki a mutató értéke. Az inflációs ráta 2 százalék körüli szintre emelkedését továbbra is a háztartási energiaárak éves csökkenése akadályozza. Májusban éves alapon a háztartási energiahordozók árindexe 10,1 százalékkal mérséklődött, miközben az élelmiszereké 0,7, a szolgáltatásoké 3,4 százalékkal bővült. A teljes fogyasztói kosár árváltozásának ingadozásával szemben az amerikai maginflációs mutató már fél éve stabilan 2–2,3 százalék között mozog: az indikátor, és így az amerikai inflációs alapfolyamatok stabilitását jól szemlélteti, hogy az az elmúlt évben két hónap között egyszer sem változott 0,1 százalékpontnál nagyobb mértékben. Az inflációs alapfolyamatok továbbra sem jelentenek gátat a Fed monetáris kondícióinak további szigorításával szemben, bár a Fed elnöke, Yellen nyilatkozata alapján a következő kamatemelést várhatóan több hónapnyi bővülő inflációs mutatónak kell megelőznie.

Többek között az olaj világpiaci árának év elején látott esése következtében februárban ismét negatív tartományba süllyedt a fogyasztói árak éves változása az öreg kontinensen. Áprilisban mind az eurózónában, mind a teljes unióban –0,2 százalékos inflációt regisztráltak, utóbbi régióban a mutató értéke legutóbb 2013 decemberében haladta meg az egy százalékot. Az öreg kontinensen az utóbbi hónapokban 5,4-ről 8,7 százalékra gyorsult a háztartási energiahordozók árcsökkenése, miközben továbbra is mindössze 1 százalék körüli mértékben nőtt az élelmiszerek és a szolgáltatások árindexe. Az elmúlt hónapokban is nyomottak maradtak az uniós inflációs alapfolyamatok, a feldolgozott élelmiszerek és energiahordozók áráról szűrt maginflációs mutató már bő másfél éve 0,7–0,9 százalék között ingadozik az unióban. Megítélésünk szerint a stabil inflációs alapfolyamatok alapján továbbra sem fenyegeti deflációs veszély az öreg kontinenst, ám az alacsony maginfláció miatt várhatóan az olajárcsökkenés bázisba épülését követően is még több negyedéven keresztül 2 százalékos célértéke alatt maradhat az inflációs mutató.

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



Forrás: Eurostat

A visegrádi országok közül az év elején tapasztalt olajárcsökkenés áprilisig egyedül a magyar inflációs mutatóra fejtett ki jelentős hatást, a többi államban mindössze pár tized százalékponttal csökkent az éves árindex (7. ábra). Csehország gazdaságát továbbra is nyomott, ám pozitív inflációs folyamat jellemzi: az elmúlt egy évben mindössze decemberben esett negatív tartományba a mutató értéke. Bár áprilisban közel egyéves csúcsra, 1,1 százalékra emelkedett a cseh maginflációs mutató, az energiahordozók árcsökkenésének hatására májusban nullára csökkent a cseh fogyasztói árindex változása. Az elmúlt hónapok kedvező folyamatai ellenére sem valószínű, hogy 2018 előtt stabilan 2 százalékos célértéke közelébe emelkedjen a cseh éves árindex: a feszes munkaerőpiac és a továbbra is dinamikus gazdasági bővülés árfelhajtó hatását kompenzálhatja az importált termékek árcsökkenése.

Márciusban megtört a lengyel inflációs mutató szeptember óta tartó folyamatos emelkedése, így továbbra is, immáron közel két éve negatív tartományban tartózkodik a lengyel fogyasztói árak éves árváltozása, és 2016 végére is mindössze 0 százalék várható. 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. A szlovák maginfláció európai és regionális összehasonlításban is alacsony, a visegrádi országok közül egyedül a lengyelt haladja meg a mutató értéke. Az Európai Bizottság előrejelzése szerint Szlovákiában – a visegrádi országok közül egyedüliként – idén is negatív, –0,1 százalékos lehet az éves átlagos infláció.



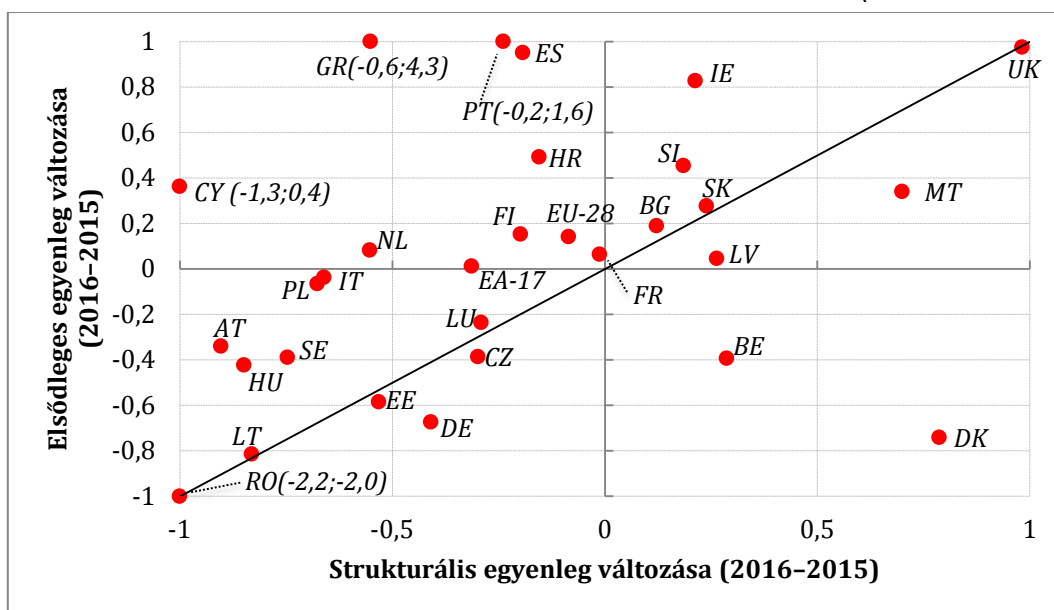
Az Európai Bizottság csökkentette mind az eurózóna, mind az unió inflációs mutatójára vonatkozó előrejelzését: előbbi 0,5-ről 0,2, utóbbit 0,5-ről 0,3 százalékra. A Bizottság várakozása szerint az idei második fél évtől – az olajárcsökkenés bázisba épülésének hatására – a háztartási energiahordozók árváltozása ismét növelheti az árindexet, ami az EKB mennyiségi lazítási programjának kiterjesztése ellenére várhatóan 2017 végéig nem éri el a 2 százalékos célértékét. A Bizottság várakozása alapján az infláció dinamizálódására a továbbra is negatív kibocsátási rés záródása esetén kerülhet sor, ám a bérek és a lakossági fogyasztás bővülése ellenére a fogyasztói árak éves árváltozásának átlaga várhatóan jövőre is mindössze 1,4–1,5 százalékot tehet ki.

## Fiskális politika

Az Európai Bizottság legfrissebb, tavaszi előrejelzése az őszihez képest szinte változatlan költségvetési pályával számol, az eurózóna és a teljes unió költségvetési hiánya is visszafogott mértékben csökkenhet a következő két évben. Főként a konjunkturális hatások következtében bővülő adóbevételek és a csökkenő szociális kiadások eredményeként a tavalyi 2,1 és 2,4 százalékos hiány idén 1,9 és 2,1 százalékra csökkenhet az eurózónában és a teljes unióban, míg jövőre a hiányszámok rendre 1,6 és 1,8 százalékra eshetnek. A költségvetési egyenleggel szemben a gazdaság ciklikus és az egyszeri tételek költségvetési hiányt befolyásoló hatásait kiszűrő strukturális hiánymutató 2015-ről 2016-ra az unióban 1,6-ről 1,7 százalékra, míg az euróövezetben 1-ről 1,3 százalékra emelkedhet.

Várhatóan 9 uniós tagállam csökkentheti strukturális hiányát 2015-ről 2016-ra, melyek közül hét gazdaságban a ráta csökkenésében szerepet játszik az elsődleges egyenleg javulása is (8. ábra). Nyolc tagállamban a romló strukturális hiány az elsődleges egyenleg javulásával párosul, melyekben így a költségvetési politika szigorodása elmaradt a konjunkturális helyzet által lehetővé tettől. Ezzel szemben 11 tagállamban, köztük hazánkban is, a strukturális egyenlegek romlását legalább részben expanzív, főként adócsökkentéssel élő fiskális politika magyarázza. Bár összességében a teljes unió elsődleges egyenlege így javul 2015-ről 2016-ra, az öreg kontinens gazdasági növekedése a jelenleginél nagyobb ütemű kiadáscsökkentést is lehetővé tenne.

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



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Spring 2016, Századvég-számítás. Megjegyzés: a pozitív értékek a hiánymutatók csökkenését, a negatívak a mutatók romlását jelentik.

A 2015-ös költségvetési hiány két tagállam, Horvátország és Csehország esetében csökkent jelentősen a korábbi előrejelzésekhez képest. A horvát hiányszám a korábban várt 4,2 helyett 3,2 százalékot tett ki tavaly, a javuló költségvetési egyenleg mögött az állami beruházások éves szinten mért 22 százalékos visszaesése áll. A Bizottság új előrejelzésében jelentősen pozitívabb képet festett az ország következő évekre várt fiskális pályájáról: a korábbi előrejelzéssel szemben a 2016-os GDP-arányos horvát hiány  $-3,9$  helyett  $-2,7$ , míg 2017-ben  $-3,2$  helyett  $-2,3$  százalék lehet. A jelentős javulás mögött egyrészt a közsféra bérkiadásainak csökkentése, másrészt az indirekt adók emelése miatt 4,4 százalékkal bővülő állami bevételek állnak, aminek következtében – az elérhető adatok alapján, az ország története során először – 2015-ben pozitív elsődleges egyenleget regisztráltak Horvátországban. A jelentős fiskális kiigazítás hatására a következő években is többletet mutathat a horvát költségvetés kamatfizetéstől szűrt egyenlege, ám ennek ellenére az ország 85 százalékot meghaladó GDP arányos adósságrátája csak mérsékelt ütemben csökkenhet. A csökkenő hiányszámok ellenére továbbra is igen sérülékeny a horvát fiskális pálya, amit főként a kormányzat és a közsféra szakszervezetei közötti bértárgyalás kimenetele, valamint a lakossági svájcfrank-alapú hitelek kunára történő átváltásának gazdasági hatása veszélyeztet.

A várt 1,6 százalék helyett 0,4 százalékot tett ki a tavalyi cseh költségvetési hiány. A költségvetés kiadási oldala az EU-s források gyorsított lehívása ellenére 2014-ről 2015-re enyhén csökkent, míg a bevételek GDP-arányos szintje a megugró társaságiadó-bevételeknek köszönhetően 40,8-ről 42,2 százalékra emelkedett. Bár várhatóan 2016-ban a kibocsátás-

arányos költségvetési bevételek az uniós támogatási források visszaesése miatt ismét 2014-es szintjükre csökkenhetnek, a következő két évben is 1 százalék alatt maradhat az ország költségvetési hiánya. A lassabb növekedés miatt csökkenő társasági adóbevételek hiányszámot rontó hatását ellensúlyozhatja a dohánytermékek növekvő jövedékiadó-tartalmának többletbevétele, valamint a forgalmi adó beszedésének hatékonyabbá válása.

Az Európai Bizottság májusi döntése alapján Ciprus, Írország és Szlovénia is kikerült a túlzottdeficit-eljárás (EDP) alól, főként magas növekedési ütemük és adósságállományuk utóbbi években mutatott dinamikus csökkenésének következtében. A Bizottság által várt strukturális reformok hiányában Spanyolország és Portugália 2017 májusáig eljárás alatt maradhat, miközben eljárás indult Belgium, Olaszország és Finnország ellen. A belga és olasz államadósság 2015-ben rendre a GDP 106 és 133 százalékát tette ki, miközben a Bizottság megítélése szerint az adósság csökkenését nem támogatja kellő mértékben az országok fiskális politikája. Bár a finn államadósság messze elmarad az előző két államtól, viszont a 2015 során 60 százalék felé emelkedő ráta a következő két évben is tovább bővíthet. Az unió nagyobb gazdaságai közül Spanyolország mellett Franciaország és az Egyesült Királyság is túlzottdeficit-eljárás alatt maradhat a következő években, így az unió öt legnagyobb gazdasága közül egyedül a német teljesítheti a Bizottság által szabott fiskális kritériumokat.

A gazdasági növekedés és a tagállamok többségének visszafogott fiskális politikájának hatására az előrejelzési horizont egészében csökkenhet mind az unió, mind az eurózóna aggregált GDP-arányos adósságrátája. Az eurózóna adósságrátája 2016-ban 92,2, míg jövőre 91,1 százalékra csökkenhet: a mutató mérséklődésében közel ugyanakkora szerepet játszhat a tagállamok elsődleges egyenlegének javulása, valamint a gazdasági növekedés és az alacsonyabb kamatlábak adósságrátára gyakorolt hatását kifejező „hólabdahatás”. A két év alatt várhatóan 86,8-ről 85,5 százalékra csökkenő uniós szintű adósságráta ellenére a tagállamok többségénél nőni fog a GDP-arányos adósság állománya, bár az érintett 15 tagállamból a bővülés mértéke várhatóan mindössze 6 államban haladhatja meg az 1 százalékpontot.

## A magyar gazdaság jelenlegi helyzete

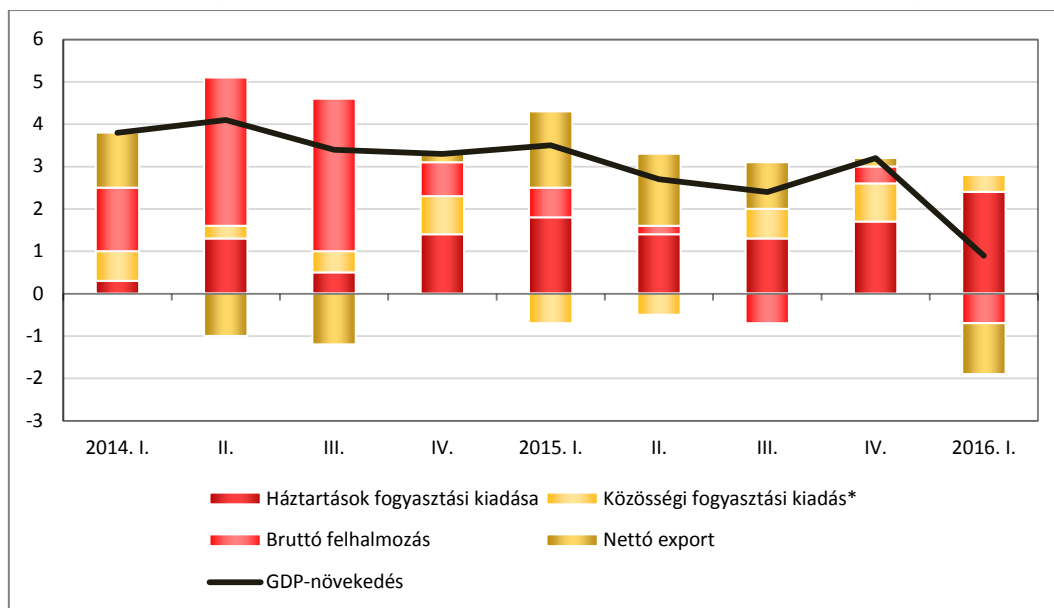
### A hazai növekedés alakulása

A magyar gazdaság éves növekedési üteme 2016 I. negyedévében meglepő mértékben, a várakozásokat alulmúlva lassult, megtörve az előző negyedévekben megindult gyorsulási trendet. A KSH által regisztrált 0,9 százalékos éves bázisú GDP-növekedés ezzel együtt a szerkezeti összetétele alapján módosítja a 2016-ra tett éves előrejelzésünket. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított negyedéves bővülés 0,4 százalék volt, ami szintén a lassulást erősíti meg. A magyar gazdaság az idei I. negyedévben mutatott teljesítménye alulmúlja az EU-tagországok többségét, és egyben továbbra is jelentősen leszakad a régiós versenytársaktól.

