

Elemzés és előrejelzés a magyar gazdaság és a külgazdaság legfontosabb folyamatairól

2016. szeptember

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentés György László, vezető közgazdász általános irányítása alatt készült. A jelentést Regős Gábor tudományos munkatárs szerkesztette.

A jelentés egyes részeit készítették: Horváth Diána, Isépy Tamás, Kutasi Gábor, Mándli Marinetta, Molnár Dániel, Pálvölgyi Zsigmond és Regős Gábor.

Az előrejelzéshez felhasznált adatbázist szeptember 8-án zártuk le, míg az elemzéshez felhasznált adatbázist szeptember 19-én.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	1
Nemzetközi környezet	6
A globális konjunktúra alakulása	6
Munkaerőpiac	10
Monetáris kondíciók alakulása	13
Pénzügyi folyamatok	15
Az infláció alakulása	19
Fiskális politika.....	22
A magyar gazdaság jelenlegi helyzete.....	25
A hazai növekedés alakulása	25
Munkaerőpiaci folyamatok	29
Infláció	31
Monetáris és pénzügyi kondíciók.....	35
Adósságfinanszírozás.....	41
Külső finanszírozási képesség.....	45
A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2016).....	49
Az új előrejelző modellünkről.....	49
Feltevéseink alakulása.....	51
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés	54
A külső egyensúly várható alakulása.....	59
Az államháztartási helyzet prognózisa – 2016	60
Bevételek.....	61
Kiadások	63
Kamattegyenleg.....	64
Egyenleg	65
Az államadósság alakulása	65
Táblázatok.....	67

Vezetői összefoglaló

A felülvizsgált amerikai növekedési adatok alapján az Európai Unió gazdaságának bővülési üteme már harmadik negyedéve meghaladja az Egyesült Államokban regisztráltat, ahol már második negyedéve csökkent a beruházások volumene. Mind az unió, mind az amerikai gazdaság foglalkoztatása tovább bővült az utóbbi negyedévekben, ám az USA vártnál gyengébb augusztusi foglalkoztatási és növekedési adatai decemberig tolhatják a Fed következő kamatemelését. A kilépéspártiak győzelmével záruló brit uniós népszavazás hatására az angol font jelentősen gyengült az utóbbi hónapokban, miközben a bővülő globális kockázatok miatt tovább nőtt a német állampapírok iránti kereslet, aminek hatására az ország 10 éves kötvényhozama negatív tartományba süllyedt. Az USA-ban megállt az infláció dinamikus bővülése, bár az amerikai pénzromlási ütem továbbra is közelebb van az egészségesnek mondott szinthez, mint a nulla százalék körül ingadozó uniós ráta. A következő években tovább mérséklődhet az unió költségvetési hiánya, a német költségvetés továbbra is szufficites maradhat. A visegrádi államok elkötelezettek költségvetési hiányuk csökkentése mellett, ám a konvergencia- és a stabilitási jelentésekben bemutatott lengyel és szlovák fiskális pályát is komoly kockázat övezi.

A magyar gazdaság 2016. II. negyedévében újra dinamikusan növekedett. Ennek oka a turisztikai és egyéb piaci szolgáltatások iránti jelentős keresletbővülés, az ipari növekedés dinamizálódása és a mezőgazdasági termelésnek kedvező időjárás. Továbbra is komoly fékező hatást gyakorol a GDP-re az európai uniós támogatások felhasználásának költségvetési ciklus váltás miatt bekövetkezett visszaesése a beruházások terén, amely elsősorban az építőipar folytatódó kétszámjegyű csökkenésében jelenik meg termelési oldalon. Ennek következtében a bruttó állóeszköz-felhalmozás összességében 20 százalékos visszaesést mutat az egy évvel korábbi magas bázishoz képest.

A háztartások fogyasztásának lendületes bővülése az előző negyedévhez hasonló mértékben, gyorsuló ütemben folytatódott. A háztartási fogyasztás bővülésének erejét mutatja a nyers adatok szerinti 5,1 százalékos növekedés mellett, hogy míg a jelentős beruházás-visszaesés 2,8 százalékponttal rontotta a növekedést, a háztartási fogyasztás 2,5 százalékponttal javította azt. Így a közösségi fogyasztással együtt összességében 3,1 százalékponttal járult hozzá a növekedéséhez. Kedvező változás állt be a kereskedelmi többlet alakulásában is. Az export növekedési üteme újra meghaladja az importét, aminek a következtében újra a növekedés húzóerejévé vált a nettó export és 2,4 százalékponttal segítette a GDP bővülését a II. negyedévben, szemben az előző negyedévekkel, ahol egyre fogyatkozott, végül visszahúzó hatásúvá vált. Az ipari termelés kezdi visszaszerezni az előző negyedévben megtört lendületét, 3,9 százalékkal növekedett. A mezőgazdaság számára kedvező volt az idei tavasz és a tavalyi alacsony bázishoz képest 13 százalékot ugrott a kibocsátása, amelynek következtében a GDP növekedési üteméhez 0,4 százalékponttal járult hozzá. Az építőipar

továbbra is szenved az uniós támogatások visszaesésétől, miközben az otthonteremtési ösztönzők még nem éreztették hatásukat. Így 24 százalékos volt az ágazat visszaesése a II. negyedévben, amely pont annyival rombolta a növekedési adatot, mint amennyivel az ipar segítette, 0,9 százalékponttal. A szolgáltató szektor tartotta a korábbi bővülés ütemét, így a GDP-növekedéshez való növekvő arányú hozzájárulása 1,8 százalékpont volt.

A munkaerőpiacot 2016 II. negyedévében is dinamikus bővülés jellemezte mind a foglalkoztatás, mind pedig az aktivitás esetében. A munkanélküliségi ráta a rendszerváltás óta nem látott szintre, 5,2 százalékra mérséklődött (szezonálisan kiigazított adatok alapján). Pozitív tendencia, hogy csökkent a tartós munkanélüliek száma, de ez elsősorban a közfoglalkoztatás bővülésének köszönhető. A bruttó átlagbér 5,8 százalékkal nőtt egy év alatt a közszféra bérrendezéseinek és a munkaerőhiány bérfelhajtó hatása következtében. A nettó keresetek az szja-kulcs csökkentése és az alacsony infláció miatt 7,6 százalékkal növekedtek éves szinten a második negyedévben.

2016. II. negyedévében defláció jellemezte a gazdaságot: míg áprilisban 0,2 százalékos inflációt mértek az előző év azonos időszakához viszonyítva, addig júniusban már 0,2 százalékos deflációt figyeltek meg a gazdaságban. Júliusban is 0,3 százalékkal mérséklődtek az árak, míg augusztusban 0,1 százalékos volt a csökkenés. A deflációhoz jelentősen hozzájárultak a historikusan alacsony szintre süllyedő olajárak, a mérsékelt külső infláció, valamint a sertéshús, a tej, a sajt, illetve az egyéb cikkek árának nagymértékű csökkenése. Az infláció 2018 végére érheti el a kitűzött 3 százalékos szintet. A Magyar Nemzeti Bank kommunikációja alapján a kamat változtatására 2017 végéig nem számítunk, az infláció felpörgetéséhez valószínűleg nem konvencionális eszközöket alkalmaz majd a jegybank.

Sem a Fed, sem pedig az Európai Központi Bank nem változtatott a monetáris kondícióin az elemzett időszakban. A Brexit hatására azonban a Bank of England a 0,5 százalékos alapkamatát 0,25 százalékra vágta vissza, amely lépés a piaci turbulenciák kezelését és a konjunkturális kilátások kedvezőtlenebbé válásának tompítását szolgálta.

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa a nyár folyamán mindhárom kamatdöntő ülésén egyaránt változatlanul (0,9 százalékon) hagyta az irányadó kamatát. Továbbá júliusban nem konvencionális eszköztárában módosítást hajtott végre. Egyrészt a 3 hónapos jegybanki betétet az eddigi heti gyakoriság helyett csak havonta tenderezteteti. Továbbá az MNB Monetáris Tanácsa szeptemberi ülésén bejelentette, hogy 2016 októberétől kezdődően 900 milliárd forintban korlátozza a tenderen elfogadott banki ajánlatok mennyiségét. A jövőben a jegybanki betétből kiszoruló likviditás több helyen is megjelenhet – az állampapírpiacra és a bankközi forintpiacra. Amennyiben jelentősebb összeg jelenik meg az állampapírpiacra, az lefelé nyomja a hozamokat, csökkentve ez által az állami kamatkidadásokat. A bankközi BUBOR piac felé terelődő likviditás a vállalati hitelek költségének zsugorodását okozhatja a BUBOR referenciakamaton keresztül.

Az NHP III. keretében a nyár folyamán a jegybank elkezdte közölni adatait (60 milliárd forint feletti összeg esetére ígérte ezt), amely szerint 2016 szeptemberének elejére leszerződött összeg nagysága elérte a 203 milliárd forintot. Az összeg nagyobbik részét a program forint lábában (147 milliárdot a rendelkezésre álló 400 milliárdból), míg kisebb összeget (56 milliárdot a 300 milliárd forintnyi eurós keretből) a deviza lábában kötöttek le a mikro-, kis- és középvállalatok.

Magyarország befektetői megítélése alapvetően javult az elmúlt negyedévben: csökkent a CDS felár, a forint erősödött a svájci frankkal, az euróval és a dollárral szemben is. A kedvező makrogazdasági folyamatokat a Standard and Poor's felminősítésével immáron a három nagy hitelminősítő közül kettő is elismeri a magyar gazdaság befektetésre ajánlott kategóriába sorolásával.

Az önfinanszírozási Program 2016. júliusi folytatása kedvezően érintette az állampapír piaci hozamokat. A hozamok csökkentek, így a piaci árfolyamok emelkedtek minden futamidőre, mérsékelve ezáltal a jövőbeni állami kamatkidadásokat.

A jegybanki devizatartalék 24,6 milliárd euró körüli értékre csökkent. Az összehasonlítható adatok alapján Magyarország a csökkenő devizatartalékok szintje mellett is bőven megfelel a Greenspan-Guidotti-szabálynak, azaz a rövid lejáratú devizatartozás szintjénél jelentősen magasabb a devizatartalékok szintje (1,36 szoros).

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások egyenlege 2016 I. negyedévében az előző negyedévhez képest jelentősen emelkedett. A jövedelemkiáramlás mértéke nagymértékben csökkent, továbbá az EU-transzferek beáramlása markánsan visszaesett negyedéves bázison. Az ország nettó finanszírozási képessége összességében az előző negyedév szintje alá mérséklődött, ami azt jelenti, hogy 8,6 százalék volt a GDP-arányos mutató. Külső pozíciónkra vonatkozó előrejelzésünkben idén a reálgazdasági aktívum szerepének mérsékelt növekedésére számítunk. Ezzel szemben jövőre a felfutó fogyasztás, az ideinél erősebb beruházások és a kisebb mértékben növekvő kormányzati kiadások indukálta enyhébb importkereslet és a világgazdaság kisebb növekedése miatt gyengébb exportkereslet eredőjeként a nettó finanszírozási képesség kismértékű növekedését várjuk. Annak jelentősebb növekedését az újra beinduló EU-s források okozzák. Negatív irányban hat a nettó finanszírozási képesség alakulására a jövedelmi hiány fejlődése, amit tavaly ellensúlyozott az EU-transzferek beáramlása, de utóbbi volumene 2016-ban már jelentősen csökkent, míg 2017-ben jelentősen magasabban alakul. 2016-ra 7,2, 2017-re 8,2 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk.

Legfrissebb előrejelzésünk legfontosabb mutatója, a GDP várható növekedése nem tér el az előző előrejelzésben szereplőtől: az idei évre 2,1 százalékos növekedést várunk. A prognózis változatlanságához hozzájárult, hogy a II. negyedéves adatok szerint a gazdaság I. negyedéves gyengébb növekedése várakozásunknak megfelelően átmenetinek bizonyult, és a

II. negyedévben a gazdaság 2,6 százalékkal (a szezonálisan kiigazított adatok szerint 1,8 százalékkal) tudott növekedni. Változott ugyanakkor a növekedés egyes összetevőire vonatkozó előrejelzésünk. A fogyasztás növekedése idén a korábban vártnál is dinamikusabb, 4,6 százalékos lehet a második negyedéves kedvezőbb adatnak is köszönhetően. Ehhez hozzájárul a bérszínvonal erőteljes növekedése, a munkanélküliség csökkenése, valamint a személyi jövedelemadó kulcsának mérséklése, amely tényezők nyomán bővül a háztartások rendelkezésre álló jövedelme. Szintén a fogyasztás növekedésének irányába hat a háztartások óvatossági motívumának oldódása: a stabilabbá váló makrogazdasági környezet és a mérséklődő hitelproblémák által a háztartások bátrabban mernek fogyasztásra költeni. Fontos hangsúlyozni azonban, hogy a háztartások fogyasztási kiadásának várható bővülése (szemben a 2008-as válság előtti időszakokkal) nem eladósodásból, hanem a növekvő rendelkezésre álló jövedelemből ered. Rontottunk ugyanakkor a beruházásokra vonatkozó előrejelzésünkön: a vártnál kedvezőtlenebb II. negyedéves adat hatására az idei év egészére 9,9 százalékos mérséklődést várunk. Ehhez elsősorban az első két negyedév gyenge adata járul hozzá, amit az uniós pályázatokból érkező források átmeneti kiesése okoz: a magyar vállalkozások a jelek szerint megvárják, amíg olcsóbban tudják beruházásaikat elvégezni a közösségi források segítségével. Ugyanakkor a II. félévben az I. félévesnél némileg kedvezőbb lehet a kép, részben a Családi Otthonteremtési Kedvezmény hatásának is köszönhetően. A külkereskedelemre vonatkozó előrejelzésünk alig változott júniushoz képest: a nettó export idén jelentősen hozzájárulhat a gazdaság növekedéséhez, míg jövőre ez a hozzájárulás már jelentősen mérséklődhet a beruházások importigénye miatt. Modellünk eredményei szerint a kibocsátási rés értéke a II. negyedévben – elsősorban az I. negyedéves kedvezőtlenebb növekedési adat hatására – még negatív volt, ám a III. negyedévben a kibocsátási rés már záródhat, és a gazdaság teljesítménye meghaladhatja a potenciális szintjét.

Előrejelzésünk alapján a munkaerőpiac növekedése idén tovább folytatódik, a foglalkoztatottak száma várhatóan 4,33 millió főre emelkedik. Ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta idén 5,3 százalékos szintre csökken, ami a tavalyi értéknél 1,5 százalékponttal alacsonyabb. A bruttó bérekre számos tényező kedvező hatást gyakorol, így az átlagkereset idén 6 százalékkal emelkedhet. Ez reálértéken is 6 százalékos növekedést jelent.

A pénzromlás üteme várakozásaink szerint továbbra is mérsékelt marad, amihez egyaránt hozzájárul az olajárak alacsony szintje, illetve a mérsékelt külső inflációs környezet. Az inflációra vonatkozó előrejelzésünket kismértékben mérsékeljük a bejövő új adatok, valamint a kedvezőbb mezőgazdasági termés miatt: a magasabb kínálat az élelmiszerek árának csökkenéséhez vezethet. Ennek megfelelően idénre 0,1 százalékos inflációt várunk, tehát az infláció mértéke várhatóan alacsony lesz, és elmarad a jegybank céljától. Ezt némileg meghaladja a maginfláció várt mértéke, amely az előző előrejelzésünkhöz képest alig módosult (1,3 százalék).

Várakozásaink szerint az alapkamat szintje változatlan, 0,9 százalékos lesz, azaz a jegybank az alacsony infláció ellenére sem csökkent kamatot, inkább nem konvencionális eszközöket (például a 3 hónapos betétbe befogadott pénzmennyiség további korlátozását) alkalmaz majd. A változatlan kamatszint fenntartását indokolja a maginfláció alapkamatot meghaladó szintje is.

Az államháztartás első nyolc havi hiánya 274 milliárd forint volt, ami az elmúlt 15 év legkedvezőbb január–augusztusi adata. A kedvező gazdasági trendek, a folyamatosan csökkenő munkanélküliség és az emelkedő reálbérek támogatják a hazai gazdasági szereplők fogyasztását és beruházásait, ami a kiemelkedő államháztartási folyamatokban is nyomon követhető. A gazdasági trendeket kiegészítik a kormányzat gazdaságfehérítő intézkedései, amelyek hatása szintén pozitívan befolyásolja az adóbevételeket. Mindezen hatások eredményeképp kutatóintézetünk a költségvetésben szereplő módosított előirányzaton felül további 44 milliárd forintnyi többletbevétellel számol. A többletet javarészt a gazdálkodói és a lakossági befizetések sorain prognosztizáljuk. Míg előbbit a társasági adó és az egyéb központosított bevételek hajtják, az utóbbi javarészt a személyi jövedelemadóból táplálkozik. Kiadási oldalon 64 milliárd forinttal kisebb összeget várunk, ami pozitív kockázat a költségvetés számára. A családok otthonteremtési kedvezménye lakásépítési támogatásai során a tervezettnél nagyobb igénybevétellel számolunk, amit a nettó kamatkiadások kedvezőbb alakulása ellensúlyozhat. Továbbá a növekvő foglalkoztatás várakozásaink szerint csökkenti a közfoglalkoztatás szerepét, így becslésünk szerint a Startmunka programra szánt összeg egy jelentős részére nem lesz szükség az idei évben. Összességében a kormányzati tervekben szereplő, a GDP 2 százalékát kitevő deficit alatti, 1,7 százalékos hiánnyal számol intézetünk. Ez azt is jelenti, hogy az idei év lehet zsinórban az ötödik, amikor országunk teljesíteni tudja a 3 százalék alatt költségvetési deficit célját. A 3 százalékos hiánycél elérésére ezt megelőzően utoljára 2000-ben volt példa. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 72,8 százalékos szintet várunk, ami a 2015. év végénél 2,5 százalékponttal alacsonyabb.

Nemzetközi környezet

A globális konjunktúra alakulása

Az idei második negyedévben is folytatódott az amerikai gazdaság növekedési ütemének mérséklődése, így összesen már hat negyedéve lassul az Egyesült Államok gazdasága. A korábbi negyedévek előzetes becsléseinek felülvizsgálata alapján az unió gazdaságának éves bővülése már három negyedéve meghaladja az amerikai gazdaságét, amelynek idei második negyedéves növekedése mindösszesen 1,2 százalékot tett ki, amelynél alacsonyabbat mindösszesen hét uniós tagállamban regisztráltak. A folyamatosan romló amerikai növekedési adat nagyban köszönhető a beruházási aktivitás visszaesésének, ami 2015 és 2016 első negyedéve között 3,4 százalékkal csökkent – ennél kedvezőtlenebb éves beruházási adatot legutóbb a válság közepén, 2009 utolsó negyedévében regisztráltak az Egyesült Államokban. A második negyedévben a gazdaság középtávú bővülése szempontjából is kiemelt fontosságú üzleti célú beruházások volumene ismét, a tavalyi átlagos 4,1 százalék helyett –1 százalék. Az üzleti célú beruházási aktivitáson belül a gépekbe és berendezésekbe történő beruházás immáron három, míg az üzleti épületek építési volumene már hat negyedéve csökken. A korábbi negyedévekkel szemben az üzleti célú beruházási aktivitás visszaesését a lakáscélú beruházások dinamikus bővülése nem tudta ellensúlyozni, mivel annak éves növekedési üteme az első és második negyedév között 11,7-ről 5,7 százalékra csökkent.

Az Egyesült Államok gazdaságának utóbbi negyedévekben látott egyenletes lassulása mögött a beruházási aktivitás visszaesése mellett a kormányzati költségek bővülésének lassulása, illetve az export hozzáadott értékének további zsugorodása áll. Az Afganisztánból történő kivonulás miatt csökkenő központi kormányzati fegyveres kiadások, valamint az állami szintű költségek lassuló bővülése miatt az idei első és második negyedév között a kormányzati költségek éves volumennövekedése 1,9-ről 0,7 százalékra, másfél éves mélypontra mérséklődött. Az Egyesült Államok felvevőpiacainak gyenge importkereslete következtében az amerikai exportvolumen négy negyedév óta csökken, sőt, második negyedéve az áruexport mellett a szolgáltatásexport volumene is zsugorodik éves szinten. Az amerikai gazdasági növekedés további visszaesését a dinamikus fogyasztásbővülés előzte meg, ami az idei első két negyedév között éves szinten 2,4-ről 2,7 százalékra gyorsult. A lakossági fogyasztás bővülésének gyorsulását magyarázhatja, hogy a válságot követően 2012-ig folyamatosan csökkenő, majd stagnáló medián jövedelem 2014-ről 2015-re 5 százalékkal bővült, a folyamatosan emelkedő jövedelmek pedig oldották az elmúlt negyedévekben a lakosság óvatossági motívumát. A fogyasztáson belül az áruk és szolgáltatások fogyasztásának volumenbővülése is emelkedett, ráadásul a nem tartós áruk vásárlásának 3 százalékos növekedése öt éve nem volt ilyen kedvező mértékű. A dinamikus

fogyasztásbővülés ellenére az Egyesült Államok gazdaságának növekedési üteme a világgazdasági növekedés várható lassulása és a jelenlegi gyenge beruházási aktivitás miatt a következő negyedévekben is visszafogottan alakulhat, ami megítélésünk szerint komoly gátját képezheti az amerikai monetáris kondíciók szigorításának.

Éves összevetésben két negyedévet követően ismét gyorsult a japán gazdaság növekedési üteme, ám míg az évek között mért növekedési ráta 0,8 százalékra gyorsult, a negyedéves alapon mért ráta 0,5-ről 0,2 százalékra csökkent az idei második negyedévben. A japán gazdasági növekedés kiegyensúlyozottan bővült 2016 második negyedévében az előző év azonos időszakához képest, mivel a GDP fogyasztási oldalának valamennyi nagyobb tétele pozitívan járult hozzá a gazdaság bővüléséhez. A privát szféra fogyasztása 0,4 százalékkal bővült, ami messze elmarad az Egyesült Államokban és az Európai Unióban tapasztalt fogyasztásbővüléstől, ám a fogyasztás így is 0,2 százalékponttal emelte a növekedési rátát. A magánszféra üzleti célú beruházásai 1, míg a lakásépítések volumene 5,6 százalékkal nőtt: a két tétel együtt 0,3 százalékkal növelte a GDP növekedési ütemét, ám a készletváltozások csökkenő hozzáadott értéke miatt a magánberuházások összességében 0,1 százalékpontot magyaráznak a növekedési rátából.

Az amerikai és az európai gazdasági bővüléssel szemben a nettó export növekedési hozzájárulása enyhén pozitív Japánban, ám a szigetország növekedése a két fő versenytárral szemben továbbra is erősen függ a kormányzati költséktől, aminek növekedési hozzájárulása megegyezik a privát keresletével. A kormányzati kiadások gazdaságirányítási szerepe tovább bővíthet a közeljövőben, mivel a japán kormányzat augusztusban a GDP közel 1,5 százalékára rúgó, a világgazdasági válság kezdete óta nem látott nagyságú fiskális stimulust jelentett be. A program keretében a kormányzat kikötőket és agráripári feldolgozóegységeket kíván fejleszteni az export támogatására, bölcsődéket és óvodákat fejleszt a nők munkaerőpiacra vonzása érdekében, valamint támogatja a nyugdíjkorhatárt betöltők további foglalkoztatását. Az infrastrukturális fejlesztések mellett a kormányzat extra forrásokat szán a szociális ellátórendszer fejlesztésére is: 22 millió alacsony jövedelmű munkavállaló havi 15 ezer jenes (közel 40 ezer forintos) kormányzati támogatásban részesül, bővül az állami nyugdíjra jogosultak köre, és emelkedik az egyetemi ösztöndíjak száma is. A megnövekedett kiadások ellenére a kormányzat várhatóan 2019-re halasztja az áfakulcs jövőre ígért következő emelését, mivel a fogyasztási adó első lépésben 5-ről 8 százalékra történt 2014-es emelése visszavetette a fogyasztás zsugorodásán keresztül a gazdasági növekedés ütemét. Az áfa-emelés eredeti célja a költségvetés konszolidálása, elsődleges költségvetési többlet elérése és a kiugróan magas államadósság csökkentése lett volna. Ennek azonban feltétele lenne, hogy az *Abenomics* néven futó gazdaságélénkítő program hatásos legyen, de az elmarad a várakozásoktól, így ezen okból szükséges elhalasztani a költségvetési bevétel emelését.

Európában mind az eurózóna, mind a teljes unió éves növekedési teljesítménye lassult 2016 első két negyedéve között, ám mindkét régió gazdaságának bővülése meghaladja az Egyesült Államokban és Japánban regisztráltakat. Az unió gazdasága éves alapon 1,8, míg negyedéves alapon 0,4 százalékkal bővült április–június között: az unió folyamatos, stabil gazdasági bővülését jól mutatja, hogy a negyedévek közötti gazdasági bővülés az előző négy negyedév mindegyikében 0,4–0,5 százalékot tett ki. Az eurózóna negyedéves növekedési üteme 0,5-ről 0,3 százalékra lassult a második negyedévben, ami miatt az éves növekedési ráta is 1,6 százalékra mérséklődött.

1. táblázat: Az elmúlt negyedévek GDP-növekedése (szezonálisan kiigazított adatok alapján, év/év index, százalék)

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

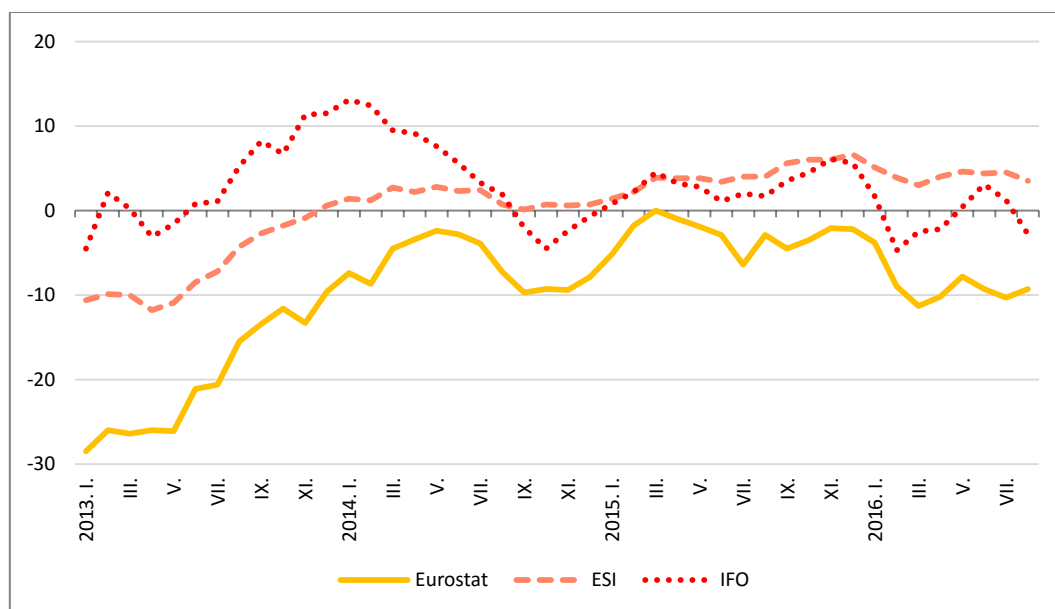
Forrás: Eurostat alapján Századvég szerkesztés

Az eurózóna növekedési rátájának felbontása alapján az euróövezet gazdaságának lassabb növekedése főként a lakossági fogyasztás csökkenő növekedési hozzájárulásának eredménye, ami bár az első és a második negyedév között 1,03-ról 0,92 százalékpontra mérséklődött, legmagasabb növekedési hozzájárulása miatt továbbra is a fogyasztás a valutaövezet növekedési motorja. Az előző negyedévhez hasonlóan a tőkefelhalmozás 0,5 százalékponttal növelte az eurózóna 1,62 százalékos GDP növekedési ütemét, ráadásul a beruházásokon belül továbbra is az állóeszköz-felhalmozás dominál. A bruttó állóeszköz-felhalmozás egymaga 0,46 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedési üteméhez, ráadásul a beruházások kedvező gazdasági hatása középtávon is érződhet az újonnan kiépített termelőkapacitások következtében. Az idei első két negyedévben a fogyasztáshoz hasonlóan a kormányzati költségek gazdasági bővülést támogató ereje 0,42-ről 0,37 százalékpontra csökkent, ám kedvező, hogy a nettó export növekedési hozzájárulásának négy negyedéve tartó folyamatos csökkenése április–június között megállt. A második negyedévben a külkereskedelem növekedési hozzájárulása –0,28-ról –0,16 százalékpontra

emelkedett, ám megítélésünk szerint a lassuló amerikai és világgazdasági növekedés, valamint az olajexportőr államok költségvetési problémái miatt nem valószínű, hogy a következő hónapokban a nettó export ismét dinamikus emelje az eurózóna növekedési rátáját.