A GDP felhasználási oldalán a külső tételekben is erősen éreztette hatását a járműipari karbantartás és modellváltás okozta leállás. Az exportbővülés lassulása és az importbővülés gyorsulása figyelhető meg, amelynek következtében a külső többlet tovább csökken, és 2016 I. negyedévében már visszahúzza a GDP növekedési ütemét. Az export bővülése a megelőző év azonos időszakához képest 5,7 százalék volt, amelyet elsősorban a szolgáltatásexport húzott. Ezzel párhuzamosan az import 7,8 százalékkal bővült: mind az áruk (8 százalékkal), mind a szolgáltatások esetében (7,1 százalékkal) dinamikus növekedés figyelhető meg. Az összhatás ennek következtében csökkenő pozitív egyenleg és a növekedést lassító hatás. A 2016 I. negyedévben megtermelt külső többlet és a GDP aránya 11 százalék, míg ugyanez 2015 első negyedévében 12,4 százalék volt. 2015 folyamán nagy léptékben csökkent a külkereskedelem konjunktúrában betöltött szerepe, és az idei első negyedévben eljutott odáig, hogy 1,2 százalékponttal rontotta a nemzeti jövedelem növekedését a külkereskedelmi mérleg olvadó többlete.

A járműipari leállás negyedére/ötödére vette vissza a negyedév gépek és szállítóeszközök ágazati exportjának mind a volumen-, mind az értéknövekedési ütemét az előző negyedévekhez képest, és a márciusi értéke a negatív tartományba került. Szolgáltatási területen a bér munka, a távközlés, valamint a pénzügyi és biztosítási szolgáltatások egyenlege rontotta a külső egyensúlyt. A turizmus, a számítástechnikai szolgáltatások és a szellemi tulajdonjogból származó bevételek növekvő mértékben javították a szolgáltatás-kereskedelmi mérleget.

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



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

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 előző negyedévhez képest is gyorsulás. Az előző negyedévhez mérten is gyorsult, 1,3 százalékkal bővült a háztartások fogyasztása (szezonálisan és naptárhatással kiigazítva). Ennek okát elsősorban a bérek eddigi, dinamikus emelkedésében látjuk, ami nem annyira termelékenységjavulás, mint a munkaerő-kereslet növekedésének a következménye. A fogyasztás növekedése és a beruházás visszaesése összességében azt eredményezte, hogy a belföldi felhasználás 2,4 százalékkal bővült.

A háztartások aggregált bizalmi indexe 2016 első negyedévében nem javult tovább. Az első negyedéves adat enyhe pesszimizmusnövekedést mutatott, majd az április–májusi adatok a tavalyi év végi kedvezőbb szintre tértek vissza, amely még mindig a negatív tartományban áll (vagyis a lakosság többsége inkább pesszimista). Az egyes részmutatók többsége 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 pénzügyi helyzet és az általános gazdasági helyzet megítélésében a negyedév során némileg növekedett a pesszimizmus.

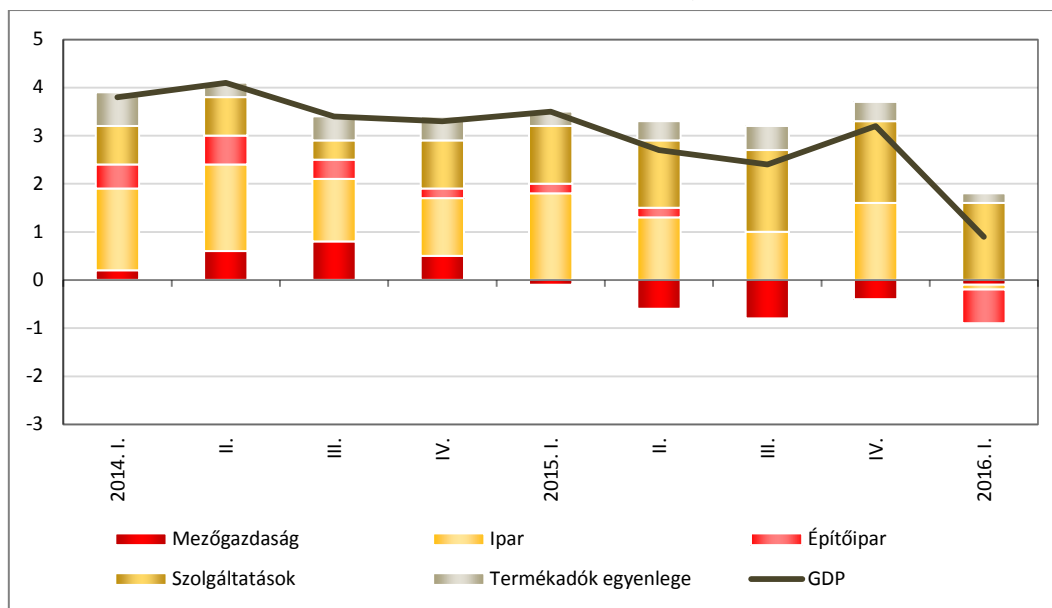
A közösségi fogyasztás volumene 2016 első negyedévében 3,4 százalékkal volt magasabb, mint az előző év azonos időszakában. Az előző negyedévhez képest viszont visszafogottabb lett az érték 1,2 százalékkal.

2016. január–március időszakában a nemzetgazdaság beruházási volumene 9,6 százalékkal zsugorodott. a bruttó tárgyeszköz-felhalmozás 7,8 százalékkal esett, ami szezonálisan és naptári hatással kiigazítva még kedvezőtlenebb, 13,1 százalékos visszaesést jelent. Ezt a készletváltozás csak részben tudta ellensúlyozni, így a bruttó felhalmozás 3,5 százalékkal csökkent. Ez esetben az uniós támogatások felhasználásának visszaesése a magyarázat. Ennek következtében a bruttó felhalmozás önmagában 0,7 százalékponttal húzta vissza a gazdasági növekedési adatot. Az első negyedévben tehát nemcsak a versenyszféra beruházásai csökkentek, hanem az államilag finanszírozottak is. Míg a versenyszféra beruházásai mindössze 5 százalékkal mérséklődtek, a költségvetési beruházások 39 százalékkal zuhantak. A volumenváltozások alapján a mezőgazdaság, a feldolgozóipar, a közigazgatás, az oktatás, az egészségügy, szállítmányozás több-kevesebb beruházási volumen-csökkenést szenvedett el, addig a szálláshely, a szórakoztatóipar, az informatika, az építőipar, az energetikai iparágak bővülő tárgyeszköz-állománnyal rendelkeznek.

A hazai gazdaság 2016. I. negyedévi teljesítménye a termelési oldalon a következő képet mutatta. A mezőgazdaság folytatódó, 3,5 százalékos negyedéves visszaesése alapvetően időjárásfüggő. A tavalyi kedvezőtlenebb termés az év további része tekintetében alacsony kiindulópontot teremt. A negyedév növekedését rontva 0,1 százalékot vett el a kibocsátás bővüléséből. Az előző negyedévhez képest 0,4 százalékkal bővült ugyan a mezőgazdaság, azonban a pontos érték itt is csak a termés ismeretében határozható majd meg.

Az ipari kibocsátás az előző év azonos időszakához képest 0,7 százalékkal mérséklődött, ami 0,1 százalékpontot vett el az I. negyedéves növekedésből. Az előző negyedévhez képest még látványosabb, 2,4 százalékos volt a visszaesés. A feldolgozóipar kibocsátása 0,7 százalékkal csökkent a negyedévben, amelyben intenzív szerepet játszottak az autóipar karbantartási célú leállásai (-7,5 százalék). A számítógépgyártás (8,6 százalék) és az elektronikai iparág (9,5 százalék) az általános bővülést messze meghaladó mértékben növekedett. Így a járműiparon kívüli feldolgozó ipar súlya növekedett, amely egyenletesebb feldolgozóipari diverzifikációt és mérséklődő kiszolgáltatottságot eredményez.

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



Forrás: KSH

Az építőipar kibocsátása 28 százalékkal zuhan az előző év azonos időszakához képest, ami jelentős mértékben annak köszönhető, hogy míg 2015 a EU-s pénzek lehívási hajrájának éve volt, addig 2016 első negyedéve ebből a szempontból is átmeneti leállást eredményezett, miközben a lakáspiaci ösztönzők még nem éreztették hatásukat. Ennek következtében az építőipar 0,7 százalékponttal húzta vissza a GDP-t. 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. Az építőipar szerződésállományának adataiból is kiolvasható az év eleji visszaesés és a várható fordulat, mert míg 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 előre látható fordulat, amely esetében a tárgyhoz végi szerződésállomány is pozitív változást, 41–57 százalékos többletet mutat az idei év első hónapjaiban.

A szolgáltató ágazatok összesített 3 százalékos bővülése tartotta fenn alapvetően a növekedést 2016 I. negyedévében. Ezen belül 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 idén májusig kötelezően elköltendő 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 pénzügyi és biztosítási szektor teljesítménye viszont 0,2 százalékkal mérséklődött

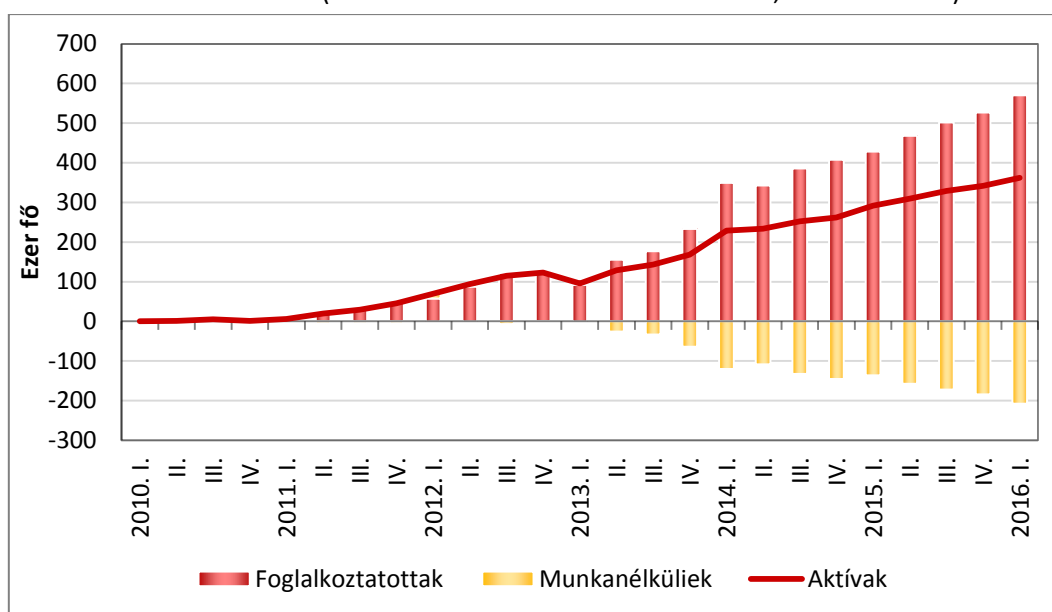


a közvetítői díjak csökkenése következtében. Ezzel a szolgáltatási szektor hozzájárulása a növekedéshez 1,6 százalékpont, ami 0,1 százalékponttal elmarad az előző negyedévhez képest, noha még mindig a legerősebb húzóágazata a GDP-nek termelési oldalról nézve.

## Munkaerőpiaci folyamatok

A munkaerőpiac bővülése 2016 I. negyedévében is folytatódott. Mind a foglalkoztatás, mind pedig az aktivitás az elmúlt két évben tapasztaltnál hasonló mértékben emelkedett. A szezonálisan kiigazított adatok alapján a munkával rendelkezők száma az előző negyedévhez viszonyítva 43 ezer fővel nőtt, ami éves viszonylatban 145 ezer fős emelkedést jelent. A bővülő munkakeresletet számára a kínálatot közel egyenlő mértékben biztosították a már a piacon jelen lévő munkanélküliek és a negyedév során belépő korábban inaktívak. Ennek következtében az aktívak szezonálisan kiigazított száma 20 ezer fővel nőtt, ami a 15–74 éves lakosság csökkenésével kiegészülve 60,7 százalékra emelte körükben az aktivitási rátát. Emellett a foglalkoztatási ráta 57,2 százalékra emelkedett, amellyel hazánk folytatta az Európai Unió átlagához (58,4 százalék 2015 IV. negyedévében) való, 2011 óta folyamatos felzárkózást.

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

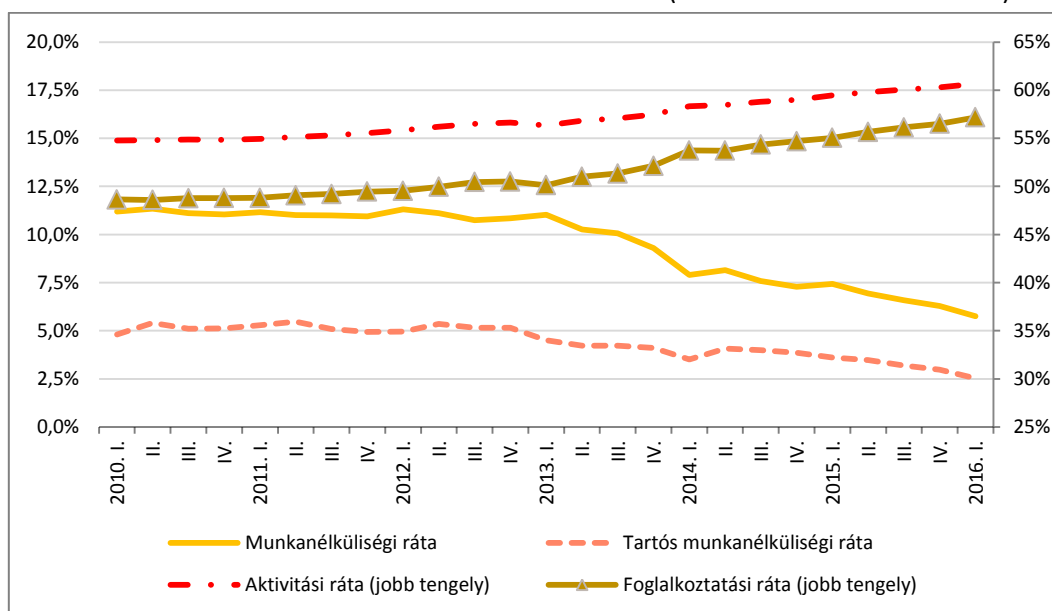


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A KSH intézményi statisztikai alapján a 4 főnél nagyobb vállalkozásoknál, illetve a költségvetési intézményeknél és nonprofit szervezeteknél dolgozó alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma 22 ezer fővel nőtt az idei év első három hónapjában. Ez a növekedés arányaiban alacsonyabb, mint a foglalkoztatás bővülése, így kijelenthető, hogy az intézményi statisztikák körében nem felmért mikrovállalkozások és az önfoglalkoztatás

szerepe mérsékelten emelkedett. Az alkalmazotti létszám növekedésében a versenyszféra mellett a nonprofit szervezetek is fontos szerepet játszottak: a két szektorban alkalmazottak száma 9, illetve 10 ezer fővel emelkedett. Utóbbi kiemelkedő annak figyelembevételével, hogy ez egy negyedév alatt a szektor több mint 9 százalékos bővülését jelenti. A verseny és a nonprofit szféra mellett a költségvetési intézményekben dolgozók száma mérsékelten, 3 ezer fővel emelkedett. Ebben az esetben a kisebb mértékű emelkedés feltételezhetően a közfoglalkoztatottak számának alakulásával magyarázható, ami 2015 decembere és az idei év márciusa között 171 ezer főre csökkent, és ez a trend már nem magyarázható pusztán szezonális hatásokkal. A ledolgozott munkaórák száma az alkalmazotti létszámnál kisebb ütemben, 0,3 százalékkal emelkedett. Ez azt jelzi, hogy az elmúlt három hónapban bővülő munkakeresletet nem annyira a termelés felfuttatása iránti igény motiválta, hanem inkább a meglévő munkaerő leterheltségének csökkentését célozta.

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



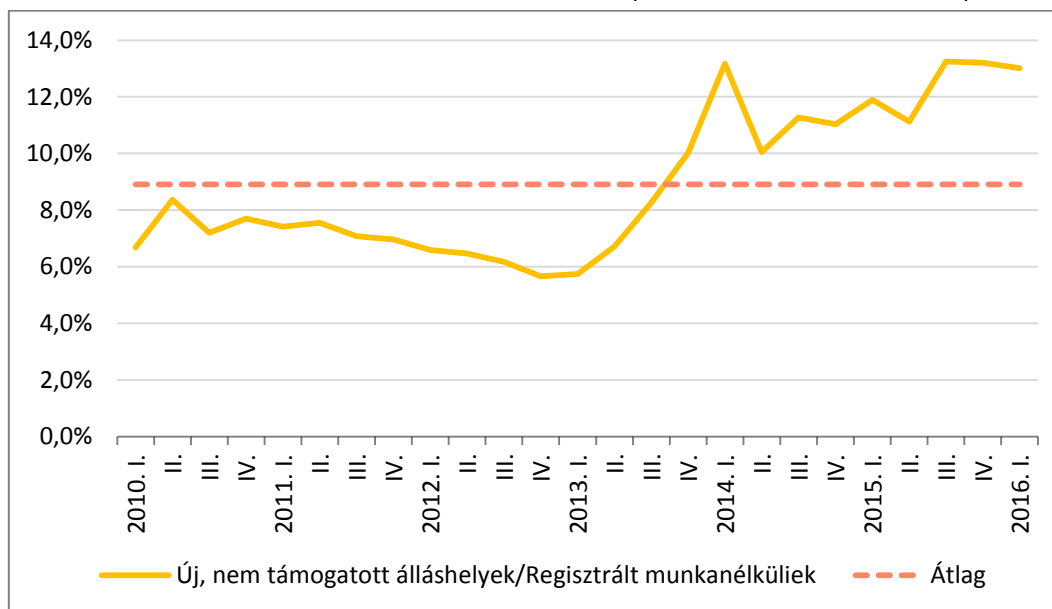
Forrás: KSH, Századvég-számítás

A növekvő munkakereslet hatására a munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma 23 ezer fővel csökkent, aminek eredményeként a munkát keresők száma 2016 I. negyedévében 263 ezer főre mérséklődött. Ez 5,8 százalékos munkanélküliségi rátát jelent, ami megegyezik a 2001 és 2003 közötti átlagos szinttel. A tartósan, legalább egy éve munkát keresők aránya 47,2-ről 43,8 százalékra csökkent. Ez a közfoglalkoztatotti létszám csökkenése mellett különösen kedvező folyamat, ugyanis azt jelenti, hogy a nehezebb helyzetben lévő munkanélküliek is nagyobb számban jutnak piaci munkahelyhez.

Az NFSZ adatai alapján a regisztrált munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma 2 ezerrel, összesen 352 ezer főre emelkedett, ez azonban nem jelenti a munkaerőpiac helyzetének romlását. Ugyanis a növekedés azzal magyarázható, hogy miközben a csökkenő közfoglalkoztatás miatt a programból kikerülők újra a munkanélküli regiszter

nyilvántartásába kerülnek, addig az új piaci munkahelyeket nagyobb arányban töltötték be azok, akik nem szerepeltek a munkanélküli nyilvántartásban. A regisztrált munkanélküliek számának növekedése mellett az új, nem támogatott álláshelyek száma változatlanul a 46 ezres szinten maradt, így a munkaerőpiac feszsége kismértékben enyhült.

13. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

Bár a kevésbé feszes munkaerőpiac csökkenti a bérekre gyakorolt nyomást, ennek ellenére a bruttó bérek rendkívüli módon, 6 százalékkal emelkedtek éves szinten. A keresetek kiemelkedő mértékű emelkedését nemcsak a közszférában megfigyelhető bérrendezések (pedagógusok, rendvédelmi dolgozók, egészségügyi dolgozók) és az ebből adódó, szektorszinten 7,8 százalékos átlagbér-emelkedés magyarázza, hanem a versenyszférában dolgozók fizetése is kiemelkedő mértékben, 5,4 százalékkal emelkedett. Ez a továbbra is feszes munkaerőpiac és az egyes ágazatokban egyre inkább jelentkező munkaerőhiány bérfelhajtó hatására, valamint az év eleji minimálbér-emelésre vezethető vissza. A bérből élő háztartások helyzetét tovább javította a személyi jövedelemadó csökkentése, aminek eredményeképp a nemzetgazdasági nettó átlagbér növekedése elérte a 7,7 százalékot. Figyelembe véve az árszínvonal változását, a nettó reálbér 7,4 százalékkal emelkedett, ami kedvező hatást gyakorol a háztartások fogyasztási kiadásaira.

## Infláció

Az év első három hónapjában az infláció ismét jelentősen, 0,3 százalékra lassult, sőt márciusban az árak kismértékben, 0,2 százalékkal mérséklődtek az előző év azonos időszakához képest. A lassulás különösen is jelentős, ha figyelembe vesszük, hogy a pénzromlás mértéke januárban még 0,9 százalék volt. Áprilisban a februárinál kismértékben

magasabb, 0,2 százalékos volt az infláció, ám az első három hónap átlagát még így sem érte el. Májusban ismét defláció jelent meg a magyar gazdaságban: a fogyasztói árak az egy évvel korábban mérthez képest ismét 0,2 százalékkal mérséklődtek. Az alacsony infláció és a defláció elsősorban az importált inputtényezők (például olaj) árcsökkenésének következménye. Az inflációt továbbra is visszafogják az alacsony olajárak, amelynek hatásaként az üzemanyag ára jelentősen elmaradt az egy évvel korábbitól. Szintén érdemes megemlíteni az alacsony infláció okai között azt, hogy a legfontosabb külkereskedelmi partnereink esetében is alacsony a pénzromlás mértéke, így az importtermékek ára sem növekszik jelentősen. Az alacsony infláció irányába hat a sertéshús áfájának csökkentése is, ugyanakkor növeli a pénzromlást leíró mutató értékét a 2015-ös gyenge termés miatt néhány élelmiszer árának (zöldségfélék) emelkedése. Csökkent azonban a tejtermékek ára: a piaci túltermelés miatt például a tej ára mintegy 10 százalékkal mérséklődött. Az energiaárak a vizsgált időszakban alig változtak, hiszen a rezsicsökkentés már beépült a bázisba, és az idei évben a hatósági árak sem nem csökkentek, sem nem emelkedtek. Az első negyedévben a tartós fogyasztási cikkek ára 1,8 százalékkal nőtt (ezen belül is kiemelkedik a használt személygépjárművek árának 7,9 százalékos emelkedése), míg a szolgáltatások inflációja 1,3 százalék volt, amelyen belül a külföldi utazások ára emelkedett leginkább, 11,5 százalékkal. Az infláció mértéke tehát Magyarországon továbbra is jelentősen elmarad a jegybank 2–4 százalékos célsávjától.

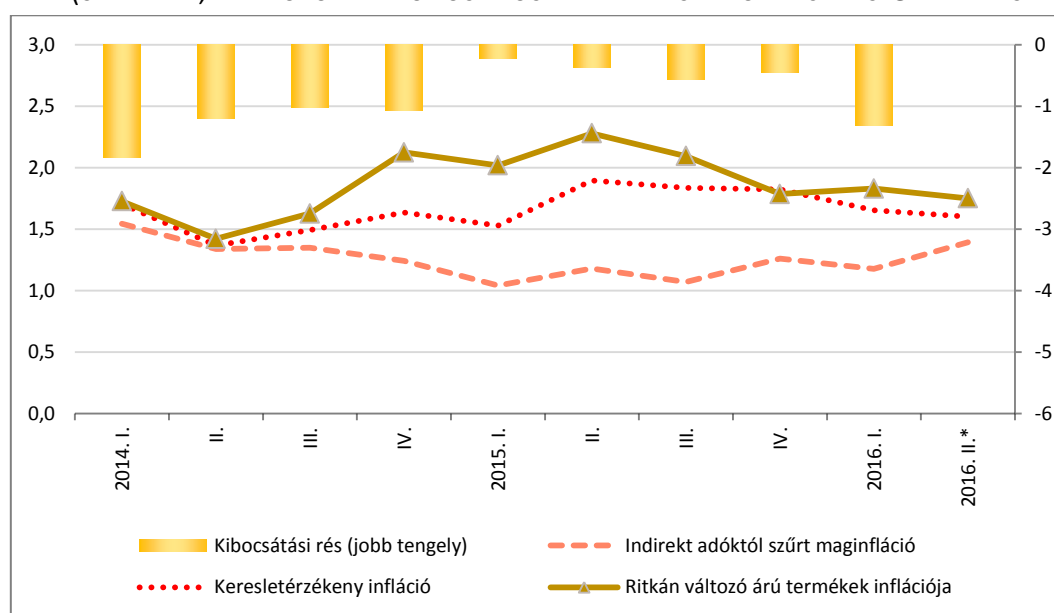
Májusban sincs lényegi változás a háztartási energia árának tekintetében. Az inflációt továbbra is felfelé húzta a szolgáltatások (1,6 százalék) valamint a szeszes italok és dohányárak árának emelkedése (2,2 százalék), bár ez utóbbi termékcsoporthoz árának emelkedése enyhén lassult az elmúlt hónapokban a tavalyi jövedékiadó-változások bázisba épülése miatt. Ugyanakkor hasonló okokból a cigaretta ára az év végén ismét növekedni fog, és ezáltal felfelé viszi az inflációt. Az élelmiszerek ára nem változott májusban az egy évvel korábbihoz képest, amelyen belül az egyes élelmiszerfajták inflációja a korábbiaknak megfelelően alakult: a sertéshús és a tej ára csökkent, a zöldségféléké (és azon belül is kiemelkedően a burgonyáé) jelentősen nőtt. Az üzemanyagok ára májusban 11,9 százalékkal csökkent, ami egymagában mintegy 1 százalékponttal csökkentette az inflációt.

Az alacsony, a jegybank céljától érdemben és hosszabb ideje elmaradó inflációnak köszönhetően a lakosság inflációs várakozásai az elmúlt negyedévben történelmi mélypontra kerültek, és februárban már 1 százalék alatt voltak. Az alacsony inflációs várakozások elősegítik a tartósan alacsony inflációs szint fennmaradását, hiszen a vállalkozások ezt is figyelembe veszik árazási döntéseik meghozatalakor.

A kibocsátási rés (output gap) a korábban várt pozitív értéke helyett az I. negyedévben ismét negatív értéket vett fel a gyenge növekedési adat miatt. A gyengébb I. negyedéves adat nyomán az előző negyedéves output gap is negatív lett. Ez tehát azt jelenti, hogy a gazdaság tényleges kibocsátása kismértékben a potenciális alatt van, azaz a gazdaság ciklikus helyzete

kismértékben romlott a szerényebb GDP-növekedésnek köszönhetően. A mutató a legfrissebb számításaink szerint 2015 IV. negyedévében  $-0,5$ , míg 2016 I. negyedévében  $-1,3$  százalékon állt. Mivel azonban az év hátralévő részében az I. negyedévesnél jelentősebb növekedésre számítunk, ezért várakozásaink szerint a kibocsátási rés nulla körül alakul, míg 2017-ben már érdemben pozitív lehet, ami hosszabb távon a keresleti oldali inflációs nyomás megjelenéséhez vezethet, amelynek nyomán az infláció lassan és fokozatosan elmozdulhat a jelenlegi nagyon alacsony szintjéről.

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



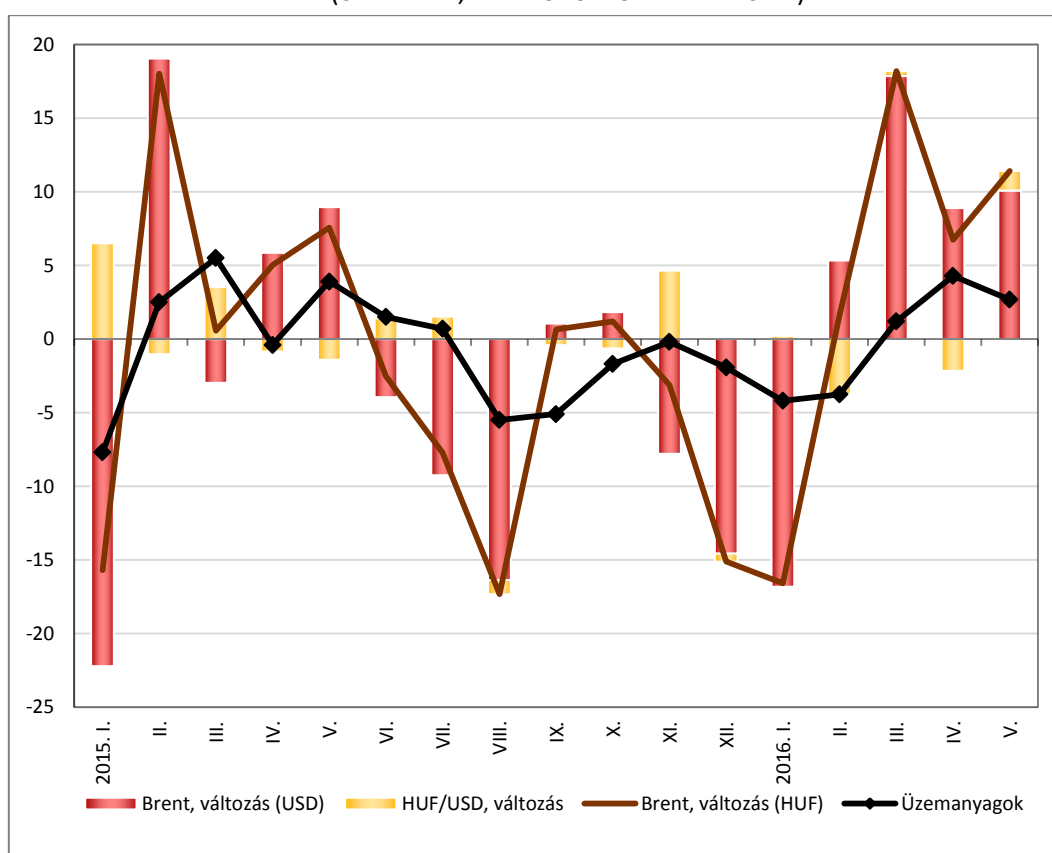
\*Csak az április–májusi adatot tartalmazza. Forrás: MNB, Századvég-számítás

A fogyasztóiár-indexhez hasonlóan az MNB inflációs alapmutatói is folyamatos csökkenést mutattak az első negyedévben: az indirekt adóktól szűrt maginflációs mutató a januári 1,3-ról 1 százalékra, a keresletérzékeny infláció 1,9-ről 1,5 százalékra, míg a ritkán változó árú termékek inflációja 2-ről 1,7 százalékra mérséklődött. Ennél kisebb mértékű csökkenés figyelhető meg ugyanakkor, ha az inflációs alapmutatókat az előző negyedévvél vetjük össze: az indirekt adóktól szűrt maginflációs mutató, valamint a keresletérzékeny infláció átlagos értéke 0,1-0,1 százalékponttal, 1,2, illetve 1,7 százalékponttal csökkent, addig a ritkán változó árú termékek inflációja 1,8 százalékponttal maradt. Látható tehát, hogy minden inflációs mutató értéke elmarad az MNB 3 százalékos céljától, de még a célsáv aljától is. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy ezek az értékek még nem tartalmazzák a márciusban, áprilisban és májusban végrehajtott kamatcsökkentések hatásait. A jegybank kommunikációja szerint ugyanakkor további kamatvágás a közeljövőben nem várható.

A maginfláción kívüli tételek inflációja az első negyedévben ismét negatív,  $-1$  százalékos volt. Ezt most is nagyrészt az üzemanyagok árának 10,5 százalékos csökkenése okozta, ami annak

köszönhető, hogy az olaj világszerte jelentősen visszaesett az egy évvel korábbihoz képest. Az üzemanyagok árának mérséklődése az inflációt az első negyedévben mintegy 0,9 százalékponttal mérsékelte. Az árak áprilisban és májusban is elmaradtak az egy évvel korábbitól (10,8, illetve 11,9 százalékkal), ám az előző hónaphoz képest mindkét esetben már növekedés figyelhető meg. Az árak alakulásában most kisebb szerepet játszott csak a dollár árfolyamának alakulása: az első negyedévben a forint mindössze 2,9 százalékkal értékelődött le a dollárhoz képest, vagyis a korábbi leértékelődés megállt, így ez a tényező már nem hat az üzemanyag árának emelkedésének irányába.

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



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

A nyers élelmiszerek ára az első negyedévben a korábbinál kisebb mértékben, mindössze 2,9 százalékkal növekedett. Az idei év első három hónapjában a mezőgazdasági termelők árak 2,8 százalékkal növekedtek az egy évvel korábbihoz képest. A növekedést a növényi termékek (7,9 százalékos) okozták, és ezen belül is kiemelkedő volt a zöldségfélék árának emelkedése (20 százalékos). Mindeközben az állati termékek ára 5,8 százalékkal csökkent. Összességében tehát a maginfláción kívüli tételek közül a nyers élelmiszerek kismértékben növelték, míg az üzemanyagárak csökkentették az inflációt.

## Monetáris kondíciók

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

- A 2016. március 16-án elszámolandó művelettől kezdődően 5 bázisponttal, 0,00 százalékra csökkentette az eurórendszer irányadó refinanszírozási műveleteinek kamatlábát;
- 2016. március 16-i hatállyal 5 bázisponttal, 0,25 százalékra csökkentette az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlábát;
- 2016. március 16-i hatállyal 10 bázisponttal, –0,40 százalékra 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 alacsonyak lehetnek, mint a betéti rendelkezésre állás kamata.

A betéti kamat 10 bázispontos csökkentése –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 ingyenhiteleiket 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.