Tagállami szinten továbbra is igaz, hogy a kelet-közép-európai államok többsége az uniós átlagot meghaladó mértékben bővült. Az unióban a második negyedévben a leggyorsabb mértékben az 5,9 százalékos növekedést produkáló román gazdaság bővült, ám 3 százaléknál nagyobb ütemben nőtt a lengyel és a szlovák gazdaság is. Bár az unió nagyobb tagállamai közül továbbra is a komoly belpolitikai problémákkal küzdő Spanyolország gazdasági növekedési üteme a legmagasabb, az olasz és német gazdasághoz hasonlóan a spanyol kibocsátás növekedési üteme is lassult az első negyedévről a másodikra. A negyedéves növekedési adatokat figyelve még inkább szembetűnő a kelet-közép-európai államok dinamikus gazdasági teljesítménye, a legmagasabb öt negyedéves ráta mind a régiós országokhoz köthető. Negyedéves alapon az idei első negyedévről a másodikra a román gazdaság 1,5, a magyar 1, míg a cseh, szlovák és lengyel gazdaság is 0,9 százalékos ütemben bővült. A negyedéves adatok alapján az előző uniós költségvetési ciklus forrásainak gyorsított lehívása miatti rövid távú visszaesés leginkább a lengyel és a magyar növekedési adatokon látszódott, melyekben a legutóbbi két negyedéves növekedési adat közötti differencia rendre 1 és 1,5 százalékot tett ki.

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 gazdaság bővülési ütemének lassulásával párhuzamosan a főbb európai bizalmi indikátorok is enyhén romlottak. Az Eurostat euróövezeti bizalmi mérlege május és július között 2,5 ponttal csökkent, augusztusban kis erősödés mellett is csak -9,3 százalékon állt, ami szignifikánsan elmarad az indikátor tavalyi átlagos értékétől. Az euróövezet gazdasághangulat-indexe (ESI) is enyhén romlott május és augusztus között, ám az indikátor értéke nem sokkal marad el az egy évvel korábban regisztrálttól. A német üzleti hangulat változását kifejező Ifo indikátor négy hónapja tartó folyamatos növekedése júliusban megállt, sőt, augusztusban április után ismét negatív tartományba süllyedt a mutató értéke, ami alapján a német üzleti szféra enyhén pesszimistán ítéli meg a következő hónapok gazdasági folyamatait. A három bizalmi indikátor alapján az euróövezet rövid távú gazdasági teljesítményével szembeni várakozások széles körben romlottak az elmúlt hónapok és augusztus között, ami a második negyedévesnél gyengébb harmadik negyedéves gazdasági teljesítményt jelezhet előre.

Az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzésében 1,7 százalékra javította az euróövezet 2016 egészére várt GDP-növekedési ütemét, ám közben 1,6 százalékra mérsékelte a következő két év növekedési kilátásait. Az euróövezet gazdasági motorja továbbra is a lakossági fogyasztás maradhat, ami a növekvő elkölthető jövedelem és a valutaövezet munkaerő-piacának élénkülése következtében idén 1,7 százalékkal bővíthet. Az EKB előrejelzése szerint viszont jövőre csökkenő pályára állhat a lakossági fogyasztás növekedési üteme, mivel a várhatóan növekvő energiaárak az emelkedő infláción keresztül visszavetik a lakosság vásárlóerejét. A kormányzati költségek idén a korábban vártnál gyorsabb, 1,7 százalékos ütemben bővíthetnek, ami kompenzálhatja a nettó export korábban előre jelzethez képesti lassabb növekedését. Az öreg kontinens középtávú növekedése szempontjából kedvező, hogy a várakozások szerint az euróövezet beruházási aktivitása a következő három év során 3 százalékot meghaladó ütemben bővíthet, főként a kedvező monetáris környezet és a folyamatosan bővülő lakossági kereslet következtében. Valamennyi visegrádi állam gazdasági növekedésének gyorsulásával számol a következő években: konvergencia- és stabilitási jelentéseik alapján idén a legalacsonyabb, 2,5 százalékos mértékben a cseh és magyar gazdaság bővíthet, míg a szlovák gazdaság várhatóan 3,2, a lengyel 3,8 százalékkal nőhet az idei év folyamán.

Munkaerőpiac

Az elmúlt hónapok adatai szerint a nyár folyamán tovább erősödött az amerikai munkaerőpiac, az ötéves mélypontot hozó májusi havi foglalkoztatásbővülési adat így egyedi fejleménynek tekinthető. Míg április és május között mindösszesen 38 ezer fővel nőtt az USA gazdaságában foglalkoztatottak létszáma, addig május és június között 271, míg június és július között 275 ezer főre gyorsult a létszámbővülés. Ezek az adatok az utóbbi évek adatainak fényében is kiemelkedően kedvezőek. Augusztusra konszolidálódott, 151 ezerre

csökkent a foglalkoztatottak havi állománybővülése, amit továbbra is a szolgáltató, azon belül is az egészségügyi szektor bővülő munkaerő kereslete hajt. Az utóbbi három hónapban az amerikai munkanélküliségi ráta változatlan, 4,9 százalékon állt, ugyanakkor az önhibájukon kívül, gazdasági okokból félállásban foglalkoztatottak létszáma továbbra is meghaladja a 6 millió főt, azaz a teljes munkaerő-állomány közel 4 százalékát. Bár az augusztusi munkaerő-piaci adatok nem kedvezőtlenebbek, mint az idei első két negyedévben tapasztaltak, a foglalkoztatottak állománybővülése enyhén elmarad a 180 ezer fős várakozásoktól, ami miatt továbbra is kétséges a Fed Nyílt Piaci Bizottságának szeptemberi kamatemelése. Az amerikai munkaerőpiac, azon belül is az ipari foglalkoztatás továbbra is sebezhetőnek tűnik, így a kamatemelési periódus dinamizálása könnyen felgyorsíthatná a szekunder szektor foglalkoztatásállományának csökkenését.

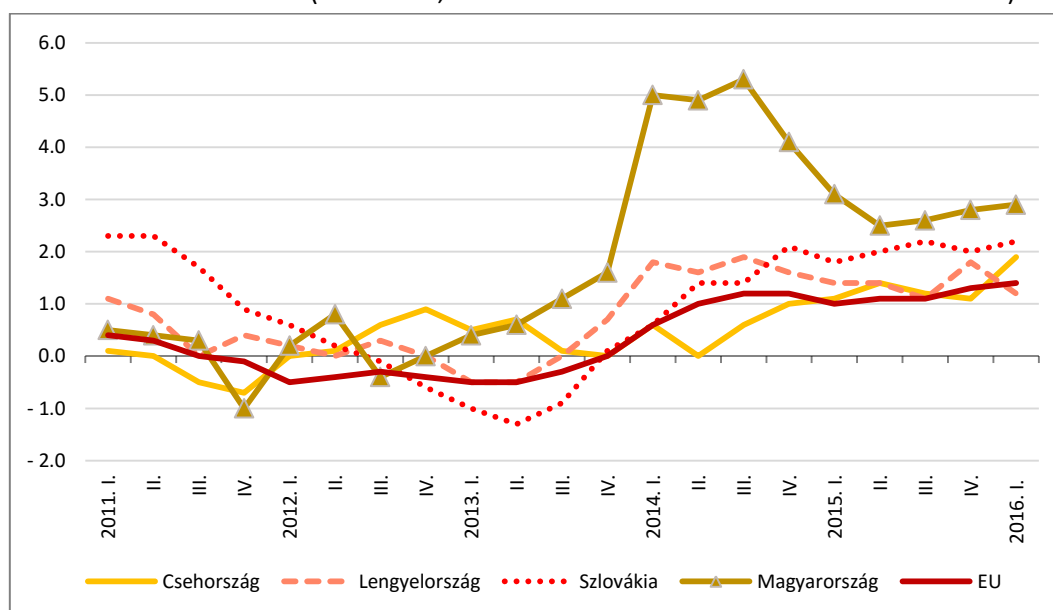
A legfrissebb adatok alapján az európai foglalkoztatotti állomány gyorsuló ütemben nő: 2016 első negyedévében mind az unióban, mind az eurózónában 1,4 százalékkal emelkedett a munkavállalók létszáma az előző év azonos időszakához képest. A leggyorsabb, 3 százalékot meghaladó éves ütemben továbbra is a máltai és a spanyol foglalkoztatás nőtt, amitől nem sokkal marad el a 2,9 százalékos magyar létszámbővülés sem. Az unió nagyobb gazdaságai közül a német, a spanyol és az olasz foglalkoztatás növekedési üteme is gyorsult, míg a korábban uniós átlagot meghaladó ütemben bővülő brit munkaerőpiac növekedési rátája kétharmadára csökkent. A foglalkoztatottak állománya éves alapon továbbra is egyedül Romániában mérséklődik, ám a visszaesés mértéke folyamatosan lassul keleti szomszédunk munkaerőpiacán. Az Egyesült Államokhoz hasonlóan az unió munkaerő-állományának bővülését is a szolgáltatások vezérik, ám kedvező, hogy mind a teljes ipari, mind a feldolgozóipari foglalkoztatás is egyre gyorsuló ütemben nő. Az uniós munkavállalói létszám a mezőgazdaság és az építőipar kivételével valamennyi nagyobb nemzetgazdasági ágban emelkedett: a primer szektor foglalkoztatása továbbra is jelentős, 2 százalékot meghaladó mértékben zsugorodik, míg az uniós építőipar foglalkoztatása öt negyedévet követően csökkent ismét.

Eltérő, ám összességében pozitív képet festenek az elmúlt hónapok adatai az európai munkaerőpiac alakulásáról. A stabil, gyors gazdasági növekedés és a korábban bevezetett munkaerőpiaci reformok hatására a spanyol munkanélküliségi ráta hat évet követően júniusban ismét 20 százalék alá süllyedt, bár a görög után továbbra is a spanyol ráta a második legmagasabb az unióban. A spanyolhoz hasonlóan az utóbbi hónapokban a szlovák munkaerőpiac is mérföldkőhöz érkezett, a munkanélküliségi ráta hét évet követően ismét 10 százalék alá süllyedt. Ezzel szemben megfordulni látszik az előző negyedévekben tapasztalt pozitív trend a francia gazdaságban, mivel a munkanélküliségi arány májusban ismét 10 százalék fölé nőtt, júliusban pedig már 10,3 százalékot tett ki. Az unióban továbbra is a máltai, a cseh és a német gazdaság 4 százalék körüli munkanélküliségi rátája a

legalacsonyabb, míg a déli tagállamok többsége továbbra is magas, 10 százalékot meghaladó munkanélküliségi rátával rendelkezik.

Lengyelország kivételével valamennyi visegrádi ország első negyedéves foglalkoztatásbővülése meghaladta az európai unió átlagáét (2. ábra). Lengyelországban a foglalkoztatás bővülési üteme jelentősen, 1,8-ről 1,2 százalékra esett vissza a tavalyi utolsóról és az idei első negyedévre: az alacsony, júliusban mindössze 6,1 százalékot kitevő munkanélküliségi ráta alapján a lengyel foglalkoztatásbővülés folyamatos lassulására számítunk. A korábbi várakozásokkal szemben a cseh gazdaság éves foglalkoztatásbővülése 1,9 százalékra gyorsult idén az első negyedévben, ugyanakkor – Lengyelországhoz hasonlóan – az uniós összehasonlításban is alacsony munkanélküliségi ráta alapján a következő negyedévekben visszaeshet a foglalkoztatás bővülésének üteme. Ezzel szemben a szlovák gazdaságban középtávon is fennmaradhat a foglalkoztatás dinamikus bővülése, amit egyrészt az alacsonyabb béreket terhelő egészségügyi hozzájárulási adó csökkentése, másrészt az újonnan kiépülő feldolgozóipari kapacitások támogathatnak.

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



Forrás: Eurostat

Az Európai Központi Bank legfrissebb, szeptemberi makrogazdasági előrejelzése szerint a korábban vártnál gyorsabb ütemben növekedhet idén az eurózóna foglalkoztatotti állománya. A várakozások alapján a foglalkoztatás 2016-ban 1,3, míg a következő két évben 0,8 százalék körüli ütemben bővülhet, miközben az egyre feszesebbé váló munkaerőpiac következtében a 2016 egészére várt 1,2 százalékos bérnövekedés üteme 2018-ig 2,2 százalékra növekedhet. Főként a déli tagországok bővülő foglalkoztatása következtében az eurózóna munkanélküliségi rátája a tavalyi 10,9-ről idén 10,1, míg 2018-ig egészen 9,5 százalékig csökkenhet. Bár a kedvező munkaerő-piaci folyamatok ellenére az euróövezet

munkanélküliségi rátája idén közel duplája maradhat az Egyesült Államokban tapasztaltnak, az amerikai gazdaságban továbbra is magas a nem önszántukból részmunkaidőben foglalkoztatottak és a munkaerőpiacon csak érintőlegesen részt vevők aránya. Az utóbbi két, valós munkakínálatánál kevesebb óraszámú foglalkoztatottakat tömörítő kategóriával kibővítve az amerikai munkanélküliségi ráta nem sokkal marad el az európaiától, ami alapján a következő negyedévekben hasonló folyamatok határozhatják meg mindkét régió munkaerőpiacát.

A visegrádi országok által leadott stabilitási és konvergenciajelentések alapján a foglalkoztatás az egész régióban gyors, ám folyamatosan lassuló ütemben bővíthet. A munkavállalói állomány leglassabban a rendkívül feszes cseh munkaerőpiacon nőhet, ahol a munkanélküliségi ráta már most megközelítette a 4 százalékot. A kormányzat várakozásai alapján a foglalkoztatás idén 0,5, míg a következő években 0,1 százalékkal bővíthet a cseh gazdaságban, miközben a munkaerő termelékenysége is évi 2–2,5 százalékkal nőhet. Lengyelországban a munkaerő-állomány várhatóan idén 1, míg a következő években 0,5 százalék körüli ütemben emelkedhet, aminek hatására a 2016-ra várt 6,8 százalékos átlagos munkanélküliségi ráta 5,5 százalék közelébe csökkenhet 2019 végéig. A régióban a lengyel munkaerő termelékenysége növekedhet a leggyorsabb, 3–3,5 százalékos ütemben a következő három év folyamán, amit Szlovákia ambiciózus makrogazdasági célokat kitűző stabilitási jelentése alapján 2019-ben enyhén meghaladhat. A szlovák kormányzat előrejelzése alapján északi szomszédunk foglalkoztatotti állománya idén 1,3, míg a napjainkban kiépülő új ipari kapacitások hatására 2017–2019 között évi 1 százalékos mértékben bővíthet. A kormányzat várakozásai alapján idén az átlagos munkanélküliségi ráta a visegrádi országok közül a legmagasabb, 10,4 százalékos lehet, ami az előrejelzési horizont végéig évi 1 százalékponttal csökkenhet.

Monetáris kondíciók alakulása

Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa az elmúlt hónapokban nem változtatott kamatkondícióin, így március óta az EKB irányadó rátája 0 százalékos, míg a bank refinanszírozási és betéti kamatlába rendre 0,25 és –0,4 százalékot tesz ki. Az EKB Kormányzótanácsának szeptemberi ülését követő sajtótájékoztatón Mario Draghi, az EKB elnöke a jegybank mennyiségi lazítási programjának meghosszabbítását vetítette előre. A márciusban havi 80 milliárd euróra kibővített felvásárlási program 2017 márciusában fut ki, ám Draghi szerint az eurózóna június és szeptember között romló gazdasági kilátásai miatt az euróövezet gazdaságának továbbra is szüksége lehet a program nyújtotta monetáris támogatásra. Az EKB mennyiségi lazításának eredményessége továbbra is vita tárgyát képezi, mivel mind az eurózóna gazdasági növekedése, mind inflációs folyamatai elmaradnak az elvárásoktól, ami Draghi szerint főként a túlzottan megszorító jellegű európai fiskális politikának köszönhető. Meglátása szerint a bővülő hitelezés jól mutatja az EKB monetáris

politikájának sikerességét, ami viszont egymaga nem tudja dinamikus növekvő pályára állítani az öreg kontinens gazdaságát: véleménye szerint az alacsony költségvetési hiányú tagállamoknak a visszafogott kamatkörnyezet nyújtotta fiskális mozgásteret a középtávú növekedést támogató infrastrukturális beruházások finanszírozására és nem adósságrátájuk csökkentésére kellene fordítaniuk.

Júniusi, júliusi és szeptemberi ülésén sem változtatott irányadó rátáján az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC). Janet Yellen, a Fed elnökének korábbi tájékoztatása szerint a bizottság akkor szigoríthat kamatkondícióin, ha biztosítottnak látja a kamatemelés ellenére a középtávú dinamikus foglalkoztatásbővülést és a gazdasági növekedést, valamint az alacsony, ám pozitív inflációs folyamatokat. Augusztus végén a FOMC több tagja szerint is e kritériumok alapján nőtt a szeptemberi kamatemelés valószínűsége, ám a vártnál gyengébb, az amerikai foglalkoztatási folyamatok sebezhetőségét mutató augusztusi munkaerőpiaci adatok publikálását követően már jelentősen csökkent a gyors kamatemelés valószínűsége. A második negyedéves növekedési adatok, azon belül a beruházási aktivitás visszaesése és a tovább zsugorodó exportvolumen is az amerikai gazdaság növekedési problémáira mutatnak rá, amiket megítélésünk szerint tovább rontana a kamatkondíciók gyors szigorítása. Várakozásunk szerint ezért a FOMC leghamarabb novemberben, a harmadik negyedéves GDP adatok publikálását követően hajthat végre kamatemelést, ám megítélésünk szerint – a tavalyi évhez hasonlóan – inkább decemberben változhat ismét az amerikai irányadó ráta.

Az amerikai és európai központi bankkal szemben a brit jegybanki feladatokat ellátó Bank of England (BoE) a kilépést pártolók győzelmével záruló június 23-ai népszavazás várható gazdasági hatásai miatt jelentős, négy fő pontból álló monetáris lazítási csomagot szavazott meg augusztus eleji ülésén. Elsőként a BoE Monetáris Tanácsa 0,5-ről 0,25 százalékra csökkentette irányadó rátáját, amire a bank 322 éves története során egyszer sem található példa. Mark Carney, a BoE kormányzójának iránymutatása alapján a Bank of Japannel és az EKB-val szemben a brit jegybank nem tervezi negatív kamatláb bevezetését, így a bank irányadó rátája valószínűsíthetően elérte minimumát. Másodsorban, a monetáris tanács 375-ről 435 milliárd fontra emelte a jegybank brit állampapír vásárlására fordítható keretösszegét, aminek hatására augusztus közepén historikus mélypontra süllyedt a 10 éves brit államkötvény referenciahozama.

Harmadrészt, az EKB júniusban bevezetett CSPP¹ programjához hasonlóan a brit központi bank 10 milliárd fontnyi vállalati kötvényt kíván felvásárolni a következő másfél évben, amivel a jegybank közvetlenül csökkentheti a szigetországban működő nagyobb vállalatok

¹ A program keretében egy havi keretösszeg erejéig az EKB az eurózónában bejegyzett vállalatok euróalapú kötvényeit vásárolhatja meg, aminek hatására csökkentek a kötvénypiaci elvárt hozamok. A programnak köszönhetően így a vállalatok alacsonyabb kamatozás mellett bocsáthatnak ki kötvényeket, ami egyre több vállalatot ösztönözhet beruházásra, és ezen keresztül kibocsátásának és foglalkoztatásának növelésére.

forrásköltségét. Végül, a vállalati hitelállomány bővítése érdekében a brit jegybank 100 milliárd font értékben kínál hitelezési aktivitástól függő kedvező kamatozású hitelkeretet a szigetország kereskedelmi bankjai számára. A program leginkább az EKB márciusban meghirdetett TLTRO II programjával rokonítható, ám több szempontból is hasonlít a korábbi brit Funding for Lending Scheme eszközhöz, illetve a hazai Növekedési Hitelprogramhoz.

A Cseh Nemzeti Bank legutóbbi, augusztusi ülésén sem változtatott 0,05 százalékos irányadó rátáján, valamint várhatóan 2017 közepéig fenntartja nem konvencionális árfolyamszabályozását, aminek értelmében a jegybank korlátok nélkül interveniálhat az euró 27 cseh korona alá történő gyengülése esetén. Szeptemberi ülésén a lengyel jegybank monetáris tanácsa sem változtatott irányadó rátáján, ami így már másfél éve 1,5 százalékponton áll. A tanács megítélése szerint az importált infláció továbbra is negatív tartományban tartózkodhat, a gazdasági növekedés gyorsulása ellenére a következő hónapokban is negatív tartományban maradhat a lengyel inflációs ráta. A tanács megítélése szerint a következő negyedévekben viszont gyorsulhat a pénzromlás üteme, amit az alacsony háztartási energiaárak bázisba épülése, a kibocsátási rés záródásának árfelhajtó hatása és a lengyel kormányzat által a bevezetett *Family 500+* családtámogatási program elköltető jövedelmet növelő hatása támogathat.

Pénzügyi folyamatok

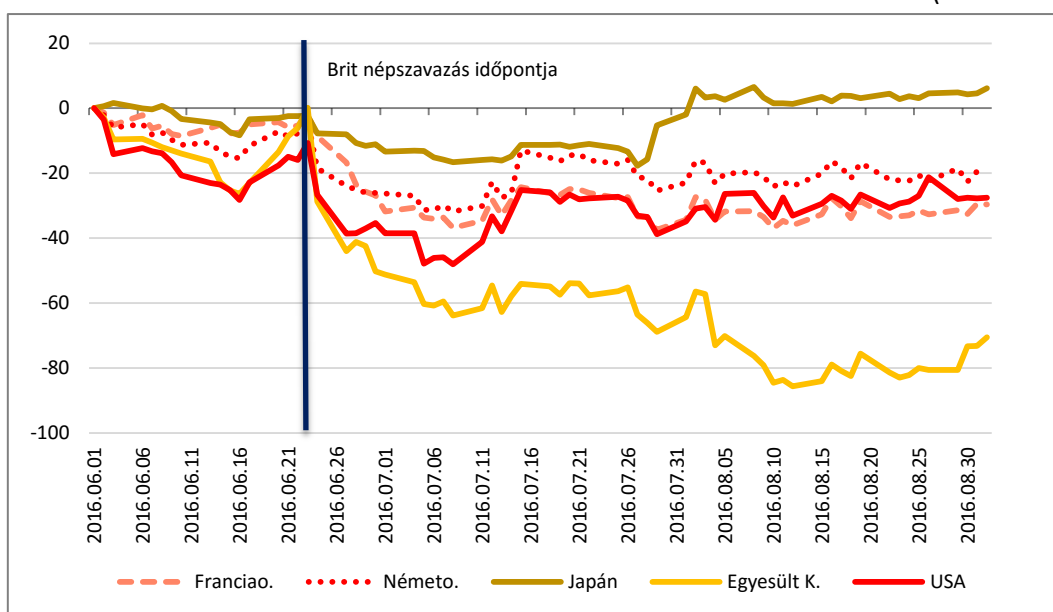
Az EKB legfrissebb, júliusi hitelezési körképe alapján mind a vállalati, mind a lakáscélú és egyéb lakossági hitelkategóriákban enyhítették hitelezési feltételeiket az eurózóna bankjai. Az euróövezet legnagyobb bankjainak bevallása alapján készülő felmérés szerint a második negyedévben – az előzőekhez hasonlóan – főként a bankok közötti piaci verseny miatt enyhültek a hitelezési feltételek, ám a bankok enyhén nagyobb kockázatvállalási kedve is csökkentette a nem kamatjellegű hitelezési korlátokat. Az euróövezet gazdasági növekedése szempontjából kedvező, hogy az alacsony kamatkörnyezet hatására folyamatosan emelkedik az ügyfelek hitelkereslete, így az öreg kontinens gazdaságát egyre kevésbé fenyegeti a hitelezés nélküli fellendülés kialakulásának esélye. A korábbi empirikus tapasztalatok alapján, ha a gazdaság bővülését nem támogatja a hitelállomány bővülése, a visszafogottan bővülő beruházásállomány és lakossági fogyasztás miatt a gazdaság potenciális kibocsátásának elérése markánsan több időt is igénybe vehet a gazdasági válságot követően². Az EKB megfigyelése szerint a felmérés eredményein nem látható, hogy az unióból való kilépést pártolók győzelmével záruló brit népszavazás jelentős hatást fejtett volna ki az eurózóna hitelezési folyamataira, ami megítélésünk szerint a szigetország kilépése körüli tárgyalások felgyorsulásáig nem is változhat.

² Bodnár Katalin – Kovalszky Zsolt – Kreiszné Hudák Emese (2013): *A válságokból történő kilábalás és a hitelezés kapcsolata*. Hitelintézeti Szemle, XIII. évfolyam, 4. szám, 57–86.

A felmérésben szereplő bankok 60 százaléka részt vett az EKB márciusban meghirdetett TLTRO II programjában, amelynek keretében az euróövezet bankjai rendkívül kedvező, akár negatív kamatláb mellett igényelhettek refinanszírozási hitelt kkv-hitelfortfóliójuk bővítése céljából. A bankok első körös visszajelzése alapján a program főként a kínálati kamatlábakat mérsékelte, miközben pozitív hatást nem fejtett ki a nem kamatjellegű hitelezési feltételekre, így az EKB programja csak részben érte el célját. Bár a hitelképes vállalatok olcsóbban jutnak hitelkerethez, a hitelpiacról kiszorult cégek, főként a mikro- és kisvállalkozások továbbra sem tudják növelni hitelállományukat, ami nemzetgazdasági szinten jelentős növekedési áldozattal járhat. Az európai pénzpiacokon lévő jelentős, hitelezésre is fordítható likviditást jól mutatja, hogy június és szeptember között tovább csökkent az eurózóna bankjai közötti egynapos kölcsönügyletek kamatlábát kifejező EONIA, valamint a három hónapos euró LIBOR kamatlába is. Mindkét kamatláb augusztus végén – 0,33 százalék körül ingadozott, ami enyhén kedvezőbb az EKB által kínált –0,4 százalékos betéti kamatlábnál.

Júniusról júliusra az európai kötvénypiacokat főként az unióból való kilépéskörüli bizonytalanság határozta meg. Június első két hetében valamennyi nagyobb gazdaság 10 éves állampapírpiazi referenciahozama csökkent, ami alapján a befektetők a népszavazás előtt csökkenteni kívánták részvénytiazi kockázati kitettséget (3. ábra). A megnövekedett kereslet hatására június 14-én a rendkívül biztonságosnak tekintett 10 éves német állampapírok referenciahozama negatív tartományba süllyedt, amire korábban soha nem volt példa. Június vége és szeptember között egy kereskedési napot leszámítva a német 10 éves kötvényhozamok végig negatív tartományban tartózkodtak, sőt, a német kormányzat július 13-án negatív hozam mellett bocsátott ki 10 éves állampapírt, amit a G7 gazdaságai közül korábban egyedül Japán hajtott végre. A szigetország 10 éves államkötvényével már február vége óta negatív kamatláb mellett kereskednek, a hozamok csökkenését az újabb japán fiskális stimulus bejelentése, így közvetve a japán államadósság fenntarthatóságába vetett hit enyhe mérséklődése állította meg.