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 figyelembevételével 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.

A magyar jegybank márciusban, áprilisban és májusban egyaránt 15 bázisponttal, 1,35 százalékról 0,9 százalékra csökkentette az irányadó rátát. A Monetáris Tanács jegyzőkönyvei alapján a 9 fős grémiumból 8 fő mindig a kamat csökkentésére voksolt, de egy tag két alkalommal a kamat 10 bázispontos csökkentését javasolta, illetve a májusi döntéskor a kamat tartása mellett foglalt állást. Indoklása szerint érdemes lenne megvárni azt, hogy miképpen inspirálja az alacsonyabb kamatszint a vállalati hitelezést. A 15 bázispontos kamatvágásra voksolók márciusban azt hangsúlyozták, hogy ismét egy kamatciklus megindításáról van szó, tehát 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 egyrészt a rendkívül nagy likviditásbőség miatt alacsonyak a rövid hozamok, másrészt a piac jelentős része a bejelentéseknek megfelelően és a 3 hónapos határidős kamatmegállapodásokat is tekintve további jegybanki kamatcsökkentéssel is számolt.

Áprilisban a 15 bázispontos kamatvágásra voksolók közül egy kiemelte, hogy a piac várakozásai az alapkamat aljára vonatkozóan meglehetősen alacsonyak, ezért határozottabb jegybanki jelzést szorgalmazott a kamatcsökkentési periódus végére vonatkozóan. Ez megtörtént, mivel a jegybank tulajdonképpen közölte a piaccal, hogy várhatóan egy kamatcsökkentés lesz, és a piaci 3 hónapos FRA-árazások<sup>1</sup> túlzottan alacsony szintre teszik a kamatvágási ciklus végét.

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

---

<sup>1</sup> A határidős kamatmegállapodás (FRA) azt jelenti, hogy a piaci szereplők megállapodnak egy a jövőben (pl. 9 hónap múlva) induló 3 hónapos hitel kamatáról.

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

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 nagy nemzetközi hitelminősítő a sorban, amely 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. Mind ez 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.

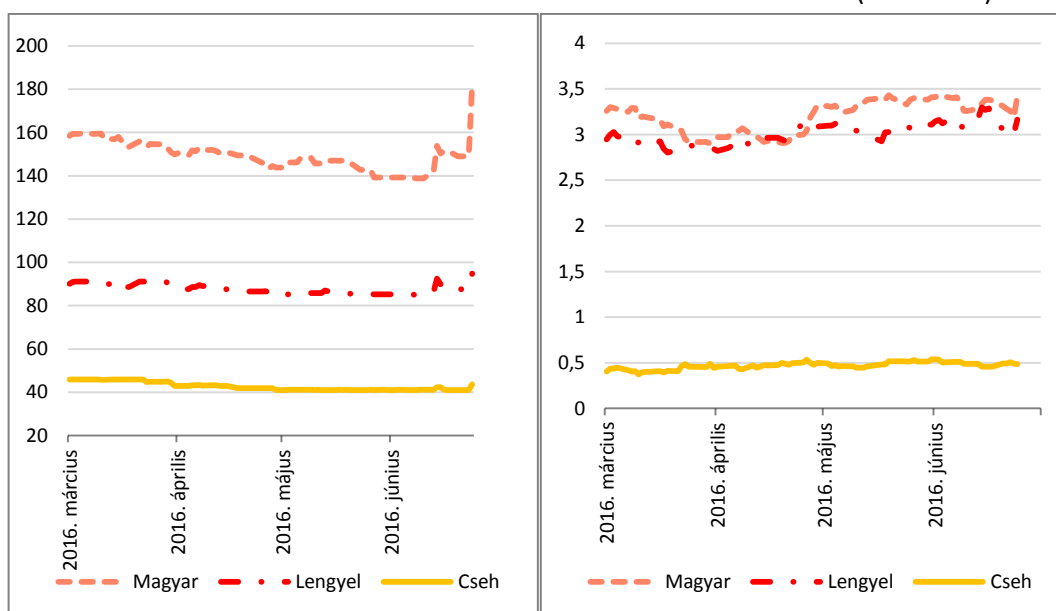
A magyar államadósság újbóli befektetési kategóriába kerülése mérföldkőnek számít, hiszen egy sor befektetési, valamint nyugdíjalap szabályzata előírja, hogy – habár a bővli kategóriába sorolt kötvények nagyobb hozammal kecsegtetnek, de magasabb is a kockázatuk – csak befektetésre ajánlott kategóriájú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

Kevesebb szó esik arról a tényről, hogy a hazai részvénytőzsde is profitálhat az állampapírok kockázati besorolásának javulásával két csatornán keresztül. Egyrészt az országkockázat javulása minden más változatlansága mellett nagyobb keresletet indukálhat a hazai részvénytőzsdén. Másrészt a tőzsdei vállalatok minősítése általában nem tér el két minősítési kategóriával nagyobb mértékben az államadósság besorolási szintjétől, azaz a hazai

vállalatok besorolása javulhat, ami a tőzsdei árfolyamok emelkedésében és a vállalatok forrásköltségének csökkenésében nyilvánulhat meg.

Ha a piaci 10 éves állampapírhozamokat vizsgáljuk a régióban és a PIIGS-országokban (Portugália, Írország, Olaszország, Görögország és Spanyolország), akkor arra jutunk, hogy a hitelminősítők átlagos besorolása alapján értékelték a minősítés előtti napokban a magyar államadósságot, és ennek megfelelően árazták a papírokat. Ugyanakkor két fontos dolgot érdemes kiemelni, egyrészt ez az utóbbi időszakban alakult így, mivel az utóbbi hónapban a régió döntő többségétől eltérően, közel 50 bázisponttal emelkedtek a 10 éves állampapírhozamok. Másrészt azonban fontos kiemelni, hogy a lengyel és a román állampapírokat a hitelminősítésüknél jóval gyengébben árazza a piac, azaz a lengyeleknél leminősítésre számít, míg a románnál inkább bővli kategóriát áraz.

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



Forrás: Thomson Reuters

A jegybank önfinszírozási programjának folytatásaként 2016 áprilisának végével megszüntette a kéthetes betétet, amelynek révén 400–800 milliárdos pótlólagos kereslet áramlott át az állampapírpiacra többféle hatást generálva. Egyrészt minden egyéb változatlansága mellett a hozamokat lejjebb tolja, másrészt a devizaarányt csökkentheti, továbbá mérsékli a külső sérülékenységet, azaz a hazai állomány növekszik, és ezzel is megvalósul a nagyobb önfinszírozási szint a korábbi lépések után.

A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege erősítette, a jegybank monetáris lazítása (az alapkamat csökkentése és a kéthetes betét áprilisi eltörlése<sup>2</sup>), továbbá a Brexit gyengítette a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamát. E kettő eredőjeként a forint kurzusa az euróval szemben a március eleji 309-ről június 24-re 317 forintra változott, azaz 2,6 százalékkal gyengült. A régió devizái közül a cseh korona árfolyama 0,2 százalékot, míg a lengyel zloty árfolyama 1,8 százalékot gyengült az euróval szemben.

A 10 éves forint állampapírok piacán március eleji értékhez képest 16 bázisponttal emelkedett a hozam. Csehországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozama 8 bázisponttal (0,49 százalékra), míg Lengyelországban 22 bázisponttal (3,16 százalékra) emelkedett. Az országkockázatot kifejező ötéves magyar CDS értéke 24 egységgel emelkedett az elmúlt három hónap folyamán, amely így 183 bázisponton áll. De ez kizárólag a Brexitnek köszönhető, mivel a mutató 33 bázisponttal növekedett 2016. június 24-én. Mindeközben Csehországban 2 egységgel, 44 bázispontra csökkent, míg Lengyelországban a kockázati megítélés e mutatója szintén 5 egységgel, 95 bázispontra nőtt.

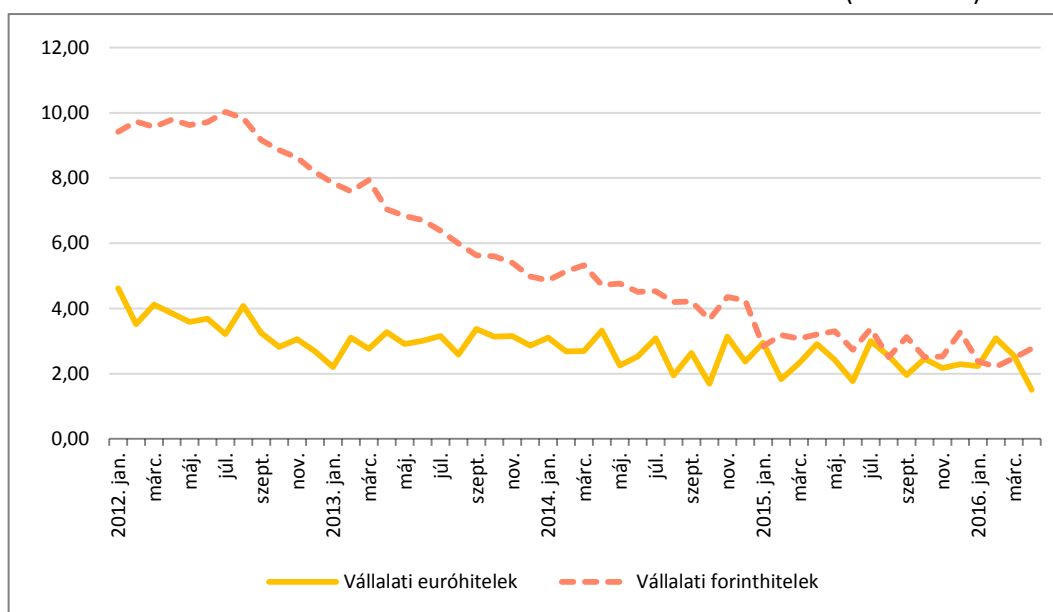
A hazai jegybanki alapkamat mértékének április végéig bekövetkezett 2×15 bázispontos csökkentése mellett 4,24 százalékról 3,93 százalékra csökkent a forint-folyószámlahitelek kamata, míg 38 bázisponttal emelkedett a február–áprilisi időszakban a vállalatok számára nyújtott forinthitelek kamata<sup>3</sup>. Eközben az euróhiteleké 73 bázisponttal süllyedt. A lakossági szegmensben a fogyasztási hitel-piacon 135 bázisponttal alacsonyabb kamattal lehetett forintban fogyasztási hitelt igényelni 2016 áprilisában, mint három hónappal korábban. A lakáscélú hitelek esetében 8 bázispontos kamatemelkedés tapasztalható.

---

<sup>2</sup> Az MNB Monetáris Tanácsának döntése értelmében 2016. április 30-val megszüntette a kéthetes betétet, amelyet előzőleg 2015 végéig 1000 milliárd forintra csökkentett.

<sup>3</sup> Ezt azonban a nagyobb összegű hitelek egyedi kamatozása jelentősen befolyásolja.

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

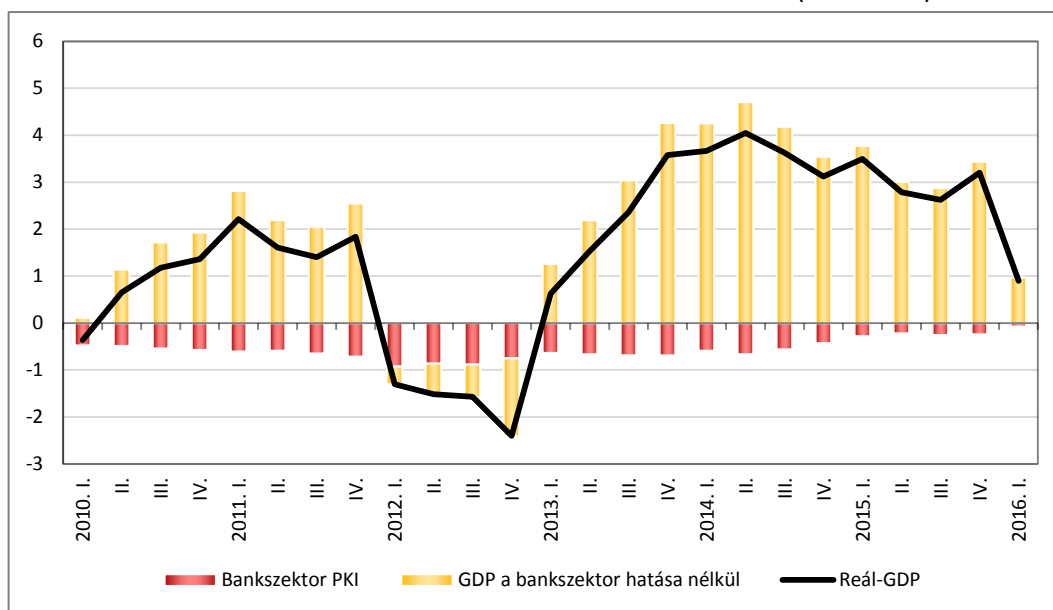


Forrás: MNB

A hitelezés fontosságát az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) is jelzi, mely a bankszektor hitelezési tevékenységén<sup>4</sup> keresztül éves GDP-növekedésre gyakorolt hatását számszerűsíti. Azaz a bankszektorra számított index éves növekedési üteme azt mutatja meg, hogy mennyi a bankrendszer hozzájárulása a reál-GDP növekedési üteméhez. A jegybank számításai szerint 2016 I. negyedévében a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági teljesítményt fékező hatása jelentősen csökkent. A bankszektor teljes jövedelmi hatása csupán -0,07 százalékpontnak felelt meg, vagyis egy egészséges banki hitelezés esetén ennyivel magasabb reál-GDP-vel számolhattunk volna 2016 I. negyedévére vonatkozóan. Tehát hosszú évek után (2009 I. negyedéve után újra) a banki hitelezés közel semlegesnek tekinthető a GDP-növekedésre nézve.

<sup>4</sup> Korábban a bankközi kamatot és az árfolyamot is tartalmazta a számítás.

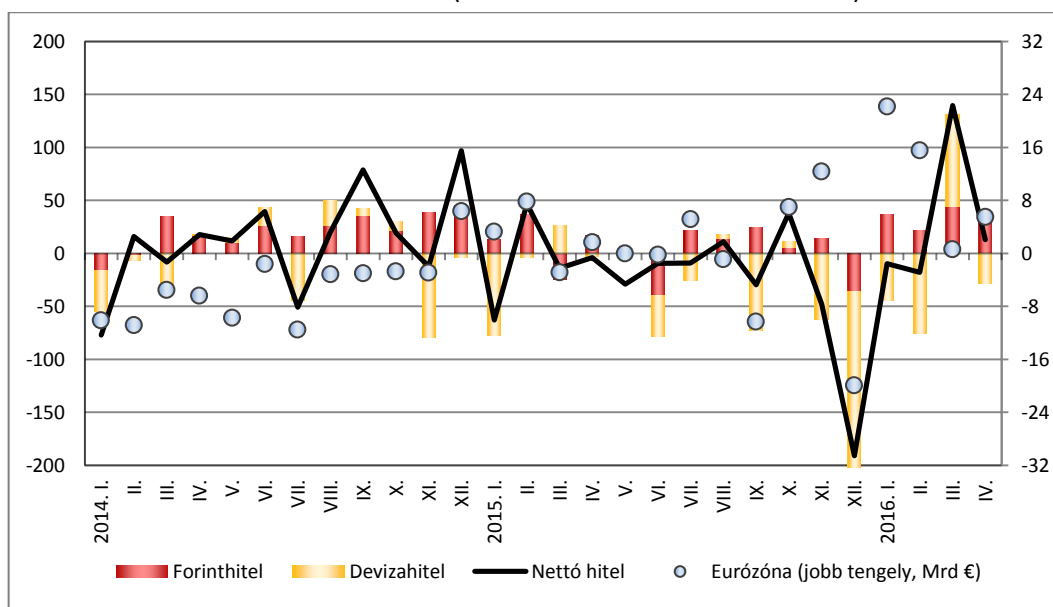
18. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

A vállalatoknál 2016 I. negyedévében a szezonálisan szűrt számok alapján a banki nettó forinthitel-felvétel 103,9 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke -33,7 milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként 2016 első negyedévében a teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan kiigazítva) így 111,7 milliárd forintnak felelt meg. 2016 áprilisában a vállalati szektor teljes nettó hitelfelvétele (szezonálisan kiigazítva) 12,9 milliárd forint volt.

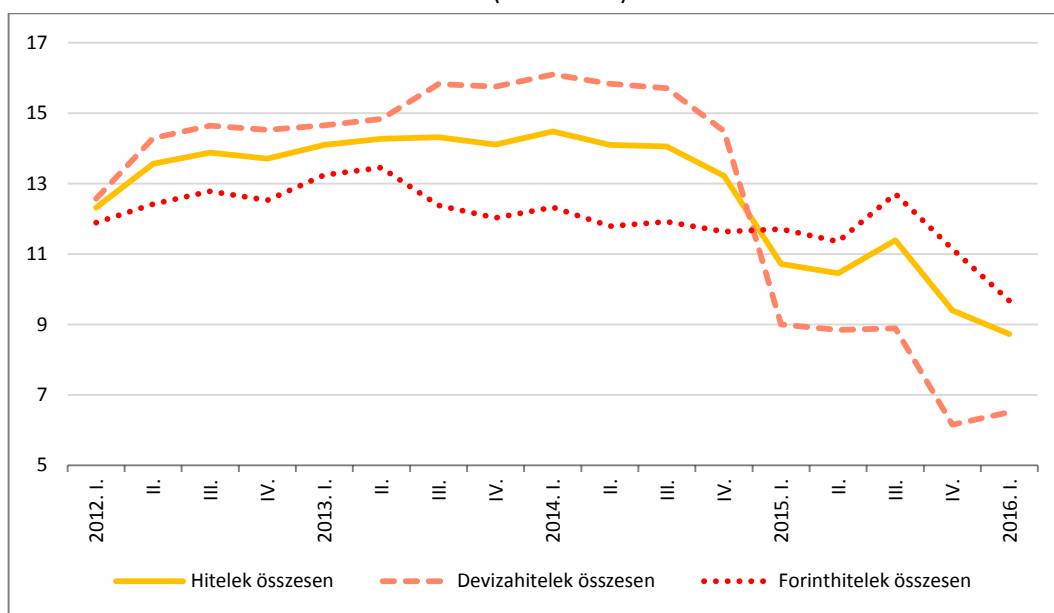
19. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD FT ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves időszora alapján 2016 I. negyedévében összességében a lakossági és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. A vállalati szegmensben elsősorban a portfólió tisztítás következtében csökkent majdnem 0,7 százalékponttal, 17,8 százalékra a nem teljesítő hitelek aránya, míg a lakosságnál a nettó jövedelmek növekedése is hozzájárulhatott a 0,29 százalékpontos NPL-ráta csökkenéséhez, ami így 17,77 százalékot tesz ki.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB előzetes adatai szerint 2016. év I. negyedévében 198,5 milliárd forintos adózás előtti és 191,4 milliárd forint adózás utáni nyereséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor csak 74 milliárd forintos adózás előtti és 61,9 milliárd forintos adózás utáni nyereséget ért el. Az előző év azonos időszakához képest javult a kamat- és a jutalékeredmény is. Előbbi – elsősorban a tisztuló vállalati portfóliónak köszönhetően – 11 százalékkal, míg utóbbi 225,6 százalékkal magasabb volt az előző év azonos időszakának eredményénél. A bankok tőkeellátottsága a 2016 első negyedévében kismértékben javult 2015 azonos időszakához képest: a tőkemegfelelési mutató az előző évhez képest 0,2 százalékponttal, 20,2 százalékra nőtt. A hitelintézetek szavatoló tőkéje 0,7 százalékkal (3242 milliárd forintra) nőtt, miközben a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg 0,2 százalékkal csökkent, és 2016. március 31-én 16 043 milliárd forintot tett ki.

A 2016-ban indult NHP III. első pillére 300 milliárd forintos keretről szól, amelynél a bankok 0 százalékon kapnak hitelt az MNB-től, míg ők maximum 2,5 százalékon<sup>5</sup> hiteleznek tovább a

<sup>5</sup> Fontos kiemelni, hogy az MFB időközben elindította a 0 százalékos kamatozású EU hiteleit, amelyek kvv-eknek szólnak és MFB pontokon országosan számos helyen igényelhetőek a hitelek.

kkv-k számára. Új elem azonban a devizahitelezés elindítása a kkv-k számára. Itt olyan vállalatok juthatnak devizahitelhez, amelyeknek a bevétele devizában keletkezik, azaz így nem nyílik, hanem záródik a nyitott devizapozíciójuk. A keret 300 milliárd forintnak megfelelő euró. A maximálisan felvehető összeg nagysága 1 milliárd forintra csökkent a korábbi 10 milliárd forintról, annak érdekében, hogy minél több vállalkozás jusson hitelhez.

A programmal kapcsolatos kommunikációval kapcsolatban az MNB úgy döntött, hogy 60 milliárdos összeg felett ad tájékoztatást havi rendszerességgel. Ezek szerint az első öt hónapban még nem történt meg a keret tizedének lehívása sem. Az egyetlen információ, ami a keret kihasználtságáról szól, a hazai jegybank Hitelezési folyamatok című kiadványában található, amely szerint 17 milliárd forintos a keret kihasználtsága 2016 első negyedében. Ennek hátterében a terveket és várakozásokat alulmúló infláció állhat, amely így az alacsonynak tűnő nominális kamatot rövidtávon az eredetileg tervezettnél magasabb reálkamat-költséggé változtatja. 2016. június 7-én az MNB úgy döntött, hogy megemeli az NHP III. első pillérében forintban felvehető hitel keretét 100 milliárd forinttal, 400 milliárd forintra. A döntés indoklását a hazai jegybank 2016 júliusának elején hozza nyilvánosságra.



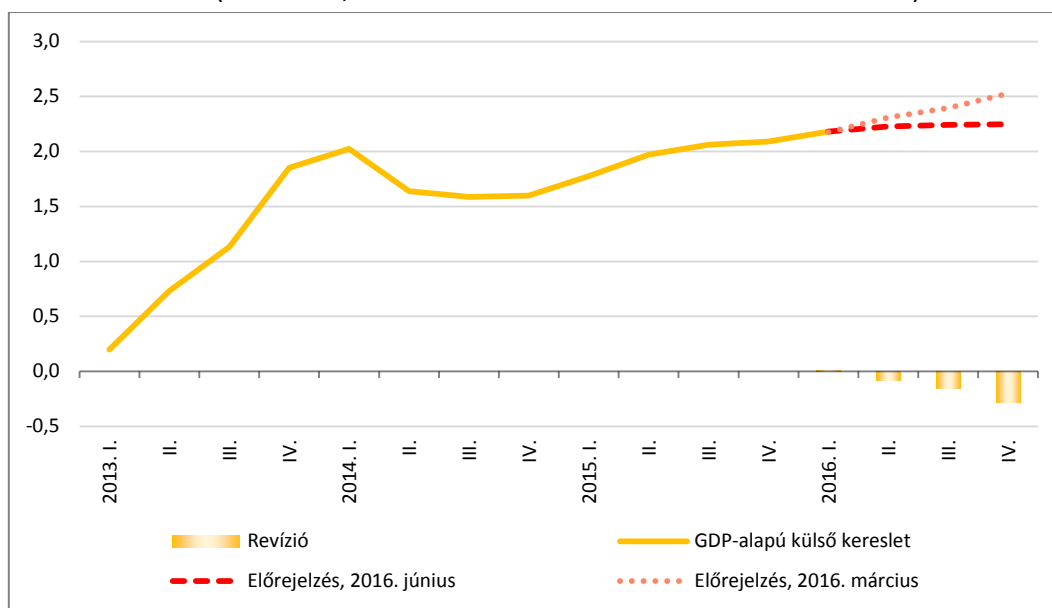
## A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2016)

### Feltevéseink alakulása

A magyar export iránt megnyilvánuló, a főbb exportpiacaink GDP-je alapján számított külső kereslet megegyezett az előre jelzettel: az egy évvel korábbi értékhez képest a növekedés az első negyedévben 2,2 százalékos volt. Ez az előző negyedévben számított 2,1 százalékos növekedéshez viszonyítva kismértékű gyorsulást jelent, tehát megtört a korábbi csökkenő trend. Az előző negyedévhez képest gyorsabb ütemben tudott növekedni legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága. A német gazdaság bővülése kiemelkedően fontos a magyar gazdaság szempontjából, hiszen amennyiben a német gazdaság növekszik, akkor egyre több termék és szolgáltatás iránt nyilvánul meg kereslet, amelyet részben Magyarországról szereznek be. Csökkent azonban a másik három visegrádi ország növekedése az előző negyedévhez képest – bár még így is jelentősen meghaladja a magyart. A lassabb növekedés oka náluk részben megegyezett a Magyarországon tapasztalhatóval: az uniós támogatások kifutása miatt a beruházások dinamikája megtorpant.

A rendelkezésre álló adatok alapján a jövőre vonatkozó előrejelzésünket kismértékben módosítottuk. Március óta a növekedési kilátások több országban mérséklődtek részben az olajár várható növekedése, részben a globális világgazdasági lassulás eredményeként. Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, Németország növekedése várhatóan 0,2 százalékponttal lesz alacsonyabb a korábban vártnál. Jelentősen, 0,7 százalékkal maradhat el Oroszország növekedése a korábban várttól. Ez valójában nem is bővülést jelent, hanem azt, hogy az orosz recesszió ennyivel súlyosabb lesz. Ehhez egyaránt hozzájárul az orosz–ukrán konfliktus, az ennek nyomán életbe léptetett gazdasági szankciók, valamint az alacsony olajár hatása, mivel az orosz gazdaságban az olaj exportja fontos szerepet játszik. A korábban vártnál gyengébb növekedésre számítunk ugyanakkor az Egyesült Államok és Hollandia esetében is: míg az előbbiben a növekedés 0,4 százalékponttal maradhat el a korábban várttól, addig Hollandia esetében ez az érték 0,4 százalékpontot tesz ki. Kevés ország kilátásai javultak, és a javulás mértéke ezekben is elenyésző. A legnagyobb javulás Svédország esetében következett be (0,4 százalékpont), de 0,4 százalékponttal növekedett Szerbia idénre várható növekedése is.

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



Forrás: Századvég-számítás

A lassulás nyomán a külső kereslet növekedése a márciusban még 2,4 százalékosra becsült szinttől kismértékben elmarad, jelenlegi becsléseink szerint 2,2 százalékos lesz. A növekedés tehát megmarad, csupán annak üteme lesz a korábban vártnál kismértékben lassabb. A várható növekedési pályát természetesen most is többféle kockázat övezi. Ezek közül érdemes kiemelni az Egyesült Államok monetáris politikáját: kérdés, hogy a tavaly év végén megkezdett kamatemelési ciklus mikor és mekkora ütemben folytatódik. A kamatemelési ciklus folytatódása lassítja az amerikai gazdaságot, amely negatívan befolyásolhatja a magyar termékek és szolgáltatások iránt megnyilvánuló keresletet a tengerentúlon. Az Európai Unió esetében a monetáris politika az elmúlt időszak tapasztalatai alapján inkább további expanzív lépéseket hozhat, bár erre gyakorlatilag már csak nem konvencionális lehetőségei vannak. Szintén kockázatot jelent a világpiacon az energiaárak alakulása: amennyiben az olaj ára jelentősen emelkedni kezd, az kedvezőtlenül hat az olajimportőr országokra, míg az - exportőrök növekedését pozitívan befolyásolhatja. Magyarország legfontosabb külkereskedelmi partnereinek nagy része inkább az előbbi kategóriába sorolható. Kérdéses, hogy Kína gazdasága hogyan fog teljesíteni a következő időszakban, és hogy ez milyen hatással lesz a világ más országaira. Rövid távon jelentősen összezavarja a piacokat, közép távon pedig egyelőre nehezen belátható kimenetele lehet a Brexitnek, amelyet a június 23-i népszavazáson megszavaztak a britek. A döntési folyamat azonban még nem tekinthető lezártnak. Ha a kilépés mellett dönt a brit parlament is, az a brit gazdaság jelentős visszaesését okozhatja. A bizonytalanságot mutatja, hogy újabb népszavazási kezdeményezés is elindult az ügyben. A Brexit nem azonnal történik meg, hanem egy két éves tárgyalássorozat után. Továbbá nagy a bizonytalanság, hogy ha tényleg megtörténik a

kilépés, annak milyen hatása lesz a szigetország legfontosabb külkereskedelmi partnereinek és külföldi munkaerőforrásainak növekedésére, illetve hogy a hatás mikor jelentkezik, a bizonytalan átmenet során vagy a végleges kilépés után.

2016 I. negyedévében a mezőgazdasági termelői árak ismét növekedtek, az egy évvel korábbit 3,1 százalékkal haladták meg. Ez a növekedés még az általunk várt 2,3 százalékosnál is nagyobb. Az áremelkedés elsődleges okozója a 2015-ös gyengébb termés, amely a kedvezőtlen időjáráshoz köthető. Éves szinten az árak további, érzékelhető emelkedésére számítunk 2016-ban.

A Brent típusú kőolaj világpiaci árában a 2016. februári mélypontot követően trendforduló volt tapasztalható. A jegyzésár március–május során folyamatosan emelkedett, május végére a Brent ára a hordónkénti 50 dolláros lélektani és technikai szempontból fontos szint közelébe konvergált. Az olaj spot piaci árának jelentős növekedése azt eredményezte, hogy eltűnt az azonnali és a határidős ár közötti permanens, arbitrázs profit elérésére alkalmas különbség. Vélhetően az olajár jelentősebb külső beavatkozás nélküli gyors emelkedése is szerepet játszott abban, hogy a Kőolaj-exportáló Országok Szervezete (OPEC) június elején tartott ülésén sem állapodott meg a kitermelés egységes befagyasztásáról vagy csökkentéséről.

Az olajár emelkedését 2016. március–május folyamán a fundamentális tényezők alakulása mellett az olajpiaci egyensúly vártnál gyorsabb helyreállítására vonatkozó általános várakozás is támogatta. Emellett több jelentős olajkitermelő ország esetében átmeneti, de releváns mértékű termelés kiesés következett be.

A globális olajkínálat a Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) adatai szerint 2016 első negyedévében éves összevetésben napi 1,3 millió hordóval, míg a globális olajkereslet napi 1,4 millió hordóval emelkedett<sup>6</sup>. A kínálat növekedése csaknem egészében az OPEC termelésbővülésének volt köszönhető. A kartell által felszínre hozott olajmennyiség áprilisban a megelőző hónaphoz képest további 330 ezer hordó/nap emelkedést mutatott, elsősorban az iráni kitermelés vártnál gyorsabb helyreállása eredményeként. Ezzel ellentétes folyamatok voltak megfigyelhetők ugyanakkor az OPEC-en kívüli kitermelés esetében, például az USA-ban kitermelt kőolaj mennyisége 2016 áprilisában napi 700 ezer hordóval volt kevesebb, mint egy évvel azelőtt. Az árak támaszt adott, de nem idézett elő pánikhelyzetet a piacon a kanadai erdőtüzek miatti, napi 1 millió hordós átmeneti, valamint a nigériai belháborús helyzet miatt bekövetkező, napi 400 ezer hordós ideiglenes termelés kiesés<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> IEA, Oil Market Report, 12 May 2016., <https://www.iea.org/media/omrreports/tables/2016-05-12.pdf>.

<sup>7</sup> IEA, Oil Market Report Tables, 12 May 2016., <https://www.iea.org/oilmarketreport/omrpublic/>.

Az említett mértékű globális olajkereslet-bővülés közel harmadát India adta, míg a kínai gazdasági növekedés lassulása egyelőre nem vetette vissza számottevően a kínai olajigény növekedésének lendületét.

Az IEA napi 1,2 millióról 1,4 millió hordóra emelte a globális olajkereslet 2016-os bővülésére vonatkozó várakozását, dacára annak, hogy világgazdaság növekedési kilátásai kismértékben romlottak. A szervezet elsősorban az indiai és a kínai olajigény esetében vár jelentős növekedést. Az IEA előrejelzése szerint a kereslet dinamikus emelkedése és az OPEC-en kívüli országok kitermelésének csökkenése eredőjeként 2016 végére az olajpiac az egyensúlyi állapot közelébe kerülhet.

Az elemzőházak 2016 második felére hordónként 50 dolláros átlagárát tartanak valószínűnek. A határidős indexek alapján a Brent ára 2016 harmadik és negyedik negyedében 50–51 dollár/hordó lehet.