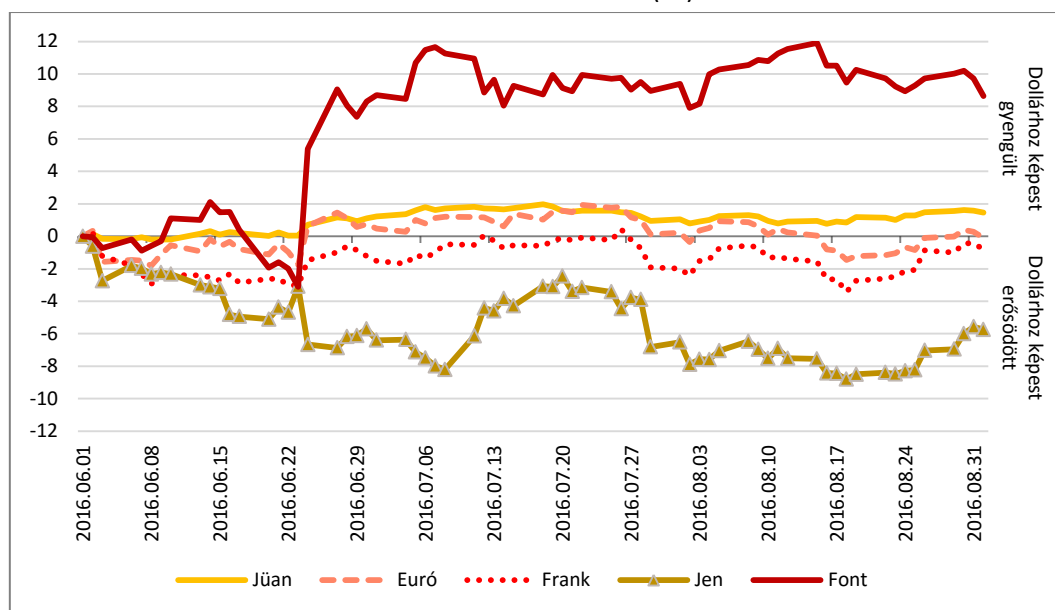
3. ÁBRA: A TÍZÉVES HOZAMOK ALAKULÁSA 2016. JÚN. 1-JÉHEZ KÉPEST (BÁZISPONT)



Forrás: Thomson Reuters

Némileg meglepő módon a brit népszavazás leginkább az Egyesült Királyság 10 éves hozamait csökkentette, ami alapján a kilépéssel záródó népszavazást követően inkább befelé, mint kifelé áramlott a tőke a brit kötvénypiacról. A népszavazást követően megnövekvő állampapír-kereslet egyrészt a befektetők kockázatviselési hajlandóságának csökkenését, másrészt a brit gazdaság hosszú távú stabil működésébe vetett hitet tükrözi. A brit állampapír augusztus első heteiben látott jelentős csökkenését viszont a Bank of England jelentős monetáris stimulusa váltotta ki, a jövőben tovább bővülő pénzmennyiség és a jegybank irányadó rátájának csökkentése egyaránt az állampapírpiaci hozamok csökkenése irányába hatott. Összességében június és szeptember között 70 bázisponttal csökkent a 10 éves brit állampapírpiaci referenciahozam, ami messze meghaladja mind a német, mind a francia és amerikai kötvénypiacon látott hozamcsökkenés mértékét.

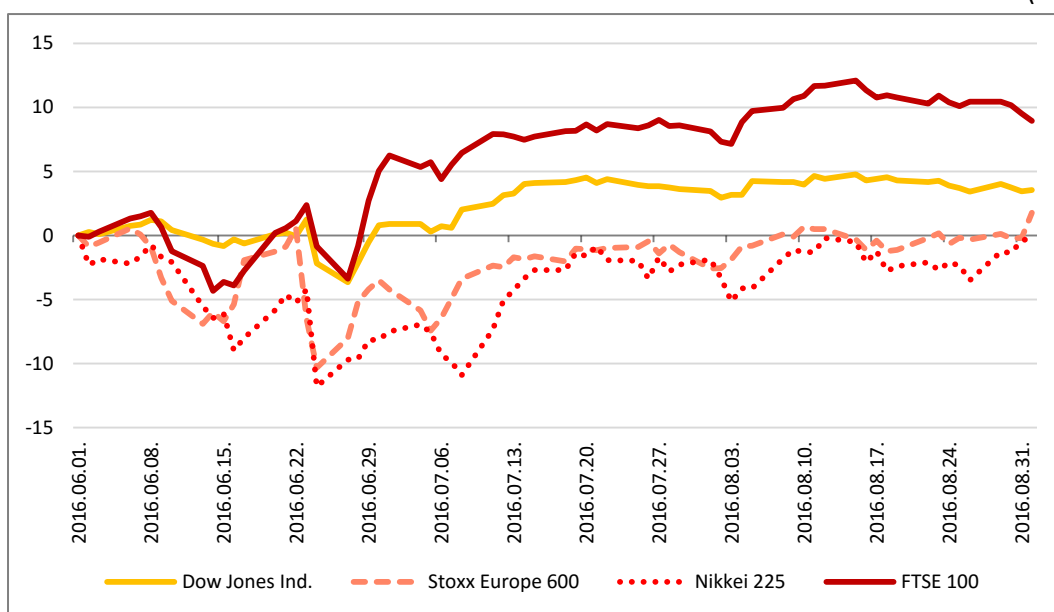
4. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA 2016. JÚNIUS 1-
JÉHEZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters

Az uniós tagságról szóló brit népszavazás a devizapiacra is erőteljesen éreztette hatását: június 23-áról 24-ére a font 8 százalékkal gyengült a dollárhoz képest, összességében a brit fizetőeszköz júliustól kezdve 8–12 százalékkal értékelődött le a június 1-jei árfolyamhoz képest (4. ábra). A gyengülő font alapján jelentős források hagyhatták el a brit tőkepiacot, egyúttal gyengülhetett a font tartalékvaluta szerepe is, azaz a világ jegybankjainak mérlegében tartott fontmennyiség is jelentősen csökkenhetett az utóbbi hónapokban. A gyengülő font ugyanakkor közel sem biztos, hogy a következő hónapokban negatív hatást fejt ki a brit gazdaságra: a font leértékelődése növeli a szigetország exportszektorának versenyképességét, miközben olcsóbbá teszi a turisták számára az országot. A gyengülő árfolyam az importált infláció bővülésén keresztül ráadásul dinamizálhatja a szigetország nyomott inflációs folyamatait, ugyanakkor a bővülő infláció a csökkenő reálbéreken keresztül lassíthatja a lakossági fogyasztás további bővülését. Az idei második negyedévhez hasonlóan június és szeptember között tovább erősödött a japán jen a dollárhoz viszonyítva, ami negatív hatással lehet az ázsiai ország exportvolumenére. A jen felértékelődése miatt komoly kritika éri Bank of Japan jelentős monetáris lazítási programját, mivel annak reálgazdaságot élénkítő hatása továbbra is kérdéses: a pénzügyi beavatkozás viszonylagos hatástalansága miatt is hirdetett meg Abe Sinzó miniszterelnök újabb kormányzati stimulust augusztusban.

5. ÁBRA: A FONTOSABB TŐZSDEINDEXEK ALAKULÁSA 2016. JÚN. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters

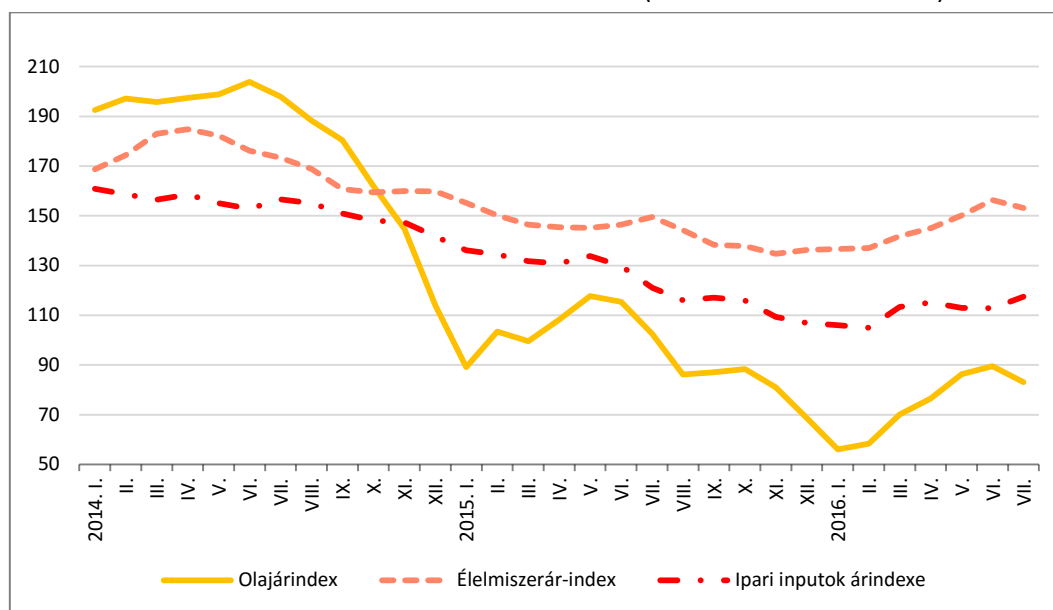
A jelentősen gyengülő font hatására a globális szempontból jelentős tőzsdeindexek közül a brit FTSE 100 index értéke dinamikusan nőtt június és szeptember elseje között. A részvényindex a népszavazást követő két napon még esett, ám azóta a részvénykosár értéke egy éves csúcspontra emelkedett, többek között a brit jegybank monetáris lazításának köszönhetően is. Ennek oka, hogy az indexben szereplő száz cég döntő része exportpiacra termel, melyek gazdasági kilátásait és profitabilitását is erősen növelte a font jelentős leértékelődése. Az FTSE 100 index értéknövekedése így – a szigetország unióból való kilépése mellett kampányoló politikusok véleményével szemben – nem az Egyesült Királyságba vetett befektetői bizalom jelentős bővülését, hanem a brit exportszektor versenyképességének és profitkilátásainak bővülését jelzi. A népszavazás hatására a főbb európai vállalatok részvényeit tömörítő Stoxx 600 index értéke meredeken csökkent: bár szeptember elejére a tőzsdeindex megközelítette júniusi 1-jei értékét, a népszavazást követő napon még – 12 százalékkal maradt el attól. Az amerikai Dow Jones Industrial Average értéke a vizsgált időszakban közel 4 százalékkal bővült, amiben jelentős szerepet játszhatott az indexben szereplő cégek brit leányvállalatainak növekvő prosperitása is.

Az infláció alakulása

A globális inflációs és fiskális folyamatok szempontjából a következő hónapokban is meghatározó maradhat az alacsony világpiaci olajár, ami az június és szeptember között stabilan a 40–50 dollár közötti sávban ingadozott. A továbbra is magas termelési volumen hatására július és augusztus közepe között 10 dollárral mérséklődött a Crude típusú kőolaj hordónkénti világpiaci ára, aminek egyhavi gyengülését többek között a kedvező európai

növekedési adatok állították meg. Bár az olajár augusztus közepéig ismét 50 dollár közelébe emelkedett, az OPEC-országok összehangolt cselekvése körüli bizonytalanság miatt szeptemberre az olajár 43 dollárig csökkent. A szaúdi kormányzat továbbra is elkötelezett az OPEC közös kibocsátáscsökkentése mellett, amit – szemben az áprilisban megrekedt tárgyalásokkal – előzetes ígérete alapján Irán is támogatna. A következő hónapokban így az olajár dinamikus bővülését Irak, az olajkartell második legnagyobb termelőjének kibocsátásáról való döntése határozhatja meg.

6. ÁBRA: NYERSANYAGÁRINDEXEK (2005 = 100 SZÁZALÉK)



Forrás: IMF Primary Commodity Prices

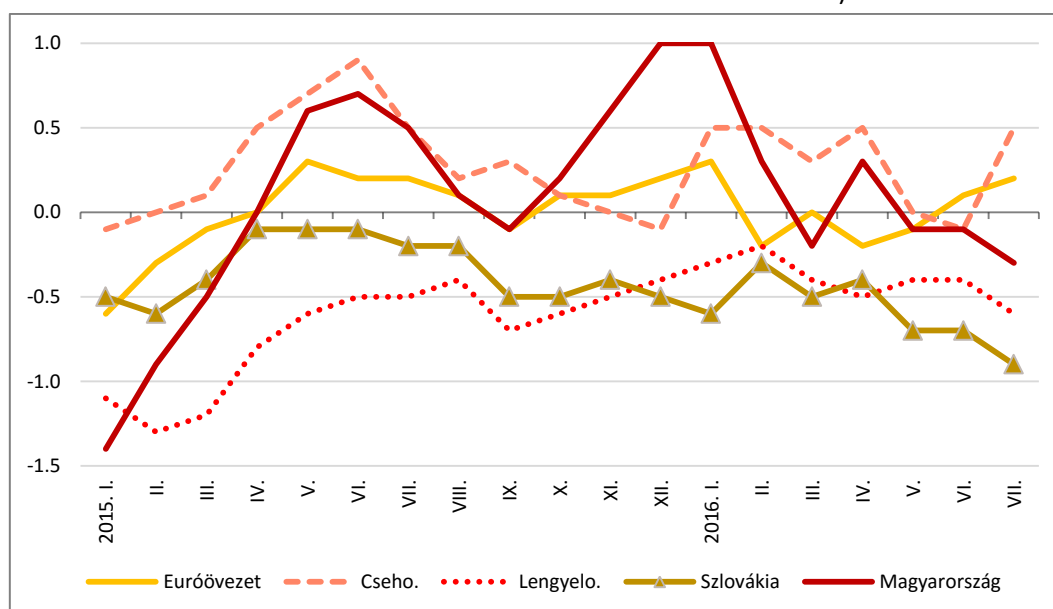
A kőolaj júliusi árcsökkenésének hatására megtört az IMF bővebb termékcsoport-árváltozását érzékeltető olajárindexének tavaly december óta tartó bővülése is, ami akár ismét lefelé mozdíthatja a háztartási energiaárakat (6. ábra). A továbbra is gyenge kínai növekedési adatok ellenére az ipari inputok árindexe augusztusban egy éve nem látott magasságba emelkedett, ennek ellenére nem valószínű, hogy a nyersanyagok áremelkedése jelentős hatást fejtene ki a fogyasztói termékek árára. Főként a húsipari termékek áremelkedésének következtében júniusban másfél éves csúcsra emelkedett az IMF élelmiszerár-indexe is, ami az élelmiszerek fogyasztói kosárban betöltött meghatározó súlya okán enyhén növelheti az inflációt a következő hónapokban.

Az utóbbi hónapokban enyhén csökkent az Egyesült Államok fogyasztóiár-indexe, ami alapján az inflációs mutató növekvő trendjének év eleji megtörése nem átmeneti folyamat eredménye. Bár március és április között még emelkedett az amerikai inflációs ráta, április és július között 1,1 százalékról 0,8 százaléka csökkent a mutató, ráadásul júniusról júliusra a háztartási energiahordozók és élelmiszerek árváltozásától szűrt maginflációs mutató is enyhén csökkent. Az alacsony infláció továbbra is főként a háztartási energiahordozók, azon belüli is az üzemanyag árcsökkenésének eredménye: előbbi júliusban éves alapon 10,9, míg

utóbbi közel 20 százalékkal mérséklődött. Júliusban a fogyasztói kosár jelentős részét kitevő élelmiszerárak éves alapon mindösszesen 0,2 százalékkal nőttek, míg a szolgáltatások árai átlagosan 3,1 százalékkal drágultak. Utóbbi termékkör dinamikus árbővülése miatt is az amerikai maginflációs mutató továbbra is meghaladja az inflációs célként leggyakrabban meghatározott 2 százalékot, ami teret enged a következő hónapokban a Fed Nyílt Piaci Bizottságának az amerikai kamatkörnyezet enyhe szigorítására.

Az elmúlt hónapokban az Egyesült Államokkal ellentétben az euróövezet inflációs rátája nőtt, ám az alacsony olajárak következtében továbbra is nyomottan alakult a valutaövezet reprezentatív fogyasztói kosarának árváltozása. Az áprilisban még -0,2 százalékos kitevő éves inflációs ráta júliusig mindösszesen 0,2 százalékra emelkedett az eurózónában, így már több mint három éve marad el az euróövezeti inflációs mutató az EKB által kívánatosnak tartott 2 százaléktól. Az USA-val ellentétben az élelmiszerek ára éves alapon viszonylag jelentős mértékben, 1,4 százalékkal, míg azon belül a feldolgozatlan élelmiszerek ára 2,9 százalékkal emelkedett, miközben a szolgáltatások ára átlagosan 1,2 százalékkal nőtt 2015 és 2016 júliusa között. Az euróövezet 0,8 százalékos maginflációs mutatója nem változott május és július között, ám az amerikai rátával ellentétben az eurózóna indikátora messze elmarad az inflációs céltól. Ennek ellenére, megítélésünk szerint, továbbra sem fenyegeti komoly 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 nyár folyamán Csehország kivételével valamennyi visegrádi államban gyorsult a fogyasztói árak éves csökkenése, ami alapján az év elején tapasztalt olajárcsökkenés a régióban az

eurózónában tapasztaltnál lassabban fejthette ki inflációs hatását (7. ábra). Április után júliusban ismét 0,5 százalékot tett ki a cseh inflációs ráta, aminél magasabbat közel egy éve nem regisztráltak az országban. A fogyasztói árváltozás a nyár első hónapjaiban tapasztalt visszaesését nem csak az olajárcsökkenés magyarázza, az energiaárak és a feldolgozatlan élelmiszerek árváltozásától szűrt maginflációs mutató is 1,1 százalékról 0,7 százalékra csökkent április és június között. A júliusban 1 százalékot meghaladó maginflációs rátájuk alapján a régióból a cseh és magyar gazdaságot nem fenyegeti deflációs veszély, miközben a lengyel és szlovák ráta is tovább csökkent az elmúlt hónapokban. Ennek ellenére a cseh fogyasztói árak változása visszafogottan alakulhat idén: konvergenciajelentésében a kormányzat 2016 egészére 0,6, míg jövőre 1,5 százalékos pénzromlási ütemet jelez előre.

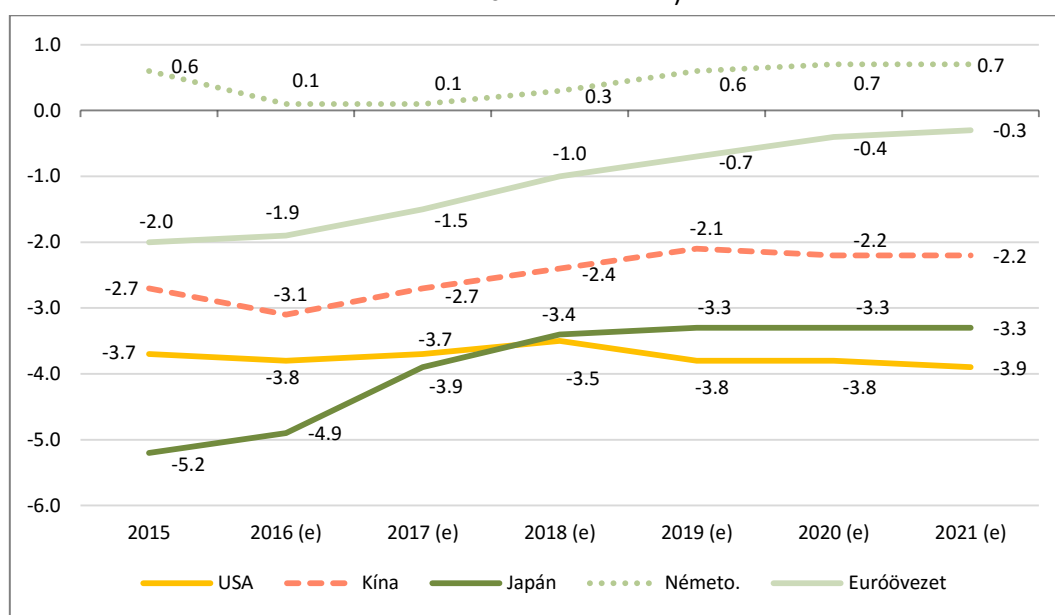
A lengyel inflációs mutató, bár enyhén emelkedett áprilisról májusra, júliusban – 0,6 százalékra, három negyedéves mélypontra süllyedt, így az ország pénzromlási üteme már két éve negatív tartományban tartózkodik. Az utóbbi hónapok lengyel inflációs folyamatai alapján egyre nagyobb a valószínűsége, hogy – szemben a kormányzat konvergenciajelentésében valószínűsített 0 százalékos rátával – 2015 után az idei éves átlagos inflációs mutató is negatív tartományban tartózkodhat. Ennek valószínűségét növeli, hogy júliusban a lengyel maginflációs mutató mindösszesen 0,1 százalékot tett ki, ami alapján az energiaárak dinamikus bővülése esetén is több negyedéven keresztül 2 százalékos célértéke alatt maradhat a lengyel inflációs ráta. Május óta a lengyel inflációs ráta ismét meghaladja a Szlovákiában regisztráltat, ahol júliusban a pénzromlási ütem a mutató 1997-es publikálása óta nem látott mélységbe, –0,9 százalékra csökkent. A visszaesést a nyomott energiaárak mellett a zöldegek árváltozása miatt éves alapon 3,3 százalékkal visszaeső élelmiszerárak, valamint a közlekedéssel és lakhatással kapcsolatos, szintén csökkenő költségek indukálták. A széles bázisú árcsökkenést jól mutatja, hogy április és július között a szlovák maginflációs ráta 0,2 százalékra csökkent, ami alapján középtávon is nyomottak maradhatnak északi szomszédunk inflációs folyamatai, valamint idén is negatív lehet az éves átlagos infláció.

Fiskális politika

A legfrissebb, május végén publikált konvergencia- és stabilitási jelentések alapján a visegrádi államok kormányzatai elkötelezettek költségvetési hiányuk középtávú csökkentése mellett, ami globális környezetben sem számít általánosnak. A továbbra is nyomott nyersanyagárak következtében számos nyersanyagexportőr fejlődő állam küzdhet a következő években is magas költségvetési hiánnyal, míg a közeljövőben a világ vezető gazdaságai növekedési ütemük gyorsítása érdekében tarthatják magasán kormányzati kiadásait (8. ábra). Az IMF legfrissebb, áprilisban közzétett fiskális előrejelzése alapján a világ négy vezető gazdasága közül 2015-ről 2016-ra egyedül Japán GDP arányos költségvetési hiánya javulhat, bár a szigetország idei hiányszáma várhatóan így is megközelíti a bruttó

kibocsátás 5 százalékát. Idén várhatóan a kínai költségvetési hiány is tovább emelkedik, amit főként a lassabb, az infrastrukturális beruházások helyett a lakossági fogyasztásra épülő növekedési pályára való átállás kormányzati támogatása indukálhat. A Nemzetközi Valutaalap előrejelzésében a fogyasztási adók csökkentése érdemben csak az idei hiányt rontja, 2017-től ismét csökkenő pályára állhat a kínai költségvetési hiány. Megítélésünk szerint azonban a kínai fiskális pályát komoly kockázat övezi, mivel a gazdasági növekedés további lassulása esetén könnyen fiskális lazításba kezdhetnek a tartományi kormányzatok.

8. ÁBRA: A VILÁG VEZETŐ GAZDASÁGAINAK KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEGE (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: IMF Fiscal Monitor, 2016 April

A Valutaalap előrejelzése szerint az Egyesült Államok költségvetési egyenlege a következő években is jelentős hiányt mutathat, a világ négy legnagyobb gazdasága közül 2016–2021 között egyedül az USA költségvetési hiánya romolhat. Az előző gazdaságokkal ellentétben a német költségvetés az előrejelzési horizont egészében szufficitese lehet, aminek következtében a tavalyi 71-ről 2020-ra 60 százalék alá csökkenhet az unió legnagyobb gazdaságának adósságrátája. A Valutaalap számításai szerint viszont az uniós költségvetési szabályokat is meghaladó német fiskális szigor komoly növekedési áldozattal járhat, ami nem csak az ország hosszútávú növekedési pályáját, de a német kormányzati költségek pozitív tovaryűrűző hatásai miatt a kelet-közép-európai gazdaságok rövidtávú bővülését is negatívan érinti.

Az IMF várakozásai szerint az euróövezet fiskális folyamatai is folyamatosan javulhatnak a következő években, mivel Németország mellett a legtöbb tagállam elkötelezett költségvetési folyamatainak fenntartható pályára állítása mellett. Ennek ellenére 2015-ről 2016-ra az eurózóna költségvetési hiánya mindösszesen 0,1 százalékponttal mérséklődhet, ráadásul az euróövezet kamatfizetések nélküli hiányszámot mutató elsődleges egyenlege nőhet.

Tavalyhoz képest várhatóan az eurózóna konjunkturális hatásoktól szűrt ciklikus egyenlege is enyhén romolhat, ami alapján a valutaövezet költségvetési egyenlege idén a gazdasági növekedés mellett elvártnál kevésbé javul. Így az eurózóna költségvetési hiánya idén elsősorban a laza monetáris kondíciók miatti alacsony államháztartási kamatkidás és a gazdasági növekedés gyorsulása által csökken, mint sem a megszorító jellegű intézkedések hatására.

2017-től kezdve az IMF várakozásai szerint csökkenő pályára állhat az euróövezet ciklikus egyenlege is, amivel párhuzamosan az eurózóna költségvetési hiánya is dinamikusan mérséklődhet a következő években. A gazdasági növekedéssel párhuzamosan bővülő foglalkoztatás főként a magas munkanélküliséggel küzdő déli tagállamok költségvetésének kiadási oldalát mérsékelheti, miközben a tagországok költségvetési bevételeit a konjunktúra során emelkedő vállalati adóbefizetések gyarapíthatják. A következő öt évben folytatódhat az eurózóna GDP-arányos költségvetési kiadásainak a kibocsátás arányos bevételeknél gyorsabb ütemű mérséklődése, aminek hatására az euróövezet költségvetési hiánya nulla közelébe csökkenhet az előrejelzési időszak végére.

Az IMF előrejelzése szerint a világ nagyobb gazdaságai közül Németország adósságállománya csökkenhet a leggyorsabb ütemben, mely a 2015 év végi 71-ről 2020-ra 58,4 százalékra eshet. A Valutaalap várakozása szerint a nagyobb uniós tagállamok közül Olaszország és Spanyolország adósságrátája idén, a francia jövőre tetőzhet, míg a teljes eurózóna adósságrátája folyamatosan, a tavaly év végi 93,3 százalékról 2020-ra 85 százalék közelébe süllyedhet. Az Egyesült Államok adósságrátája idén érheti el csúcspontját, és mivel öt év alatt a ráta mindösszesen 1,5 százalékponttal csökkenhet, az USA adósságállománya 2020-ban is meghaladhatja éves bruttó kibocsátását. A következő években a japán adósságrátája kismértékben tovább nőhet, és az előrejelzési horizont egészében a GDP 250 százaléka körül ingadozhat, ami miatt továbbra is kérdéses a japán fiskális folyamatok hosszú távú fenntarthatósága.