3. táblázat: A kőolajár előrejelzése (2016. II.–2016. IV. negyedév)

Időszak	Brent ára
2016Q1	35,34
2016Q2	47,2
2016Q3	50,55
2016Q4	50,96

Forrás: Reuters, Századvég-számítás

## A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

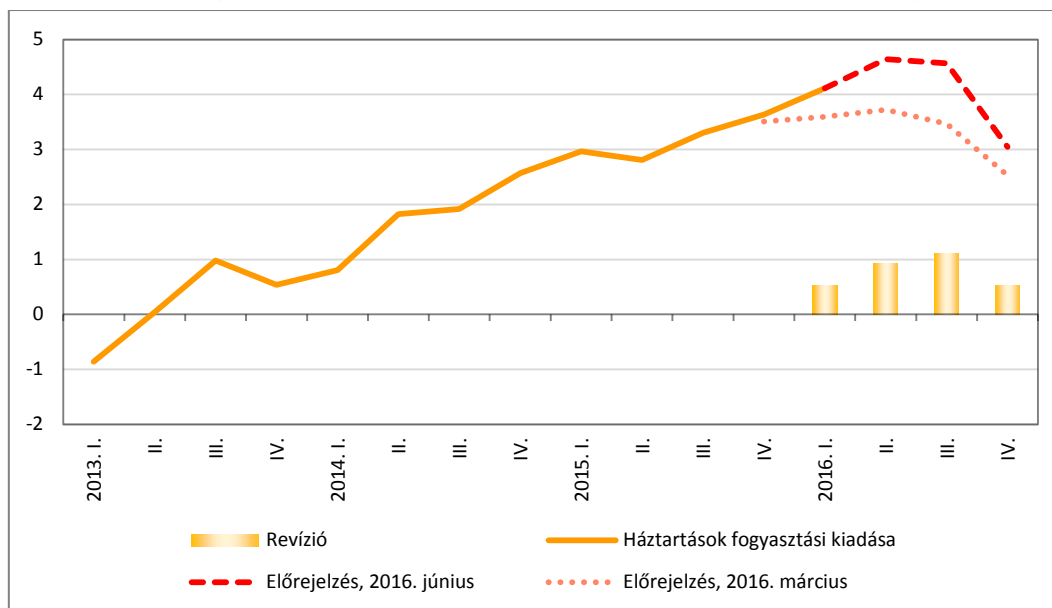
Az I. negyedévben a korábbi várakozásunknál némileg kisebb mértékben bővült a magyar export. Ez várakozásaink szerint nagyobb részben átmeneti tényezőknek köszönhető. Ide sorolható az ipar gyengébb teljesítménye, amelyet részben több autógyár átmeneti, karbantartás miatti leállása okozott. Ezt támasztja alá az is, hogy a magyar kivitel növekedéséhez jóval nagyobb mértékben járultak hozzá a szolgáltatások az első negyedévben, mint a termékek: az előbbiek növekedése 7,8, míg az utóbbiaké 5,2 százalékos volt. A külső kereslet az I. negyedévben a várakozásainknak megfelelően alakult, ugyanakkor a 2016-ra vonatkozó előrejelzésünk a korábbinál kedvezőtlenebb világgazdasági helyzet miatt kismértékben alacsonyabb. A magyar gazdaság legfontosabb külkereskedelmi partnere továbbra is Németország, melynek növekedése az első negyedévben a korábbinál magasabb, 1,6 százalékos volt. Ennél nagyobb a környező országok bővülése, ám például Csehország és Lengyelország esetében hazánkhoz hasonlóan érdemi fékeződés volt tapasztalható az I. negyedévben, ám éves növekedésük még így is 3, illetve 2,6 százalékot tett ki a szezonálisan és naptárhatással kiigazított adatok alapján. A gyengébb első negyedéves teljesítmény

alapján arra számítunk, hogy az export növekedési üteme idén a korábban várt 7,7 százalékosnál némileg mérsékeltebb, 7,4 százalékos lesz. Az import tekintetében előrejelzésünket felfelé módosítottuk: a korábbi 6,9 helyett 7,2 százalékos növekedést várunk. A 2016-os nagyobb növekedéshez jelentősen hozzájárul az első negyedéves magasabb tényadat: míg előrejelzésünkben 6,7 százalékos bővülésre számítottunk, addig a növekedés 7,8 százalékos lett. A nagyobb növekedéshez egyaránt hozzájárultak a termékek és a szolgáltatások.

Ez összességében azt jelenti, hogy bár a nettó export továbbra is pozitívan járulhat hozzá a gazdaság növekedéséhez, ez a hozzájárulás a korábbiaknál alacsonyabb lesz. Arra számítunk tehát, hogy az első negyedévben megfigyelt jelenség – miszerint a külkereskedelem fékezően hat a magyar gazdaság növekedésére –, a termékek külkereskedelme okozta gyengébb egyenleg csak átmeneti, a  $-1,2$  százalékos növekedési hozzájárulás a második negyedévtől ismét pozitívba fordulhat.

A háztartások fogyasztási kiadásainak növekedése az első negyedévben a korábbi várakozásunkat is meghaladta. Míg korábbi előrejelzésünkben 3,6 százalékos növekedést vártunk, az első negyedéves bővülés 4,8 százalékos (szezonálisan kiigazítva 4,1 százalékos) telt ki. A növekedés a jelentősen és tartósan növekvő bérszínvonalnak, a csökkenő munkanélküliségnek, valamint az idén 1 százalékponttal csökkenő személyi jövedelemadónak köszönhető. Emellett valószínűleg csökkent a háztartások óvatossági motívuma is, a devizahitelek kivezetésének következtében pedig a háztartások jövedelmi pozíciója stabilabb lett. Ennek eredményeként a kedvező trendek (növekvő bérszínvonal, csökkenő munkanélküliség) folytatódására számítva ugyanakkor azt várjuk, hogy a háztartások fogyasztási kiadásainak növekedése a korábbinál is nagyobb lesz: 2016-ban előrejelzésünk szerint a növekedés a korábban várt 3,3 százalék helyett 4,1 százalékos lehet. Természetesen fontos kiemelni, hogy az előrejelzés kockázatokat rejt magában, hiszen az ár- és bérfolyamatok nem láthatók pontosan előre, ezek alakulása pedig nagyban befolyásolja a háztartások rendelkezésére álló jövedelmet, valamint azt, hogy mennyire lesznek óvatosak ennek elköltésében.

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



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

A közösségi fogyasztás értékei a várakozásainknak megfelelően alakultak az első negyedévben. Ennek megfelelően a 2016-os dinamikát csak kismértékben, az új konvergenciaprogramnak megfelelően módosítottuk. 2016-ra így a közösségi fogyasztás 0,5 százalékos növekedését várjuk.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás az I. negyedévben a IV. negyedéves jelentős bővülés után 7,8 százalékkal (a szezonálisan kiigazított adatok szerint 7 százalékkal) visszaesett. A visszaesés oka az uniós támogatások átmeneti csökkenése: a 2007 és 2013 közötti költségvetési ciklus támogatásai már kifutottak, míg a 2014 és 2020 közöttiek csak fokozatosan indulnak el, a vállalkozások jelentős része megvárja, amíg olcsóbban végezheti el beruházásait. A támogatások fokozatos beindulása segíteni fog a beruházások volumenének növekedésében, de idén a korábban vártnál így is jelentősebb mérséklődés várható. A beruházásokat segítheti ugyanakkor a Magyar Nemzeti Bank laza monetáris politikája (az elmúlt három hónap során az alapkamat 1,35 százalékról 0,9 százalékra mérséklődött) valamint régi (Növekedési Hitelprogram) és esetlegesen újonnan bevezetendő, nem konvencionális lépései. E hatások eredőjeként a beruházások mérséklődése idén a korábban vártnál nagyobb (2,2 helyett 5,8 százalékos) lehet.

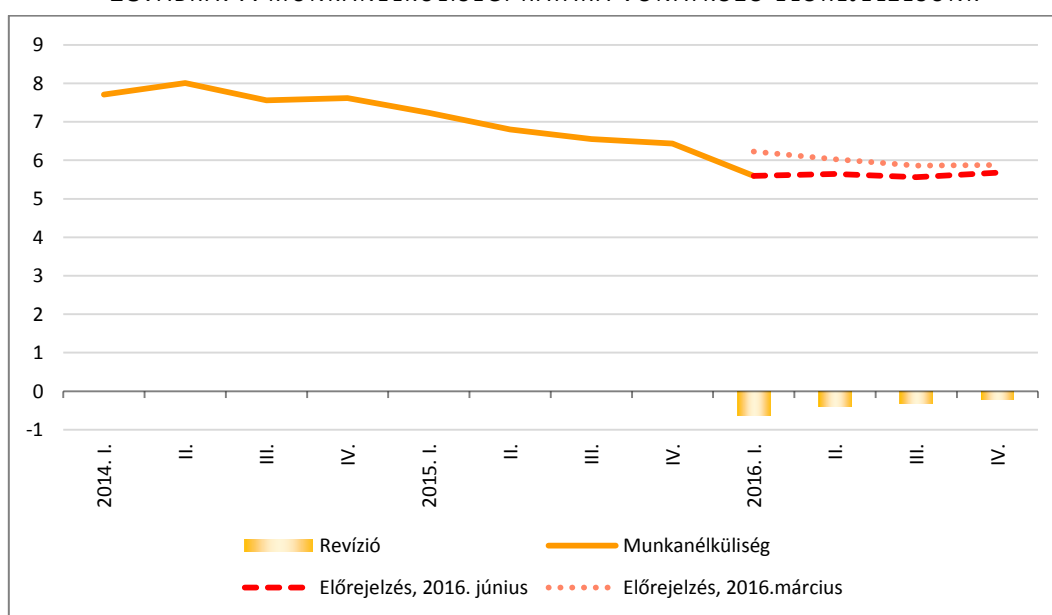
A GDP növekedési ütemét jelentősen befolyásolja az első negyedéves, a vártnál jóval gyengébb növekedési adat: a nyers adatok szerint a mutató mindössze 0,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Várakozásaink szerint ugyanakkor a megtorpanás csak átmeneti lesz. Bár a mérsékeltebb növekedés egyik okozója, a beruházás az idén várhatóan tartósan alacsony marad, a külkereskedelem az első negyedévesnél

jobban fog teljesíteni. Ezt termelési oldalról elősegíti, hogy várakozásaink szerint az autógyárak az átmeneti – karbantartások miatti – leállások után ismét magasabb kapacitáson üzemelnek majd. Idén tehát a gazdaság növekedéséhez elsősorban a fogyasztás bővülése járulhat hozzá, de kismértékben a külkereskedelem is képes lesz azt elősegíteni. A gyenge első negyedéves tényadat nyomán ugyanakkor az éves növekedést 2016-ra vonatkozóan a korábbi 2,4 százalékosról 2,1 százalékosra mérsékeljük. Az idei évben várakozásaink szerint a III. negyedév lesz a legerősebb, ekkor a növekedés a 2,9 százalékot is elérheti, míg a negyedik negyedévben a szezonálisan kiigazított adatok szerint mindössze 2,1 százalékos bővülésre számítunk az erős bázis miatt.

A növekedést befolyásolhatja a hazai és a külföldi monetáris politika alakulása. Bár a jegybank kommunikációjának megfelelően további kamatcsökkentésre nem számítunk, nem konvencionális eszközök alkalmazása szóba jöhet.

A munkaerőpiacra vonatkozó előrejelzésünk a legutóbbi prognózisunkhoz képest pozitív irányba módosult, ami az I. negyedév vártnál kedvezőbb munkaerőpiaci adataival magyarázható. Ugyanakkor a márciusi előrejelzésünkkel szemben várakozásaink szerint a jelenleg megfigyelhető pozitív folyamatok átmenetileg megtörnek, és a növekedési trend megszakad. Az idei év elkövetkező három negyedéve során a foglalkoztatás várhatóan nem növekszik tovább, és beáll a jelenlegi 4,3 millió fős szintre, amely azonban még mindig 90 ezer fővel magasabb, mint a 2015-ben dolgozók száma. A versenyszféra foglalkoztatása a vártnál gyengébb gazdasági teljesítmény és a bérfeszültség okozta béremelési kényszer miatt kismértékben visszaesik. Ezt ellensúlyozza a közfoglalkoztatás várható emelkedése, amelyre lehetőséget teremt a Start munkaprogramra előirányzott összegek eddigi terven aluli felhasználása.

23. ÁBRA: A MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK

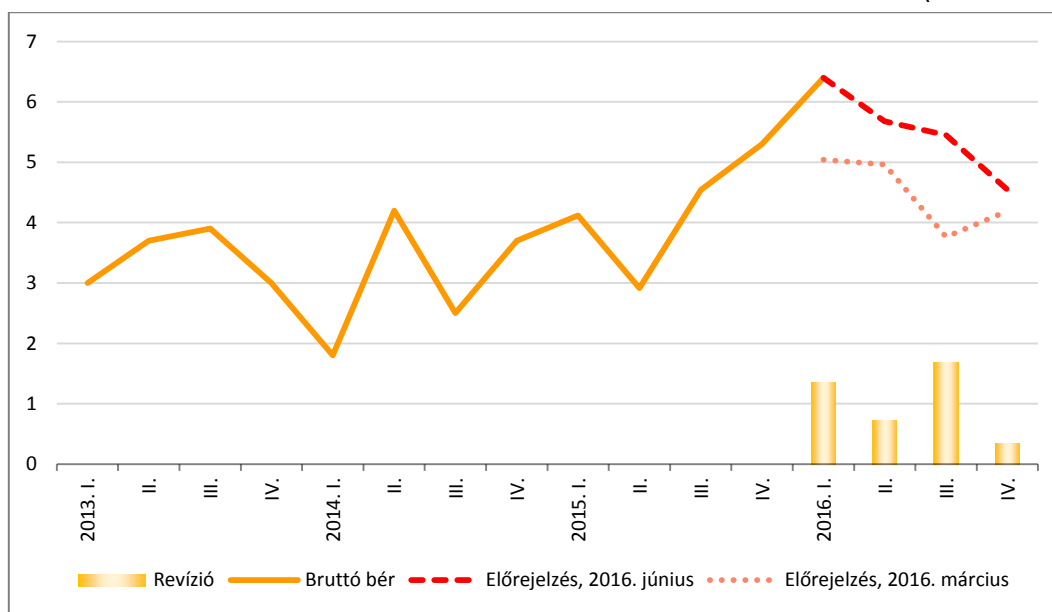


Forrás: Századvég-számítás

Előrejelzésünk szerint az aktivitás szintje a foglalkoztatás alakulásához hasonlóan változik.

A bérek alakulására a feszes munkaerőpiac, az egyes ágazatokat (például: kiskereskedelem) jellemző bérfeszültségek és a közsférában végrehajtás alatt álló bérkorrekciók gyakorolnak hatást. Mindegyik tényező a bérnövekedés gyorsulásának irányába hat, így a bruttó bérek a korábban vártnál nagyobb mértékben, 5,5 százalékkal emelkedhetnek, míg a nettó bérek emelkedése 6,8 százalékos lehet. Mivel ez alacsony inflációs szinttel párosul, ezért a bruttó reálbérek növekedési üteme eléri az 5,1 százalékot, míg a nettó reálbérek növekedése 6,4 százalék lehet.

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

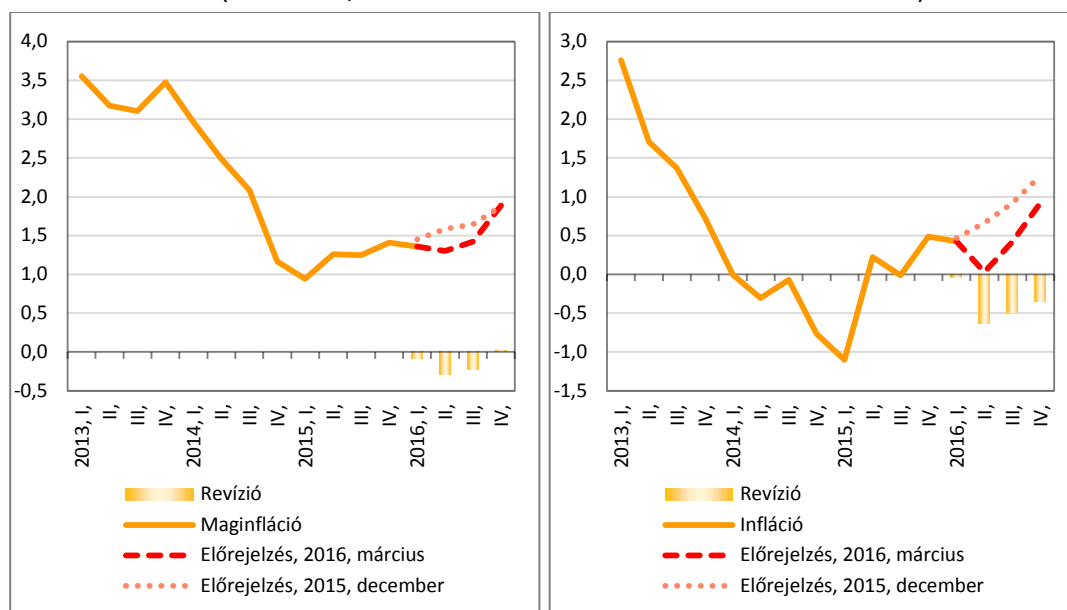


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A maginfláció az első negyedévben az előrejelzésünknek megfelelően alakult, ugyanakkor áprilisban és májusban a mutató növekedése nem indult el, továbbra is stagnálás jellemzi. Az alacsony maginflációhoz egyaránt hozzájárulnak az alacsony üzemanyagárak másodkörös hatásai, a legfontosabb külkereskedelmi partnereink alacsony inflációja, valamint a mérséklődő inflációs várakozások. Ennek megfelelően továbbra sem számítunk a maginfláció jelentős növekedésére. Várakozásaink szerint a mutató értéke 2016-ban 1,5 százalékos lehet.



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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

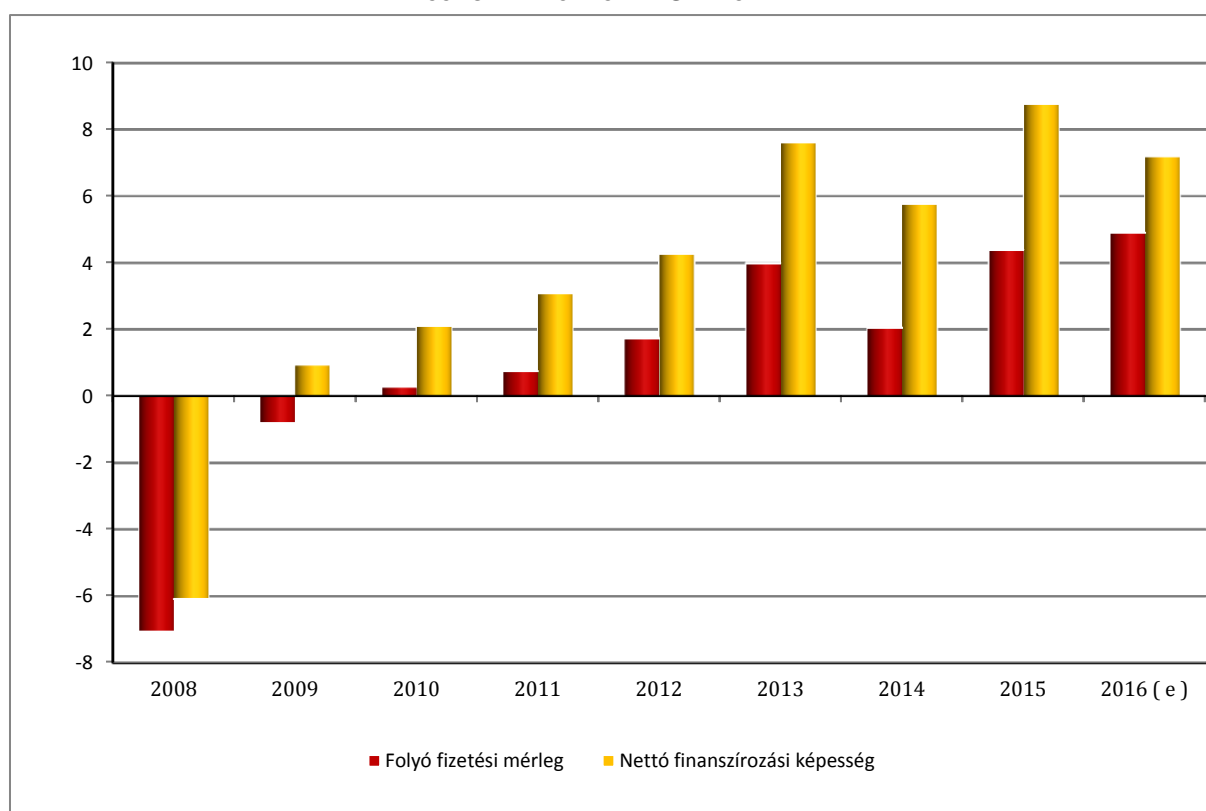
Látható, hogy az infláció szintje továbbra is alacsony, sőt májusban az árak csökkentek az egy évvel korábbihoz képest. Ennek megfelelően az inflációs előrejelzést jelentősen csökkentettük. Előrejelzésünk során figyelembe vettük a cigaretta jövedéki adójának emelését. Ennek megfelelően arra számítunk, hogy az infláció az idén a korábban vártak a fele, 0,4 százalék lehet. Természetesen az inflációt számos kockázat övezi. Ilyen például az olajár alakulása, vagy az, hogy az egyes adóváltozások hatásait a kereskedők mennyire jelenítik meg a fogyasztói árakban. Az infláció mértéke tehát várakozásaink szerint idén nem éri el az MNB inflációs célsávjának alját sem.

Az inflációs környezet tehát továbbra is tartósan alacsony, amely az MNB-t a jegybanki alapkamat további csökkentésére ösztönözhetné. Ezt azonban nem tartjuk valószínűnek. Egyrészt az előző jegybanki kamatvágások hatásai még alig látszódnak az adatokban, másrészt az alapkamat már így is historikusan alacsony, további jelentős lazításra már nincs lehetőség. A jegybank kommunikációja is az alapkamat tartását vetíti előre. Így amennyiben a jegybank mégis újabb lazítás mellett döntene, annak elsősorban nem konvencionális eszközei lehetnek. Természetesen a magyar jegybank monetáris politikáját jelentősen befolyásolja az EKB, valamint a Fed monetáris politikája. Míg az előbbinél az elmúlt időszak lépései inkább további lazítást vetítenek előre, addig a Fednél már a szigorítás ütemezése a kérdés.

## A külső egyensúly várható alakulása

Előrejelzésünk szerint mind az export, mind az import volumenében további növekedés várható, bár az export volumene éves szinten a korábban vártnál kisebb, az importé pedig nagyobb lehet, tehát a nettó export összességében gyengébben alakulhat. Ehhez az első negyedéves gyengébb teljesítmény mellett az is hozzájárul, hogy az autóiipari kapacitások korlátosak, így a további jelentős exportbővülésekhez beruházások szükségesek.

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



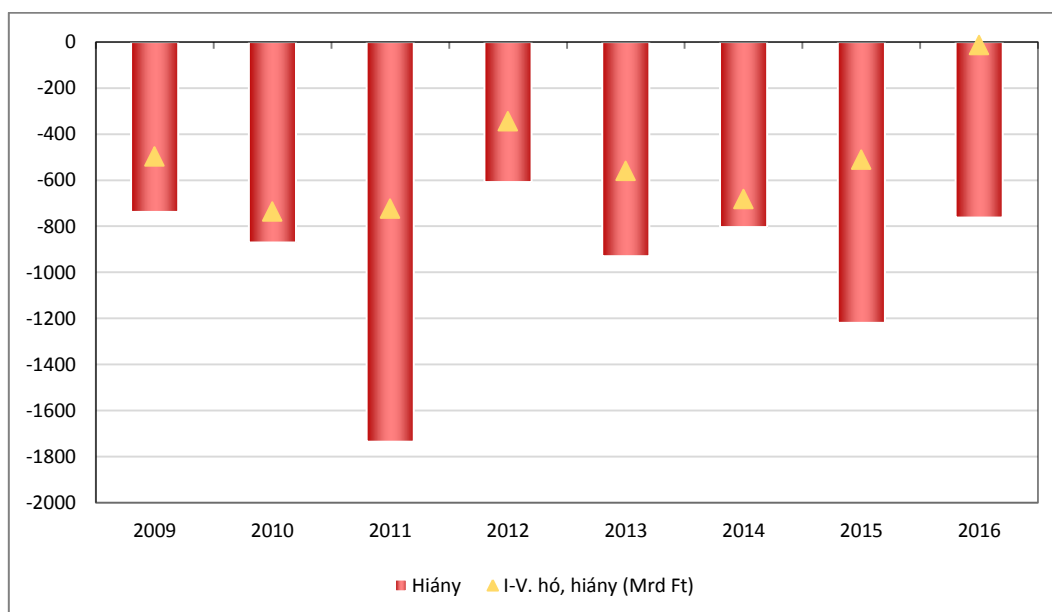
Megjegyzés: A 2016. évi érték a Századvég előrejelzése. Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

Várakozásaink szerint a gazdasági növekedésnek, és így a vállalatok nagyobb profittermelő képességének köszönhetően a jövedelemkiáramlás tovább növekszik, ugyanakkor a külföldön dolgozó magyarok hazautalásai növelik a jövedelmek beáramlását. 2016-ban jóval kisebb lesz azonban a tavalyihoz képest az EU-transzerek mértéke. Így a nettó transzferek jelentős mérséklődését várhatóan a nettó export kismértékű erősödése az idén nem tudja ellensúlyozni, így 2016-ra a külső finanszírozási képesség GDP-arányos mértékének 7,2 százalékra való mérséklődését várjuk a mutató tavalyi 8,8 százalékos értékéről.

## Az államháztartási helyzet prognózisa – 2016

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 legfrissebb, májusi adatot vizsgálva láthatjuk, hogy az több szempontból is eltér az egy évvel korábbi eredménytől. 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.

27. 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*

Fontos kiemelni, hogy bevételi oldalon több olyan tétel van, ami egyrészt nem időarányosan folyik be a költségvetésbe, másrészt a kiadási oldalon is sok az olyan tétel, amelyek éven belüli eloszlása nem egyenletes. Ilyen például az uniós programok a tavalyi és az idei év között jelentős eltérést okozó kiadásainak alakulása. A 2015. év volt az utolsó, amikor a 2007 és 2013 közötti költségvetési időszak forrásait még felhasználhattuk, emiatt a jelen év uniós kifizetései egyelőre jelentősen elmaradnak a bázisidőszakitól. 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.

Fejezetünk következő részében a költségvetés teljesülését tételmélységű bontásban vizsgáljuk meg, összevetve azt az előirányzatban megfogalmazott célértékekkel és a korábbi évek azonos időszaki teljesüléseivel. Az első öt hónap részletes adataira támaszkodva makroökonómiai modellünk legfrissebb előrejelzése segítségével becslést adunk a 2016. évi – uniós módszertan szerinti és önkormányzati egyenleggel bővített – költségvetési deficitre vonatkozóan.

## Bevételek<sup>8</sup>

A kormányzati várakozásokat felülmúló 2015. évi államháztartási tényadatok alakulása és a költségvetés tervezett módosításának fényében néhány tétel teljesülését felül kellett vizsgálnunk előrejelzésünk elkészítésekor. Összességében az általunk korábban prognosztizálnál kismértékben magasabb deficittel számolunk.

A bázisidőszakhoz viszonyítva a gazdálkodói szervek befizetései 118 milliárd forinttal emelkedtek, ami főképp a társasági adó teljesülésére visszavezethető pozitív és a bányajáradék negatív alakulásából következik. A 2015. évben igénybe vett növekedési adóhitelt 2016. és 2017. évben, 8 egyenlő részletben kell visszafizetniük a vállalatoknak, ami megemeli a várható társaságiadó-bevételeket. Másfelől a tervezett szinttől még továbbra is távol maradó olajárszint miatt a bányajáradék soron az első négy hónapban 18 milliárd forinttal kevesebb pénz folyt be, mint tavaly ilyenkor.

***A növekedési adóhitel<sup>9</sup> keretében a tavalyi év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőségnek köszönhetően 542 milliárd forint kedvezményt vettek igénybe a vállalatok, így ez az idei évre 271 milliárd forintos többletbevételt jelentene a költségvetés számára. Ezt lefelé korrigálja a kedvezmény beruházásokba való visszaforgatásának lehetősége. A konstrukció feltételeiből adódóan idén 20 milliárd forintos igénybevétellel kalkulálunk, így a két ellentétes folyamat eredményeként összesen a Kormány által módosított társaságiadó-bevételek teljesülését várjuk.***

A bányajáradék soron 10,2 milliárd forint folyt be, ami 6,5 milliárddal alacsonyabb, mint egy évvel korábban. A hitelintézeti járadék sor bevétele 1,2 milliárd forintra esett vissza, ami a bázisidőszaki értéknél 3,5 milliárd forinttal alacsonyabb. A bányajáradék-bevételek hosszú ideje tartó csökkenése a Brent kőolaj árának tartósan alacsony szinten ragadása magyarázza, a hitelintézeti járadék gyenge teljesülése mögött pedig az államilag támogatott hitelek csökkenése áll. A bankadó mértékének csökkentése miatt a pénzügyi szervezetek különadója is csökkent.

***A kőolaj árának jövőbeli alakulásában nincs szakértői konszenzus, azonban az idei költségvetési előirányzat 68 dolláros hordónként árral kalkulál, amit a jelenlegi helyzetben***

<sup>8</sup> Az előrejelzés elkészítésekor a T/10534. módosító törvényjavaslat szerinti állapotot használtuk fel.

<sup>9</sup> Az adóévi adózás előtti eredménynek a megelőző adóév adózás előtti eredményét meghaladó része után az adót a következő két adóév során kell megfizetni.

**– figyelembe véve a forward árakat – erősen felülbecsültnek tartunk. Intézetünk a bányajáradék sor 8 milliárd forintos alulteljesülésére számít. A játékadó soron alacsony teljesülést találtunk, ami miatt 15 milliárd forinttal lefelé korrigáltuk a sor bevételeit.**

Az egyenleget pozitív irányba tolja az egyéb központosított bevételek sor, amely 8,4 százalékkal növekedett (13,1 milliárd forinttal). Hasonlóan növekvő tendenciát látunk a kisvállalati adó és a kisadózók tételes adójának befizetéseinél, amik a 2015. év első öthavi értékhez képest 34,9 és 29,5 százalékos növekedést produkáltak.

**Az egyéb központosított bevételek esetében az eddigi folyamatok alapján 17 milliárd forintos felülteljesülést várunk.**

**A kisvállalkozói adónemeknél továbbra is azt látjuk, hogy az egyszerűsített vállalkozói adó stagnálása mellett a kisadózók tételes adója és a kisvállalati adó bevételeinek növekedése áll, ami túlmutathat az adónemek közötti átrendeződésen. A folyamat mögött állhat a vállalkozói réteg szélesedése, másfelől elképzelhető, hogy a gazdaságfehérítés mint folyamatosan jelen lévő kormányzati szándék arra sarkallja a szürkegazdasági szereplőket, hogy az új szabályokat megelőzve kifejérítsék tevékenységüket. Modellünk alapján így az egyszerűsített vállalkozói adó 8 milliárd forintos felülteljesülését és a másik két kisvállalati adónem teljesülését prognosztizáljuk.**

A fogyasztási adókból származó bevételek a tavalyi év azonos időszakának bevételeit 53,8 milliárd forinttal haladja meg. Az általános forgalmi adó bevételei 2,8 százalékkal (34,6 milliárd forint) emelkedtek, így a fogyasztásbővülés eszerint ellensúlyozni képes az áfacsökkenésekkel (sertéstőkehús, új lakás) járó bevételkiesést. A jövedéki adó sora 28,2 milliárd forinttal emelkedett (7,8százalék), amit az üzemanyag és a dohánytermékek kedvezőbb értékesítési adatai hajtottak. A pénzügyi tranzakciós illeték bevételei 10,2 milliárd forinttal csökkentek. Az előbbi csökkenése mögött a szeszes italok és egyéb termékek kisebb forgalma áll. 2015-ben a népegészségügyi termékadót az alkoholdermékekre is kiterjesztették, ezért 2014 decemberében készleteik felduzzasztásába kezdtek a gazdasági szereplők, ez pedig pozitívan befolyásolta az elmúlt év januárjának bevételeit. Hasonló tendenciát figyelhetünk meg idén a dohánytermékeknél, ami a csomagolásra vonatkozó jogszabályváltozás miatt következett be. A pénzügyi tranzakciós illeték csökkenése háttérben pedig az illetékköteles tranzakciók körét érintő, 2015 januárjában életbe lépő jogszabályváltozások bevételekre gyakorolt hatása húzódik meg.

**A fogyasztáshoz kapcsolt adók esetében is az elmúlt évi teljesüléseket vetítettük ki az idei év egészére, majd a kapott eredményt az idei évben bevezetett intézkedéssel korrigáltuk. A fogyasztásbővülés adóbevétel generáló hatását árnyalja a tartósan alacsony olajárból következő veszteség, amely mellett meg kell említeni a sertéstőkehús és az új építésű lakások áfatartalmának 27 százalékról 5 százalékra történő lecsökkentését. Mindezen tényezőket figyelembe véve 2016-ban a költségvetés áfabevételének 47, a jövedékiadó-**

***befizetések 30 milliárd forintos túlteljesítését, a pénzügyi tranzakciós illeték 12 milliárd forintos alulteljesülését várjuk.***

A lakosság befizetéseinél, hasonlóan a fogyasztási adókhoz, szintén folytatódik az előző év kedvező gazdasági trendje. A növekvő foglalkoztatásnak köszönhetően a személyi jövedelemadó bevételei 2,1 százalékkal emelkedtek meg.