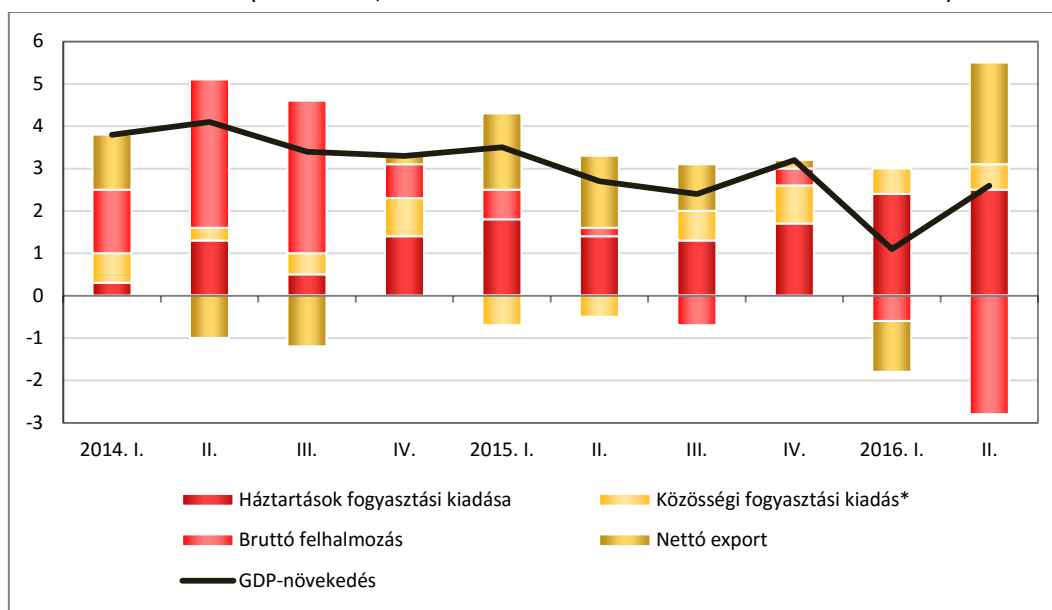
A magyar gazdaság jelenlegi helyzete

A hazai növekedés alakulása

A magyar gazdaság éves növekedési üteme 2016 II. negyedévében újra dinamikusabb, 2,6 százalékos szintre emelkedett. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított negyedéves bővülés 1,8 százalék volt, ami szintén a gyorsulást támasztja alá. Hozzá kell tenni, hogy felülvizsgálták az I. negyedéves növekedési adatot is, amelyet 1,1 százalékra felfelé korrigált a KSH. A korrekció háttérében a mezőgazdaság vártnál jobb teljesítménye áll. Így összességében az év első félévében 1,9 százalékkal bővült a gazdaság, illetve szezonálisan és naptári hatással kiigazítva 1,7 százalékkal. A magyar gazdaság az idei II. negyedévben mutatott teljesítménye a szezonálisan kiigazítatlan adatok alapján jobb, mint az EU, illetve az euró-zóna-tagországok átlaga, viszont továbbra is alulmúlja a régiós versenytársak és Németország növekedési ütemét is.

A GDP felhasználási oldalán kedvező fordulat, hogy az exportbővülés üteme újra húzóerővé vált. Az előző negyedévekben az exportbővülés lassulása és az importbővülés gyorsulása volt megfigyelhető, amelynek következtében a külső többlet több negyedéven keresztül csökkent, és 2016 I. negyedévében már visszahúzta a GDP növekedési ütemét. Az export bővülése a megelőző év azonos időszakához képest 8,2 százalék volt, amelyet elsősorban a szolgáltatásexport húzott 13,2 százalékos ütemű növekedéssel, míg az áruexport 7 százalékkal bővült. Ezzel párhuzamosan az import mérsékeltebb ütemben, 6,1 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakát, hasonló ütemben mind az áruk, mind a szolgáltatások esetében. Az összhatás ennek következtében jelentős pozitív egyenleg és a növekedést 2,4 százalékponttal felhajtó hatás. Mind az export, mind az import esetében alapvetően a feldolgozott termékek, valamint a gépek és szállítóeszközök bővülése határozta meg az árukereskedelmi egyenleget. Szolgáltatási területen a távközlés, a K+F és az egyéb kereskedelmi szolgáltatások egyenlege rontotta a külső egyensúlyt. A turizmus, a bér munka, a számítástechnikai szolgáltatások és a szellemi tulajdonjogból származó bevételek növekvő mértékben javították a szolgáltatások külkereskedelmi mérlegét.

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 II. negyedévében a növekedést húzta a hazai fogyasztás is, viszont a bruttó felhalmozás jelentősen fékezte. A háztartások fogyasztási kiadása a nyers adatok szerint 2016 II. negyedévében 5,1 százalékkal bővült éves összevetésben, amely a már felfutó előző negyedévhez képest is további gyorsulás. Ennek okát elsősorban a bérek eddigi, dinamikus emelkedésében látjuk, ami nem annyira a termelékenyséjavulás, mint inkább a munkaerő-kereslet növekedésének a következménye. A fogyasztás növekedése és a beruházás visszaesése összességében azt eredményezte, hogy a belföldi felhasználás szinte nem mozdult, 0,2 százalékkal volt nagyobb az előző év azonos időszakához képest.

A háztartások aggregált bizalmi indexe 2016 második negyedévében vegyesen alakult. Összességében a pesszimizmus csökkent az előző negyedévhez képest, a július–augusztusi adatok pedig az elmúlt két év legalacsonyabb borúlátását mutatják, ugyanakkor még mindig a negatív tartományban állva (vagyis a lakosság többsége inkább pesszimista). Az egyes részmutatók közül a csökkenő munkanélküliséggel kapcsolatos optimizmus mérséklődött, míg a jövőbeni megtakarításokra vonatkozó pesszimizmus enyhén növekedett. A többi mutató (pénzügyi helyzet, általános gazdasági helyzet, főbb beszerzések) alapvetően a javulás irányába mozdult, ami azonban főleg a II. negyedévet követő hónapokban vált lendületesebb elmozdulássá.

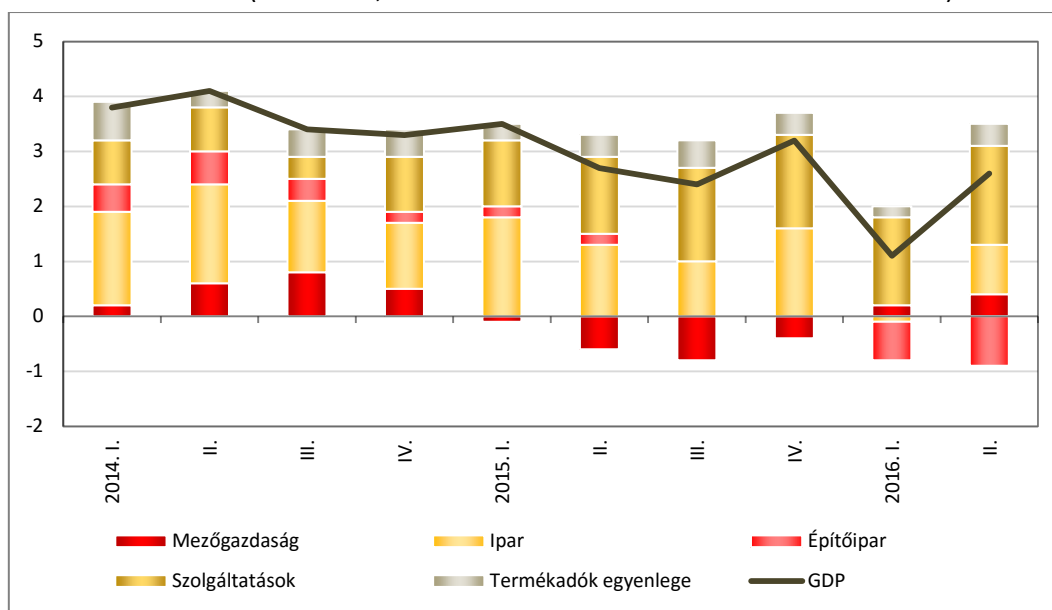
A közösségi fogyasztás volumene 2016 második negyedévében 2,4 százalékkal volt magasabb, mint az előző év azonos időszakában. Az előző negyedévhez képest viszont kevesebb mint +0,3 százalékos az elmozdulás.

2016. április–június időszakában a nemzetgazdaság beruházási volumene 20,3 százalékkal zsugorodott az előző év azonos időszakához képest. A bruttó állóeszköz-felhalmozás 20 százalékkal esett. Ezt a készletváltozás csak részben tudta ellensúlyozni, így a bruttó felhalmozás 13 százalékkal csökkent. Ez esetben az uniós támogatások felhasználásának visszaesése a magyarázat. Ennek következtében a bruttó felhalmozás önmagában 2,8 százalékponttal húzta vissza a gazdasági növekedési adatot. Az első negyedévben tehát nem csak a versenyszféra beruházásai csökkentek, hanem az államilag finanszírozottak is. Míg a versenyszféra beruházásai 18,3 százalékkal mérséklődtek, a költségvetési beruházások kevesebb, mint a felére, 53,5 százalékkal zuhantak. A volumenváltozások alapján a mezőgazdaság, a közigazgatás, az oktatás, az egészségügy, a szállítmányozás, a szálláshelyszolgáltatás, az építőipar több-kevesebb beruházási volumencsökkenést szenvedett el. Ugyanakkor a feldolgozóipar, a szórakoztatóipar, az informatika, a kereskedelem, a pénzügyi ágazat, az energetikai iparágak bővülő beruházással rendelkeznek. Kérdéses, hogy a következő két negyedévben hogyan alakul az EU-s támogatások lehívási üteme, mert az igazán magas 2015-ös bázisérték még csak az ez utáni negyedévekben következik.

A hazai gazdaság 2016. II. negyedévi teljesítménye a termelési oldalon a következő képet mutatta. A mezőgazdaság megugró, 13 százalékos negyedéves növekedése alapvetően az ideai kedvező és a tavalyi kedvezőtlen időjárásnak köszönhető. A tavalyi kedvezőtlenebb termés az év további része tekintetében is alacsony kiindulópontot teremt. A negyedév növekedését 0,4 százalékpontot felhajtva tett hozzá a kibocsátás bővüléséhez.

Az ipari kibocsátás a megelőző év azonos időszakához képest 3,9 százalékkal bővült, ami 0,9 százalékpontot adott hozzá a II. negyedéves növekedéshez. Az előző negyedévhez képest látványosabb a bővülés, mivel az akkor leállt ipari kapacitások újraindultak. A feldolgozóipar kibocsátása 3,7 százalékkal bővült a negyedévben. Bővülést mutatott a számítógépgyártás, az elektronikai és optikai ipar, a textilipar, a kőolaj-feldolgozás, a fa- és papíripar, a gyógyszergyártás, a vegyipar, a fémfeldolgozás, a járműipar, a feldolgozóipar és az energia-előállítás is. Egyes ágazatok esetében azonban a júniusi és júliusi volumenindexek már lassulást vetítenek előre.

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



Forrás: KSH

Az építőipar kibocsátása továbbra is zuhan, a II. negyedévben 24 százalékkal esett vissza az előző év azonos időszakához képest, ami jelentős mértékben annak köszönhető, hogy míg 2015 az EU-s pénzek lehívási hajrájának éve volt, addig 2016 első féléve ebből a szempontból is átmeneti leállást eredményezett, miközben a lakáspiaci ösztönzők még nem éreztették hatásukat. Ennek következtében az építőipar 0,9 százalékponttal húzta vissza a GDP-t, ami az előző negyedévhez képest erősebb fékező hatást jelent. Az építőipar szerződésállományának adataiból is kiolvasható az év eleji visszaesés és a megindult fordulat, mert míg a januári új szerződésállomány-adatok 22–25 százalékos visszaesést mutattak, addig a májusi és júniusi adatok már egyértelmű bővülést jeleznek. Legfőképpen az épületek szerződésállományán mutatkozik meg az előrelátható fordulat, amely esetében a június végi szerződésállomány is pozitív változást, közel duplázódást mutat az idei év első hónapjához képest.

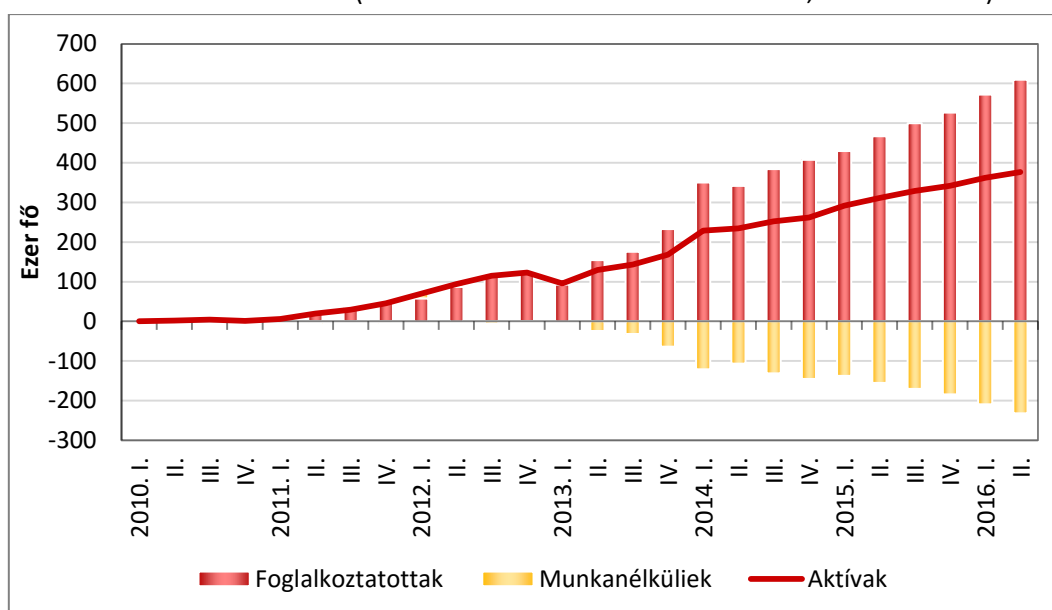
A szolgáltató ágazatok összesített 3,3 százalékos bővülése erősítette leginkább a növekedést 2016 II. negyedévében. Ezen belül a kereskedelem, a szálláshely-szolgáltatás és a vendéglátás folytatta lendületes növekedését 7,7 százalékos bővüléssel, köszönhetően az utóbbi időszak béremelkedésének, a negyedév több hosszú hétvégéjének, valamint a SZÉP-kártyán 2014-ben felhalmozott és idén májusig kötelezően elköltendő cafeteria-jövedelem felhasználásának. A szállítás és raktározás 2,8 százalékkal, az információs és kommunikációs szolgáltatások 4,6 százalékkal, a K+F és adminisztratív szolgáltatások 6,2 százalékkal bővültek. A pénzügyi és biztosítási szektor teljesítménye tovább csökken a közvetítői díjak mérséklődése következtében, és már 1,6 százalékkal elmarad az előző év azonos időszakához képest. Ezzel a szolgáltatási szektor hozzájárulása a növekedéshez 1,8 százalékpont, ami

0,2 százalékponttal meghaladja az előző negyedévi adatot, így még mindig a GDP legerősebb húzóágazata a termelési oldalról nézve.

Munkaerőpiaci folyamatok

A munkaerőpiac bővülése 2016 II. negyedévében is folytatódott. Mind a foglalkoztatás, mind pedig az aktivitás az elmúlt két évben tapasztaltnál hasonló mértékben emelkedett. A szezonálisan kiigazított adatok alapján a foglalkoztatottak száma az előző negyedévhez viszonyítva 38 ezerrel nőtt, ami éves viszonylatban 143 ezer fős emelkedést jelent. A bővülő munkakereslet számára a kínálatot elsősorban a munkanélküliek biztosították, demográfiai okok miatt az aktívok száma csak kismértékben növekedett. A második negyedévben az aktívok szezonálisan kiigazított száma 15 ezer fővel nőtt, ami a 15–74 éves lakosság csökkenésével kiegészülve 61 százalékra emelte az aktivitási rátát. Ezzel együtt a foglalkoztatási ráta 57,8 százalékra emelkedett, amellyel hazánk folytatta az Európai Unió átlagához (58,2 százalék 2016 I. negyedévében) való felzárkózást. A kedvező folyamatoknak köszönhetően mind a foglalkoztatási, mind az aktivitási ráta a rendszerváltás óta nem látott magasságokba emelkedett a második negyedévben.

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

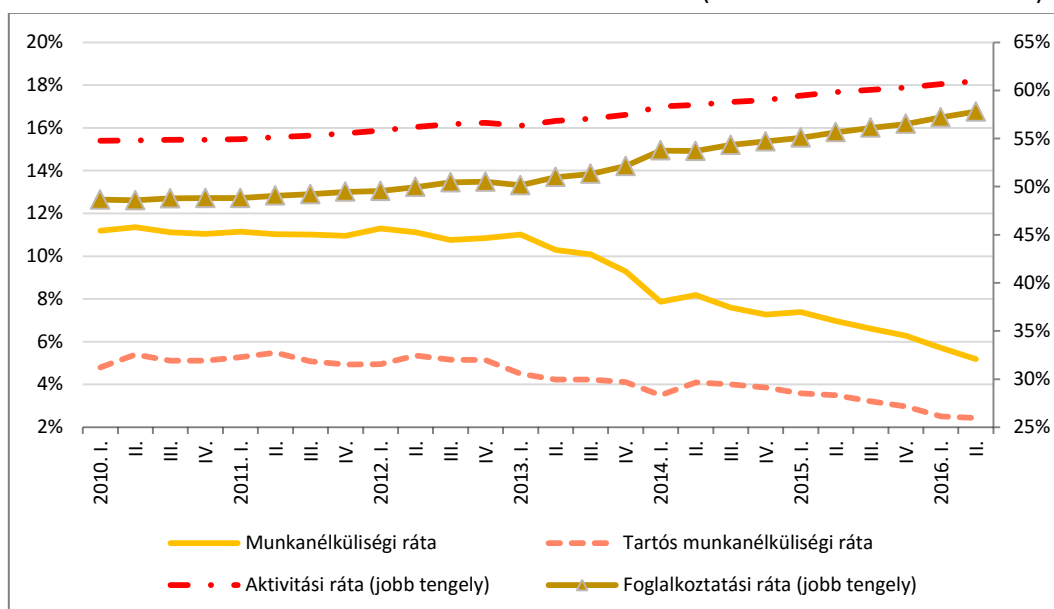


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A KSH intézményi statisztikái alapján a 4 főnél nagyobb vállalkozásoknál, illetve a költségvetési intézményeknél és nonprofit szervezeteknél dolgozó alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma 22 ezer fővel nőtt az előző negyedévhez képest, míg éves szinten 96 ezer fővel. Ez a növekedés arányaiban alacsonyabb, mint a foglalkoztatás bővülése, így kijelenthető, hogy az intézményi statisztikák körében fel nem mért

mikrovállalkozások és az önfoglalkoztatás is szerepet játszik a javuló munkaerőpiaci folyamatokban. Az alkalmazotti létszám növekedése szinte teljes mértékben a versenyszférához köthető, ahol 21 ezer fővel nőtt a foglalkoztatottak száma a negyedévben. A nonprofit szférában ezer fővel bővült a foglalkoztatás, míg a költségvetési intézményekben dolgozók száma stagnált a szezonálisan kiigazított adatok alapján. A közfoglalkoztatottak száma tovább növekedett 2016 második negyedévében, amelynek következtében júniusban a KSH nyers adatai alapján 218,2 ezren dolgoztak a Startmunka programokban, vagyis az előző negyedévben látott csökkenő számok csupán ideiglenes visszaesést jelentettek. A ledolgozott munkaórák száma az alkalmazotti létszámnál nagyobb ütemben, 3,5 százalékkal emelkedett. Ez azt jelzi, hogy a kialakuló munkaerőhiányt a vállalatok igyekeznek a meglévő munkavállalók növekvő foglalkoztatásával, vagyis túlórákkal ellensúlyozni.

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

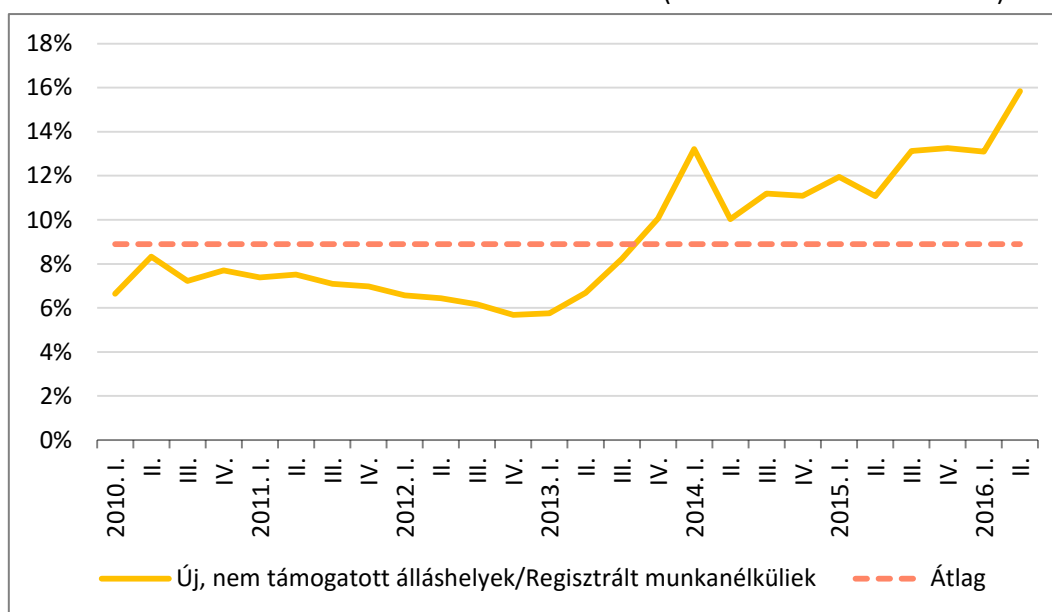


Forrás: KSH, Századvég-számítás

A növekvő munkakereslet hatására a munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma 23 ezer fővel csökkent, aminek eredményeként a munkát keresők száma 2016 II. negyedévében 238 ezer főre mérséklődött. Ez 5,2 százalékos munkanélküliségi rátát jelent, illetve a rendszerváltás óta nem láttunk. A tartósan, legalább egy éve munkát keresők aránya 43,8-ről 46,9 százalékra nőtt, de számuk 3 ezer fővel csökkent. A közmunkaprogramban részt vevők növekedésével együtt ez azt jelenti, hogy az újonnan bekerülők között nagyobb arányban vannak a rövidebb ideje álláskeresők, mint a tartós munkanélküliek.

Az NFSZ adatai is a munkaerőpiac helyzetének javulását mutatják, a regisztrált munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma 32 ezerrel, összesen 317 ezer főre csökkent. A regisztrált munkanélküliek számának csökkenése mellett az új, nem támogatott álláshelyek száma 50 ezerre emelkedett, így a munkaerőpiac feszessége tovább nőtt a második negyedévben.

13. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

Az egyre feszebbé váló munkaerőpiac tovább növelte a bérdinamikát, aminek köszönhetően a bruttó bérek rendkívüli módon, 6,1 százalékkal emelkedtek éves szinten. A keresetek kiemelkedő mértékű emelkedését nemcsak a közszférában megfigyelhető bérrendezések (pedagógusok, rendvédelmi dolgozók, egészségügyi dolgozók) és az ebből adódó, szektorszintű 8 százalékos átlagbér-emelkedés magyarázza, hanem a versenyszférában dolgozók fizetése is kiemelkedő mértékben, 5,3 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 7,8 százalékkal emelkedett, ami kedvező hatást gyakorol a háztartások fogyasztási kiadásaira.

Infláció

Az árak április és május között átlagosan 0,33 százalékponttal csökkentek az előző év azonos időszakához képest, köszönhetően annak, hogy májusban és júniusban is 0,2 százalékos mérséklődést tapasztalt a gazdaság az egy évvel korábbi árszínhez képest. Az inflációban megfigyelhető tendenciaváltást világpiacon folyamatok idézték elő: a 2014-ben kitört olajár-váltság az I. negyedévben érte el mélypontját, valamint ekkor lépett be ismét a piacra Irán, amelynek hatására az OPEC tovább növelte a termelését, még tovább csökkentve ezzel az olajárát. Júniusban még erőteljesebben mérséklődtek az árak, 0,3 százalékos volt a defláció mértéke, jelentősen meghaladva így az előző három hónapban mért átlagos szintet. Augusztusban már csak 0,1 százalékkal mérséklődtek az árak, ami az olajpiac fokozatos

helyreállításának tudható be. Összességében megállapítható, hogy a deflációs környezetet az importált inputtényezők árának jelentős visszaesése generálta, emellett néhány élelmiszer ára is jelentősen mérséklődött. Az olajárak csökkenésének hatására a hazai benzinárak jelentősen elmaradtak az egy évvel korábbi szinttől, amely így szintén mérséklően hatott az inflációra. A pénzromlás alacsony mértéke globális szintű probléma, külkereskedelmi partnereink is ezzel a jelenséggel küzdenek, így az importált termékek árában sem figyelhető meg érdemi növekedés. A 2016 januárjában bevezetett sertéshústra vonatkozó áfa-csökkentés még mindig az alacsony infláció irányába hat, emellett a mezőgazdaság tavalyi gyenge termése, valamint az idei változékony időjárás megemelte egyes termékek (pl. kukorica, földieper) árait. A tej ára azonban tovább csökkent: A 2015 decemberében elkezdődött ármérséklődés változatlanul folytatódott a II. negyedévben is, bár némileg alacsonyabb szintet ért el, és negyedéves átlagban megközelítőleg 8 százalékkal lett olcsóbb a tej. Az energiaárak továbbra is alig változtak, mivel nem került sor újabb rezsicsökkentésre, a korábbi pedig már beépült a bázisba. A tartós fogyasztási cikkek ára a II. negyedévben átlagosan 0,8 százalékkal emelkedett (kiemelkedő ezen termékcsoponton belül a használt gépkocsik 5 százalékos és a kerékpárok 3,3 százalékos áremelkedése, valamint a televízió árának 5 százalékos és a tartós kulturális cikkek árának 3,3 százalékos csökkenése). A szolgáltatások átlagosan 1,5 százalékkal lettek drágábbak a II. negyedévben, amelyen belül a lakbér 5,8, a külföldi üdülés pedig 5,7 százalékkal került többbe. Az infláció mértéke tehát Magyarországon továbbra is jelentősen elmarad a jegybank 2-4 százalékos célsávjától.

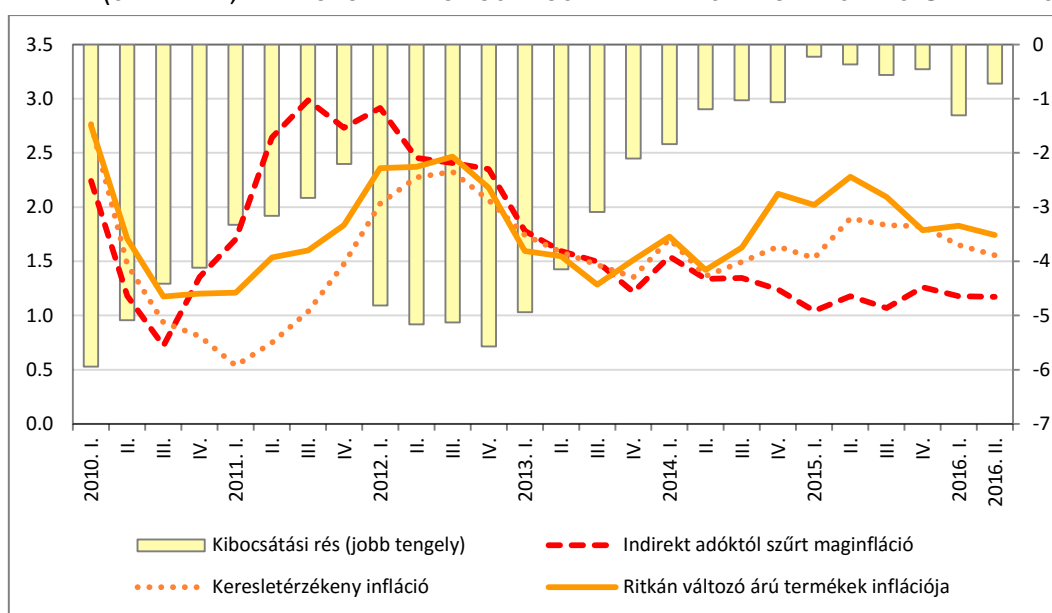
Augusztusban a tartós fogyasztási cikkek ára nem változott, míg a háztartási energia árában sem történt érdemi változás. Az inflációra növelően hatott az élelmiszerek (0,6 százalék), a szeszes italok és dohányárak (1,9 százalék), a szolgáltatások (1,1 százalék), valamint a ruházkodási cikkek (0,6 százalék) áremelkedése. A szeszes italok és dohányárak termékcsoportjában a növekedés mérséklődött ugyan, azonban év végére a cigaretta ára várhatóan ismét növekedni fog a tervezett jövedéki adó emelés jóvoltából, amely élénkítően hat majd az infláció alakulására. Az élelmiszerek csoportjában a tendenciák tekintetében nem történt változás: a sertéshús, a tej és a sajt ára továbbra is csökken, míg a cukor, az étolaj és az idényaras élelmiszerek ára (különös tekintettel a burgonyára) növekszik. Az üzemanyag árak augusztusban is jelentős mértékben, 11,4 százalékkal mérséklődtek, amely önmagában megközelítőleg 1 százalékponttal mérsékelte a gazdaságban az inflációt.

A lakosság inflációs várakozásai továbbra is historikus mélyponton tartózkodnak, amelyhez nagyban hozzájárult a gazdaságban hosszú ideje tapasztalható, a jegybanki célkitűzéstől jócskán elmaradó inflációs szint. Májusban a várakozások 1 százalékos szinten tartózkodtak. Az alacsony szinten stagnáló várakozások nagyban hozzájárulnak az infláció alacsony szinten való konzerválásához, mivel a vállalkozások árdöntéseikben figyelembe veszik ezt a tényezőt.

A II. negyedévben a kibocsátási rés (*output gap*) továbbra is negatív értéket vett fel az I. negyedéves gyenge növekedési adat hatására. Ez utóbbihoz jelentősen hozzájárult az EU-s

források beáramlásának visszaesése, illetve a GDP növekedésében tapasztalható szezonális is. Mindezek fényében az I. negyedévben a mutató friss számításaink szerint $-1,3$, míg a II. negyedévben $-0,7$ százalékon állt. Ez azt jelenti, hogy a magyar gazdaság tényleges kibocsátása kis mértékben a potenciális szint alatt tartózkodik, vagyis a ciklikus helyzete kis mértékben romlott a szerényebb I. negyedéves GDP-növekedés jóvoltából. Az év hátralévő részében erőteljesebb növekedésre számítunk, így várakozásaink szerint a kibocsátási rés záródni fog és nulla körüli értéket vesz majd fel, míg 2017-ben már érdemben pozitív lehet. Mindez hosszabb távon kereslet oldali inflációs nyomás kialakulásához vezethet, amely kimozdíthatja az inflációt a jelenlegi historikusan alacsony szintjéről.

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

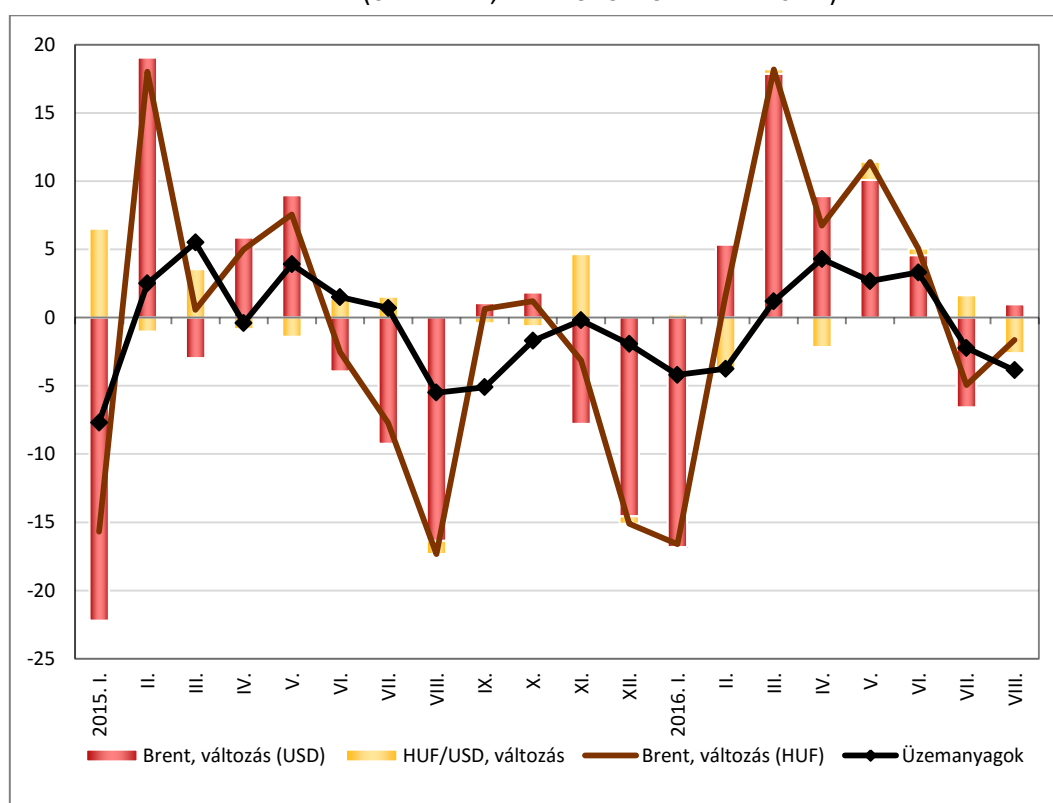


*Csak a július-augusztusi adatot tartalmazza.
 Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB inflációs alapmutatói áprilisban emelkedtek az előző hónaphoz képest, azt követően viszont ismét csökkentek, majd stabilizálódtak azon a szinten. Ennek alapján az indirekt adóktól szűrt maginfláció az áprilisi 1,3-as színtről 1,1 százalékra, a keresletérzékeny infláció 1,7-ről 1,5 százalékra, míg a ritkán változó árú termékek inflációja 1,8-ról 1,7 százalékra mérséklődött. Negyedéves viszonylatban is meglehetősen stabil képet adnak az inflációs alapmutatók: az indirekt adóktól szűrt maginfláció nem változott, maradt az 1,2 százalékos szinten, míg a keresletérzékeny infláció és a ritkán változó árú termékek inflációja 0,1-0,1 százalékponttal 1,6, illetve 1,7 százalékos szintre mérséklődött. Ezek alapján megállapítható, hogy minden inflációs mutató elmarad az MNB inflációs célkitűzésétől, de még a célsáv alsó határától is. Ezek az értékek még nem tartalmazzák a márciusi, áprilisi és májusi kamatcsökkentések hatásait. A jegybanki kommunikáció alapján további kamatvágások nem várhatóak.

A maginfláción kívüli tételek inflációja a II. negyedévben –3 százalékkal volt. Ebben nagy szerepet játszott, hogy az üzemanyagok ára átlagosan 11 százalékkal csökkent, amely az olaj világszertei árának visszaesésének köszönhető. Az árak júliusban és augusztusban is tovább mérséklődtek (13, illetve 11,4 százalékkal), és míg júliusban ez áremelkedést takart az előző havi értékhez képest, augusztusban ismét kismértékű csökkenés ment végbe. A dollár árfolyama ebben a negyedévben 2 százalékkal értékelődött fel, így ez a benzin árának kis mértékű csökkenéséhez vezetett.

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 2016 II. negyedévében 0,8 százalékkal mérséklődött. A mezőgazdasági termelők árak ebben a negyedévben 1 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához képest. Ehhez nagymértékben hozzájárult a növényi termékek árának 4,4 százalékos emelkedése (ezen belül 8,1 százalékkal emelkedett a zöldségfélék ára), viszont az élő állatok és állati termékek esetében 4,9 százalékos árcsökkenés volt megfigyelhető. Összességében véve tehát a maginfláción kívüli tételek ebben a negyedévben az infláció csökkenésének irányába hatottak.

Monetáris és pénzügyi kondíciók

Sem a Fed, sem pedig az EKB nem változtatott az elemzett időszakban a monetáris kondíciókon. A Brexit miatt azonban a Bank of England az alapkamat csökkentésével és nem konvencionális eszközökkel lazított. Ezáltal megnyugvást idézett elő piaci likviditási és pénzügyi stabilitási szempontból. A Bank of Japan pedig szeptemberben teljesen új stratégiaként a hozamgörbe kontrollálását jelentette be és eltörölte a pénzmennyiség szabályozására vonatkozó célkitűzését.

A Fed és az EKB (de az MNB is e körbe sorolható) monetáris politikája által használt irányadó instrumentum kamata 0 vagy 0 körüli. Fontos kiemelni, hogy a piaci szereplők jelentős része - függetlenül az alacsony, 0 közeli kamattól - nem igyekszik (kockázatosabb) befektetéseket eszközölni nagyobb hozam reményében vagy fogyasztását növelni, ami az inflációs ráta emelkedését váltaná ki. Egy a jegybankok által kitűzött inflációs rátát elérő monetáris politika pozitív reálkamatot alkalmazva a hazai irányadó ráta is 4-5 százalékot tehetne ki, amelynek megvannak a hátrányai és az előnyei is.

Hátrányai között mindenképpen a vállalatok és a lakosság által elsősorban a változó kamatozású és nem fixált hitelek növekvő költségei említhetők. E termékeknél az esetlegesen a jövőben emelkedő kamatláb nagyobb kamatfizetési kötelezettségeket jelent a piaci szereplők számára. Hozzátennének, hogy a lakosság számára több bank megjelent 10 éves kamatperiódussal, tehát az e terméket választók 10 évig fix kamat mellett törleszthetik hiteleiket, és feltehetően a bankok a vállalatoknál is lehetővé teszik a hosszabb távú kamatfixálást, azaz a kamatperiódus meghosszabbítását. A fixálással ugyanis elkerülhetővé válik az, hogy az alapkamatok 4–5 százalékpontos emelkedése révén a vállalati vagy lakossági hitelfelvevők 30–35 százalékkal nagyobb havi törlesztési kötelezettséggel szembesüljenek. Nyilván további előnyt jelent a lakosság és a vállalatok mellett az állam számára is az alacsonyabb kamatkörnyezet, hiszen az átárazódások miatt kisebb kamatfizetési kötelezettsége keletkezik.

A magasabb kamat előnyei között is több tételt találhatunk: a 0 százalékos kamat nem teszi lehetővé a következő időszakban kialakuló esetleges recessziókor az alapkamat csökkentését és ezáltal a beruházások serkentését a gazdasági növekedés érdekében. Másfelől meglehetősen nehezen tartható fenn véleményünk szerint az a kamatkörnyezet, ahol a megtakarítások ilyen alacsony kamatot érnek el, illetve negatív kamatok mellett erodálnak. Magasabb kamatkörnyezetben ezek a problémák nem léteznek, hiszen a pozitív reálkamat a megtakarításokat növeli, a jegybank pedig recessziókor használhatja alapvető monetáris politikai lazító eszközét, irányadó rátájának csökkentését.

A jegybank Monetáris Tanácsa július 12-ei döntése értelmében átalakította az irányadó eszközét. A jelenleg irányadó eszköznek számító három hónapos jegybanki betét tenderére ugyanis az eddigi heti rendszeresség helyett 2016 augusztusától havi rendszerességgel kerül

sor, így a likviditásmenedzselés nehezkesebbé válik, kevésbé lesz vonzó ez a jegybanki eszköz. Továbbá az MNB 2016 szeptemberében bejelentette, hogy októberi, novemberi és decemberi tenderein elfogadott banki ajánlatok mennyiségét 900 milliárd forintban korlátozza. A nem konvencionális eszközök alkalmazásától két dolgot remél az MNB: a likviditás terelésével azok megjelennek az állampapírpiacra, vagy a banki hitelezésben, hozzájárulva az MNB önfinanszírozási programjának folytatásához és a hitelösztönzés fokozásához.

Az önfinanszírozás azt jelenti, hogy a külföldiek helyett a belföldiek – lakosság, bankok – vásárolnak egyre nagyobb mértékben állampapírokat, ami a külföldi devizában fennálló adósságállomány csökkenéséhez is vezet. Az állampapírpiacra a nagyobb kereslet a hozamok csökkenését idézi elő, ami az állam költségeinek csökkenését is jelenti az államadósság menedzselésében az új kibocsátású vagy változó kamatozású állampapírok esetében. A hitelösztönzést pedig a nagyobb rendelkezésre álló forrásokkal és a piaci versenyben az alacsonyabb kamatok kialakulásával tartja elképzelhetőnek az MNB, amelyhez a hitelkereslet élénkítése is szükséges.

A magyar jegybank 2015 szeptemberétől a korábbi kéthetes helyett a három hónapos betét bevezetése mellett döntött a kéthetes betét folyamatos kivezetése mellett. A három hónapos betét már kezdettől fogva csak belföldiek számára volt elérhető, külföldiek számára nem. A most bejelentett döntés értelmében a jelenleg nagyjából 1690 milliárdos jegybanki három hónapos betét további kiterelése folytatódik.

Július 14-én az első három hónapos jegybanki betételhelyezési lehetőségénél a bankok már elmozdultak az állampapírpiac felé, hiszen a lejáró három hónapos betéteket csak kétharmados mértékben újították meg, így a további közel 100 milliárdos összeg jelentős része megjelenhetett az állampapírpiacra, jelentősen lefelé tolván a rövid futamidejű hozamokat. Ezzel a lépéssel a bankok már későbbi jegybanki három hónapos betétek limitálására/kiterelésére és az állampapírpiacra kedvezőbb pozíció – magasabb hozamok - elérésére készültek.

Az elemzők egy része arra hívja fel a figyelmet, hogy a jegybanknál elhelyezhető betétek további csökkentése egyértelműen a forint árfolyamának gyengítését idézi elő. A nagyobb likviditás ugyanis gyengébb forint/euró árfolyamot idéz elő, másképpen fogalmazva a jegybanknál betétet elhelyező bankok egyrészt dönthetnek úgy, hogy az állampapírpiacra vagy a bankközi forintpiacra jelennek meg, míg egy részük pedig a forintját átváltja devizára (elsősorban euróra) és abban fektet be. Előbbi valóban az állampapírhozamok csökkenését idézi elő, míg utóbbi a forint árfolyamát gyengíti. Továbbá tekintettel arra, hogy a külföldieknek nem lehet a jegybanknál 3 hónapos betétjük, és az utóbbi időszakban a forint árfolyamának erősödése következett be, az állampapírok hozamainak és a bankközi kamatok csökkenése mellett az árfolyamgyengítéssel kapcsolatos feltevések nem látszódnak a gyakorlatban.

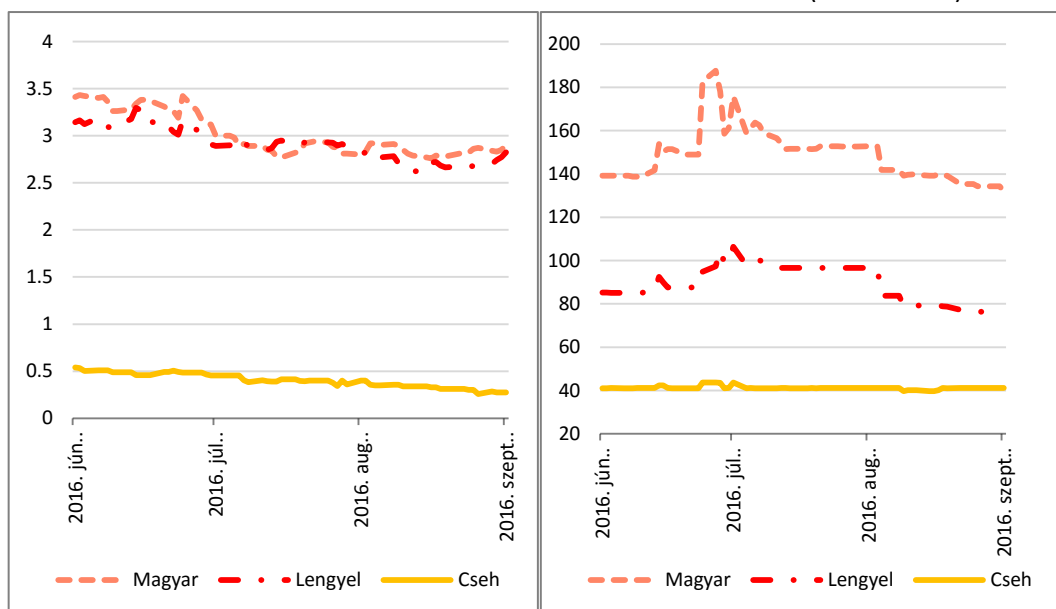
Véleményünk szerint e jegybanki lépések helyesek lehetnek, hiszen további hozamcsökkenést idézhetnek elő a rövidebb lejáratoknál (ezzel elősegítve az államadósság olcsóbb finanszírozását), illetve kisebb részben pedig serkenthetik a banki hitelezést.

A magyar jegybank júniusban, júliusban és augusztusban sem változtatott, és 0,9 százalékon hagyta az irányadó rátát. A 9 fős Monetáris Tanács időközben egy időre 8 fősre apadt³. A grémium jegyzőkönyvei alapján a jelenlévők mindegyike az összes alkalommal a kamat tartására, a kamatfolyosó szélességének, valamint a jegybanki betéti- és hitelkamatok fenntartására voksolt.

Érdekes, hogy habár a jegybank kommunikációjából egyáltalán nem következik, a bankközi 3 hónapos határidős kamatláb megállapodásainak⁴ (FRA – forward rate agreement) árazásai a következőképpen alakultak: a 2 hónap múlva induló 3 hónapos kamatmegállapodás 0,76 százalékon, míg a 9. hónaptól a 12. hónapig tartó kamat megállapodásokat 0,7 százalékon kötik a bankok. Mindez azt jelenti, hogy a 14 és 20 bázispontos jegybanki alapkamatvágást áraznak a bankközi határidős 3 hónapos kamatmegállapodás piacán a bankok.

A jegybanki irányadó eszköz tendereztetésének és folyamatos szűkítésének következtében feltehetően erősödik majd a BUBOR (budapesti bankközi kamatláb) szerepe. A jegybank elkezdte hangsúlyozni, hogy a BUBOR egy sor hitelszerződés esetében a referenciakamatot jelenti, így a növekvő bankközi likviditás következtében az alacsonyabb kamatlábak a vállalati hitelek forrásköltségeinek csökkenése irányába mutatnak.

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



Forrás: Thomson Reuters

³ A parlament azonban a júliusban lemondott MT tag helyére 2016. szeptember 12-i ülésén új tagot választott.

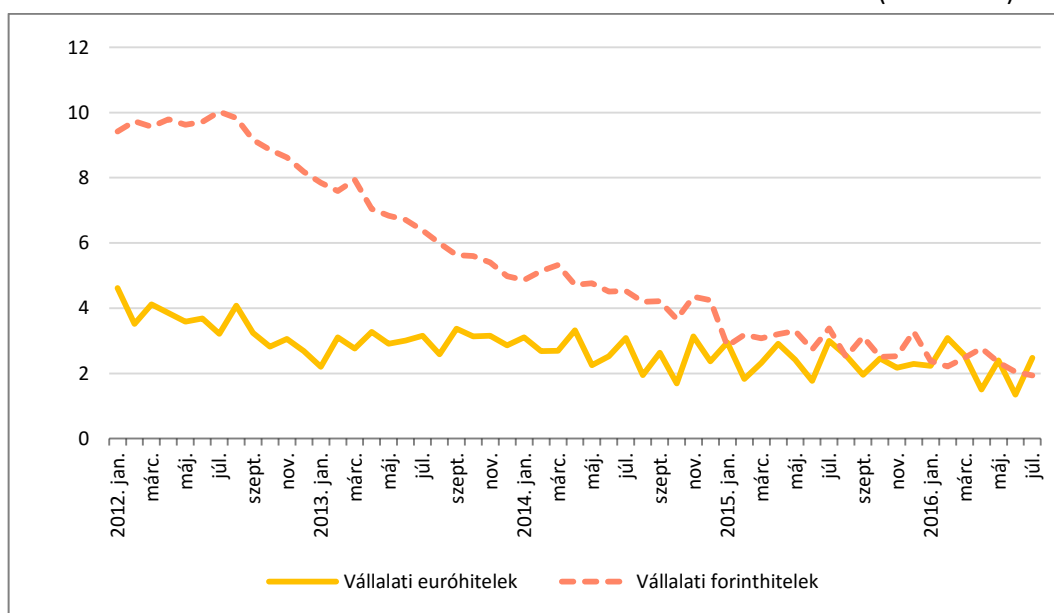
⁴ A határidős kamat megállapodás (FRA) azt jelenti, hogy a piaci szereplők megállapodnak egy a jövőben (pl. 9 hónap múlva) induló 3 hónapos hitel kamatáról.

A folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege erősítette, a jegybank monetáris, nem konvencionális lazítása gyengítette a vizsgált időszakban a hazai valuta árfolyamát. E kettő eredőjeként a forint kurzusa az euróval szemben a június eleji 314-ről szeptember elejére 310 forintra változott, azaz 1,4 százalékkal erősödött. A régió devizái közül a cseh korona árfolyama szinte változatlan maradt, míg a lengyel zloty árfolyama 0,7 százalékkal erősödött az euróval szemben.

A 10 éves forint állampapírok piacán a június eleji értékhez képest 51 bázisponttal (3 százalékra) csökkent a hozam. Csehországban a 10 éves futamidejű állampapírok hozama 26 bázisponttal (0,28 százalékra), míg Lengyelországban 32 bázisponttal (2,8 százalékra) süllyedt. Az országkockázatot kifejező ötéves magyar CDS értéke 8 egységgel csökkent az elmúlt három hónap folyamán, így 131 bázisponton áll. Mindeközben Csehországban változatlanul 37 bázispont maradt, míg Lengyelországban a kockázati megítélés e mutatója 8 egységgel 68 bázispontra csökkent. A június 23-ai brit referendum, amely a Brexit mellett döntött, csak rövid időre okozott turbulenciákat a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon.

A hazai jegybanki alapkamat mértékének változatlan (0,9 százalékos) szinten tartása mellett 3,93 százalékról 3,78 százalékra csökkent a május–júliusi időszakban a forint folyószámlahitelek kamata, míg 83 bázisponttal csökkent a vállalatok számára nyújtott forinthitelek kamata. Eközben az euróhiteleké 98 bázisponttal⁵ emelkedett. A lakossági szegmensben a fogyasztási hitelek piacán 5 bázisponttal magasabb kamattal lehetett forint fogyasztási hitelt igényelni 2016 júliusában, mint három hónappal korábban. A lakáscélú hitelek esetében 11 bázispontos kamatemelkedés tapasztalható.

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

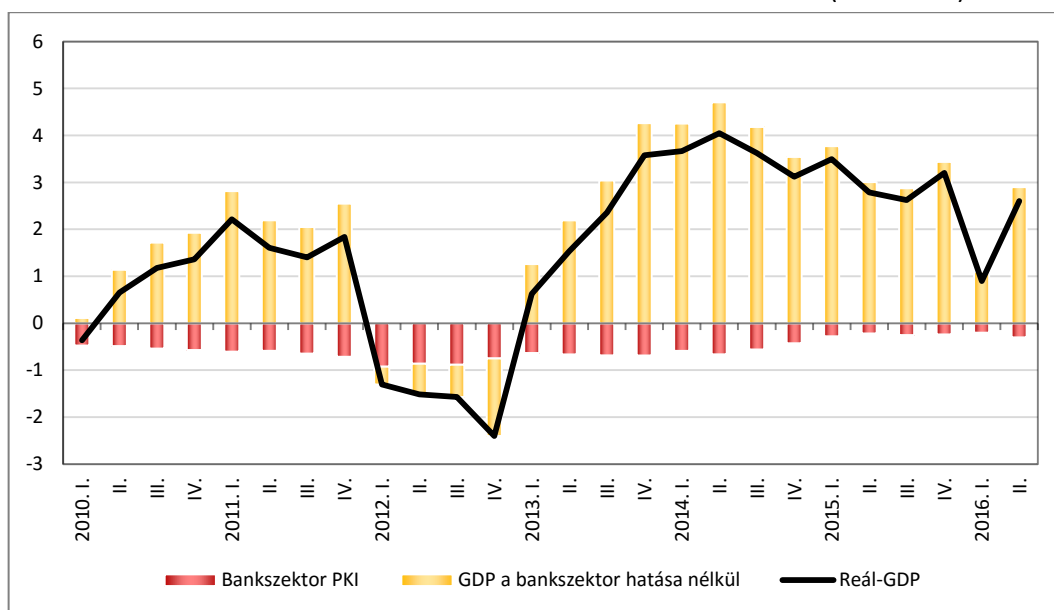


Forrás: MNB

⁵ Ezt azonban a nagyobb összegű (1 millió euró feletti) hitelek egyedi kamatozása jelentősen befolyásolja

A hitelezés fontosságát az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) is jelzi, mely a bankszektor hitelezési tevékenységén⁶ 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 II. negyedévében a pénzügyi közvetítőrendszer gazdasági teljesítményt fékező hatása csekély mértékben nőtt. A bankszektor teljes jövedelmi hatása $-0,3$ százalékpontnak felelt meg, vagyis egy egészséges banki hitelezés esetén ennyivel magasabb reál-GDP-vel számolhattunk volna 2016 II. negyedévére vonatkozóan.

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

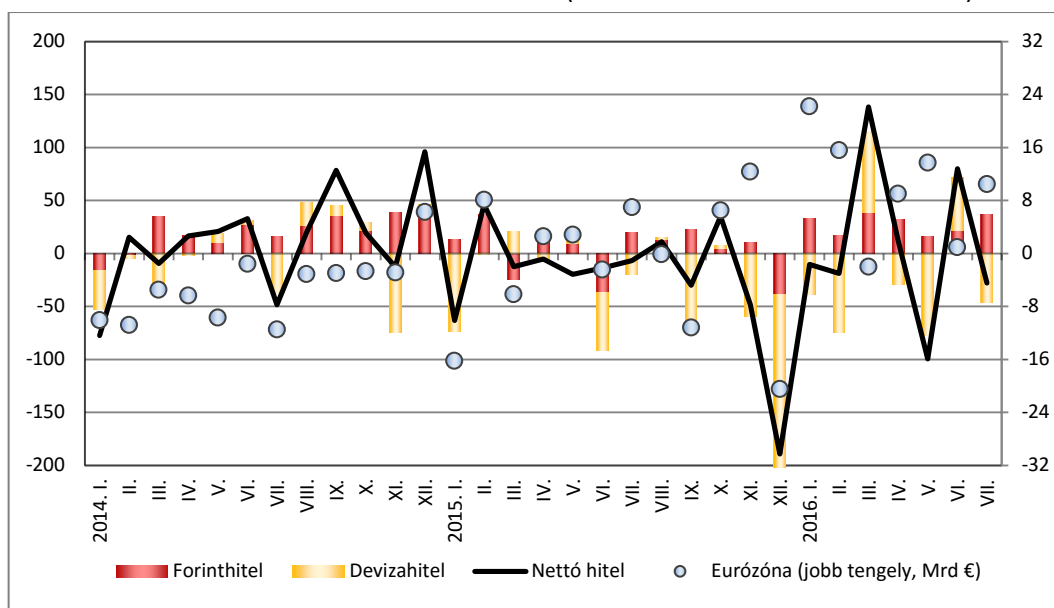


Forrás: MNB

A vállalatoknál 2016 II. negyedévében a szezonálisan szűrt számok alapján a banki nettó forinthitel-felvétel 69,5 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke $-56,2$ milliárd forintot tett ki. A kettő eredőjeként adódóan 2016 második negyedévében a teljes nettó hiteltörlesztés (szezonálisan kiigazítva) így 7,6 milliárd forintnak felelt meg. 2016 áprilisában a vállalati szektor teljes nettó hiteltörlesztése (szezonálisan kiigazítva) 27,7 milliárd forint volt.

⁶ Korábban a bankközi kamatot és az árfolyamot is tartalmazta a számítás.

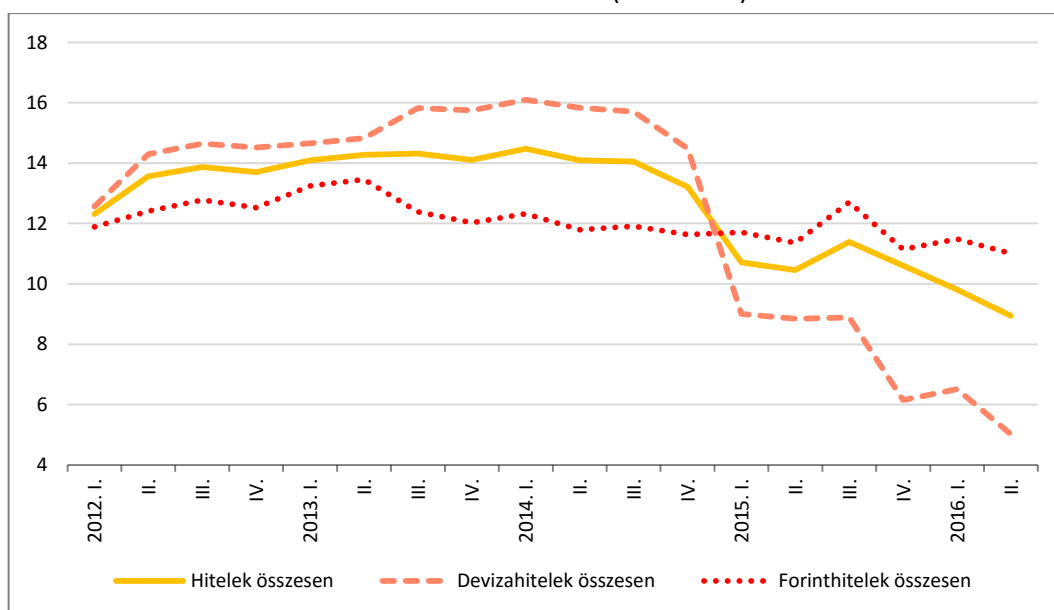
19. ÁBRA: A VÁLLALATOKKAL LEBONYOLÍTOTT HITELTRANZAKCIÓK SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT NETTÓ ÉRTÉKE (MILLIÁRD FT ÉS MILLIÁRD EURÓ)



Forrás: MNB, EKB

Az MNB hitelintézeti szektorról szóló negyedéves idősora alapján 2016 II. negyedévében összességében a lakossági szegmensben és a vállalati szegmensben is csökkent a 90 napon túli késedelemben lévő (nem teljesítő) hitelek aránya. A vállalati szegmensben elsősorban a leírt tőkekövetelések és az eladott nem teljesítő követelések állománycsökkentő hatása miatt csökkent körülbelül 1,46 százalékponttal 7,63 százalékra a nem teljesítő hitelek aránya, míg a lakoságnál a nettó jövedelmek növekedése is hozzájárulhatott az NPL ráta 0,42 százalékpontos NPL ráta csökkenéséhez, amely így 17,35 százalékot tesz ki.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az MNB előzetes adatai szerint 2016. év I. félévében 360,1 milliárd forintos adózás előtti és 343,4 milliárd forintos adózás utáni nyereséget jelentett a bankszektor. Ezzel szemben egy évvel korábban a bankszektor csak 155,9 milliárd forintos adózás előtti- és 140,8 milliárd forintos adózás utáni nyereséget ért el. Az előző év azonos időszakához képest javult a kamat, míg csökkent a jutalékeredmény. Előbbi – elsősorban a tisztuló vállalati portfóliónak köszönhetően – a csökkenő kamatkörnyezetben a zsugorodó kamatmarzsok mellett is 9 százalékkal nagyobb, míg utóbbi 3,1 százalékkal alacsonyabb volt az előző év azonos időszakának eredményénél. A bankok tőkeellátottsága 2016 második negyedévében javult 2015 azonos időszakához képest: a tőkemegfelelési mutató 0,3 százalékponttal, 20,9 százalékra nőtt. A hitelintézetek szavatoló tőkéje 1,9 százalékkal (3353 milliárd forintra) emelkedett, miközben a kockázatokkal korrigált mérlegfőösszeg 0,6 százalékkal bővült és 2016. június 30-án 16 055 milliárd forintot tett ki.

A bankok eredményességére két tényező is markánsan kedvezően hatott. Egyrészt csökkent a bankadó mértéke, amelynek révén összességében 65 milliárd forinttal kisebb fizetési kötelezettsége lesz ebben az évben a szektornak. Másrészt az előző években az elszámolás keretében a bankok több mint 700 milliárd forintot fizettek vissza lakossági ügyfeleknek az árfolyamrés és az egyoldalúan emelt kamatok miatt.

A 2016-ban indult NHP III első pillére immáron – a jegybank június 7-i döntésének köszönhetően – 400 milliárd forintos keretről szól, ahol a bankok 0 százalékon kapnak hitelt az MNB-től, míg ők maximum 2,5 százalékon hiteleznek tovább a kkv-k számára. Új elem azonban a devizahitelezés elindítása a kkv-k számára. Ennek keretében 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 kommunikációról az MNB úgy döntött, hogy 60 milliárdos összeg felett ad tájékoztatást havi rendszerességgel. Ezt a szintet 2016 júniusában érték el a kkv-k. A legfrissebb adatok szerint 2016. szeptember 2-ig a III. pillér forint ágában 147 milliárd forintnyi hitelezés, míg a deviza ágában 56 milliárd forintnak megfelelő hitelezés történt. Az összesen 203 milliárd forintnyi szerződés, amely 8170 ügylethez és 6055 vállalkozáshoz kapcsolható, 68 százaléka új beruházási hitel, 32 százaléka pedig lízingügylet⁷.

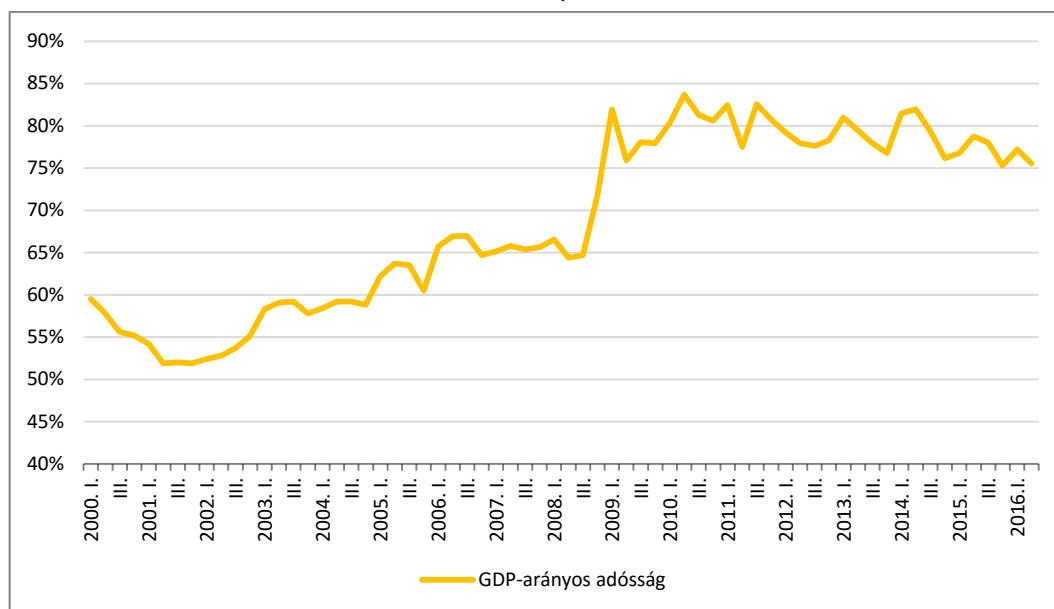
Adósságfinanszírozás

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2016 második negyedévében 25 900 milliárd forint volt, ami a GDP 75,5 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 78,7 százalék után. Az adósság csökkenésében a nettó hiteltörlesztés 306

⁷ A harmadik szakaszban forgóeszköz-finanszírozásra és hitelkiváltásra már nincs mód.

milliárdos mértékben játszott szerepet, míg a devizaadósság felértékelődése ennek hatását 58 milliárd forinttal gyengítette. Az adósság csökkenését az alacsony nettó kibocsátás mellett az is okozza, hogy Magyarország visszafizette az Európai Bizottságnak április elején a 2008-as hitelcsomag utolsó 1,5 milliárd eurós részletét.

21. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

Az állampapír-piaci aukciókon elért hozamok minden futamidőre estek és a csökkenés mértéke a futamidő függvényében hasonlóan alakult. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében 51 bázisponttal, míg az egyévesnél 33 bázisponttal estek a hozamok. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 38 bázispontos, az 5 éves lejárat esetében 40 bázispontos, míg a 10 éves állampapíroknál 34 bázispontos hozamesés volt megfigyelhető. A 15 éves állampapíroknál két alkalommal volt kibocsátás a vizsgált időszakban, amelyből az utóbbi hozama jelentősen (29 bázisponttal) alatta maradt az idén májusi kibocsátás hozamának. A június elejétől szeptember elejéig tartó időszakban összességében mind az állampapírok, mind a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során előfordult olyan eset (összesen 19 alkalommal), amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben csak hat alkalommal (ötször diszkontkincstárjegy–aukciónál, míg egy alkalommal 10 éves államkötvény–aukciónál), de összességében mindkét értékpapírcsoportban a meghirdetethez képest markáns többletkibocsátás mutatkozott a június–augusztusi időszakban.

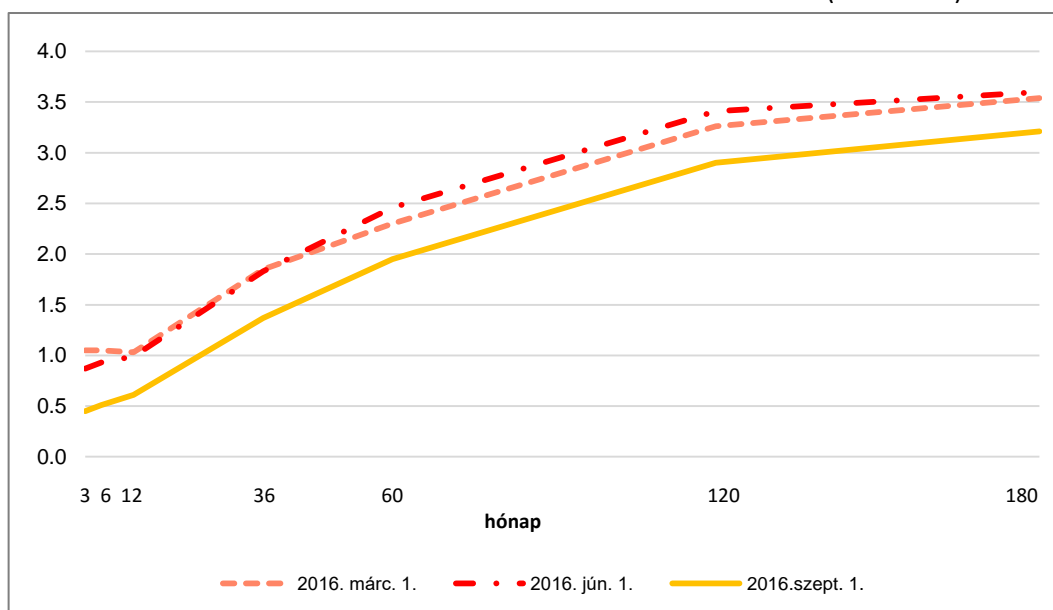
Az MNB igyekszik a kamatcsere- (IRS-) ügyletekkel a hosszabb hozamok felé terelni a piaci szereplőket annak érdekében, hogy a likviditás ne a rövid lejáratoknál csökkentse csak a hozamokat, hanem a hosszabb lejáratoknál is megjelenjen. Ezen az eszközön keresztül ugyanis meg tud jelenni az a likviditás a 3, az 5 és a 10 éves futamidejű kötvényeknél is, ami a jegybanki eszközből kiszorult. Tekintettel arra, hogy a jegybank 2016 áprilisában kivezette

kéthetes betétét, így a kereslet is fokozatosan csökkent az IRS iránt. Ezért 2016. július 7-én a magyar jegybank a kamatcsere eszközt kivette.

Ennek ellenére az figyelhető meg a másodlagos állampapírpiacra, hogy a hozamok a jegybanki önfinanszírozási program folytatásaként értelmezhető lépéseknek köszönhetően nem csak a rövid hozamoknál csökkentek, hanem a teljes hozamgörbe lefelé tolódott. A hozamgörbe rövid futamidejű végén 42 bázisponttal-, míg a hosszú futamidejű végén (15 éves állampapíroknál) 39 bázisponttal esett a hozam. A köztes rövid- és hosszú lejáratoknál a hozamok közel azonos mértékben, 38 és 51 bázisponttal csökkentek. Az a tény, hogy a 3 hónapos diszkontkincstárjegyek hozama 45 bázisponttal alacsonyabb a jegybanki alapkamatnál (0,9 százalék) egyrészt jelentheti azt, hogy az önfinanszírozási program folytatásaként a piacon rendkívül nagy a likviditás, másrészt azt, hogy a piaci szereplők kamatvágást várnak, még ha nem is ilyen mértékűt.

A határidős kamat-megállapodások (FRA) piacán a bankok 0,7 százalékon kötnek üzleteket, azaz a jelenlegi jegybanki alapkamatnál 20 bázisponttal alacsonyabb kamattal üzletelnek a 9 hónap múlva induló 3 hónapos futamidejű lejáratra. Ez azt jelenti, hogy a bankok a jegybanki alapkamat további 20 bázispontos csökkentését várják a közeljövőben. Az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány, 3481 milliárdról 3605 milliárd forintra emelkedett.

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



Forrás: ÁKK Zrt.

Az ÁKK 2016. évi finanszírozási tervében a legelső kitüntetett célja az államadósság GDP arányos mértékének további csökkentése. A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők és kiemelten a lakosság körében. 2016. július végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 4542 milliárd forintra emelkedett. Az euróban denominált prémium

államkötvénnyel (PÉMÁK) együtt a teljes volumen közel 4828 milliárd forint. Az államadósság devizaaránya tovább csökkent, az április végi 29,3 százalék után 2016 júliusának végén 27 százaléknak felelt meg, és eleget tesz a 2016. évi finanszírozási tervben meghatározott 25–35 százalékos sávellőírásnak. A maximális devizaarány tehát 35 százalék, szemben a 2015. évi 40 százalékkal. A cél az, hogy a devizaarány tovább csökkenjen, amelyet az ÁKK a devizalejáratok jellemzően forintpiacról történő megújításával szeretne elérni.

Az ÁKK által kibocsátott devizakötvények jellemzően fix kamatozásúak. Így volt ez a 2016. július 18-án lejárt, euróban kibocsátott kötvénnyel is. Az euróban denominált állampapírok közül néhány nem fix kamatozású volt és korábban lejárt, továbbá az EURIBOR-hoz, mint bankközi piaci referenciakamathoz voltak kötve. Az 1 milliárd eurós hitel futamideje 10,5 év volt. Az év elején fennálló tőke alig volt alacsonyabb a kezdeti tőke nagyságánál, hiszen 870 millió eurót tett ki. Az ország külső sérülékenysége csökken, ha kisebb az államadósság devizaaránya, ez az önfinanszírozási program egyik alappillére. Ezt a kötvényt nem újították meg devizában, azaz az ÁKK nem bocsátott ki újabb devizakötvényt, így az állomány csökkent.

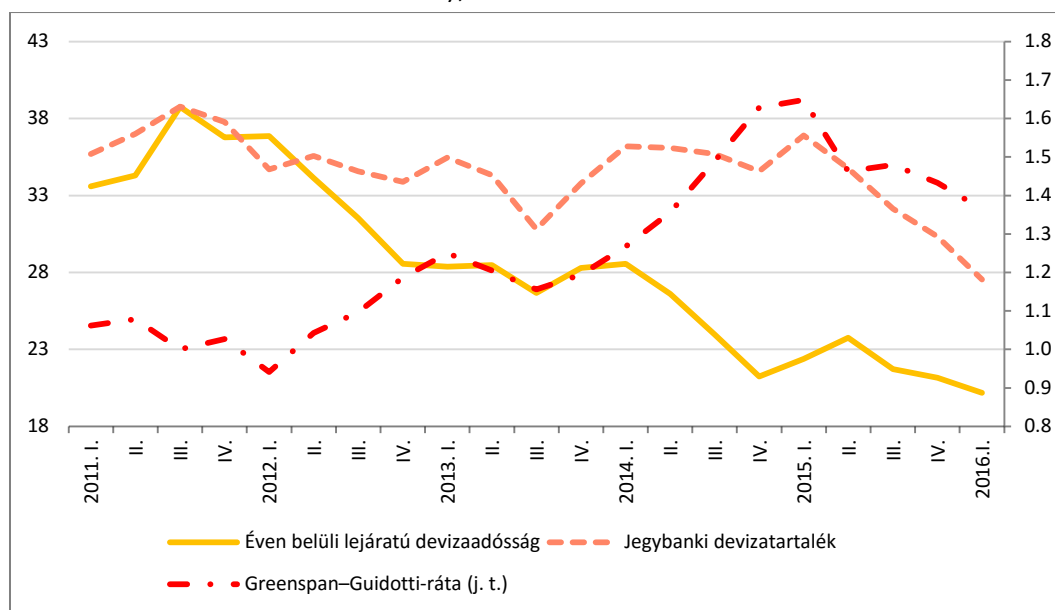
Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2016. december vége óta az MNB devizatartalékai tovább csökkentek és 2016. március végén 33,1 milliárd eurót tettek ki. A nemzetközi tartalékok szintjének 2016. márciusi csökkenésében az alábbi tényezők játszottak meghatározó szerepet:

- Az ÁKK és a MÁK devizaműveleteinek hatása közel -1,2 milliárd euró volt, melynek nagyobb része egy angol font kötvény lejáratához, kisebb része az ÁKK MNB-nél vezetett marginszámlájának a keresztárfolyamok változásából fakadó mérséklődéséhez kötődött.⁸
- A lakossági devizahitelek forintosításához kötődő jegybanki devizaswap ügyletek lejáratái 2,9 milliárd euróval csökkentették a devizatartalékot.
- Emellett kisebb mértékben egyéb tényezők is hozzájárultak a tartalékok mérséklődéséhez (pl. a devizatartalék keresztárfolyam-változásokhoz köthető átértékelődése).

Éven belüli devizakötelezettségekről a legutolsó adat 2016. I. negyedévről ismert. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékai jóval magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei. A mutató nevezője pedig – a rövid lejáratú külföldi adósság – az elmúlt időszakban némileg zsugorodott. Az ennek eredőjeként kialakuló 1,36-os Greenspan–Guidotti-ráta csökkent az előző negyedévhez képest és továbbra is nagy mozgásteret enged a jegybank számára tartalékainak további csökkentésére. A jegybanki devizatartalékokról ismert legutolsó adat a 2016. július végi 24,6 milliárd euró, ami további jelentős csökkenést takar.

⁸ Az ÁKK tájékoztatása szerint az ÁKK minden dollárkötvényt devizacsere ügylettel euróra cserélnék, és az árfolyamváltozások a marginszámlán csapódnak le.

23. ÁBRA: JEGYBANKI DEVIZATARTALÉK (MILLIÁRD EURÓ), KÜLSŐ ADÓSSÁG (MILLIÁRD EURÓ), GREENSPAN-GUIDOTTI-RÁTA ALAKULÁSA



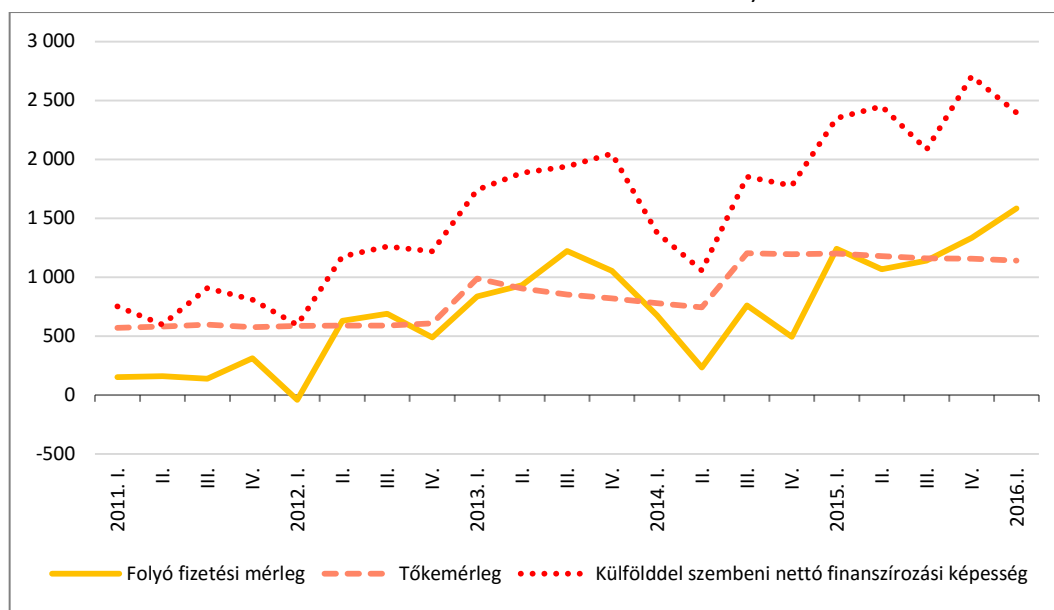
Forrás: MNB, Századvég-számítás

Külső finanszírozási képesség

A folyó fizetési mérleg szezonálisan kiigazított egyenlege 2016. I. negyedévében 249 millióval, 1583 millió euróra nőtt az előző negyedévhez képest. A növekedés egyrészt az áruforgalom szezonálisan kiigazított egyenlegének jelentős növekedésével (291 millió euróval 1556 millió euróra nőtt), másrészt a szolgáltatások szezonálisan kiigazított egyenlegének jelentős (51 millió eurós) emelkedésével magyarázható. Ezekon kívül az elsődleges jövedelmek negatív egyenlege 69 millióval 913 millió euróra zsugorodott, míg a másodlagos jövedelmek passzívuma 90 millióval 178 millió euróra nőtt. A tőkemérleg egyenlege 15 millió euróval 1142 millió euróra csökkent.

Az EU-transzferek beáramlásának adatát vizsgálva összesen 491 millió euró volt az Európai Unióval szembeni egyenleg 2016 I. negyedévében, ami az elsődleges és a másodlagos jövedelmek, valamint a tőkemérleg EU-val szembeni egyenlegeiből áll össze, és jelentős csökkenést mutat a kiugró 2015. IV. negyedéves adathoz képest. A folyó- és a tőkemérleg együttes egyenlegéből számított **külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség 2165 millió euróra nőtt**, a szezonális hatások kiszűrésével ez a mutató 2395 millió eurót tett ki, ami a negyedéves GDP 8,6 százaléka.

24. ÁBRA: A KÜLFÖLDDEL SZEMBENI NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG (MILLIÓ EURÓ, SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: MNB

A Magyarországra irányuló legnagyobb FDI-beáramlás az európai országok közül Franciaországból valósult meg 2016 első negyedében, 1475,7 millió euró értékben. A második legtöbb Luxemburgból (194,3 millió euró), a harmadik Ausztriából (167,3 millió euró) érkezett. Az amerikai kontinens vizsgálva ebben a negyedévben elsősorban az USA-ból áramlott be FDI (összesen 273,8 millió euró). Az ágazati bontást tekintve a legnagyobb hozzájárulása az FDI bevonásához ebben a negyedévben a kereskedelem, javításnak (298,8 millió euró) és a pénzügyi biztosítási tevékenységnek (267,5 millió euró) volt. Az FDI-tranzakciók egyenlege belföldön összességében 882,2 millió eurót tett ki.

2. táblázat: A magyarországi közvetlen tőkebefektetések tranzakcióinak egyenlege (millió euró)

A befektetés régiója	2015. I. n.év.	2015. II. n.év.	2015. III. n.év.	2015. IV. n.év.	2016. I. n.év.
Európa	352,6	-202,7	135,2	259,0	627,6
Amerika	56,2	-840,7	570,2	-67,2	273,8
Ázsia	-69,1	2,0	323,9	-72,7	-28,4
Afrika	-3,8	-9,6	11,1	3,8	-3,5
Ausztrália és Óceánia	-11,5	-0,8	-1,4	11,8	-0,4
Nem azonosított	20,8	-183,5	25,3	28,5	13,0
Összesen	345,1	-1235,4	1064,3	163,1	882,2

Megjegyzés: Speciális célú vállalatok és átfolyó tőke nélkül. Pozitív érték hazai nettó többletet, negatív érték hazai nettó kiáramlást jelent.

Forrás: MNB

Az FDI külföld felé áramló volumene 644,3 millió eurót tett ki, tehát a nettó FDI-beáramlás mértéke 2016 I. negyedévében 237,9 millió euró volt.

Az előző negyedévek tendenciájával megegyezően a nemzetgazdaság bruttó adósságállománya csökkent. Ennek értéke 2016 I. negyedévének végén 80,1 milliárd eurót tett ki, ami 1,3 milliárd euróval alacsonyabb az előző negyedévi adatnál. Ez a csökkenés elsősorban az államháztartási hitelállomány mérséklődésére vezethető vissza. Ha az előző év első negyedéves adatával vetjük össze, akkor 13,3 milliárd eurós csökkenés figyelhető meg.

A pénzügyi számlák adatai szerint az alulról⁹ számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 8,3 százalékát tette ki a 2016 első negyedévével záruló elmúlt egy évben, ami 0,2 százalékpontos csökkenés a 2015 negyedik negyedévével záruló időszakhoz képest. Az MNB adatai szerint 2016. január–márciusban az államháztartás finanszírozási igénye 0,5 százalékponttal a GDP 1,3 százalékára csökkent. A háztartási szektor nettó finanszírozási képessége 1,7 százalékponttal, 6,1 százalékra mérséklődött. A nem pénzügyi vállalatok nettó pénzügyi megtakarítása 0,4 százalékponttal csökkent és a GDP 3,9 százalékán zárt a vizsgált időszakban.

A háztartások ebben a negyedévben legnagyobb mértékben az állampapír megtakarításaikat növelték, mind a rövid, mind a hosszú lejáratú papíroknál jelentős volt a nettó vásárlás. Ezzel egyidejűleg több pénzügyi eszközben is csökkentették befektetéseiket. Jelentősen visszaesett a háztartások készpénz- és betétállománya, nettó eladás volt jellemző a hitelintézeti és külföldi kibocsátású kötvények, a tőzsdei részvények és a befektetési jegyek esetében is.

Az első negyedévben folytatódott a háztartások hiteltartozásának csökkenése, az ingatlan- és a fogyasztási hitelek esetében is nettó törlesztés volt jellemző. Azt azonban fontos kiemelni, hogy a zsugorodás mértéke csökkenő, azaz vélhetően trendforduló előtt állunk, és a későbbiekben magasabb lesz a havi lakossági hitelfelvétel összege, mint a hiteltörlesztés mértéke.

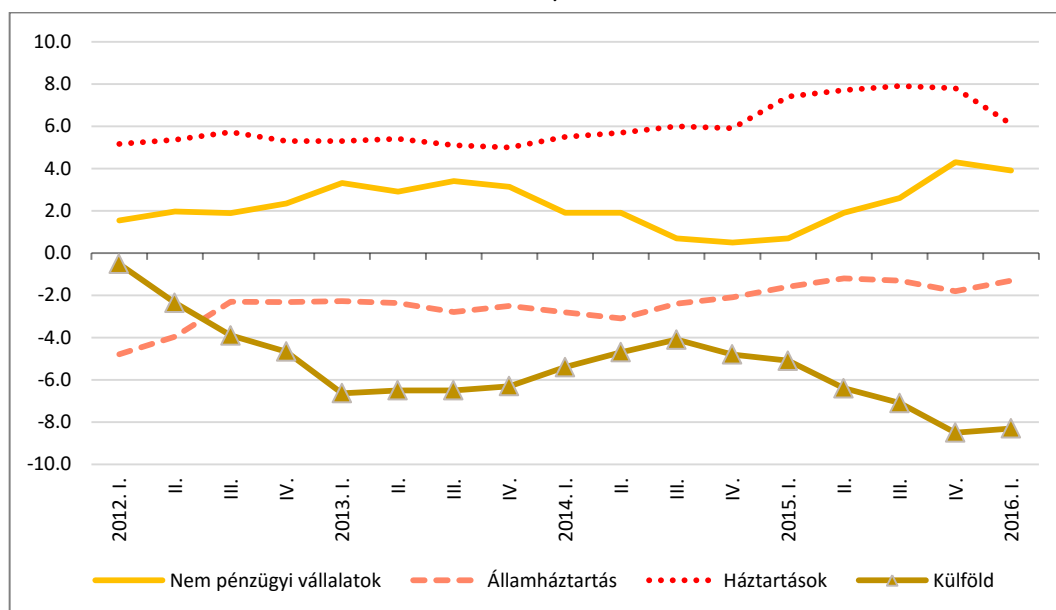
A külföldiek pénzügyi eszközei közül nagymértékben emelkedett a hitelintézeteknél elhelyezett betétek és a nem pénzügyi vállalatokban szerzett részesedések állománya, a központi kormányzattal szemben pedig az uniós támogatással kapcsolatos követelések

⁹ alulról számított, amikor a pénzügyi mérleget vesszük figyelembe (finanszírozási megközelítés), és az instrumentumokat (közvetlentőke-befektetések, portfólióbefektetések, pénzügyi derivatívák, egyéb befektetések és tartalékeszközök) vagy szektorokat (államháztartás, MNB, egyéb monetáris intézmények, egyéb szektorok) összegezve számítjuk ki a külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség alakulását.

állománya bővült. Ebben a negyedévben jelentős nettó állampapír-eladás történt (286 milliárd forint értékben)¹⁰, és csökkent a nyújtott hitelek állománya is.

A kötelezettségeket tekintve nagymértékben nőttek az MNB által külföldön elhelyezett betétek, a külföldiek hitelintézetektől felvett hiteleinek és a nem pénzügyi vállalatok tulajdonában lévő részesedéseknek az állománya, miközben jelentősen csökkent az MNB tulajdonában lévő külföldi értékpapírok állománya.

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



Megjegyzés: A Külföld a hazai tételek ellentételezett összege. Forrás: MNB

¹⁰ főként februárban csökkent jelentősen a külföldiek állampapír-állománya, amely az év elején 3896 milliárd forintról az I. negyedév végére 3610 milliárdra zsugorodott.

A várható makrogazdasági és fiskális pálya (2016)

Az új előrejelző modellünkről

A Századvég Gazdaságkutató Zrt. makrogazdasági prognózisa 2016 szeptemberétől már az új, a korábbinál korszerűbb modellel készül. Ez esetünkben azt is jelenti, hogy a modellváltás miatt az előrejelzés egyes elemei (például a kibocsátási rés időszora) csak mérsékelten vethető össze a korábbi modellel készült előrejelzés idősorával. Ebben a részben az új modell legfontosabb jellemzőit mutatjuk be.

A modell az újkeynesi modellezési hagyományba illeszkedik, felépítését tekintve ún. trend-rés modell. Ez azt jelenti, hogy az üzleti ciklus frekvenciáján (3–5 éves időtávon) a reálváltozók trendtől vett eltéréseinek (az ún. réseknek) van hangsúlyos szerepe, míg az ennél hosszabb időtávon a hosszú távú trendek szerepe a döntő. Míg a gazdasági mozgások az üzleti ciklus frekvenciáján a rések közötti kapcsolattrendszerekből adódnak, közép- és hosszú távon a folyamatokat a trendek alakulása határozza meg. Vagy másként, egy példával érzékeltetve: míg rövid távon a ténylegesen megjelenő többletkereset a fontos, középtávon az válik hangsúlyossá, hogy az EU-források mennyivel járulnak hozzá a gazdasági potenciál emelkedéséhez (a kínálati feltételek javulásához) a tőkeállomány és a képzettség színvonalának javulásán keresztül.

Az alapmodellt pedig egy szatellitrendszer egészíti ki annak érdekében, hogy az egyensúlyi változók (költségvetés, folyó fizetési mérleg) is előállíthatóak legyenek, ügyelve arra, hogy a rendszer a lehető legnagyobb fokú konzisztenciát biztosítsa a modell makrováltozóival. Az alapmodell negyedéves frekvenciája alapvetően a KSH által publikált GDP-adatok frekvenciájához igazodik, míg a szatellit rendszer változóit éves frekvencián állítjuk elő.

A modell gyakorlatilag négy fontos összefüggésre, négy általános makrogazdasági egyenletre épül, amelyek a kis, nyitott gazdaság újkeynesi modelljének alapkövei:

- az aggregált kereslet és a reálkamatláb közötti összefüggés (IS-görbe);
- az aggregált kereslet és az infláció közötti összefüggés (Phillips-görbe);
- a jegybanki kamatszabály (Taylor-szabály);
- a fedezetlen kamatparitás.

Az IS-görbe egyenletének értelmében a gazdaság ciklikus helyzetét (vagyis a kibocsátási részt) a monetáris politika, a bankrendszer, a külső kereslet, valamint a különböző sokkhatások határozzák meg. A monetáris politika a kamatok és a valutaárfolyam segítségével tudja befolyásolni a modellben a kibocsátási rés nagyságát. Az alacsonyabb reálkamat (lazább monetáris politika) gyengébb reálárfolyamot is jelent, így e két tényezőn keresztül a kereslet növekedésével számol a modell. A bankrendszer szerepe kettős: egyrészt az alapkamaton felüli felárakon, másrészt az egyéb, hitelezést gátló tényezőkön keresztül képes befolyásolni

a gazdaság aggregált keresletét. A hitelpiac feszességének szerepeltetése a modellben Magyarországon különösen fontos, hiszen a hitelezés alakulása jelentősen befolyásolta a gazdaság teljesítményét az elmúlt 10 évben. Ugyanakkor a hitelkínálat szerepeltetése újdonságot jelent a más, hasonló típusú modellekhez képest. A gazdaság kibocsátásának szintén fontos meghatározója a külső kereslet alakulása. Magyarország nagymértékben nyitott gazdaság, így a kivitel alakulása kiemelkedően jelentős. A modellben – szemben a korábbi modellünkkel – a külső kereslet alakulása alapvetően az Európai Unió várható növekedésének figyelembevételével történik, tehát alapesetben a korábbiakkal szemben nem vesszük figyelembe néhány unión kívüli tagország (például Egyesült Államok, Svájc) várható növekedését. Ezek modellbe foglalása nem javítaná érdemben az előrejelzés pontosságát. A korábbi modellben ugyanakkor a jelenlegivel szemben nem minden uniós tagország várható növekedése szerepelt (például Finnország, Portugália). Lehetőség van ugyanakkor ezek korrekcióként való beépítésére, így e tényezőket a jövőben is figyelemmel fogjuk kísérni. Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy az európai uniós tagországok a magyar kivitelnek jelentős hányadát veszik fel: a nemzeti számlás adatok alapján az export több mint háromnegyede irányul az unió más tagállamaiba.

A modell az árak és az aggregált kereslet közötti összefüggés meghatározásához a Phillips-görbe egyenletét használja fel. A modellben két Phillips-görbe szerepel: az egyik a maginflációs, egy másik pedig az azon kívüli tételekre. Ez utóbbin belül továbbra is meghatározó szerepe lesz az olaj árának, hiszen jelentősen képes befolyásolni az inflációs folyamatokat. A modellben megjelennek ugyanakkor az inflációs várakozások is, amelyek egyfajta önbeteljesítő jóslatként képesek magasabb inflációs szintet generálni. A magasabb bérszínvonal is az infláció növekedésének irányába hat: egyrészt növeli a vállalatok költségeit, másrészt pedig a fogyasztók magasabb rendelkezésre álló jövedelme is nagyobb keresletet generál az árupiacon. Az inflációhoz hozzájárulnak a várakozások mellett a múltbeli inflációs adatok, a termelési költségek, valamint a különböző sokkhatások is.

A monetáris politika a modellben tehát endogén, azt a Taylor-szabály írja le¹¹. A modellben a három hónapos kamatláb a kamatláb korábbi értékétől (kamatsimítás), a jövőbeni várt infláció céltól vett eltérésétől és a kibocsátási réstől függ. A monetáris politikai döntések ugyanakkor visszahatnak a modellben a gazdaságra. A kamatláb és a valutaárfolyam közötti összefüggést a fedezetlen kamatparitás írja le, amelyben az árfolyam a hazai és a külföldi kamatok közötti különbség, valamint egy országspecifikus kockázati prémium függvénye.

¹¹ Lásd az eredeti tanulmány: Taylor, J. B. [1993]: Discretion versus policy rules in monetary policy. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39. 195–214. o vagy annak valutaárfolyamokkal történő kiegészítését: Clarida, R.–Galí, J.–Gertler, M. [1998]: Monetary Policy Rules in Practice. Some International Evidence. European Economic Review, 42. 1033–1067. o.

Az eddig felsorolt változók alapvetően rövid távú változásokat írnak le. Ezen kívül azonban a modell tartalmaz hosszú távú elemeket is, mint például a gazdasági növekedés trendje, amelyet a gazdaság hosszabb távon próbál elérni.

Feltevéseink alakulása

Az új modell alkalmazásával megváltozik a külső kereslet számításának módszertana is. Míg korábban a külső kereslet számítása a legfontosabb külkereskedelmi partnereink adatainak figyelembevételével történt, addig az új modellben a külső keresletet az Európai Unió gazdaságának várható növekedésével mérjük, és azt korrigáljuk a többi fontos külkereskedelmi partner növekedésének módosulásával. Ez tehát azt jelenti, hogy az új modell szerinti külső kereslet csak korlátozottan hasonlítható össze a korábbi modellben szereplő külső kereslettel.

Várakozásaink szerint 2016-ban éves szinten a külső kereslet 1,9 százalékkal haladhatja meg az egy évvel korábbit. Bár az előző negyedéves előrejelzésünkkel való összevetés közvetlenül nem lehetséges, mégis érdemes megnézni, hogy mely országoknál várunk magasabb, és melyeknél alacsonyabb növekedést várunk. Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, Németország növekedése az első negyedévben 1,8, míg a második negyedévben 1,7 százalékos volt. Ez nem tér el lényegesen a korábbi előrejelzésünkben várt éves szintű 1,6 százalékos növekedéstől. A német gazdaság teljesítményének alakulása ugyanakkor kiemelkedő jelentőségű hazánk gazdasági növekedése szempontjából, hiszen a különösen nyitott magyar gazdaság termékeinek és szolgáltatásainak legnagyobb felvevőpiaca.

A Brexitről szóló népszavazás kapcsán lényeges kérdés az Egyesült Királyság gazdasági növekedése. Bár a június 23-ai referendum hatásai a szigetország második negyedéves adataiban még nem látszódnak, hosszabb távon azonban ezekkel is számolni kell. Várakozásaink szerint ugyanakkor az előrejelzési horizonton a kilépésnek még nem lesz jelentős hatása a brit növekedési adatokra – így a magyar termékek és szolgáltatások iránt megnyilvánuló külső keresletre sem –, hiszen 2016 végéig a kilépés biztosan nem történik meg. Mindez azt jelenti, hogy az Egyesült Királyság továbbra is hozzáfér az Európai Unió piacához, és az eddigiekhez hasonlóan élvezzi a tagsággal járó előnyöket és hátrányokat. Ugyanakkor a növekedést már rövidtávon is lassíthatja, ha a vállalkozások egy része óvatossági szempontok miatt elhalasztja beruházásait. A brit gazdaság az első két negyedévben 2, illetve 2,2 százalékkal bővült, ami meghaladja az éves szinten várt 1,8 százalékos növekedést.

Az unió nagyobb gazdaságai közül Franciaország növekedése is a korábbi várakozások körül alakult: mindkét negyedévben 1,4 százalék volt a növekedés üteme, alig eltérve a várt 1,3 százalékos ütemtől. Az olasz gazdaság ugyanakkor némileg a várakozások alatt teljesített: részben a bankrendszer problémáinak köszönhetően a két negyedéves növekedés 1, illetve

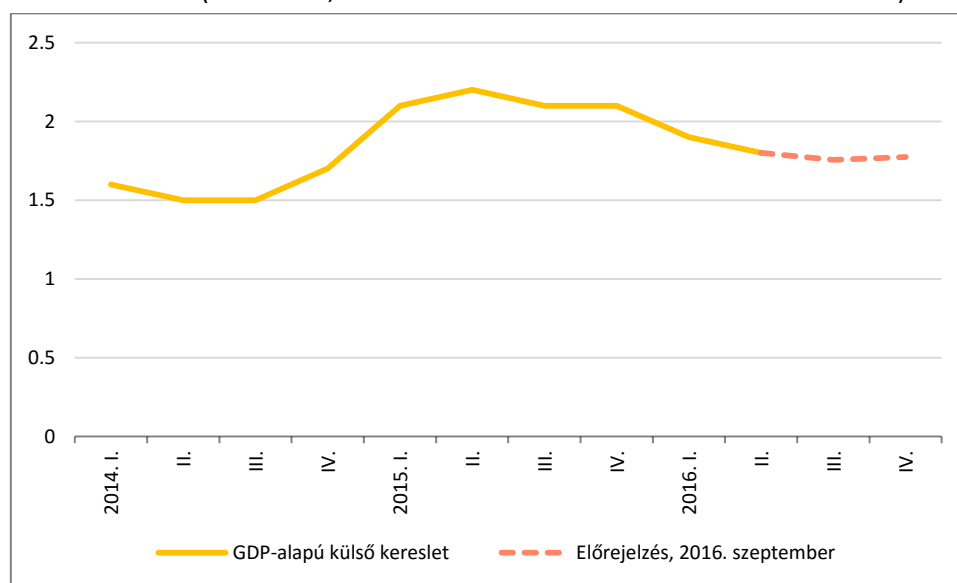
0,8 százalék volt. Bár nem tartozik az unió legnagyobbjai közé, de érdemes megemlíteni a görög gazdaságot is, amely továbbra is gyengén teljesít: az első két negyedévben a bruttó hazai össztermék 1, illetve 0,9 százalékkal csökkent, így éves szinten is recesszió várható.

Jól, sőt a legtöbb esetben a vártnál is jobban teljesítettek a régiós gazdaságok: Romániában a növekedés 4,2, illetve 5,9 százalék volt. A kedvező adatok hatására a keleti szomszédunkra vonatkozó növekedési várakozásunkat 0,5 százalékponttal felfelé módosítottuk. 0,3 százalékponttal növeltük a szlovák gazdaság növekedésére vonatkozó idei várakozásainkat is, mivel mindkét negyedévben 3,7 százalékkal tudott bővülni északi szomszédunk gazdaságának teljesítménye. Kismértékű pozitív korrekciót hajtottunk végre a cseh, a horvát és a szlovén gazdaság idei teljesítményére vonatkozó várakozásunkban is.

A legfontosabb külkereskedelmi partnereinket vizsgálva kiderül, hogy korábbi előrejelzésünkhöz képest várhatóan gyengébb lesz az Egyesült Államok idei növekedése, ugyanakkor az orosz gazdaság teljesítménye kedvezőbben alakulhat, a lassulás a korábban vártnál kisebb lehet.

Összességében tehát a 2016-ra vonatkozó külső kereslet az előző negyedévben várthoz képest kis mértékben kedvezőbben alakulhat.

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



Forrás: Századvég-számítás

A Brent típusú kőolaj ára 2016 februárja és júniusa között hordónként 31-ről 47 dollárra emelkedett. A jegyzésár az idei második negyedévben átlagosan 45 dollár/hordó volt, amely szint július–augusztus folyamán is jellemző maradt.

Az olajár 2016 második negyedévében tapasztalható dinamikus emelkedése mögött elsősorban a kereslet vártnál nagyobb mértékű emelkedése, a rendkívüli események nyomán

bekövetkező időleges termelés kiesések (Kanada, Nigéria), valamint az olajpiaci egyensúly 2016-os helyreállítására vonatkozó várakozások erősödése állhatott.

2016. április–június folyamán a Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) adatai szerint^{12,13} a globális olajkereslet napi 1,4 millió hordóval bővült éves bázison, míg a nemzetközi piacra kerülő olajmennyiség napi 0,5 millió hordóval csökkent. Az olaj iránti igény legnagyobb mértékben Indiában, valamint a korábbiaktól eltérően Európában növekedett. Az olajkitermelés tekintetében ellentétes folyamatok voltak meghatározóak az idei második negyedévben. A Kőolaj-exportáló Országok Szervezetének (OPEC) tagjai napi 0,6 millió hordóval növelni tudták a felszínre hozott olaj mennyiségét, míg az olajkartellen kívüli országok esetében napi 1,2 millió hordós csökkenés volt tapasztalható, amelynek háromnegyed része a kanadai erdőtüzeknek tudható be. 2016 júliusában jelentős mértékben, napi 0,8 millió hordóval növekedett a globális olajkínálat a megelőző hónaphoz képest, elsősorban a kanadai kitermelés gyors helyreállása, valamint az OPEC-országok által kitermelt olajmennyiség további emelkedése következtében.

Az IEA várakozása szerint 2016-ban összességében napi 1,4 millió hordóval bővíthet a globális olajkereslet. Az olaj iránti igény növekedése, valamint az amerikai kitermelés esetében prognosztizált jelentős visszaesés eredményeként a szervezet 2016 végére az olajpiaci egyensúly helyreállítását vetítette előre.

Az egyes elemzőházak által nyilvánosságra hozott várakozások szerint az olajár 2016 végén 40–60 lehet, ugyanakkor extrém, 20 dolláros prognózisok is napvilágot láttak. Az olajár tartósan alacsony szintje mellett szól a kereskedelmi tartalékok folyamatosan emelkedő szintje, a globális olajkereslet lanygulása, valamint, hogy Amerikában ismét emelkedni kezdett a működő fúrótornyok száma.

A határidős indexek a Brent-ár mérsékelt növekedését vetítik előre, a piaci szereplők eszerint jelenleg 2016 végére hordónként 49 dolláros olajárat várnak.

3. táblázat: A Brent típusú kőolaj árának várható alakulása

Időszak	Brent-ár
2016Q2	47,04
2016Q3	46,82
2016Q4	48,92

Forrás: Reuters, Századvég-számítás

¹² IEA, Oil Market Report, 11 August 2016., <https://www.iea.org/oilmarketreport/omrpublic/>

¹³ IEA, Oil Market Report Tables, 11 August 2016., <https://www.iea.org/oilmarketreport/tables/>

Az új modellben feltevéssel kell élnünk az eurózóna kamatlába esetében, illetve a magyar inflációs célra vonatkozóan. Várakozásaink szerint mindkét mutató a teljes előrejelzési horizonton változatlan marad.

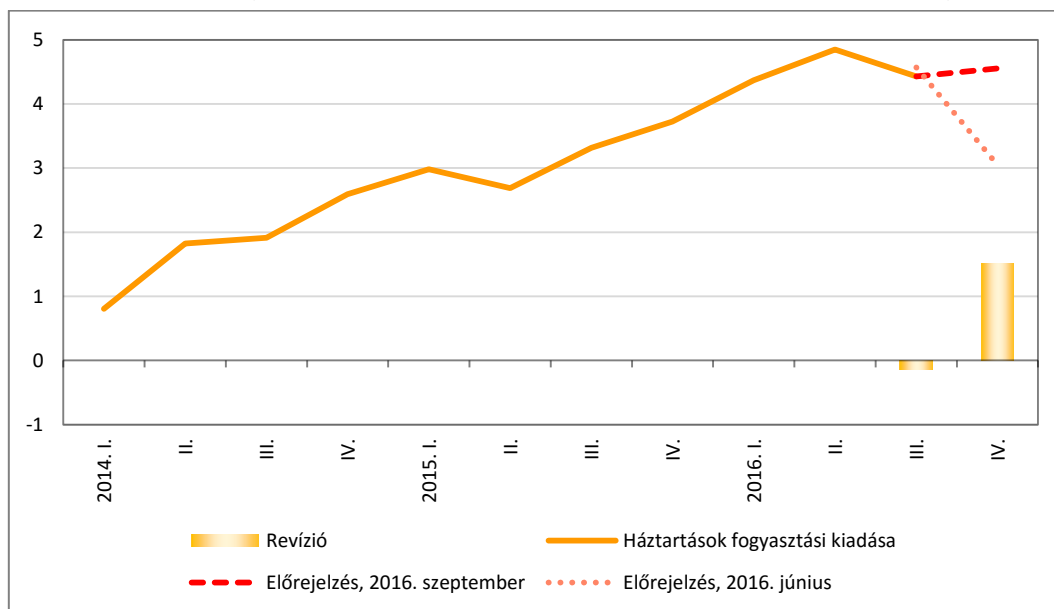
A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

A II. negyedévben a magyar gazdaság növekedése jóval meghaladta az I. negyedévben mért szintet, így az első negyedév gyengébb növekedési teljesítménye átmenetinek bizonyult. A II. negyedév 2,6 százalékos növekedése némileg meghaladja a 2,5 százalékos előrejelzésünket, azonban a szezonálisan kiigazított érték (1,8 százalék) elmarad attól. A második negyedévben kedvezően alakult a külső kereslet is: legfontosabb partnerországaink gazdasága viszonylag jól teljesített, kivéve az Egyesült Államokat, ahol a várakozásoktól lényegesen elmaradt a gazdaság teljesítményének növekedése. Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, Németország növekedése a II. negyedévben 1,6 százalékos volt. Továbbra is kiemelkedően teljesít a román gazdaság, ahol 5,9 százalékos volt a növekedés mértéke. Az uniós átlagot meghaladó bővülést mértek ugyanakkor a visegrádi országokban is (Csehország: 2,6, Lengyelország: 3,1, Szlovákia: 3,7 százalék). Az előző negyedévi előrejelzésünkben szereplő értékeket mind az export, mind az import növekedési üteme kismértékben meghaladta a második negyedévben. Éves szinten alapvetően nem változtak a kivitel és a behozatal bővülésére vonatkozó várakozásaink: **erre az évre az export 7,2, míg az import 6,8 százalékos bővülését várjuk.** Ez az előző negyedéves prognózishoz képest kismértékű, 0,2, illetve 0,4 százalékos mérséklődés. Fontos ugyanakkor kiemelni, hogy a külkereskedelmi egyenleg alakulása az idén is pozitívan járulhat hozzá a magyar gazdaság növekedéséhez. Fontos azonban ismét hangsúlyoznunk, hogy a külkereskedelem tekintetében kockázatot jelent a Brexit hatása: az előző előrejelzésünk készítése óta lezajlott népszavazáson a britek többsége a kilépés mellett voksolt. A kilépés forgatókönyve és így hatásai azonban még nem ismertek. Biztos azonban, hogy 2016-ban még a kilépés nem valósul meg, csupán tárgyalások kezdődnek, így a kilépés gyakorlati hatásai még nem érződnek, csak a kedvezőtlenebb várakozásokon keresztül jelenhetnek meg.

A háztartások fogyasztási kiadásának bővülése korábbi, 4,6 százalékos várakozásunkat is felülmúlta és 5,1 százalékot tett ki. A szezonálisan kiigazított adatok szerint a mutató növekedése 4,8 százalékos volt. Ez alapján arra számítunk, hogy a fogyasztás továbbra is dinamikus, sőt a korábban vártnál még nagyobb mértékben bővíthet. A bővülésben várhatóan a jövőben is elsősorban a lakosság javuló jövedelmi helyzete és oldódó óvatossági motívuma játszhat szerepet, azaz a válság előtti időszakokkal szemben nem a háztartások túlzott hitelfelvétele jelenti a növekedés forrását. A lakosság javuló jövedelmi helyzetéhez egyaránt hozzájárul a bérszínvonal emelkedése, a csökkenő munkanélküliség, valamint idén a személyi jövedelemadó csökkentése. Fontos azonban azt is hangsúlyozni, hogy a nyugdíjasok jövedelme is növekszik, hiszen az infláció a korábban vártnál az idén is

alacsonyabb lesz, a nyugdíjemelést pedig a költségvetési törvény tervezésekor várt szinten határozzák meg. **Így idén a korábbi 4,1 százalék helyett jóval magasabb, 4,6 százalékos bővülést várunk a háztartások fogyasztási kiadása tekintetében, míg jövőre a bővülés mértéke 0,2 százalékponttal magasabb, 3,4 helyett 3,6 százalék lehet.**

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

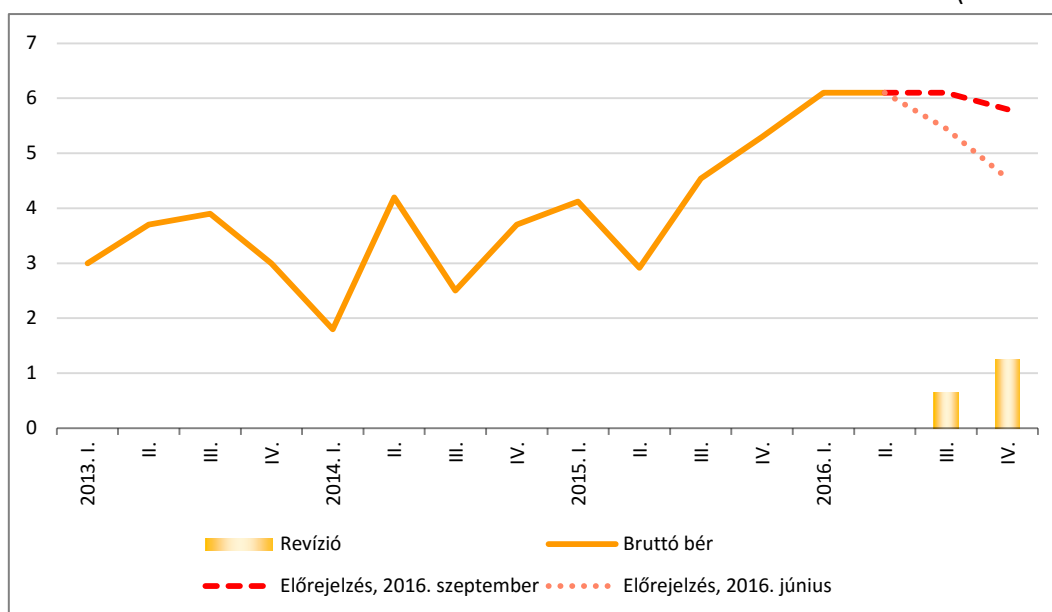


*Szezonálisan kiigazított adatokból számított volumenindexek.

Forrás: KSH, Századvég-számítás

A kormányzati kiadások növekedése jóval meghaladta a várakozásainkat, így a 2016-ra vonatkozó előrejelzésünket is módosítottuk. Az új előrejelzés szerint az év utolsó két negyedében 2-2 százalékos növekedést várunk 2015 azonos időszakához képest, és így a **bővülés mértéke éves szinten 2,5 százalékos lehet.**

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



Forrás: KSH, Századvég-számítás

Az uniós támogatások határozzák meg a beruházások alakulását. Az új uniós költségvetési ciklushoz kapcsolódó beruházások a vártnál lassabban indulnak be, így a beruházási adat is elmaradt a várttól: **éves szinten a korábbi 5,8 helyett 9,9 százalékos csökkenésre számítunk a szezonálisan kiigazított adatok alapján.** Az idei évre előrejelzett éves szintű 9,9 százalékos visszaesés egyben azt is jelenti, hogy bár a második félévben továbbra is az egy évvel korábbinál alacsonyabb beruházási adatokra készülünk, azonban a mérséklődés üteme már kisebb lesz, mint az év első felében volt. A beruházások mérséklődése ugyanakkor nem meglepő: a magyar vállalkozások beruházásai jelentős részét uniós források segítségével, tehát olcsóbban hajtják végre, így megvárják, amíg az új ciklus pályázatait segítségével ismét olcsó forráshoz, illetve támogatáshoz juthatnak. A beruházások felfutását segítik elő a kormányzat beruházásai (például Modern Városok Program), illetve a jegybank kamatpolitikája: jelenleg a magyar alapkamat historikusan is alacsony szinten, 0,9 százalékon áll.

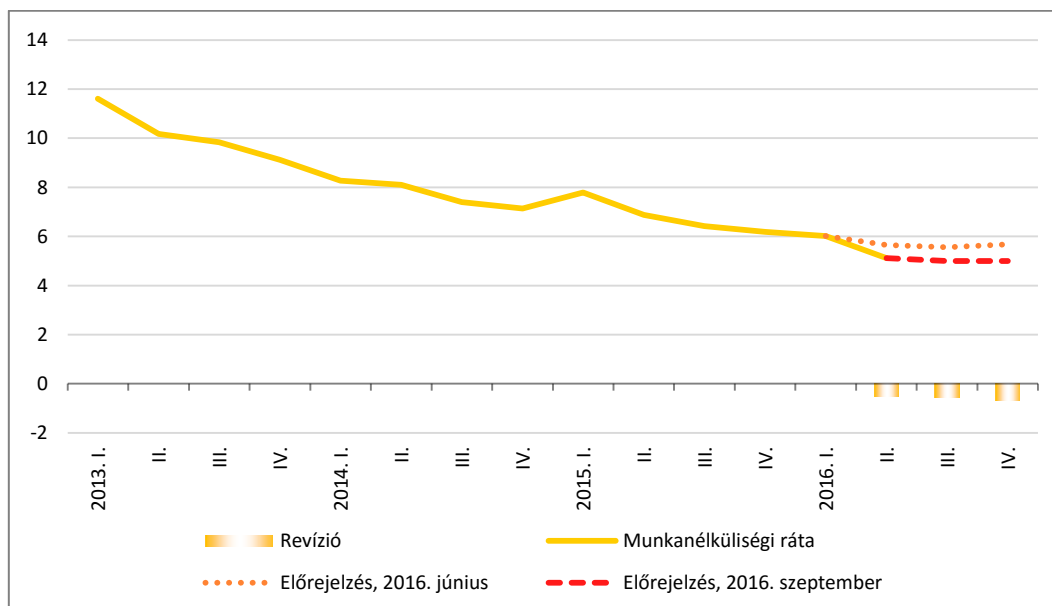
A GDP növekedési ütemére vonatkozó előrejelzésünket nem módosítottuk. Az idei 2,1 százalékos növekedést visszahúzza az első negyedév gyenge növekedése, még akkor is, ha a második negyedév bővülési üteme azt jelentősen meghaladja, azt is figyelembe véve, hogy a mezőgazdaság kedvező teljesítménye miatt a korábbi adatot revideálta a Központi Statisztikai Hivatal. Az idei növekedést várhatóan a korábban vártnál nagyobb mértékben fogja visszahúzni a beruházások alakulása, míg a fogyasztás bővülése és a kormányzati kiadások emelkedése a korábban vártnál jelentősebb mértékben segítheti elő a gazdasági növekedést.

A növekedés szempontjából több tényező is kockázatot jelent:

- Olajárak alakulása: Az olajárak jelentős növekedése lassíthatná, míg csökkenése gyorsíthatná a magyar gazdaság növekedését.
- Brexit hatása: A Brexit hatását egyelőre nehéz megbecsülni, és a jelentősebb hatást nem is az előrejelzési horizonton várjuk. Magyarország helyzetét elsősorban az unió más gazdaságaira gyakorolt hatásán keresztül befolyásolhatja a kilépési folyamat.
- Monetáris politika alakulása: Az Egyesült Államok alapkamatának emelése lassíthatja az amerikai, és így a világ gazdaságának növekedését. A kamatemelés pályája bizonytalan, lehetséges, hogy az őszire várt következő emelést elhalasztják. Az MNB és az EKB esetében továbbra is a laza monetáris politika folytatása a legvalószínűbb.
- Az uniós támogatásokkal megvalósuló beruházások: Amennyiben az uniós pályázatok elbírálása a vártnál lassabban/gyorsabban halad, az lassíthatja vagy gyorsíthatja a beruházások dinamikáját, és így az egész magyar gazdaság teljesítményét.

A munkaerőpiacra vonatkozó előrejelzésünk a legutóbbi prognózisunkhoz képest pozitív irányba módosult, ami a II. negyedéves rendkívül kedvező munkaerőpiaci adatokkal magyarázható. Várakozásaink szerint az eddigi pozitív folyamatok tovább folytatódnak az idei utolsó két negyedévben, amelynek következtében **a foglalkoztatás eléri a 4,33 millió főt, és 126 ezerrel meghaladja a 2015-ös foglalkoztatási adatot.** A növekedés jelentős része a privát foglalkoztatáshoz köthető, ahol előrejelzésünk szerint 2016-ban közel 105 ezer fővel nő a foglalkoztatás. A két érték közötti különbséget a közmunkaprogramban részt vevők számának növekedése adja, amely előrejelzésünk alapján 2016-ban tovább emelkedik.

29. ÁBRA: MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK



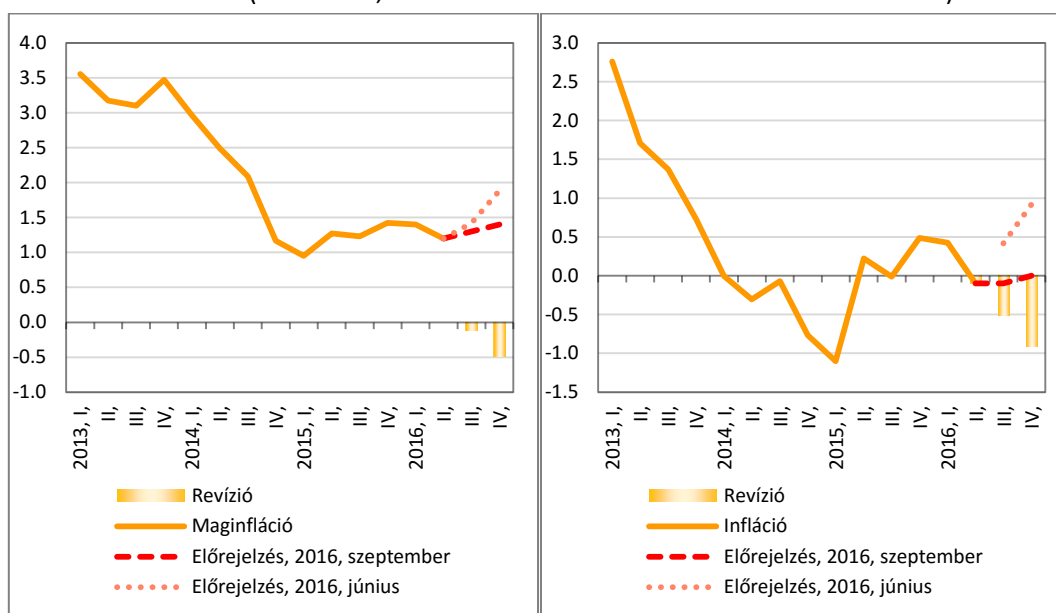
Forrás: Századvég-számítás

A bérek alakulására az egyre több ágazatot (pl.: kiskereskedelem, feldolgozóipar, IT) érintő munkaerőhiány bérfelhajtó hatása, valamint a közszférában végrehajtandó béremelések

(például: pedagógusok, köztisztviselők, egészségügyi dolgozók) gyakorolnak hatást. Mindegyik tényező a bérnövekedés további dinamikus növekedésének irányába hat, így **a bruttó bérek a korábban vártnál nagyobb mértékben, 6 százalékkal emelkedhetnek 2016-ban, amelyet a minimálbér emelése is elősegíthet.** Mivel ez idén alacsony inflációs szinttel párosul, ezért **a reálbérek éves növekedési üteme eléri a 6 százalékot.** Ez meghaladja a gazdaság növekedési ütemét, így a bérből élő háztartások relatív helyzete előrejelzésünk szerint tovább javul.

A II. negyedévben az infláció továbbra is a várakozásunknak megfelelően alakult. Előző előrejelzésünknek megfelelően a III. negyedév első két hónapjában sem indult növekedésnek a maginfláció szintje: júliusban a mutató értéke 1,3, míg augusztusban 1,2 százalék volt. Ez tehát nem jelent érdemi elmozdulást az előző negyedév 1,2 százalékos értékéhez képest, így továbbra is mérsékelt inflációs pályára számítunk. Ezt támogatja a mérsékelt inflációs környezet és az olajárak tartósan alacsony szintje, valamint elősegíti a forint árfolyamának stabilitása. **A maginflációs mutatót** tehát előrejelzésünkben csak kismértékben módosítottuk: **idénre a korábbi 1,5 helyett 1,3 százalékos maginflációt várunk.**

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

A mérsékelt inflációs pálya nemcsak a maginfláció, de a teljes inflációs szint esetében igaz. Várakozásunkkal ellentétben a harmadik negyedév első két hónapjában nem indult meg az inflációs szint növekedése. Míg előző előrejelzésünkben a negyedévre 0,4 százalékos átlagos inflációt vártunk, addig júliusban a pénzromlás üteme $-0,3$, augusztusban pedig $-0,1$ százalék volt. A maginfláción kívüli tételek árának emelkedését mérsékelheti az idei kedvezőbb mezőgazdasági teljesítmény is: a tavalyinál kedvezőbb időjárás hatására a kínálat az előző

évinél nagyobb lehet, ami az árakat leszoríthatja, így az infláció is kisebb lehet. Ennek megfelelően **az idén a korábbi 0,4 százalékosnál kisebb, 0,1 százalékos inflációt várunk.**

Az inflációs szint tehát továbbra is elmarad a jegybank 3 százalékos céljától, és ez várakozásaink szerint a teljes előrejelzési horizonton így is marad.

Az infláció tekintetében negatív irányú kockázatot jelent egy esetleges újabb rezsicsökkentés, míg pozitív irányú kockázatot jelent az olajárak esetleges emelkedése, amelyhez hozzájárulhat a kitermelés mérséklése, amennyiben erről a legfontosabb olajkitermelő országok meg tudnak állapodni.

A tartósan alacsony inflációs környezet a Magyar Nemzeti Bankot az alapkamat további csökkentésére ösztönözhetné, ám a már így is alacsony alapkamat további mérséklésére nem számítunk, már csak a maginfláció alapkamatot meghaladó szintje miatt sem. Valószínű azonban, hogy a jegybank további nem konvencionális lépéseket alkalmaz majd, mint amilyen a 3 hónapos betétben a kereskedelmi bankoktól befogadott mennyiség szűkítése is, amelynek segítségével, az állampapírpiac felé tereli a kimaradó pénzmennyiséget, ezzel is mérsékelve a hozamokat. **Az alapkamat szintje tehát az előrejelzési horizont végéig 0,9 százalékos maradhat.** A jegybank kamatpolitikáját természetesen befolyásolja az EKB és a Fed kamatpolitikája is. A Fed esetében továbbra is kérdéses a következő kamatemelés időpontja, míg az EKB-nál nem számítunk szigorításra.

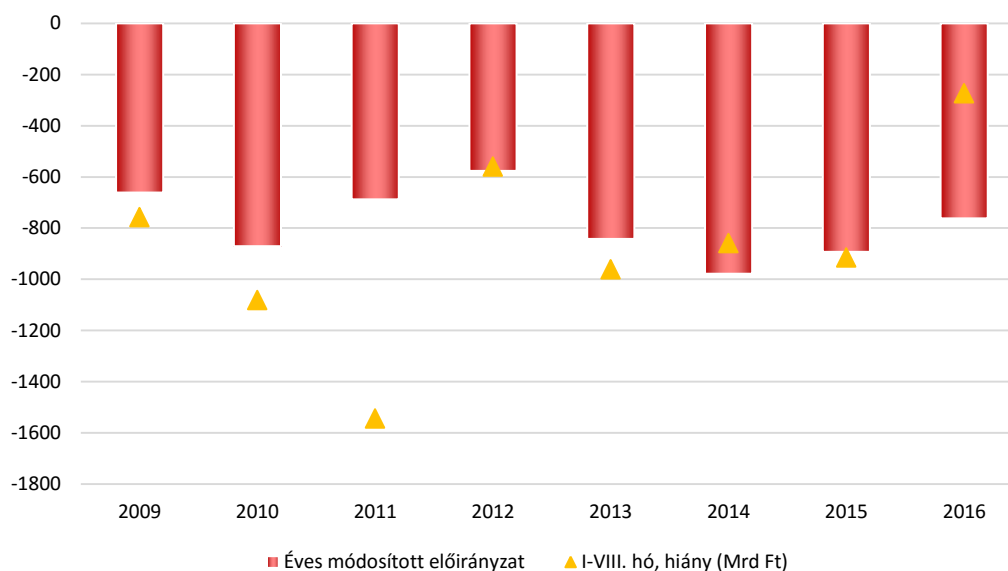
A külső egyensúly várható alakulása

Külső pozíciókra vonatkozó előrejelzésünkben idén a reálgazdasági aktívum szerepének mérsékelt növekedésére számítunk. Ezzel szemben jövőre ugyan a felfutó fogyasztás, az ideinél erősebb beruházások, és kisebb mértékben a növekvő kormányzati kiadások indukálta enyhébb importkereslet és a világgazdaság kisebb növekedése miatt lanyhább exportkereslet eredőjeként a nettó finanszírozási képesség kis-mértékű növekedését várjuk. Annak jelentősebb növekedését elsősorban az újra beinduló EU-s források okozzák. A jövedelemkiáramlás a tartósan kedvező hazai gazdasági kilátásokkal és a külföldi vállalatok profitabilitásának javulásával összhangban erős marad az előrejelzési horizonton. 2016-ban az előző évinél jóval alacsonyabb szintű EU-transzferekkel, jövőre ennél jóval nagyobb mértékű forrásbeáramlással számolunk. 2015-ben a reálgazdaság és az EU-transzferek beáramlása okozta a nettó finanszírozási képesség erősödését, míg 2016-ra a nettó export pozitív hatásának erősödése valószínűsíthetően nem fogja tudni ellensúlyozni az EU-transzferek várt nagy visszaesését. **Mindezen hatások eredőjeként a 2016. évre 7,2 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet prognosztizálunk az előző évi 8,8 százalékos érték után.**

Az államháztartási helyzet prognózisa – 2016

A 2016. év első nyolc hónapjában az államháztartás központi alrendszerének halmozott hiánya 274 milliárd forintra csökkent. A rendkívül alacsony hiány a szaktárca nyilatkozata szerint az elmúlt tizenöt év legkedvezőbb első nyolc havi adata. Augusztusban a központi költségvetés 371,7 milliárd forintos deficittel, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 25,7, az elkülönített állami pénzalapok pedig 72,0 milliárd forintos többlettel zártak. A halmozott hiányhoz a nyolcadik hónap a maga 190,8 milliárd forintos többletével járult hozzá, szemben a 2015-ös 20,8 milliárd forintos hiánnyal. Az első nyolc hónap – tavalyi évhez viszonyított – kedvezőbb teljesülése mögött a kedvező gazdasági folyamatok adóbevétel-generáló hatása és az egyéb tételek éven belül eltérő szerkezete áll.

31. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ NYOLC HAVI 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 a tavalyi és az idei év között jelentős eltérést okozó uniós programok 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. Ezeken az eltéréseken felül rendkívüli esemény volt idén augusztusban, hogy a tavaly előfinanszírozott uniós támogatások egy jelentős részét – 153,1 milliárd forintot – az Európai Bizottság az elmúlt hónapban folyósította Magyarország számára, növelve a pénzforgalmi bevételeket. Ez a kedvező hiányban meg is mutatkozik, viszont ezt a kormányának a korábbi évekre kellett könyvelnie, így ez az év végi, maastrichti hiányszámolás

szempontjából irreleváns. Nem úgy az államadósság szempontjából, hiszen ezt a tételt a kormányzat annak csökkentésére fordíthatja. A másik, említésre érdemes eltérést a kiadási oldal jegyzi. Igaz, a részletes államháztartási adatokat a szaktárca csak a hónap második felében publikálja, annyi az előzetes tájékoztatás során kiderült, hogy augusztusban kiutalták a szeptemberi családi pótlékot és segélyeket is, hogy megkönnyítsék a családok számára az iskolakezdést. A megelőlegezett kiadások csak egyszeri átcsoportosításként értelmezhetők, amiktől várhatóan a szeptemberi egyenleg kedvezően alakul majd.

A központi alrendszer bevételei és kiadásai tekintetében csupán az év első hét hónapjára vonatkozóan rendelkezünk részletes adatokkal, így ezeket használjuk fel elemzésünk során. Fejezetünk következő részében a költségvetés teljesülését tétel mélységű bontásban vizsgáljuk meg, összevetve azt az előirányzatban megfogalmazott célértékekkel és a korábbi évek azonos időszaki teljesüléseivel. Az első hét 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

Továbbra is folytatódnak a kedvező gazdasági folyamatok, amik a költségvetés adóbevételein is jól nyomon követhetők. Tendenciáiban a korábbi negyedévhez hasonló bevétel teljesülésre számítunk. Előrejelzésünk természetesen számszakilag módosult, hiszen az elmúlt negyedévben több tényadat is nyilvánosságra került, másfelől makrogazdasági előrejelzésünket is kiigazítottuk.

A gazdálkodói szervek befizetései a tavalyi évhez viszonyítva 7,6 százalékkal emelkedtek (55,7 milliárd forinttal), ami főképp a társasági adó- és az egyéb központosított bevételekre vezethető vissza. A *társasági adó* a tavalyi év azonos időszakához viszonyítva 38,4 százalékkal bővült, ami nominális értéken 79,1 milliárd forint bevételnövekedést jelent, szintén ezen az időhorizonton az *egyéb központosított bevételek* 21,4 milliárd forintos többletforrást produkáltak.

- ***A növekedési adóhitel-kedvezmény¹⁴ keretében a tavalyi év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőségnek köszönhetően 542 milliárd forint kedvezményt vettek igénybe a vállalatok. Ezt az igénybevételt követő két évben, nyolc egyenlő részben kell visszafizetniük a vállalatoknak. Így az idei évre 271 milliárd forintos többletbevétel jelentkezhetne a társasági adó soron. Mindezt azonban nem fizetik vissza teljes egészében, mert az adóhitel-kedvezményt a vállalatok egy része visszaforgatja beruházásaikba. A konstrukció feltételeiből adódóan idén 20 milliárd forintos igénybevétellel kalkulálunk, így a két ellentétes folyamat eredményeként***

¹⁴ Az adóévi adózás előtti eredménynek a megelőző adóév adózás előtti eredményét meghaladó része után az adót a következő két adóév során kell megfizetni.

összesen a Kormány által módosított társaságiadó-bevételek 42 milliárd forintos felülteljesülését várjuk.

- **Az egyéb központosított bevételek esetében az eddigi folyamatok alapján 33,3 milliárd forintos felülteljesülést várunk.**

Negatívan hat a gazdálkodói befizetésekre a továbbra is alacsony olajárszint, ami miatt a *bányajáradék* soron az első hét hónapban 8 milliárd forinttal kevesebb pénz folyt be, mint tavaly ilyenkor. Az államilag támogatott hitelek csökkenése miatt a *hitelintézeti járadék* sor bevétele 2,1 milliárd forintra esett vissza, ami a bázisidőszaki értéknél 5 milliárd forinttal alacsonyabb. Gyengébb eredményt ér el a *játékadó* sor is, a bázisidőszakhoz viszonyítva 7,3 milliárd forinttal alulmúlja.

- **A kőolaj árának jövőbeli alakulásában nincs szakértői konszenzus, azonban az idei költségvetési előirányzat 68 dolláros hordónként árral kalkulál, amit a jelenlegi helyzetben – figyelembe véve a forward árakat – erősen felülbecsültnek tartunk. Intézetünk a *bányajáradék* sor 8 milliárd forintos alulteljesülésére számít.**
- **A játékadó soron alacsony teljesülést találtunk. A piac nagy átalakulásban van, az idei évben megreformálták az online szerencsejátékoknak helyet adó weboldalakot is. Ennek adóbevétel-generáló hatása egyelőre elmarad, a piaci viszonyok rendeződéséig kívárnak a fogyasztók. A felsorolt okok miatt 17 milliárd forinttal lefelé korrigáltuk előrejelzésünkben a várható bevételeket.**

A fogyasztásiadó-bevételek a tavalyi év azonos időszaki bevételeivel közel megegyeznek. Az általános forgalmi adó bevételei 2,1 százalékkal (35,7 milliárd forint) emelkedtek, így a fogyasztásbővülés eszerint ellensúlyozni képes az áfacsökkentésekkel (sertés–tőkehús, új lakás) járó bevételkiesést. A jövedéki adó sora 23,8 milliárd forinttal emelkedett (4,5 százalék), amit az üzemanyag és a dohánytermékek kedvezőbb értékesítési adatai hajtottak. A pénzügyi tranzakciós illeték bevételei 10 milliárd forinttal csökkentek. Az idei és a tavalyi év jövedéki adó teljesülését nehéz összevetni, azt két tényező is torzítja. Az egyik, hogy 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 részben a csomagolásra vonatkozó jogszabályváltozás miatt következett be, részben az idén szeptemberben elinduló adóemelés miatt. A pénzügyi tranzakciós illeték csökkenése hátterében 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 csökkentését. Mindezen tényezőket figyelembe véve 2016-ban a költségvetés áfabevételét 37,5 milliárd forinttal túltervezettnek találjuk, és a pénzügyi tranzakciós illeték 7,5 milliárd forintos alulteljesülését várjuk. A jövedékiadó-befizetések 39 milliárd forintos túlteljesítését prognosztizáljuk.

A lakosság befizetéseinél, hasonlóan a fogyasztási adókhoz, szintén folytatódik az előző év kedvező gazdasági trendje. A növekvő foglalkoztatásnak köszönhetően a személyi jövedelemadó bevételei az alacsonyabb kulcs ellenére is 1,4 százalékkal (14,2 milliárd forinttal) emelkedtek meg. Az illetékbevételek is növekedtek 16,2 százalékkal (12,6 milliárd forinttal), ami az illetékköteles javakkal szemben is megemelte keresletét.

- **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 – gyermekekénti – 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 34 milliárd forintos többletbevételre számítunk, 24 milliárd forint többletre a személyi jövedelemadó során és 10 milliárd forintra az egyéb lakossági befizetések kapcsán.**

Kiadások

A központi alrendszer kiadási oldala a bázisidőszakhoz viszonyítva csökkent. E mögött egyrészt a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatokban megjelenő uniós kiadások, másrészt a kisebb tételek (mint az egyedi és normatív támogatások, a szociálpolitikai menetdíj-támogatások és a lakásépítési támogatások) mérséklődése mellett a kamatkiadások csökkenése áll.

Az egyedi és normatív támogatások január–augusztus közötti alakulását többnyire a közösségi közlekedés finanszírozására kifizetett összeg dominálta. A tétel a bázisidőszakhoz képest 5,4 százalékot (11,7 milliárd forint) csökkent.

A lakásépítési támogatások hosszú időszak után először emelkedtek, ha még csak 0,5 százalékkal is. A 2015 júliusában indult családok otthonteremtési kedvezménye programja elkezdett kibontakozni, azonban a lakásépítési támogatásoknak egyelőre még csupán az egész évre tervezett módosított előirányzat 42,3 százalékát fizették ki.

- **Az elmúlt időszakban a legtöbb nagy kereskedelmi bank nyilvánosságra hozta a a családok otthonteremtési kedvezményével kapcsolatos információit. A piaci információkat figyelembe véve kutatóintézetünk továbbra is fenntartja korábbi becslését. Ennek megfelelően a módosított előirányzaton felül 50 milliárd forintos felülteljesülésére számítunk.**

A központi költségvetési szerveket és fejezeti kezelésű előirányzatokat nettó módon szemlélve megállapíthatjuk, hogy 143 milliárd forinttal kedvezőbben alakul az idei egyenleg. A javulás mögött többnyire az európai uniós források év/év alapú változása áll. A bevételi és a kiadási oldalon is csökkentek az uniós forrásokhoz kapcsolódó értékek, míg a kiadási oldal szakmai fejezeti kezelésű előirányzatain belül a hazai forrásból finanszírozott kifizetések 35,6 százalékkal felülmúlták az előző év azonos időszakát. Ez azt jelenti, hogy azokat a beruházásokat, amiket a Kormány eredetileg európai uniós forrásból szándékozott finanszírozni, azt most kénytelen saját forrásból (adóbevételekből) kifizetni. Többek között a normatív tételek emelkedése, az egyes megyei jogú városok fejlesztése, közútfenntartás, az útdíjrendszerek működtetése és a tömeges bevándorlás kezelése is ezek közé a kiadások közé tartozik.

- ***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 forrásleghiányok 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 forrásleghiányok felgyorsítása, így az általunk becsült előirányzat tervszámait egyelőre helybenhagyjuk.***

A Nemzeti Foglalkoztatási Alap alá tartozó Startmunka program során idén egy jelentős kiadásbővülést irányoztak elő. Jelenleg a sor alatt 19,6 milliárd forinttal több kiutalás történt, mint a tavalyi év azonos időszakában, azonban ez csak az előirányzat 47,8 százaléka. 2015-ben január–augusztus között az előirányzott kiadások 56,4 százaléka áramlott ki, így azt a következtetést vonhatjuk le, hogy idén alul fog teljesülni az előirányzat.

- ***Részben a munkapiaci feszesség miatt nincs szükség olyan mértékű programbővítésre, mint arra számítani lehetett, így ez intézetünk számítása szerint 70 milliárd forintnyi megtakarítást jelent az idei évben a költségvetésnek.***

Kamat egyenleg

A kamatbevételek az év első nyolc hónapjában 68,7 milliárd forintos szintet értek el, ami az év egészére előirányzott kamatbevételek 93 százaléka. A kamatkiadások ugyanezen időszakban 662,6 milliárd forintot tettek ki, ami az előirányzott összeg 63,2 százaléka. A kettő különbözeteként így a nettó kamatkiadás összességében 593,9 milliárd forinton áll. Az augusztusi halmozott teljesülés 18,8 milliárd forinttal lett magasabb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva, ami a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutásával magyarázható.

- **Az államadósság forint-deviza arányából és a fix-változó arányból készített becslésünk mellett figyelembe vette intézetünk a megújuló kötvényeket és a teljes hátralévő futamidőt, így 2016-ra 73,7 milliárdos kamatkiadás-csökkenést prognosztizálunk 2015-höz képest. A várható csökkenés az előirányzathoz képest 9,5 milliárd forint megtakarítást jelent az idei költségvetés számára.**

Egyenleg

Az elmúlt negyedévhez képest kismértékben változott hazánk makrogazdasági környezete, másrészt az év végéhez közeledve egyre több tényadat áll az előrejelző kutatók rendelkezésére. Az elérhető információink alapján ezért újra elkészítettük az államháztartásra vonatkozó előrejelzésünket. Fentebbi becslésünk altételeit mutattuk be, beleszöve az aktuális magyar gazdasági helyzet ok-okozati összefüggéseibe. Összefoglalva elemzésünket: kutatóintézetünk szerint az eredményszemléletű hiány a költségvetési törvényben előirányzott 2 százalékos GDP-arányos deficittől kismértékben eltérhet, prognózisunk valamivel kedvezőbb, 1,7 százalékos hiányt tartalmaz.

Az államadósság alakulása

A 2016. évi államadósság esetében továbbra is a változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos állomány csökkenése az elsődleges kritérium. Korábbi előrejelzésünket korrigálnunk kellett, ugyanis az államháztartás augusztusi helyzetéről nyilvánosságra hozott előzetes adatok szerint az Európai Bizottság 153,1 milliárd forintot utalt át a hazai költségvetésnek. Ez az összeg ugyan ebben az évben érkezett meg hozzánk, azonban csak a pénzforgalmi egyenleget érinti, mivel az elmúlt uniós költségvetési ciklushoz kötődik a támogatás. Az eredményszemléletű hiányt érintetlenül hagyva így államadósság-csökkentő tételként vettük számba ezt az összeget. A 2015. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a KESZ-állomány változatlanságára vonatkozó várakozásainkra, a GDP 72,8 százalékára csökkenhet.

4. táblázat: A 2016. évi költségvetést övező kockázatok (előirányzattól vett eltérés)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában
Gazdálkodói befizetések	26	0.14%
Fogyasztási adók	-6	-0.02%
Lakossági befizetések	24	0.10%
Bevételi oldali kockázatok	44	0.22%
Lakásépítési támogatások	50	0.14%
Nemzeti Foglalkoztatási Alap kiadásai	-70	-0.20%
Kiadási oldali kockázatok	-20	-0.06%

Nettó kamatkiadások	-9,5	-0.03%
Összesen	107.8	0.3%

Forrás: Századvég-számítás

Táblázatok

5. táblázat: Előrejelzés negyedéves bontásban

	2015		2016			
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	2,9	0,9	1,8	2,8	2,9	2,1
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,2	4,4	4,8	4,4	4,6	4,6
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	1,2	-11,9	-17,6	-6,1	-3,9	-9,9
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	8,4	5,8	8,0	7,1	7,9	7,2
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,7	7,8	6,0	5,9	7,3	6,8
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	8,6	2,6	2,8	2,2	2,2	9,8
Fogyasztóiár-index (%)	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	0	0,1
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,35	1,05	0,9	0,9	0,9	0,9
Munkanélküliségi ráta (%)*	6,8	6,0	5,1	5,0	5,0	5,3
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,2	6,1	6,1	6,1	5,8	6,0
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,4	-	-	-	-	5,1
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,8	-	-	-	-	7,2
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,0	-	-	-	-	-1,7
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	2,1	1,9	1,8	1,7	1,8	1,8

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

6. táblázat: Az előrejelzés változása az előző negyedévhez képest

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

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás

** A külső kereslet változása a modellváltás miatt nem értelmezhető