***Az idei évben a személyi jövedelemadó mértéke az eddigi 16 százalékról egységesen 15 százalékra csökkent, továbbá a két gyermek után járó összes családi adókedvezmény a korábbi – gyermekenkénti – havi 10 ezer forintról 12,5 ezer forintra emelkedett. A két intézkedés személyi jövedelemadót csökkentő hatását ellensúlyozza a fogyasztásra gyakorolt pozitív hatásuk és a növekvő bérszínvonal. Összességében a lakossági befizetéseknél 31 milliárd forintos többletbevételre számítunk, 2 milliárd forint többletre a személyi jövedelemadó során, és 29 milliárd forintra az egyéb lakossági befizetések kapcsán.***

## Kiadások

A központi alrendszer kiadási oldala a bázisidőszakhoz viszonyítva csökkent, ami összhangban áll a kormányzati szándékkal. A csökkenés mögött egyrészt a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadások, másrészt az egyedi és normatív támogatások, a szociálpolitikai menetdíj-támogatások és a lakásépítési támogatások mérséklődése áll.

Az egyedi és normatív támogatások január–május közötti alakulását többnyire a közösségi közlekedés finanszírozására kifizetett összeg dominálta. A tétel bázisidőszakhoz képest 2,6százalékos (3,7 milliárd forint) csökkent.

A lakásépítési támogatások 22,9 százalékos (5,9 milliárd forint) csökkenése mögött elsősorban a devizahitel-adósok tartozásállományának 2015 februárjában történt forintosítása áll. További eltérés a bázisidőszakhoz képest a 2015 júliusában kezdett Családi Otthonteremtési Kedvezmény programja, aminek hatása az idei évben kezd majd igazán kibontakozni.

***A szociálpolitikai menetdíj-támogatás igénybevétele becslésünk szerint az idei évben ismét alulmúlja majd az előirányzatot, megközelítőleg 10 milliárd forinttal. Más a helyzet a lakástámogatásokkal kapcsolatban, mivel a Családi Otthonteremtési Kedvezmény kiterjesztéséről jóval a 2016. költségvetési törvény elfogadása után döntött a Kormány. Kutatóintézetünk becslése szerint emiatt a lakásépítési támogatások sora az előirányzaton túlteljesülnek, azonban a megfelelő információ birtokában csak az év második felében, nagyobb mennyiségű igénybevétel után tudunk biztos költségvetési hatással számolni. Második negyedéves kalkulációnkban a Családi Otthonteremtési Kedvezményre vonatkozó várakozásunk 50 milliárd forinttal meghatározza a törvénymódosításban található 154 milliárd forintnyi kiadást.***

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

A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű módon szemlélve az előirányzatok január havi egyenlege 184,5 milliárd forinttal javult. A javuló egyenleget többnyire az európai uniós források év/év alapú változása indokolja. A bevételi és a kiadási oldalon is csökkentek az uniós forrásokhoz kapcsolódó sorok nagysága, míg a kiadási oldal szakmai fejezeti kezelésű előirányzatokon belül a hazai forrásból finanszírozott kifizetések 41 százalékkal felülmúlták az előző év azonos időszakát. A növekedés mögött a normatív tételek emelkedése, az egyes megyei jogú városok fejlesztése, közútfenntartás, az útdíjrendszerek működtetésére és a tömeges bevándorlás kezelésével kapcsolatos kiadásokra fordított összegek állnak.

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

## Kamat egyenleg

A kamatbevételek az év első öt hónapjában 55,9 milliárd forintos szintet értek el, a kamatkiadások pedig 335,9 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkiadás összességében 280 milliárd forinton állt. Az májusi halmozott teljesülés 24,3 milliárd forinttal lett alacsonyabb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva, ami a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutásával magyarázható.

***Az államadósság forint-deviza arányából és a fixváltó-arányból készített beclésünk mellett figyelembe vette intézetünk a megújuló kötvényeket és a teljes hátralévő futamidőt, így 2016-ra 43,8 milliárdos kamatkiadás-csökkenést prognosztizálunk 2015-höz képest.***

## Egyenleg

Figyelembe véve, hogy elemzésünk készültével párhuzamosan az Országgyűlés elé terjesztették és el is fogadták a 2015. évi C. törvény módosítását, amelyben a jól kalkulálható többletbevételek átvezetése és azok kiadás oldali ellentételezése is megtörtént, korábbi negyedéves prognózisunkat kismértékben módosítottuk. Elemzéseink szerint az eredményszemléletű hiány esetében a költségvetési törvényben előírányzott 2 százalékos GDP-arányos deficittel szemben kismértékű eltéréssel számolunk, prognózisunk valamivel kedvezőbb, 1,8 százalékos hiányt tartalmaz.

## Az államadósság alakulása

A 2016. évi államadósság esetében továbbra is a változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos állomány csökkenése az elsődleges kritérium. 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.

### 4. táblázat: A 2016. évi költségvetést övező kockázatok (előírányzattól való eltérés)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
<b>Gazdálkodói befizetések</b>	-2	-0,01%
<b>Fogyasztási adók</b>	65	0,18%
<b>Lakossági befizetések</b>	31	0,09%
<b>Bevételi oldali kockázatok</b>	<b>94</b>	<b>0,27%</b>
<b>Szociálpolitikai menetidj-támogatás</b>	-10	-0,03%
<b>Lakásépítési támogatások</b>	50	0,14%
<b>Nettó kamatkidadások</b>	-44	-0,12%
<b>Kiadási oldali kockázatok</b>	<b>-4</b>	<b>-0,01%</b>
<b>Összesen</b>	<b>90</b>	<b>0,26%</b>

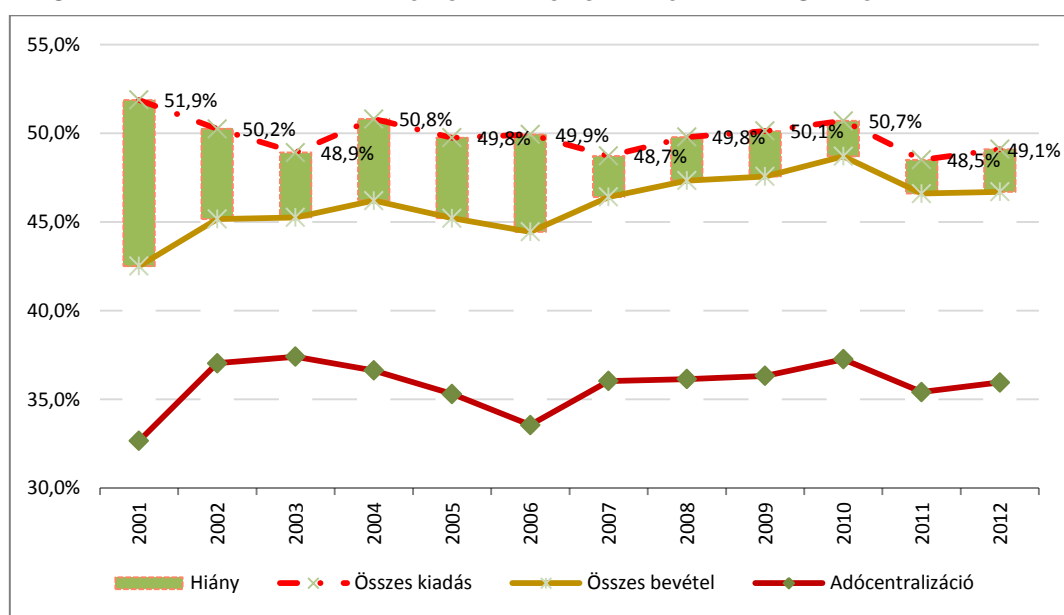
Forrás: Századvég-számítás



## A 2017. évi költségvetés

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 betervezték, a fejezetben szereplő elemzések alapvetően erre a két dokumentumra épülnek. Felvázoljuk a költségvetésitörvény-tervezet és az adócsomag legfontosabb jellemzőit, sarokszámait.

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



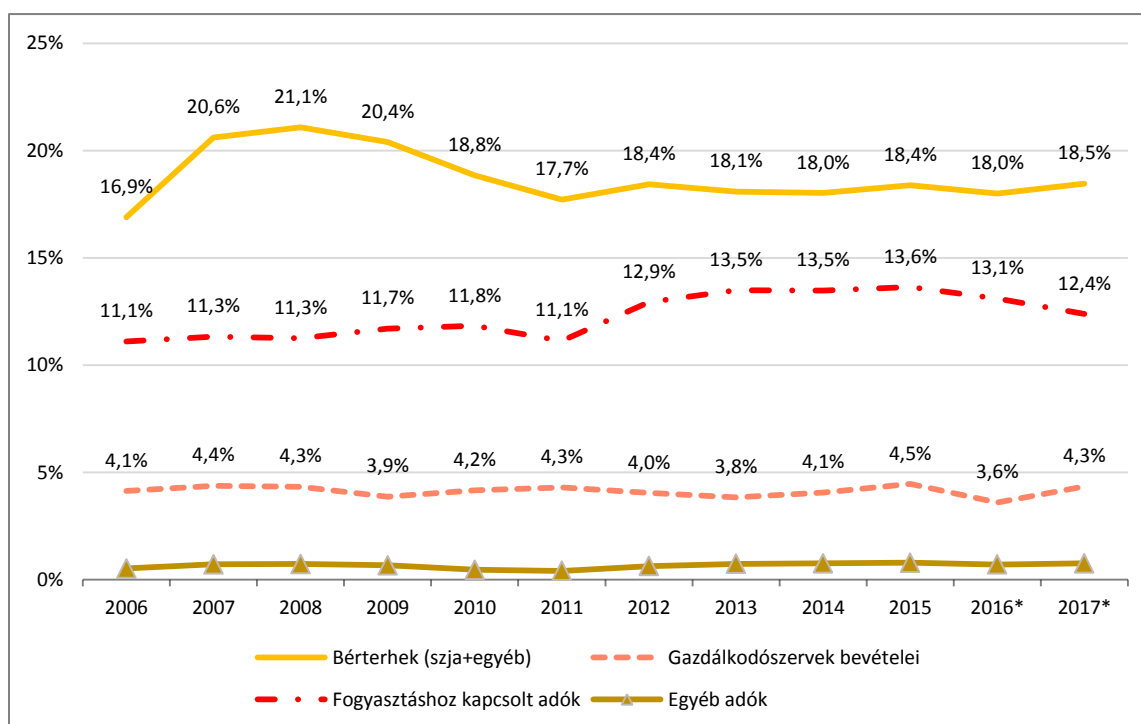
Megjegyzés: A 2016. és 2017. évi adatok előirányzatok, a többi tényadat. Forrás: MKOGY

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 a kiadások különbsége, azaz a pénzforgalmi hiány a költségvetésitörvény-tervezet szerint a GDP 2,2 százaléka, ami a pénzforgalmi és az eredményszámlátű hiányok közötti átjárást biztosító, úgynevezett ESA-híd korrekciója után 2,4 százalékos GDP-arányos deficitet és 704,5 milliárdos eredményszámlátű 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, amelynek célja a családok életminőségének javítása valamint a gyermekvállalás ösztönzése.

29. ÁBRA: EGYES ADÓBEVÉTELEK SZERKEZETE A GDP ARÁNYÁBAN



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

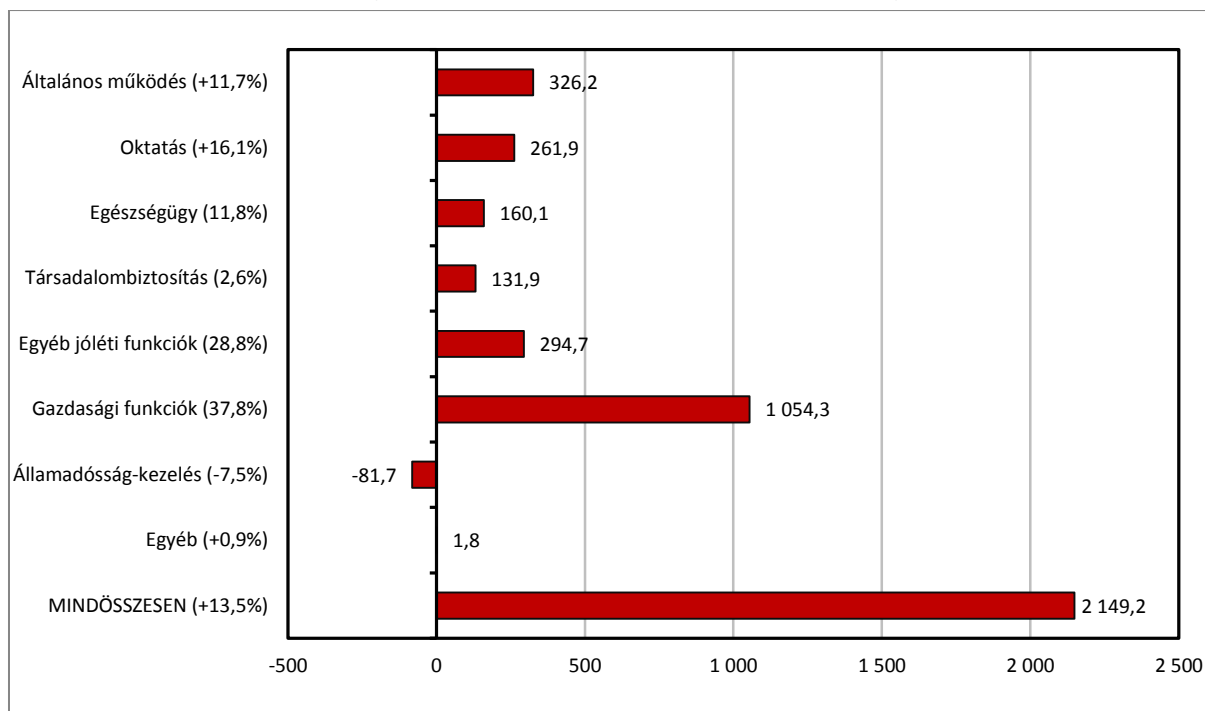
A 29. ábrán a GDP-arányos adóbevételek szerkezeti megoszlását kísérhetjük figyelemmel. A 2012-ben megemelkedett, fogyasztásra rakódó terhek kismértékű csökkenését és a bérteher azóta stagnáló trendjét látjuk. Ebből a szempontból a következő év közel stagnáló helyzetet mutathat.

Az alábbi szakaszban a 2017. évi költségvetésitörvény-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 költségvetésitörvény-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 közszférában foglalkoztatottak bérkompenzációjára, és további 180,6 milliárd forintot az ágazati életpályák és bérintézkedések finanszírozására.

30. ÁBRA: FŐBB KIADÁSI TÉTELEK VÁLTOZÁSA 2017-BEN 2016-HOZ 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,<sup>10</sup> ahol az általános tartalék<sup>11</sup> 10 milliárd forintos emelkedése mellett az Országvédelmi Alap<sup>12</sup> 10 milliárd forintos csökkenése látható. Jelentősen emelkedik viszont a céltartalék sora a maga 44 milliárd forintos többletével.

<sup>10</sup> A céltartalékok közül csak a kormányzati funkciók szerint nem bontható előirányzatok tartoznak ide, azaz a jövő évi céltartalékok, amelyeket dedikáltak a bérkompenzációra és ágazati életpályamodellekre különítettek el, a megfelelő funkciók közé sorolva be őket.

<sup>11</sup> Rendkívüli kormányzati intézkedések.

<sup>12</sup> Országvédelmi Alap.

## Táblázatok

5. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban

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

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

6. táblázat: Az előrejelzés változása az előző negyedévhez képest

	2016		
	2016. március	2016. június	változás
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)*</b>	2,4	<b>2,1</b>	-0,3
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*</b>	3,3	<b>4,1</b>	0,8
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*</b>	-2,2	<b>-5,8</b>	-3,5
<b>Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*</b>	7,7	<b>7,4</b>	-0,3
<b>Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*</b>	6,9	<b>7,2</b>	0,3
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	9,4	<b>9,0</b>	-0,3
<b>Fogyasztóiár-index (%)</b>	0,8	<b>0,4</b>	-0,4
<b>A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)</b>	1,05	<b>0,9</b>	-0,15
<b>Munkanélküliségi ráta (%)*</b>	6,0	<b>5,6</b>	-0,4
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)*</b>	4,5	<b>5,5</b>	1,0
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	5,3	<b>4,9</b>	-0,4
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	7,6	<b>7,2</b>	-0,4
<b>Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában</b>	-1,6	<b>-1,8</b>	-0,2
<b>GDP-alapon számított külső kereslet*</b>	2,4	<b>2,2</b>	-0,1

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás