

Konjunktúraelemzések 2015 tavaszán

A meglepetés növekedéssel zárult tavalyi esztendő után némi lassulást feltételeznek a gazdaságkutató intézetek és más intézmények 2015-re, átmenetileg folytatódó deflációval, súlyosabb költségvetési feszültségek nélkül. Ennyiben közös a különböző intézmények tavaszi prognózisa. A sajtó többnyire csak a legfontosabb gazdasági mutatókról ad tájékoztatást, egyre kisebb terjedelmet szentelve az értékeléseknek, az intézetek által készített vaskos tanulmányok pedig nem mindig jutnak el az érdeklődőkhöz. Ezért 2001 óta közöljük a rövid összefoglalókat ezekből az értékelésekből, illetve prognózisokból. A legújabb elemzések a gazdaságpolitika lehetséges következményeivel, az adósságpályájával, a költségvetési hiánycélok teljesíthetőségével, a gazdasági növekedés és a defláció bizonytalan kilátásával foglalkoznak.

GKI Gazdaságkutató Zrt.: Lényeges tempóvesztés várható*

KARSAI GÁBOR

A magyar gazdaság 2014-ben a bárki által vártnál sokkal jobb teljesítményt mutatott, de előretekintve továbbra sem került a régióhoz mérten tartós felzárkózást biztosító pályára. A látványosan kedvező 2014. évi statisztikai adatok jórészt átmeneti tényezőkből és/vagy más területeken hozott, indokolatlanul súlyos áldozatokból adódnak. Folytatódik a piacgazdaságot kiiktató, államosító modell kiteljesítése, ahol a fő cél a minél szélesebb körre kiterjedő politikai hatalom és a kedvezményezett üzleti csoportok pozíciójának erősítése. A kormányzat éles konfliktusba került az Európai Unióval, az Egyesült Államokkal, számos társadalmi réteggel, hazai és külföldi tőkecsoporttal. Mindezek miatt a magyar gazdaság teljesítménye 2015-ben lényegesen gyengülni fog a tavalyi évhez képest.

A magyar gazdaság 2014-ben 3,6%-kal bővült, ez nemcsak lényegesen gyorsabb az Európai Unió 1,3 százalékos átlagánál, de Írország után a legmagasabb növekedési ütem a tagállamok között. A GDP – a régió országai közül utolsóként – elérte a pénzügyi válság előtti (2007) szintet. Látványosan magas volt a beruházások emelkedése (11,7 százalék), a fogyasztásé (1,6 százalék) pedig közel volt az EU átlagához. Európai összehasonlításban kiugró (10 százalék feletti) volt a GDP-termelés növekedése a mezőgazdaságban és az építőiparban, s kisebb mértékben az iparban is. A szolgáltatások átlag alatt teljesítettek, sőt a pénzügyi és ingatlanágazatban további visszaesés történt. *Idén a növekedés 2 százalék körülire csökken, mindenekelőtt a beruházások stagnálása következtében.* A leggyorsabban az ipar bővül, a pénzügyi szektor mellett két jó év után a mezőgazdaságban is némi visszaesés, az építőiparban markáns lassulás várható. A 2014-ben még *beruházás vezérelt növekedés 2015-ben fogyasztásorientálttá válik*, ami előrevetíti a gazdasági növekedés további lassulását. Míg 2014-ben nagyrészt az állami beruházásokat finanszírozó EU-forrá-

* Az írás a GKI Gazdaságkutató Zrt. 2015. március 21-én bemutatott, A GKI előrejelzése 2015-re című kiadványa alapján készült.

soknak, 2015-ben a fogyasztás bővülését segítő *átmeneti tényezőknek* köszönhető a növekedés, 2016-ban viszont mindkét keresleti tényező romlása várható.

A világgazdaság 2015-ben az előző évinél valamivel gyorsabban bővül. A globális növekedés leglényegesebb hajtóereje az – idén még – *alacsony világpiaci energiaár*, amiből mindenekelőtt a nettó kőolajimportőr országok (így Magyarország is) profitálnak. A világgazdasági dinamikát visszafoghatják a *megnövekedett politikai kockázatok*: az orosz–ukrán konfliktus, ezen belül egy esetleges ukrán államcsőd, illetve az Oroszországgal szembeni erőteljesebb atlanti fellépés, a Sziriza kiszámíthatatlan kormányzása Görögországban, az Iszlám Állam további térnyerése a Közel-Keleten. Az Európai Unió gazdasági növekedésének további dinamizálódását részben saját modernizációjának elhúzódása, részben a tagállamok jelentős részében még be nem fejeződött makrogazdasági alkalmazkodás és a *szerkezeti reformok lassú végrehajtása* gátolja. Németország növekedése (1,5 százalék) 2015-ben nem gyorsul, de így is meghaladja az EU-átlagot. Az EU inflációs rátája a 2014. évi 0,6 százalék után 2015-ben 0,2 százalék körül lesz, 2014 vége óta defláció tapasztalható. Az euró dollárral szembeni árfolyama 2015-ben folyamatosan gyengül, éves átlagban a 2014. évi 1,33 dollárral szemben 2015-ben 1,1 dollárra prognosztizálható, de az év során paritáshoz közeli (esetleg az alatti) árfolyamra is számítani lehet. A Brent típusú kőolaj hordónkénti éves átlagára a 2014. évi 100 dollárról 2015-ben 60 dollárra csökken.

A gazdasági várakozások az EU-ban a 2013. évi jelentős javulás után 2014-ben hullámzóan alakultak: az első félévben jellemzően kedvezőbbek voltak, mint a másodikban. 2015-ben csak a fogyasztói várakozásokban tapasztalható egyértelmű javulás. Magyarországon márciusban kis lépésekben, de *ötödik hónapja romlott a GKI-Erste konjunktúraindex értéke*, szintje azonban továbbra is viszonylag optimista hangulatot tükrözött.

Idén a megszűnt áremelkedéshez igazodva a *bérkiáramlás lassul*, a reálkeresetek növekedése 3,2 százalékról 2,3 százalékra csökken. Ugyanakkor a fogyasztás dinamikája 2,5 százalék körülire emelkedik a harmadik éve növekvő reáljövedelem és a diktált banki elszámolás következtében csökkenő hitelterhek hatására.

A beruházások 2010 és 2012 között több mint 15 százalékkal csökkentek, majd 2013-ban szerényen, 2014-ben gyorsan, 13 százalékkal emelkedtek. Idén stagnálás valószínű. Ennek oka a tavalyi magas bázis, a kifutó autóiipari fejlesztések, s főként az EU-forrásokból megvalósuló beruházások visszaesése lesz. Az átlagos reálhitelköltség a Növekedési Hitel Program hatására kissé mérséklődött ugyan, de még mindig magas, ugyanakkor a vállalkozások túlnyomó része egyáltalán nem akar hi-

telt felvenni. A GKI 200-300 milliárd forint EU-forrás „beragadásával” számol. A beruházási ráta 2013-ban 19,9 százalék, 2014-ben 21,8 százalék volt, idén 21,4 százalék várható.

Az ipari bruttó termelés 2014-ben 7,6 százalékkal, három éve nem látott mértékben nőtt. Ez a járműipari és ahhoz kapcsolódó korábbi fejlesztések termelésbe lépésének köszönhető. A bányászat és különösen az energiaipar termelése csökkent (ez utóbbi 6,3 százalékkal). A *járműipari kapacitások* idén nem nőnek jelentősen tovább, *kihasználtságuk azonban javul*. 2015-ben 5 százalék körüli ipari növekedés várható. Az építőipar 2014-ben valósággal szárnyalt, hétévnyi visszaesés, majd 2013-ban közel 10 százalékos bővülés után 14 százalékkal nőtt az ágazat termelése. Ez az ütem – elsősorban az EU-támogatások lehívásának tavalyi tetőzése és ideai csökkenése miatt – 2015-ben jelentősen fékeződik: 3 százalék körüli termelésbővülés valószínűsíthető. A mezőgazdaság 2013 után 2014-ben ismét kitűnő évet zárt. Átlagos időjárási körülmények esetén e teljesítményszint némi csökkenése várható, a környezeti és szabályozási tényezők is negatívan hatnak. A *szolgáltatási GDP* 2014-ben 2 százalékkal, 2015-ben várhatóan 1,4 százalékkal, vagyis továbbra is *az átlagosnál lassabban növekszik*. A közösségi szolgáltatások hozzáadott értéke lényegében stagnál, az emelkedés az üzleti szolgáltatások bővülésétől várható. A leggyorsabban a kereskedelmi ágazat bővül (ebben jelentős szerepe van a forgalom „fehéredésének”). A közösségi szolgáltatások modernizációja továbbra sincs napirenden.

Az import dinamikája 2014-ben, négy év után először, meghaladta az exportét. Az export is élénkült az európai konjunktúra I. félévi javulása és az autóipari beruházások belépésének hatására, de az import ennél mintegy 1,3 százalékponttal gyorsabban bővült (a belföldi felhasználás növekedésének és az energiakészletek feltöltésének következményeként). Idén a stagnáló európai konjunkturális várakozások következtében a kivitel, a belföldi beruházási kereslet lanyhulása következtében pedig a behozatal növekedési üteme is 5,5 százalékra lassul. A cserearányok a lezuhant olajár hatására a 2014. évi 1 százalék után idén további 1-1,5 százalékkal javulnak.

A foglalkoztatottak száma a 2013. évi 1,7 százalék után 2014-ben jelentősen, 5,3 százalékkal nőtt. A valós javulás sokkal kevésbé látványos. A növekmény mintegy fele a közmunka bővítésének következménye, de szerepe volt a szűk értelemben vett költségvetési szektornak, az iparnak és a külföldi munkavállalásnak is. 2015-ben a foglalkoztatásban legfeljebb 1 százalék körüli növekedés várható, nagyjából ismét a közmunka bővítése hatására. A munkanélküliségi ráta a 2013. évi 10,2 százalékról 2014-ben 7,7 százalékra csökkent, s idén további szerény (0,3 százalékpontos) mérséklődés várható, szintén a közmunka kiterjesztése hatására.

A foglalkoztatottak száma 2008 és 2014 között – a válság hatására bekövetkezett több mint százézes csökkenést követően – 250 ezer fővel bővült, ebből nagyjából 150 ezer a közfoglalkoztatott, közel 100 ezer pedig a külföldön munkát vállaló személy, vagyis a GKI becslése szerint *a valós hazai foglalkoztatás csak a válság előtti szintet érte el* (miként körülbelül a GDP is). A költségvetési szféra (a közmunkásokkal együtt) 2008 és 2014 között 18,3 százalékkal növelte alkalmazottai számát, miközben *a versenyszféráé 4,4 százalékkal csökkent*. Ez nagyon kedvezőtlen szerkezeti változás. A 2015 januárjával végződő negyedévben – a választási időszak befejeződésétől nyilván nem függetlenül – a téli időszaknak megfelelően nőtt a munkanélküliség, vagyis megtört a munkanélküliségi ráta két éven át tartó, szezonális hatásoktól független csökkenése (ezzel párhuzamosan a foglalkoztatás növekedéséé is).

Folytatódott a pénzügyi GDP egy évtizede tartó szűkülése 2014-ben is, és idén sem várható változás. A hitelállomány is tovább csökkent, de a vállalati hiteleké már enyhén bővült (változatlan árfolyamon számolva lényegében stagnált). Idén még sem a keresleti, sem a kínálati oldalon *nem várható hitelezési fordulat*. A bankrendszer tavaly elszenvedett rekordvesztesége a kormányzati lépések (diktált elszámolás) következménye, de a szektor jövedelmezősége idén tovább romlik. A kormány a bankokkal való részleges kiegyezés révén igyekszik 2016-ra bővíteni a gazdasági növekedés forrásait, 2015-ben azonban a hitelezésben csak stagnálás, a vállalatoknál enyhe emelkedés valószínűsíthető. A lakosság szempontjából egyes brókercégek és kisebb bankok bedőlése a megbízhatóbbnak tartott külföldi befektetési lehetőségek, valamint a hazai állampapírok mellett felértékelheti a stabil banki eszközöket is. Az érintettek – a befektetéseiket elbukó személyek és a betétesek – kompenzációjára nem áll rendelkezésre elegendő forrás.

Az államháztartási hiány 2014-ben a tervezettnél (2,9 százalék) és az előző évinél (2,4 százalék) is kisebb, 2,2 százalék lett a GDP-hez viszonyítva. Az államadósság/GDP arány is csökkent, 77,3 százalékról 76,9 százalékra (bár itt még az adatok pontosítása várható). A strukturális egyenleg azonban romlott. A 2015-re előirányzott 2,5 százalékos deficit elérését a költségvetési törvény nem támasztja alá, ráadásul az EU aligha fogad el a tavalyinál nagyobb hiányt. A GKI megítélése szerint *évközi intézkedésekkel 2015-ben is elérhető a 2,2 százalék körüli hiány*, ami az államadósság némi további csökkenését is lehetővé teszi – feltéve, hogy az állam nem költ nagy összegeket cégvásárlásokra vagy kompenzációkra. Ugyanakkor a nagy ellátórendszerek többségében már rövid távon is elviselhetetlen feszültségek érzékelhetők, ezek kezelési módja – különösen a 2016-tól kilátásba helyezett adó-

csökkentéseket figyelembe véve – nem látható. A szegénység és a társadalmi jövedelmkülönbségek pedig növekednek.

Magyarországon 2014-ben az árszínvonal 0,2 százalékkal csökkent. Ez részben a világszerte alacsony árdinamikából adódik, de komoly szerepe volt az úgynevezett rezsicsökkentésnek is. Ennek nagy része az energia lezuhant világpiacon árá révén egyelőre (átmenetileg?) fenntarthatóvá vált. Idén változatlan maradhat az árszínvonal. A GKI azzal számol, hogy a Fed az év közepétől elkezdheti a kamatemelést, de kis lépésekben és szünetekkel. Ennek ellenére Magyarországon a jelenlegihez képest *csökkenő alapkamatra és éves átlagban 315 forint/euro árfolyamra* lehet számítani (leginkább azért, mert a Magyar Nemzeti Bank mérlegtöbblete így érhető el).

Magyarország folyó fizetési és tökemérlege 2009 óta évről évre egyre nagyobb többletet mutatott, ami a GKI becslése szerint 2014-ben elérte a 8 milliárd eurót. Ez 2015-ben 7,2 milliárd euróra csökken, az áruk és szolgáltatások növekvő aktívuma ugyanis nem tudja ellentételezni, hogy a fejlesztési célú nettó EU-transzferek 1-2 milliárd euróval csökkennek. A jogbizonytalanságot okozó, külfölditöke-ellenes és kiszámíthatatlan gazdaságpolitika miatt a *külföldi tőke és a képzett munkaerő kiáramlásában van* Magyarországról.

Az elmúlt öt évben folytatódott a magyar gazdasági teljesítmény (a vásárlóerőparitáson mért egy főre jutó GDP) lemaradása a régióhoz képest. A World Economic Forum, a svájci IMD és a Világbank Doing Business nemzetközi versenyképességi listáin Magyarország átlagosan nyolc hellyel esett vissza, kirívóan rossz osztályzatot kapott a kormányzat működésével, átláthatóságával és az iránta megnyilvánuló bizalommal kapcsolatos szempontok szerint. A visegrádi országok helyett már a balkáni országokkal van versenyben. Az államadósság – a magán-nyugdíjpénztárak államosítása és az év végi trükkök nyomán is – alig csökkent, a 2011–2014-es gazdasági folyamatok alapján valójában emelkedett. A költségvetés szerkezetében *előremutató strukturális változások nem történtek*, ezzel szemben a nemzetközi tendenciákkal ellentétes átalakítás kezdődött a közoktatásban és a felsőoktatásban, további szakembervesztés és hatékonyságromlás tapasztalható az egészségügyben, visszalépés történt a nyugdíj- és a szociális rendszerben. A kormányzati munka szakmai nívója soha nem látott szintre zuhant (ezt bizonyítja például az internet- és a reklámadó, a megyei autópálya-matrica és a vasárnapi zárva tartás körüli hercehurca), részben a politikai lojalitáson alapuló káderpolitika, részben a jogszabályalkotás minisztériumokon kívülre (üggyévi irodákba és egyéni képviselői indítványokba) helyezése miatt.

Magyarország *külföldi megítélése* (az államosító, piacellenes és korrupciógyanús ügyekkel terhelt gazdaságpolitika miatt) *nagyon kedvezőtlen*. A keleti nyitás politikája eredmények helyett politikai elszigetelődést hozott. Tavaly az orosz és az ázsiai kivitel volumene is csökkent. Az Oroszországhoz kapcsolódó energetikai fejlesztések jövője egyre bizonytalanabb. A hazai energiaigény ezeket a jelenleg tervezett mértékben nem teszi szükségessé, miközben a fejlesztések forrása homályos, ráadásul beleütközik az EU energiapolitikai elveibe és valószínűleg a szabályaiba.

A gazdaságpolitika formálásában a jelek szerint a Nemzetgazdasági Minisztériumnál nagyobb szerepet játszik a Magyar Nemzeti Bank, főleg pedig a miniszterelnök környezete. A jegybank az indokoltnál sokkal nagyobb jelentőséget tulajdonít annak, hogy *saját mérlegében minél nagyobb többletet érjen el*. Erre építve mind kezdeményezőbbben lép fel a költségvetés közvetett finanszírozása (a kéthetes jegybanki kötvény betétte alakítása, az MNB-alapítványok tőkéjének állampapírba fektetése) és a növekedés előmozdítása érdekében, ami a jegybanki függetlenség igen sajátos értelmezése. Az MKB Bank „megszerzésével” az *egyszintű bankrendszer* irányába is lépett egyet. Mindez egyre súlyosabb kockázatokat rejt, amint azt a brókercégek és kisbankok csődje is jelzi. Az Országos Betétbiztosítási Alapban és a Befektető-védelmi Alapban felhalmozott tartalékok messze nem elegendők a helyzet kezelésére.

A kormány *a bankokkal való részleges kiegyezés* révén igyekszik bővíteni a gazdasági növekedés forrásait. (A megállapodásnak érdekes módon nem volt szereplője a jegybank.) Erre minden bizonnyal az kényszerítette, hogy 2016-ban az EU-támogatások jelentősen csökkenni fognak, a működő tőke beáramlása korlátozott marad, s ha mindez a bankrendszer befagyásával párosul, az lehetetlenné teheti a gazdasági növekedést. Mivel azonban a kormányzati gesztusok – így mindenekelőtt a bankadó csökkentése – nem párosulnak más, a piac és a jogállam szabályait visszaállító lépésekkel, ennek hatása korlátozott marad. A Magyar Nemzeti Bank által meghirdetett Növekedési Hitelprogram Plusz nem a megengedett és a hitelezési kockázatokhoz igazodó kamatmarzs növelésével, hanem a veszteség egy részének jegybanki megtérítésével igyekszik élénkíteni a bankok hitelezési hajlandóságát. Mivel a gondok egy része a jó projektek hiányából adódik, e lépéstől sem várható fordulat; emellett a program ismét az egyedi osztogatás irányába visz.

A hitelminősítők többek között az államadósság fenntarthatóan csökkenő pályáját, a befektetési környezet javítását és a bankrendszer stabilitását biztosító gazdaságpolitikát várnak a kormánytól. Ha a kedvező külső és belső egyensúly a 2015 júniusában elfogadni tervezett jövő évi költségvetéssel összefüggésben valóban a

bankadó csökkentésének törvénybe iktatásával párosul, az év második felében sor kerülhet a felminősítésre: a kilátások javítása vagy a befektetésre javasolt kategóriába való besorolás formájában. Ugyanakkor különböző fejlemények – például további államosítások, a Paks2 körül kialakult bizonytalan helyzet, a magyar tőkepiac brókeresdők következtében romló megítélése, mindezek esetleges hatása a költségvetés finanszírozására – kedvezőtlenül befolyásolhatják ezt a lehetőséget.

A kormányzat mind mélyebben avatkozik be a társadalom tagjainak életvitelébe. Korábban, ameddig ez csak a gyenge érdekérvényesítő képességű csoportokat – hajléktalanokat, drogosokat, rokkantakat, romákat – érintette, nem ütközött igazán kemény társadalmi ellenállásba. Az újabb lépések azonban a kormányhoz eddig lojális társadalmi csoportokat is elbizonytalanítják, ami hozzájárul *a hatalmon belül repedések* terjedéséhez.

Kopint-Tárki Zrt.: Háromszázalékos növekedés, nulla infláció*

NAGY KATALIN – PALÓCZ ÉVA – VAKHAL PÉTER

A világgazdasági konjunktúrát 2014-ben enyhén javuló tendenciák és új kockázatok (csökkenő olajár, defláció veszélye) megjelenése jellemezte. Az idei évre vonatkozó globális növekedési előrejelzések 3,4-3,6 százalék körül mozognak, s a legtöbb előrejelző 2016-ra újabb élénkülésre számít (3,9 százalék). A növekedést továbbra is elsősorban a fejlett országok húzzák: az amerikai konjunktúra egyre erőteljesebb, az idén 3 százalék körüli GDP-bővülés várható; gyorsul a növekedés az Európai Unióban is, míg Japánban a konjunkturális kilátások változatlanul nyomottak. A feltörekvő országok közül különösen látványos a kínai növekedés lassulása, ami részben a megindult strukturális reformok következménye.

Az előrejelzéseket továbbra is jelentős lefelé mutató kockázatok jellemzik: az olajárscsökkenés makrogazdasági hatásai, az egyre több helyen jelentkező geopolitikai feszültségek, az amerikai monetáris szigorítás makrogazdasági, illetve pénzügyi következményei mind olyan tényezők, amelyek könnyen felülírhatják a különböző prognózisokat.

Az infláció a fejlett országokban az idén is mérsékelt marad, a defláció veszélye az év második felében várhatóan csökken, míg jövőre már mindenütt az áremelkedés ütemének gyorsulására lehet számítani. A feltörekvő országokban az infláció alakulása nagyon differenciált képet mutat.

A világkereskedelem 2014-ben viszonylag szerény, a várakozásoktól elmaradó mértékben bővült. A prognózisok a javuló globális kereslet és a csökkenő nyersanyagárak következtében 2015–2016-ra a növekedés gyorsulását jelzik, az ütem azonban – elsősorban a beruházási importkereslet ciklikus gyengesége, valamint a beszállítói hálózatok átalakulása miatt – továbbra is számottevően elmarad a sokéves átlagtól.

* A cikk a Kopint-Tárki Konjunktúrajelentés. A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2015 tavaszán című kiadványa alapján készült (a jelentést készítette: *Matheika Zoltán, Nagy Katalin, Oblath Gábor, Palócz Éva, Pethő Annamária, Serfőző Nóra, Székács Tamás és Vakhal Péter*).

Nagy Katalin, a Kopint Konjunktúrakutatási Alapítvány ügyvezető igazgatója.

E-mail cím: katalin.nagy@kopint-tarki.hu

Palócz Éva, a Kopint-Tárki Zrt. vezérigazgatója. E-mail cím: eva.palocz@kopint-tarki.hu

Vakhal Péter, a Kopint-Tárki Zrt. tudományos munkatársa. E-mail cím: peter.vakhal@kopint-tarki.hu

A nyersanyagárak csökkenése az év első hónapjaiban folytatódott. A Nemzetközi Valutaalap havi nyersanyag-árindexe februárban az egy évvel korábbinál 34 százalékkal volt alacsonyabb – az energiahordozóké (olaj, gáz, szén) 44 százalékkal, a nem energiahordozó nyersanyagoké 15 százalékkal. A nyersolaj árának csökkenése az év első hónapjaiban is folytatódott, a várakozások szerint 2015 második felében kisebb emelkedés kezdődhet. A jelenlegi helyzetben meglehetősen nehéz bármiféle előrejelzést adni: az első negyedévben az olaj hordónkénti ára 53,9 dollár volt, a következő időszakban a felfelé mutató kockázatok erősödhetnek, így akár 70 dollárra is felkúszhat. A jelenlegi becslések 55–72 dollár/hordó között mozognak, ám a kereslet-kínálat egyensúlyhiánya mellett a spekulációs elemek, a geopolitikai konfliktusok erősödése egyaránt jelentősebb piaci mozgásokat indíthat meg.

A nemzetközi pénzpiacok hangulatát továbbra is alapvetően a Fed várható szigorítására irányuló várakozások határozzák meg. A Fed kommunikációja alapján arra lehet következtetni, hogy idén valóban megnyílik a lehetőség a kamatemelés előtt, de ezt a lépést továbbra sem kívánja elsietni, az eredetileg júniusra várt korrekció időben eltolódhat. Az euró dollárral szembeni leértékelődése tovább folytatódott, jelenleg mintegy 13 százalékkal alatta van a tavaly december végi szintnek. A dollár erősödését az amerikai monetáris politika szigorodása, a várható kamatemelés, illetve az Európánál kedvezőbb növekedési kilátások magyarázzák. Így az idén nem, vagy csak az év második felében várható az euró enyhe erősödése, az éves átlagárfolyam 1,12-1,20 USD/EUR körül alakulhat.

A monetáris politika vonatkozásában a fejlett országokon belül is differenciáltabb kép kezd kibontakozni. Míg a Fed szigorítani akar, és ugyanez várható a brit jegybanktól is, addig Japánban és az Európai Központi Bank esetében további monetáris lazítás jellemző; a prognózisidőszakban nem is várható kamatemelés vagy a likviditásbővítő intézkedések kivezetése.

Az Európai Unióban, ezen belül az euróövezetben az idei évre javuló kilátásokkal számolunk. A hangulatindikátorok alapján arra lehet következtetni, hogy az élénkülés a gazdaság egyre szélesebb bázisán lesz érezhető. Az euróövezet egészére az idén 1,5 százalékos, jövőre 1,8 százalékos GDP-bővülést várunk. A növekedés fő támasza a belső kereslet, ezen belül is elsősorban a magánfogyasztás lesz. A külpiaci környezet javulása, a világkereskedelem élénkülése következtében a kivitel – a korábbiakhoz képest – élénkülhet, a nettó export az import dinamizálódása ellenére pozitív lehet. Az egyes országok közötti különbségek továbbra is jellemzőek maradnak, Németország változatlanul az euróövezet lokomotívjának számít. Az orosz-uk-

rán konfliktus alakulása, illetve a görög válság kimenete lefelé mutató kockázatokat jelentenek az EU-19 számára.

Az infláció nyomott marad az euróövezet országában: az év első hónapjaiban a fogyasztóiár-index tovább csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva, és a maginfláció is a tavaly tavaszi hónapok óta 1 százalék alatt mozog. A jelenlegi előrejelzések szerint éves szinten a fogyasztóiár-index nem mutat majd változást, azonban az év második felében megindulhat egy enyhe áremelkedés. Emellett szól, hogy az euró gyengesége következtében az importárakon keresztül begyűrűzhet némi drágulás. Az élénkülő kereslet, a bérek emelkedése szintén előbb-utóbb éreztetni fogja hatását. Összességében arra számítunk, hogy a deflációs veszély az év folyamán fokozatosan csökken, jövőre a fogyasztói árak újbóli emelkedése várható.

A kelet-közép-európai tagállamok 2014-ben rég nem látott mértékben növekedtek. Az átlagos bővülési ütem 2,6 százalék, csupán két tagállam volt még recesszióban, míg háromban 3 százalékot meghaladó növekedést regisztráltak. Biztató, hogy szinte valamennyi GDP-komponens bővülni tudott, bár a növekedési szerkezetek eltérőek. Az új EU-tagállamok növekedési rangsorát korábban a balti országok vezették, tavaly azonban hátrább csúsztak, és a visegrádi országok lettek a régió éllovasai. Az észt-llett-litván lassulás javarészt az oroszországi recesszióból, valamint az orosz–ukrán konfliktushoz való relatív közelségükből következett.

A legnagyobb kihívást idén az egyre súlyosbodó defláció, valamint az árfolyamok sávszélekre tapadása jelenti. A nem eurót használó tagállamokban a hazai deviza sokat erősödött az euróval szemben, míg a dollárhoz viszonyítva jelentős mértékű gyengülés figyelhető meg. Külön problémát okoz a svájci frankkal szembeni extrém mértékű gyengülés, amiben elsősorban azok a tagállamok érintettek, ahol rendkívül magas a GDP-arányos külföldi devizaadósság (ilyen például Horvátország, Románia és Magyarország).

Némileg mérsékeltebb növekedési ütemeket várunk 2015-ben a régió egészében. A defláció mellett a térség gazdaságát az orosz recesszió is lassítja – amit az Európai Központi Bank likviditásbővítő programja, valamint a tagállami fiskális szigor enyhülése ellensúlyozhat. Utóbbi azonban lassan és megfontoltan kell, hogy történjen, mivel a hiányszintek megnövekedésének komoly következményei lehetnek.

Magyar gazdaság: mi várható 2015-re?

Több gazdasági mutató is arról tanúskodott 2013 közepétől, hogy a magyar gazdaság kezd kilábalni a 2012. évi visszaesésből. Az élénkülés első markáns jele a beruházások dinamikájának erőteljes felgyorsulása volt, miközben a lakosság fogyasztása is nőtt valamelyest, bár lényegesen alacsonyabb ütemben.

A növekedés évközi gyorsulását jelezte, hogy míg 2013 egészében 1,5 százalékos növekedést mértek, ezen belül a GDP bővülése az első félévben még mindössze 0,25, a másodikban már 2,7 százalék volt. A kiugróan magas növekedési adatok láttán az előrejelzőknek az év végén fel kellett tenniük a kérdést: *vajon a magyar gazdaság egy konjunkturális ciklus felívelő szakaszában van (s ennek megfelelően 2014-ben is gyors növekedésre lehet számítani), vagy a 2013. évi gyors növekedést elsősorban (egyesekek szerint szinte kizárólag) átmeneti és egyedi tényezők okozták, ami 2014-ben értelemszerűen a növekedés lassulásával jár együtt.*

Mint az *1. ábra* mutatja, az előrejelzők többsége inkább a növekedés erős lassulására voksolt. 2014 januárjában a Concensus Economics által megkérdezett 20 intézet 2014. évi előrejelzésének átlaga (mean) 1,8 százalék volt, az előrejelzések 1 és 2,3 százalék között szóródtak, azaz még a legoptimistább előrejelző is csupán 2,3 százalékos növekedést prognosztizált 2014-re. Az 1,8 százalékos várt növekedés magasabb ugyan a 2013. évinél, azonban elmarad az év második felében mérttől.

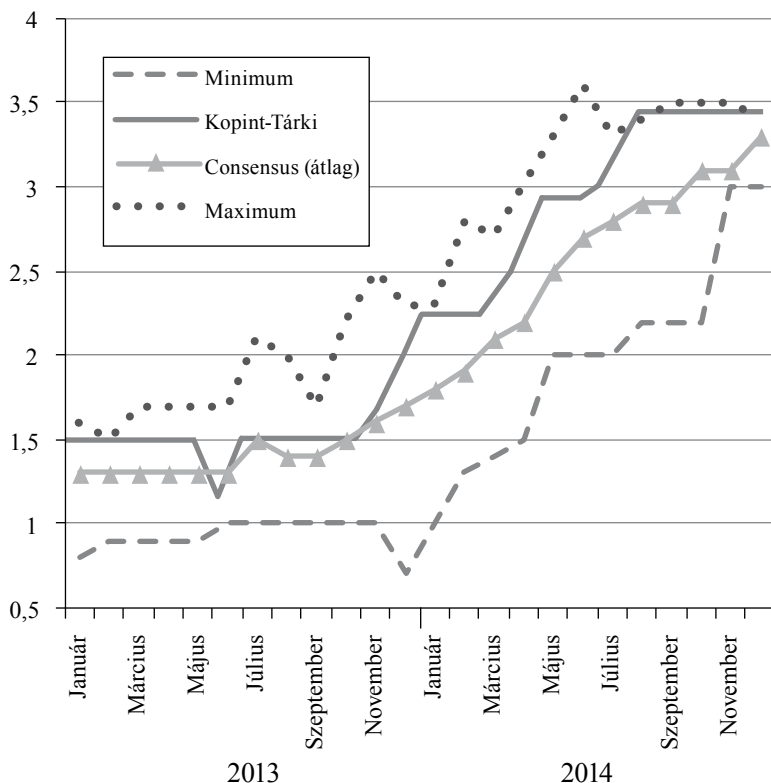
A Kopint-Tárki 2,2 százalékos előrejelzése az év elején a legmagasabbak között (azaz a tényszámhoz a legközelebb) volt, a 3,6 százalékos tényleges ütemtől azonban így is jócskán elmaradt. Az év folyamán azután az elemzői várakozások folyamatosan, hónapról hónapra emelkedtek, de – paradox módon – még az év utolsó hónapjában is jócskán alatta maradtak a tényszámnak.

A 2014. évi növekedés mértéke tehát meglepetés volt, a növekedés ténye és összetevőinek szerkezete azonban már világosan körvonalazódott az év elején. Ugyanakkor az előrejelzők a beruházások prognózisában tévedtek a legnagyobbat. Miközben 2014-ben egyértelműen a bruttó állóeszköz-felhalmozás jelentette a növekedés húzóerejét (14 százalékkal bővült), a Consensus átlaga 2014 januárjában csupán 3,1 százalék volt, az előrejelzések 1,2 és 6,1 százalék között szóródtak. A prognózis és a tényadat közötti jelentős eltérést indokolja, hogy ugyan arra lehetett számítani, hogy az Európai Unió által finanszírozott projektek kivitelezése a 2007–2013-as tervezési ciklus utolsó (pontosabban: t+1) évében felgyorsul, ilyen jelentős mérték azonban nem volt előre látható. Különös tekintettel arra, hogy ugyanebben az évben zajlott az európai uniós fejlesztési projektek intézményi rendszerének teljes átszervezé-

se, a Nemzeti Fejlesztési Ügynökség megszüntetése és új intézmények felállítása, ami azzal a veszéllyel járhatott, hogy a projektek tovább húzódnak. Sok volt tehát a bizonytalansági tényező, ami miatt a viszonylag alacsony beruházási ütemet váró mainstreamtől való számottevő eltérés meglehetősen kockázatos lett volna.

1. ábra

Consensus prognózis a magyar GDP 2014. évi növekedésére



Forrás: Consensus Economics Eastern Europe

Bár a Kopint-Tárki 5,5 százalékos beruházási prognózisa az előrejelzők között a harmadik legmagasabb volt, a tényadattól azonban ez is elmaradt. Mindössze két előrejelző várt ennél magasabb, 6, illetve 6,1 százalékos beruházási ütemet 2014-re.

A magánfogyasztásra vonatkozó előrejelzések nem lóttek ennyire mellé: a 2014. januári Consensus riport 1,2 százalékos prognózisátlagot regisztrált, 0,4 és 2 százalékos közötti intervallumban. A 2014. évi magánfogyasztás-növekedési tényadat végül 1,6 százalékos lett.

A 2014. évi növekedés okai és a 2015. évi kilátások

Mindenekelőtt érdemes megvizsgálni, hol tart ma a magyar gazdaság a 2005. évi állapotához képest. Nos, az adatok azt mutatják, hogy *a tavalyi gyors növekedés ellenére még mindig sok behoznivaló van.*

Az elmúlt tíz évben három krízis is sújtotta a magyar gazdaságot. A legnagyobb kétségtelenül a 2009. évi globális válság súlyos hatása volt (a GDP 6,7 százalékos visszaesésével), azonban ezt megelőzően a sorozatos fiskális kiigazítások következtében már a 2006–2008 közötti időszak is depressziós környezetben telt. A nettó export növekedése következtében 2007–2008-ban még volt ugyan némi gazdasági növekedés (0,5, illetve 0,9 százalékos), a belföldi komponensek közül azonban a magánfogyasztás már ekkor is csökkent, a bruttó állóeszköz-felhalmozás pedig stagnált. A harmadik depresszió 2012-ben érte a gazdaságot, 1,5 százalékos visszaeséssel. Utóbbi (kisebbségi) részben a kedvezőtlen világ gazdasági feltételekkel is magyarázható: az export csökkent, bár a nettó export még így is pozitívan járult hozzá a GDP-hez, mivel az import még jobban zsugorodott. Ennél nagyobb szerepe volt a visszaesésben a magánfogyasztás 2 százalékos csökkenésének. Az utóbbi az alacsony jövedelmű háztartások fogyasztási képességének zsugorodásával magyarázható, ami az egykulcsos személyi jövedelemadó bevezetése és az adójóváírás megszüntetése miatt következett be.

Összességében a három krízis azt eredményezte, hogy 2014-ben – a viszonylag gyors növekedés ellenére – *a magyar lakosság fogyasztása még mindig 7,6, a beruházások volumene pedig 2,8 százalékkal alacsonyabb volt, mint 2005-ben.* Mindez azt sugallná, hogy az elmúlt másfél évben elkezdődött „helyreállítási periódus” még tartogat növekedési impulzusokat. Kérdés, hogy ezek milyen mértékben tudnak érvényesülni.

2014-ben a magánfogyasztás növekedéséhez nagymértékben hozzájárult a nem várt defláció reálkereset-növelő hatása (azon kívül, hogy a háztartási szektor jó részét már kiheverte az adójóváírás kivezetése miatti megrázkódtatásokat). A munkaadók ugyanis részben a várt infláció alapján döntöttek a béremelések mértékéről,

ami 2014 elején még 2 százalék felett volt. Ezzel szemben az éves fogyasztóiár-index mínusz 0,2 százalék lett, ez a reálkeresetek 3,5 százalékos növekedéséhez vezetett. 2,6 százalékkal nőtt a nyugdíjak reálértéke is. A háztartások vásárolt fogyasztásának 1,7 százalékos növekedése a reáljövedelmek megugrásához képest kifejezetten mérsékeltnek mondható, ami arra utal, hogy 2014-ben még mindig hatott a devizahitelek törlesztési terheinek fogyasztást csökkentő hatása.

A beruházások robusztus növekedésében 2014-ben kétségtelenül központi szerepet játszott az európai uniós fejlesztési források intenzív felhasználása. Az adatokból nem olvasható ki pontosan, hogy mely beruházások kapcsolódtak közvetlenül az EU által támogatott projektekhez, mivel az EU-támogatások nemcsak az állami infrastrukturális beruházásokhoz, hanem számos magánberuházás finanszírozásához is hozzájárultak. Mindenképpen figyelemre méltó azonban a feldolgozóipari beruházások 12,7 százalékos növekedése, ami elsősorban az autóipar (Mercedes, Opel és a hozzájuk kapcsolódó beszállítók) beruházásainak volt köszönhető. Mindazonáltal a tavalyi utolsó negyedév adatai már a beruházási dinamika csökkenését jelzik (csupán 1,9 százalékos növekedéssel), ezen belül pedig a feldolgozóipari beruházások 4,1 százalékkal estek vissza.

A beruházási tempó lassulása a tavalyi utolsó negyedévben jórészt a magas bázissal magyarázható: az előző év azonos időszakában ugyanis 14,9 százalékkal nőtték a beruházások.

Ami a 2015. évi növekedési kilátásokat illeti, a tavalyi magas bázis, elsősorban a beruházások területén, felveti a kérdést: *lehet-e még növelni a tavalyi „csúcsra járatott” beruházási dinamikát?* Mindazonáltal a tavalyi előrejelzési tévedésnek óvatosságra kell(ene) intenie a prognózisok készítőit. A t+2 elv alapján 2015-ben még van lehetőség az előző ciklusból áthúzódó beruházások befejezésére, ami továbbra is intenzív, bár a tavalyinál alacsonyabb aktivitást feltételez. Ugyanakkor az sem zárható ki, hogy 2015-ben már lassacskán megindulhatnak az új ciklus beruházásai, legalábbis azok előkészítő munkálatai. A még áthúzódó járműipari beruházások mellett számos vegyipari nagyberuházás kezdődik 2015-ben. Mindent egybevetve a Kopint-Tárki 2015-re *3 százalékos beruházásnövekedést* vár.

A gazdasági növekedés pénzügyi feltételei kedvezőek: a vállalati és lakossági hitelek kamatai történelmi mélypontra süllyedtek. Ennek ellenére 2014-ben a vállalati hitelezés nem indult meg, a Növekedési Hitelprogram eredményei elmaradtak a várakozásoktól. A nyomott hitelkereslet azt bizonyítja, hogy a hitelezés korlátja nem elsősorban a kínálati oldalon található.

A magánfogyasztás 2015. évi növekedési kilátásai viszonylag jók. A januári bér-
adatok alapján feltételezhető, hogy a reálkeresetek növekedése elérheti, legalábbis
megközelíti a tavalyi ütemet. Emellett 2015-ben a magyar devizahiteles háztartások
folyó törlesztési terheinek a csökkenése is a fogyasztás élénkülésével járhat. Kérdés,
hogy a lejárt devizahitelek utáni egyszeri kifizetések összegét a háztartások inkább
megtakarítják, vagy elköltik. Mivel nem várt összegről van szó, inkább a kapott
összeg túlnyomó részének a megtakarítása lenne logikus. Ennek azonban ellene hat
a rendkívül alacsony kamat- és hozamszint. Mivel azonban a deflációs környezetben
ez a kamatszint is jelentős reálkamat-tartalmat hordoz, a reálkamat-tudatos meg-
takarítók részéről inkább a kapott összegek nagyobb részének a különböző megta-
karítási formákban – a brókerbotrány miatt kevésbé befektetési alapokban, inkább
bankbetétekben vagy állampapírokban – való elhelyezése várható.

A Kopint-Tárki *a magánfogyasztás növekedését 2015-ben 3,4 százalékra becsüli.*

A belföldi felhasználás növekedése következtében az export az importnál 0,4-
0,5 százalékponttal alacsonyabb ütemben bővíthet, ami a nettó export csökkenésé-
vel járhat együtt.

Kiemelendő a pénzpiaci stabilitás erősödése 2014-ben, ami az eddigi jelek sze-
rint 2015-ben is folytatódhat. *Amennyiben az év közepén a magyar államadósság fel-
minősítése megtörténik, számolni kell az árfolyam erősödésével,* amire a Monetáris
Tanács további kamatcsökkentéssel reagálhat.

A fentieket összegezve, a Kopint-Tárki *2015-ben 3 százalék körüli növekedést
vár. Az infláció nulla százalék körül várható.*

Kockázati tényezők

Az előrejelzést nagyban nehezíti, hogy 2015-ben is számos olyan tényezővel kell
számolni, amelyek a normális gazdasági folyamatok tendenciái alapján nem jelezhe-
tők előre, hanem egyes állami intézmények, illetve a háztartások nem szokványos,
eseti döntéseitől függenek.

A GDP komponensei közül a magánfogyasztás előrejelzésénél mind felfelé,
mind lefelé mutató kockázatok mutatkoznak. Egyfelől nem zárható ki, hogy a ház-
tartások a devizahitelek forintra váltására a fogyasztás nagyobb növelésével rea-
gálnak, különös tekintettel a konverzió pszichológiai hatására, az árfolyam-bizony-
talanság megszűnésére. Másfelől viszont a vasárnapi zárva tartás mind a vásárolt

fogyasztásra, mind a bevásárlóközponti vendéglátásra negatívan hat: az előbbi tényező bizonytalan, az utóbbi azonban biztosra vehető.

A beruházási dinamika a vártnál alacsonyabb lehet, amennyiben az idén egyáltalán nem kezdődnek meg az új ciklus projektjei. A gazdaságpolitika kiszámíthatatlansága miatti bizonytalanság továbbra is átlengi a magyar gazdasági közéletet, ami szintén hátráltathatja a beruházási szándékokat.

További súlyos kockázatot rejt magában *a brókercsődök esetleges eszkalálódása*. A már ismert csődök miatt kialakuló politikai és társadalmi feszültségek mértékét sem lehet ma még megállapítani.

Magyar Nemzeti Bank: Élénk maradhat a növekedés 2015-ben és 2016-ban is*

VIRÁG BARNABÁS

Nemzetközi összevetésben is erős növekedést és historikusan alacsony inflációs rátát mutatott a magyar gazdaság a 2014-es évben. A növekedés szerkezetében az export bővülése mellett egyre hangsúlyosabban jelent meg a belső kereslet élénkülése is, ami a munkapiaci mutatók további javulását okozta. A 2015. és a 2016. esztendőben az elmúlt években megkezdődött tendenciák folytatódására számíthatunk. A gazdasági növekedés élénk maradhat, amit belső és külső tényezők egyaránt támogathatnak. Az alacsony nyersanyagárak és az Európai Központi Bank eszközvásárlási programja erősítheti az európai konjunktúrát, miközben a mérsékelt inflációs környezetben növekvő reáljövedelmek, a forintosítást követően csökkenő lakossági adósság és a Növekedési Hitelprogram kiterjesztésével várhatóan élénkülő vállalati hitelezés egyaránt a hazai fogyasztás és beruházás erősödése irányába mutat. Az inflációt rövid távon a rendkívül kedvező költségkörnyezet határozza meg, így az éves ráta fokozatos emelkedésére csak az idei év második felétől számíthatunk. Az élénkülő lakossági fogyasztás növelheti a vállalatok áremelési lehetőségeit, de ennek üteme mindvégig visszafogott maradhat, mert mind a nyersanyagok árszintje, mind a bérek a termelési költségek csupán mérsékelt emelkedését valószínűsítik. Ezzel összhangban az éves inflációs ráta még 2016-ban is érdemben a 3 százalékos jegybanki célérték alatt maradhat. A folyó fizetési mérleg az élénkülő belső felhasználás ellenére várhatóan továbbra is számottevő aktívumot mutat majd, amihez a javuló cserearány mellett az exportszektorban kiépült új kapacitások is hozzájárulnak.

A vártnál kedvezőbb 2014-es makrogazdasági adatok háttere

Elemzői körökben bevett gyakorlat, hogy egy-egy új előrejelzés elkészítése előtt – különösen egy új év kezdetén – áttekintjük, hogyan teljesültek az előző időszakra

* Az írás az MNB 2015 márciusában publikált Jelentés az infláció alakulásáról című kiadványa alapján készült.

készített prognózisok, és azonosítjuk az eltérések mögött meghúzódó legfontosabb tényezőket. Ennek a gyakorlatnak az idei és jövő évi előrejelzések elkészítése előtt megítélésem szerint még a korábbiaknál is nagyobb jelentősége van. Ha visszatekintünk az elmúlt év azonos időszakában adott prognózisokra, akkor azt láthatjuk, hogy az elemzői konszenzus a 2014. évi növekedésre 2,0 százalékos, míg az átlagos inflációra 1,1 százalékos értéket mutatott. Ehhez képest az előzetes adatok alapján a GDP 3,6 százalékkal nőtt, míg az inflációs mutató éves átlagban 0,2 százalékos árszintcsökkenést jelzett. Az eltérés mindkét változó esetében mintegy 1,5 százalékpont.¹ Az ilyen jelentős mértékű, éven belüli előrejelzési hibák mindenféleképpen komoly vizsgálatra és alapos magyarázatra szorulnak, hiszen az azokat meghatározó tényezők az új előrejelzéseket is érdemben befolyásolhatják.

A magasabb *idei növekedési* ütem hátterében az elemzői kommentárok leggyakrabban a mezőgazdaságból, az EU-s források felhasználásából vagy a kiépült új autóiipari kapacitásokból adódó, többnyire átmenetinek értékelt hatásokat említik. Ezek a tényezők kétségtelenül jelentősen befolyásolták az elmúlt évi növekedési rátaunkat. A mezőgazdaság 2013 után, 2014-ben is kiváló évet zárt, miközben az EU-s források kihasználásában Magyarország régiós viszonylatban is kiugróan magas arányt ért el. Az elmúlt években kiépült új autóiipari kapacitások az erős, elsősorban ázsiai keresletnek köszönhetően a vártnál is gyorsabban tudták elérni és részben meghaladni termelési terveiket. Az e tényezőkből adódó növekedési többlet minden bizonnyal nem lesz hasonló mértékben megismételhető 2015-ben. Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy az elmúlt évi, vártnál kedvezőbb adatban megjelentek olyan, a növekedés alapfolyamatait is érintő hatások, amelyek egyre nagyobb mértékben támogatják a hazai GDP későbbi növekedését. E tényezőkről a rendszeres, rövid kommentárokból kevesebb szó esik, ezért érdemes külön-külön is kiemelni őket. A legfontosabb közülük a lakosság adósság-leépítési folyamatának alakulása, a világpiacon nyersanyagárak csökkenése mellett fellépő cserearány-javulás és a szolgáltatószektorban kiépült új kapacitások gazdaságélénkítő hatása lehet.

- A magyar *háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseiben* a globális válság 2008-as kitörése óta fontos motivációt jelentett a felhalmozott – nagy arányban devizában denominált – adósság visszafizetése és az adósság egészségesebb szintre csökkentése. Több mint hat év alkalmazkodást, valamint az idei év elején esedékes, a deviza jelzáloghiteleket érintő elszámolást

¹ A Nemzeti Bank előrejelzései mindkét változó esetében a konszenzusnál pontosabbnak – az infláció esetében relatíve a legpontosabbnak – bizonyultak, de az előrejelzési hiba a mi rendszereink szerint is kiugró mértékű volt.

és forintosítást követően a lakossági eladósodottság mértéke középtávon is fenntarthatónak ítélnél szint közelébe süllyed, így a túlzott eladósodásból adódó alkalmazkodási kényszer a jövőben már egyre kisebb szerepet játszhat a háztartások fogyasztási döntéseiben.

- *A világgpiaci nyersanyagárak* elmúlt években megfigyelt általános csökkenése minden nettó importőr ország esetében javítja a külkereskedelmi cserearányt. Ennek hatása Magyarország esetében különösen erős lehet, hiszen a nettó nyersanyagimporttól való függősége a gazdaság méretéhez képest magas. A javuló cserearány a lakosságnál emelkedő reáljövedelmet jelent, míg a vállalkozásoknál az alacsonyabb termelési költségekben és a jövedelmezőség emelkedésében csapódott és csapódik le, növelve a fogyasztási és beruházási lehetőségeket.
- *A szolgáltatások részaránya a magyar exportban* csak 20 százalék, ugyanakkor az elmúlt években a jelentős külkereskedelmi többlet közel fele ebből az ágazatból származott (főként a turizmusból és a szállítmányozásból). A leértékelt ár-folyamszint mellett javuló ár-versenyképesség, illetve az egyes ágazatokban végrehajtott kapacitásbővítő beruházások tartósan növelhetik az érintett szolgáltató ágazatok hozzájárulását a nettó exporthoz és a teljes GDP-hez.

Összességében megállapíthatjuk, hogy bár az elmúlt évi kiugróan erős növekedéshez számos egyedi tényező is hozzájárult, *a növekedés alapfolyamatait illetően is egyre markánsabb hatások jelentek meg* a belföldi kereslet és az export oldalán egyaránt. Míg előbbi hatások ideje megisméltődésére kevésbé számíthatunk, addig utóbbiak egyre inkább befolyásolhatják a GDP változását.

Az *inflációs* adatokban az elmúlt év legfontosabb története a világgpiaci olajárak jelentős csökkenése volt. Érdemes megjegyezni, hogy az olajárak mellett a nyersanyagok világgpiacán már évek óta általánosan csökkenő ártendenciát figyelhettünk meg, ami globálisan mérsékelt költségkörnyezetet eredményezett. Bár az infláció tartósabb tendenciáit megragadó alapfolyamat-mutatók historikusan alacsony szinten, de stabilan alakultak, az általánosan csökkenő üzemanyag- és élelmiszerárak 2014 őszi hónapjaitól negatív tartományba fordították a hazai fogyasztói árindeket. A kétségtelenül domináns rövid távú hatások mellett, a növekedéshez hasonlóan, az infláció esetében is érdemes megemlíteni egy, a tartósabb folyamatokat is meghatározó elmozdulást. Ez a tényező az inflációs várakozások alakulása. Az immár több mint két éve rendkívül alacsony inflációs környezetben ugyanis a gazdasági szereplők inflációra vonatkozó várakozásai is fokozatosan csökkentek. Az alacsonyabb

inflációs várakozások érdemben hozzájárulhattak ahhoz, hogy az élénkülő keresleti környezetben egyre feszesebbé váló munkapiaci feltételek ellenére a versenyszféra bérdinamikája az elmúlt években 4 százalék körül stabilizálódott. Egyre több jel utal arra, hogy az infláció, az inflációs várakozások és a versenyszféra bérezése között a válság előtti években megfigyelt, egymást erősítő – tartósan a jegybanki célok fölött alakuló inflációs környezetet eredményező – hatások az elmúlt években megtörtek, ami a régiós gazdaságok tapasztalatai alapján előretételezve is egyre inkább hozzájárulhat majd az alacsony inflációs környezet fennmaradásához.

Kilátások a következő évekre

A hazai makrogazdasági feltételeket a világ gazdaság oldaláról továbbra is a mérsékelt importált inflációs hatások, a fokozatosan élénkülő európai konjunktúra és – nagy részben a jegybankok aktivitásának köszönhetően – a fejlett piacok rendkívül alacsony hozamkörnyezete jellemezheti. Nettó importőr régióként az alacsony világpiaci nyersanyagárak a reáljövedelmek emelkedésén keresztül erősíthetik a belső keresletet a legfontosabb exportpiacon, az Európai Unióban. Emellett az Európai Központi Bank mennyiségi lazítása következtében számottevően leértékelődő euró-árfolyam is az európai konjunktúra élénkülése irányába hathat. Ez a hatás különösen fontos lehet a magyar gazdaság számára. Az eurózóna gazdaságainak az övezeten kívülre irányuló exportján belül Németország súlya domináns (több mint 36 százalék), így a leértékelődő euró mellett javuló ár-versenyképesség leginkább a német exportőrök teljesítményét támogathatja. Az erős hazai beszállítói kapcsolatokon keresztül ennek közvetett gazdaságélénkítő hatásai a magyar exportőrök esetében is erőteljesek lehetnek. Az európai piacok javuló keresleti hatásait részben tompíthatja az orosz–ukrán konfliktus elhúzódása. Az elmúlt években felépült új autóiipari kapacitások kihasználtsága 2014 második felére elérhette tervezett maximumát, azonban a beszállítói ágazatokban még további kapacitásbővítő beruházásokra számíthatunk. Összességében a fokozatosan élénkülő európai konjunktúra, valamint a termelő és szolgáltató ágazatokban megjelenő új kapacitások következtében a hazai *export* növekedése a következő években is élénk maradhat, támaszt adva a GDP növekedésének.

Az export bővülése mellett a növekedés szerkezetében még hangsúlyosabbá válhat a *belföldi kereslet* hozzájárulása. Az elmúlt években ez többnyire a beruházásokból származott, ám a következő két évben a *lakossági fogyasztás* növekedése is

egyre erőteljesebbé válhat. Az alacsony inflációs környezetben a nominális bérek historikusan mérsékelt ütemben emelkedhetnek, a lakossági reáljövedelmek azonban még így is az idei évben 3, jövőre 2 százalék körüli ütemben bővíhetnek. A válság óta a lakossági viselkedésben megfigyelhető óvatosság oldódására, a megtakarítási ráta fokozatos csökkenésére számíthatunk. A fogyasztási és beruházási hajlandóság erősödéséhez számos további tényező járulhat: a deviza jelzáloghitelek forintosítását követően az alacsonyabb törlesztőterhek növelik a felhasználható jövedelmeket, míg a jövőbeni árfolyamkockázat kiesése az óvatossági megfontolások csökkenése irányába hat. A munkapiacra kirajzolódó tendenciák is csökkenthetik a makrogazdasági környezetből származó bizonytalanságokat. A foglalkoztatási ráta részben a közmunkaprogramok további kiterjesztése, részben a versenyszféra növekvő munkakereslete következtében fokozatosan emelkedhet, aminek következtében a munkanélküliségi ráta 2016 végére elérheti a válság előtti szintet. A növekvő reáljövedelmek és az erősödő fogyasztási hajlandóság eredményeként a lakossági fogyasztás idén és jövőre is 3 százalékot megközelítő ütemben bővíphet.

A *nemzetgazdasági beruházások* volumene a kiugróan magas 2014. évi növekedést követően idén tovább emelkedhet, míg 2016-ban némileg csökkenhet. A beruházásokon belül a hangsúly egyre inkább a magánberuházások irányába tolódhat el. Ezt több tényező együttesen eredményezheti: a Magyar Nemzeti Bank által elindított Növekedési Hitelprogram kiterjesztése a kis- és középvállalkozások egyre szélesebb körében növelheti a forráshoz jutás esélyét, miközben a javuló külső és belső keresleti kilátások általánosan erősíthetik a vállalatok beruházási szándékát. A lakossági körben a fogyasztás esetében már említett jövedelmi folyamatokból és javuló adóssághelyzetből következő hatások mellett a rendkívül alacsony pénzügyi hozamkörnyezet is növelheti a lakáspiaci beruházások arányát. A 2007–2013-as EU-ciklusból rendelkezésre álló források kifutásával az állami beruházások volumene 2016-ban a bázishatások miatt érdemben csökkenhet, ami a magánberuházások folytatódó növekedése ellenére átmenetileg negatív tartományban tarthatja a nemzetgazdasági beruházások indexét. A gazdaság hosszabb távú növekedési potenciálja szempontjából meghatározó beruházási ráta a régiós országok átlagának megfelelő 21 százalékos szint közelében alakulhat.

Összességében a nemzetközi összevetésben is erős elmúlt évi növekedést követően a *GDP bővülése* az idei évben is meghaladhatja a 3 százalékot, 2016-ban pedig 2,5 százalékon alakulhat, amivel folytatódhat a magyar gazdaság felzárkózása az Európai Unió átlagához.

Az *infláció* esetében az elmúlt időszak rendkívül kedvező világgpiaci költségkörnyezetének hatásai rövid távon továbbra is meghatározóak maradnak, így az éves inflációs ráta csak az idei év közepétől kerülhet pozitív tartományba. A fokozatosan élénkülő lakossági fogyasztás növelheti a vállalkozások áremelési lehetőségeit, ám az ebből adódó árnyomás a visszafogott termelési költségek mellett csak fokozatosan és mérsékelten jelenhet meg. Ezzel összhangban az éves átlagos inflációs ráta 2015-ben is 0 százalék közelében alakulhat, érdemben elmarad a jegybank 3 százalékos célértékétől. A költségsokkok közvetlen hatásainak kifutásával az idei év végétől az inflációs ráta fokozatos emelkedésére számíthatunk, ám az inflációs várakozások és a vállalatok bérezési magatartásának alkalmazkodása a belső kereslet folytatódó élénkülése mellett a fogyasztói árak növekedésének mértékét jövőre is a jegybanki inflációs cél közelében tarthatja. A 2016. évi átlagos infláció előrejelzésünk 2,6 százalék lehet.

A magyar gazdaság *külső finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg* aktívuma a következő években is jelentős maradhat. A külkereskedelem mérlegtöbblete a gáztároló-feltöltés és a jelentős beruházásnövekedés miatt 2014-ben a megelőző évi szinten alakult. Az élénkülő belföldi kereslet növeli a magyar gazdaság importigényét, azonban a nyersanyagárak mérsékelt szintje mellett jelentkező cserearány-javulás és a külső kereslet élénkülése következtében a külkereskedelmi mérleg többlete újra növekedhet. Az EU-tól kapott transferek nagysága 2016-ban – az új költségvetési periódus fokozatos indulásával – nagyobb mértékben csökkenhet, miközben a jövedelemegyenleg hiánya a GDP 4 százaléka körül stabilizálódhat. A folyó fizetési mérleg aktívuma az idei évben (a GDP arányában) némileg 5 százalék, míg jövőre 6 százalék fölött alakulhat. A várhatóan továbbra is jelentős külső finanszírozási képesség mellett a gazdaság sérülékenységét a válság alatt alapvetően meghatározó külső adósságmutatók számottevően tovább csökkenhetnek.

Prognózisunk szerint a szabad tartalékok (az Országvédelmi Alap) teljes zárásával a *kormányzati szektor ESA-hiánya* az elmúlt évi 2,6 százalék után 2015-ben a GDP 2,4 százaléka, 2016-ban a GDP 2,2 százaléka lehet. A kormányzati szektor egyenlegének következő években várható javulását jelentős részben a kiadások GDP-arányos mérséklődése eredményezheti. A kormányzati beruházások már említett csökkenése mellett az alacsony kamatkörnyezet folyamatosan mérsékli a központi költségvetés kamatkiadásait. Bevételi oldalon az élénkülő belföldi kereslet és a gazdaság fehéredése elsősorban a forgalmi típusú adókból befolyó összegeket emelheti meg. Változatlan árfolyamot feltételezve az alacsony költségvetési hiány és a növekvő nominális GDP eredőjeként a *GDP-arányos államadósság* az idei év végére 76 százalék alá, míg 2016-ban 74 százalékra süllyedhet.

Pénzügykutató Zrt.: Kisebb lendület, megőrzött egyensúly*

VÁRHEGYI ÉVA

A tavalyi kiugró gazdasági növekedést jelentős részben a választási évhez kapcsolódó gazdaságpolitikai intézkedések alapozták meg, miközben a magángazdaság növekedési alapjai nem erősödtek meg. Az idei évet ezért mérséklődő lendület jellemzi, annak ellenére, hogy a javuló külgazdasági konjunktúra, a bőséges uniós transzferrek és az ennek következtében továbbra is jelentős külső finanszírozási többlet teret enged a gazdaságélénkítő kormányzati-jegybanki politikának. A belső egyensúly is megőrizhető, ám a tartósan alacsony hiányt és az államadósság-ráta csökkenését biztosító gazdaságpolitika helyett a kormány ezt változatlanul a gazdaság jövőjét romboló intézkedésekkel éri el.

A világgazdasági keretfeltételek

A globális növekedés az előzetes adatok szerint *2014-ben* minimálisan gyorsult 2013-hoz képest. Az elmúlt öt év tendenciái két markáns folyamatot jeleznek. Egyfelől lendületét veszti a feltörekvő, fejlődő régió, másfelől viszont a fejlett országok – bár összességében mérsékelt növekedésgyorsulást mutatnak – nem tudják dinamizálni a világgazdaságot. 2014-ben 2,4 százalékos növekedési ütemmel *az USA vált a világgazdaság motorjává*. A Magyarország fő piacának számító Európai Unióban 1,3 százalékos volt a növekedés, az eurózónában 0,9 százalékkal bővült a kibocsátás. Ez jelentős pozitív fordulat az előző két évhez képest, amikor az eurózóna gazdasági még visszaestek. A német gazdaság mind az eurózóna, mind az unió átlagát meghaladva 1,6 százalékkal nőtt. A feltörekvő, fejlődő országok dinamikája 2011 óta folyamatosan csökken, 2014-ben mindössze 4,4 százalékot tett ki. Kína gazdasága már csak 7,4 százalékkal bővült, ami kedvezőtlen hatással volt egész Ázsiára. *Oroszországban drasztikusan romlottak a növekedési kilátások*, a meredeken csökkenő

* A cikk a Pénzügykutató Zrt. „Kisebb lendület – megőrzött egyensúly. A magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2014–2015” című munkája alapján készült. A tanulmány elkészítésében részt vett: *Antalóczy Katalin, Herczog László, Mohácsi Kálmán, Neményi Judit, Petschnig Mária Zita, Várhegyi Éva, Voszka Éva*. Szerkesztette: *Várhegyi Éva*.

Várhegyi Éva, az MTA doktora, a Pénzügykutató tudományos tanácsadója.
E-mail cím: evavarhegyi@t-online.hu

olajárak, a fokozódó geopolitikai feszültségek, a kelet-ukrajnai háború kitörése és az embargó súlyos gazdasági visszaesést, a külkereskedelmi mérleg és a költségvetési bevételek összeomlását okozta – jelezve az orosz gazdaság sebezhetőségét és továbbra is monokultúrás jellegét. Bár 2014-ben a világgazdaságban továbbra is jelentős volt a pénzbőség, a fogyasztóiár-emelkedés üteme nem nőtt, sőt *Európában a defláció réme fenyegetett* a rendkívül gyenge kereslet és az átlagosan 7,5 százalékkal csökkenő olajárak következtében.

Alapvetően az olajárak, a dollár- és euróárfolyam, a monetáris politikák, valamint a geopolitikai feszültségek alakulása határozza meg 2015 világgazdasági folyamatait. E tényezők eredőjeként arra számítunk, hogy a tavalyi ütemhez képest minimálisan, *3,5 százalékra gyorsul a globális növekedés*. A világgazdaság motorja az USA marad, de az eurózóna tempója is 1,3 százalékra gyorsulhat. Németországban változatlan dinamikát valószínűsítünk. A feltörekvő régió világgazdasági növekedést támogató teljesítménye 2015-ben tovább csökkenhet. Kínában a GDP üteme 7 százalék alá eshet, aminek a tovagyrűző hatásai az egész ázsiai régiót gyengítik. Oroszország gazdasági teljesítménye 3-3,5 százalékkal zsugorodhat. A minimálisra csökkentett kamatok és a likviditásbőség ellenére 2015-ben is *defláció fenyegeti a fejlett gazdaságokat*. Az eurózónában a közös valuta leértékelődését és a kissé növekvő keresleti hatást az olajárak várhatóan 40 százalékot is meghaladó csökkenése ellensúlyozza. Az Egyesült Államokban a gyorsuló növekedés inflációs hatását ugyancsak a csökkenő olajárak és a felértékelődő dollár mérsékli.

Magyar gazdaság: mérséklődő lëndület

A magyar gazdaság 2014-ben felmutatott, az unióban kiugrónak minősülő 3,6 százalékos növekedése sem volt elégséges ahhoz, hogy elérje a globális válság előtti (2008. évi) szintet. Versenytársaihoz képest *megkésett felzárkózása ráadásul a termelékenység csökkenése mellett indult meg*. A gazdaság dinamizálódása a kedvező külső konjunktúrán kívül a jó mezőgazdasági terméseredményeknek, a beérő autóiipari fejlesztéseknek, az uniós pénzek felpörgetéséből ráerősítő építőiparnak és a szállítási, raktározási ágazatnak volt köszönhető. A belső keresletet a felturbósított uniós forráskiáramlásra túl a választási évhez igazodóan fellazult jövedelem-, monetáris, költségvetési és munkaerő-piaci politika is fűtötte. Hosszú idő után először volt példa arra, hogy *a GDP belföldi felhasználásának növekménye meghaladta*

termelésének ütemét, kiiktatódott a nettó export növekedési többletet eredményező hatása.

A gazdasági növekedés lendülete *2015-ben* mérséklődik – elsősorban a beruházások ütemcsökkenése következtében. Folytatódik viszont a háztartások fogyasztásának bővülése a továbbra is laza jövedelempolitika, valamint a banki elszámolási törvény érvényesítése nyomán. Azzal számolunk, hogy hosszú évek óta elhalasztott fogyasztásukat elsősorban a középrétegek igyekeznek behozni. Az alacsony jövedelműek kereslete viszont, ellentétben az előző (választási) évvel, a szociális rendszer átalakítása miatt feltételezhetően mérséklődik, mivel a kieső jövedelmeket a foglalkoztatás bővülése nem tudja pótolni. A jövedelmi és vagyoni különbségek további szélesedése a társadalmi kohézió lazulásával rontja a gazdaság hosszú távú növekedési esélyeit. A kedvezőbbé váló külső feltételek figyelembevételével 2015-ben 2,4 százalékos gazdasági növekedést tartunk lehetségesnek – szimmetrikus, felfelé és lefelé mutató kockázatokkal.

A növekedés apadó forrásai

Beruházások

A megkésve magára találó magyar gazdaságban a beruházások *2014-ben* 14 százalékkal nőttek. A fejlesztéseket elsősorban az uniós források felpörgetett felhasználása stimulálta. A versenyszektor beruházásait a külső konjunktúra és a főként a járműiparra koncentráló állami támogatási politika ösztönözhatta. A befektetések üzleti környezetét azonban *a továbbra is kiszámíthatatlan, hektikus gazdaságpolitika* töretlenül rongálta, ami nettó tőkekiáramlásban csapódott le. A Magyar Nemzeti Bank Növekedési Hitelprogramja – amely az eredetileg meghirdetett feltételekhez képest expanzívabbá vált – nem volt elégséges ahhoz, hogy a cégberuházások széles körben lendületet vegyenek. A lakásépítés emelkedett ugyan, de a használatba vett lakások száma nem érte el a válság kitörése előttinek (a 2008. évinek) a negyedét sem. A lecsökkent banki kamatszint önmagában elégtelennek bizonyult a háztartások és a vállalkozások beruházási keresletének széles körű bővüléséhez. A beruházási és a bruttó állóeszköz-felhalmozási ráta a 2013-tól megindult javulás ellenére is kisebb volt a válság mélypontját jelentő 2009. évinél, és *nem volt elégséges az állóeszköz-állomány értékcsökkenésének ellensúlyozására*.

Az előző évi magas bázis és egyes nagyberuházások áthúzódo hatása következtében *2015-ben az állóeszköz-fejlesztések 3 százalék körüli növekedésére számí-*

tunk, de ehhez lefelé mutató kockázatokat kapcsolunk. Nagyobb, 5-6 százalékos körüli bővülést csak az uniós források által támogatott területeken várunk, a politikailag preferált sportberuházásoknál pedig még ennél is nagyobbat. A fejlesztések stagnálását prognosztizáljuk a közigazgatásban, a védelemben és a vendéglátásban. Az oktatásban, a villamosenergia-iparban, a kereskedelemben és a pénzügyi szektorban viszont a dezinvestíció folytatódására számítunk. A – főként a lakosságot érintő – ingatlanügyleteknél tízszázalékos növekedést prognosztizálunk. A feldolgozóipari fejlesztések csak akkor lendülnek be az általunk várt 3 százaléknál nagyobb mértékben, ha az exportpiaci lehetőségek az elgondoltnál is jobban bővülnek.

Foglalkoztatás, munkanélküliség

A KSH munkaerő-felmérésen (kikérdezésen) alapuló jelentése szerint *2014-ben* a munkaképes korosztályon belül 4 100 800 főnek volt munkája, 208 000-rel (5,1 százalékkal) többnek, mint az előző évben. Az iparban 84 200-zal (6,7 százalékkal), a szolgáltatásokban 103 100-zal (3,9 százalékkal), a mezőgazdaságban 5000-rel (0,3 százalékkal) nőtt a foglalkoztatottak száma. *A foglalkoztatási ráta 51,2 százalékról 54,1 százalékra emelkedett.* A közfoglalkoztatás keretében foglalkoztatottak átlagos létszáma 53 500 fővel, 129 100 főről 182 600-ra emelkedett, ami 41,5 százalékos növekedés. A külföldön dolgozók átlagos száma (szezonálisan) 100 500-zal, az előző évinél 18 000-rel (1,8 százalékkal) magasabb.

A cégek és intézmények munkaügyi jelentésében szereplő alkalmazotti létszám 2 823 100 volt tavaly, egy év alatt 162 400-zal – 4,6 százalékkal – emelkedett, de a feldolgozóiparban csak 2,5 százalékkal. A versenyszférában alkalmazottak száma mindössze 49 300 fővel, 2,6 százalékkal nőtt. A költségvetési szektorban a növekedés 68 100, azaz 8,7 százalékos, a közfoglalkoztatottak nélkül számolva azonban csupán 3,5 százalékos volt. A munkanélküliek száma 97 700 fővel 343 300-ra csökkent, így a munkanélküliségi ráta 2,5 százalékponttal, 7,7 százalékra mérséklődött. *2008-hoz, az utolsó „békeévhez” viszonyítva* azonban még mindig *17 000-rel több volt a munkanélküli*, bár a munkanélküliségi ráta már elérte a válság előtti szintet.

A versenyszférában a foglalkoztatás szerény (éves átlagban 1 százalékos) bővülésével számolunk *2015-ben*. A költségvetési szektorban a bértömeg növekedése az intézményi létszám 7000 fős emelkedését sejteti. Kérdés, hogy a közfoglalkoztatás 2014. évi, választási megfontolások miatt mesterségesen felpumpált mértéke a költségvetés gondjai miatt módosul-e. A kormány korábbi – a költségvetési törvényben

is lefektetett – szándékai a közfoglalkoztatás szerepének erősödésére utalnak, hiszen annak támogatását 35 milliárd forinttal tervezi növelni. Ugyanakkor az utóbbi időben egyre több hír érkezik arról, hogy Budapesten és számos vidéki településen csökkentik a közfoglalkoztatást. Azt vélelmezzük, hogy 2015-ben a közfoglalkoztatottak száma némileg mérséklődik. Mindez a *foglalkoztatási szint stagnálását és a munkanélküliség kismértékű emelkedését valószínűsíti*. A foglalkoztatottak átlagos száma 4,12 millió körül alakulhat, a munkanélkülieké pedig éves átlagban 350 000 fő körül várható, ami *8 százalékos munkanélküliségi rátának* felel meg.

Keresetek

Nemzetgazdasági szinten mind a bruttó, mind a nettó keresetek 3 százalékkal emelkedtek *2014-ben*, a közfoglalkoztatottak nélkül számolva azonban mindkét növekedés 4,9 százalékos volt. Mivel a fogyasztói árszint éves átlagban 0,2 százalékkal csökkent, a *reálkereset 3,2 százalékkal emelkedett*. A versenyszférában a bruttó és a nettó keresetek az év egészében 4,3 százalékkal nőttek. A költségvetési szférában a közfoglalkoztatás alakulása továbbra is látványosan torzította a mutatókat: a nettó keresetek átlagosan 1,2 százalékos növekedése közfoglalkoztatottak nélkül számolva 5,9 százalék volt.

A versenyszférában 3,5 százalékos, a közfoglalkoztatottak nélkül számba vett költségvetési szektorban 3,7 százalékos átlagkereset-növekedést várunk *2015-ben* – annak ellenére, hogy mintegy 2 százalékponttal alacsonyabb inflációval számolunk, mint a költségvetési törvény. Mivel azt vélelmezzük, hogy 2015-ben a közfoglalkoztatottak száma mérséklődik, részarányuk csökkenése a költségvetési szektor átlagkeresetében nagyjából 0,5 százalékpontos további – technikai – csökkenést idéz elő, ezért ott 3,2 százalékos átlagkereset-növekedést valószínűsítünk. Nemzetgazdasági szinten az átlagkereset 3,4 százalékos emelkedését becsüljük, amiből – az árszínvonal 0,4 százalékpontos csökkenését feltételezve – *a reálkereset 3,8 százalékos növekedése* adódik.

Megtakarítások, hitelek

A csökkenő kamatok ellenére *2014-ben* megállt a bankbetétek átáramlása a jobb hozamú állampapírokba és befektetési jegyekbe. Jelentősen megugrott ugyanakkor a készpénzállomány, részben az alacsony betéti kamatok, részben a tranzakciós illeték és a banki díjak emelkedése miatt. A hitelállomány apadása is folytatódott, bár

lassuló ütemben. A két tényező eredőjeként *a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása 1882 milliárd forintra, a GDP 5,9 százalékára nőtt.*

A vállalati szektorban erősödött a betételhelyezés, ugyanakkor a hitelállomány szerény növekedésbe váltott, főként a kis- és középvállalati szektorban hitelbővülést hozó jegybanki Növekedési Hitelprogram jóvoltából. Azonban továbbra is *a GDP 0,4 százalékára rúgó nettó megtakarítói pozíció jellemezte a vállalatokat.*

A lakossági megtakarításokat és hiteleket *2015-ben* döntően a bankok „elszámoltatása” alakítja. Az árfolyamrés és az egyoldalú kamatemelések „tisztességtelensége” miatti hitelezői visszatérítések 950 milliárd forintot hagynak a háztartásoknál, ami megnöveli a rendelkezésre álló jövedelmüket. A bruttó pénzügyi megtakarítások a GDP 5,4 százalékára emelkedhetnek. Bár a devizahitelek forintosítása miatt mérséklődő óvatosság erősítheti a háztartások hitelfelvételét, ez várhatóan nem éri el a banki elszámolások állománycsökkentő hatását, így összességében folytatódik a lakossági hitelállomány leépülése. *A háztartások nettó megtakarítása 2200 milliárd forintra, a GDP 6,6 százalékára emelkedhet.*

A vállalati szektorban a gyenge árfolyam és az alacsony olajárak növelik a cégek jövedelmét, ami a betéteiket is megemeli. A Magyar Nemzeti Bank – az idei évre szánt 500 milliárd forintos keretösszegű Nemzeti Hitelprogram mellett – további 500 milliárd forinttal úgynevezett Nemzeti Hitelprogram Pluszt hirdetett meg, amelynek keretében a hitelezési veszteségek felét átvállalja a kereskedelmi bankoktól. Az Erste Bank is hasonló összegű hitelkihelyezésre tett ígéretet a bankadó általános mérséklésének kormányzati ígéretéért cserébe. Mindez elsősorban a kis- és középvállalati szektorban, valamint az agrárágazatban erősíti a vállalatok hitelfelvételét. A bankokra az elszámoltatás mellett további terhet hárít, hogy a takarékszövetkezeti és brókeresdők miatt kiürült Országos Betétbiztosítási és Befektető-védelmi Alapot fel kell tölteni, ami gyengíti hitelezőképességüket. Így csak *csekély mértékben kerülhet újra nettó hitelfelvevő pozícióba a vállalati szektor.*

Megőrzött egyensúly

A kiugró dinamikájú gazdasági növekedés már tavaly is kedvező külső egyensúlyi helyzetben jött létre, és a belső egyensúly főbb mutatói is javultak. Az ország külső finanszírozási többlete 2015-ben is magas marad, ami lehetővé teszi, hogy a gazdaságélénkítő kormányzati és jegybanki politika az idén se borítsa föl a belső egyensúlyt.

A magyar export *2014-ben* mindössze 4,2, az import 4,7 százalékkal nőtt, a *külkereskedelmi aktívum 6402 millió euró* (a 2013. évinél 153 millió euróval kevesebb) lett. A kivitel csekély növekedése 2014-ben is szinte teljes egészében egyetlen árucsoport, a közúti járművek exportjának emelkedéséből származott. A Mercedes, majd az Audi termelésének felfutása egyre látványosabban mutatkozik meg: a közúti járművek kivitele közel 32 százalékkal, 3217 millió euróval emelkedett egy év alatt. E nélkül a kivitel stagnált volna, mert a többi termékkör exportja meglehetősen kedvezőtlenül alakult. Az átlagot meghaladóan nőtt az Európai Unióba irányuló export, mégpedig úgy, hogy a régi tagországokba 7,5, az új tagállamokba 1,2 százalékkal emelkedtek a kiszállítások. A fő piacot jelentő Németországba rendkívül dinamikusán, 10,5 százalékkal bővült a magyar export. A másik húzó piac az amerikai kontinens, az USA és Mexikó volt. Az ázsiai kivitel ezzel szemben 10 százalékkal csökkent.

Az erősödő európai konjunktúrának köszönhetően *2015-ben* a magyar export növekedési üteme – euróban számolva – várhatóan megegyezik a 2014. évivel. Az import értékének alakulását döntően befolyásolja az energiaárak várható csökkenése, így az élénkülő fogyasztás ellenére a behozatal növekedési üteme némileg mérséklődik, *s az export-import olló összeér*. Összességében arra számítunk, hogy a kivitel és a behozatal egyaránt 4,2 százalékkal nőhet, *a külkereskedelmi mérleg aktívuma pedig 6670 millió euró lehet*. A külkereskedelem relációs szerkezetében nem várunk lényeges elmozdulást. Továbbra is meghatározó marad az Európai Unió, az itt várható kis keresletélénkülés is elég lehet ahhoz, hogy a térség részesedése ismét megközelítse a magyar export 80 százalékát. Az úgynevezett „déli nyitás” újonnan meghirdetett stratégiájának nagyjából annyi nyoma lesz a kivitel szerkezetében, mint amennyi a keleti nyitásnak volt.

A fizetési mérleg statisztikai számbavételének új metodikája szerint 2008-tól a szolgáltatásokba és az áruforgalomba új elemként bekerült az illegális termékforgalom (árúk) és az illegális tevékenységekhez kapcsolódó tranzakciók elszámolása (szolgáltatások), ami megnövelte az ország külső finanszírozási képességét. Az új metódus és az első háromnegyed év tényezői alapján feltételezzük, hogy *a folyó fizetési mérleg többlete 2014-ben elérhette a 4,4 milliárd eurót, a GDP 4,4 százalékát*. A tökemérleg aktívuma kissé mérséklődhetett, de *a külső finanszírozási képesség így is magas maradhatott: 7,7 milliárd euró, a GDP 7,7 százaléka*.

A nettó export volumenhatások miatti csökkenését *2015-ben* ellensúlyozhatja az alacsony olajárak cserearányát javító hatása. A jövedelem-kiáramlás tovább mérséklődhet, így *a folyó fizetési mérleg aktívuma elérheti a 4,2 milliárd eurót, a GDP 4 százalékát* az idén is. Az uniós transferek az új költségvetési periódusban is viszonylag magasak maradnak, bár az utóbbi két évhez képest visszaesnek. Prognózisunk szerint *a külső finanszírozási képesség 7,8 milliárd euró lehet, a GDP 7,2 százaléka*.

Államháztartás

A tervezettnél (2,9 százalék) jobb államháztartási hiány- és eladósodottsági mutatók kialakulásában *2014-ben* a kedvezőbbé váló külső körülmények és a feléledő belső kereslet egyaránt közrejátszottak. A mutatókat az uniós statisztikai rendszer felülvizsgálata is javította. A külső kereslet élénkülése és a bőséges uniós források, valamint a választásokhoz kötődő kiadásnövelő kormányzati politika a vártnál magasabb növekedést eredményezett, ami segítette a költségvetési bevételek teljesülését. A Magyar Nemzeti Bank a Növekedési Hitelprogrammal stimulálta a gazdaságot. Az ESA 2010 statisztikai módszerre való átállás következtében pedig, elsősorban a GDP-t emelő revízió miatt, a bruttó államadósság GDP-hez mért aránya elmozdult a 2010 óta jellemző 80 százalék körüli szinttől. Az új adatok 2011-től folyamatosan és határozottan *csökkenő adósságrátát mutatnak*, a 2013. évi adat a korábbi 79,2 százalékról 77,3 százalékra módosult.

Az államháztartás központi alrendszerének pénzforgalmi szemléletű egyenlege 2014-ben 826 milliárd forint (a GDP 2,6 százalékára rúgó) hiányt mutatott, ami még az eredeti előirányzatnál (985 milliárd forint) is kedvezőbb, a módosított előirányzatnak pedig mindössze 72 százaléka. Ez akkor is jó eredmény, ha figyelembe vesszük, hogy az év végén váratlanul százmilliárdos nagyságrendű uniós támogatás érkezett, ami néhány tized százalékponttal javította a szaldót. Az előzetes adatok szerint az ESA 2010 szemléletű *2014. évi államháztartási hiány a GDP 2,6 százaléka volt*.

A *2015. évi költségvetés* a GDP százalékában mérve 2,4 százalékos ESA-hiányt irányozott elő, teljesülésének azonban nem elhanyagolhatók a kockázatai. A növekedési pálya lassulásával már számoltak ugyan a költségvetés készítésekor, de a kedvező költségvetési hatással járó tavalyi tényezők jó része átmeneti volt, s kifizetésükkel az adóalapok relatív szűkülése is várható. Nem várt kiadásokra is számítani lehet,

amelyek részben az állami tulajdonba került bankokkal, részben a brókerszektorban történt bukásokkal kapcsolatban merülhetnek fel.

A külső környezet alakulása sem egyértelműen pozitív. Az Európai Központi Bank elindította pénzbőséget teremtő programját, ami az euróövezetben mind a kereslet alakulását, mind pedig a finanszírozás költségeit kedvezően érintheti. Ám a magyar gazdaság lehetőségeit és finanszírozási költségeit más tényezők is érzékenyen befolyásolják (az eurózónán belüli események, a görög helyzet, a Fed monetáris politikája, a feltörekvő piaci események fertőző hatása). Az ebből adódó kockázatokat (kevésbé dinamikus kereslet, a hozamfelárak felfelé mozdulása) az egyre expanzívabb jegybanki hitelprogram sem képes ellensúlyozni. Amennyiben a forint árfolyama gyenge marad, a költségvetésbe tervezett kamatköltségek még az esetlegesen tovább csökkenő, nyomott jegybanki alapkamat ellenére sem mérséklődhetnek érdemben. *Az államadósság pedig nőhet*, nem csupán a devizaadósság átárazódása miatt, hanem azért is, mert *a kibocsátandó forintadósságnak a lejáró devizaadósságon realizált árfolyamvesztéséget is fedeznie kell.*

Az ESA 2010 módszertan szerint *2015-re 2,6 százalékos államháztartási deficit* alakulhat ki. A háromszázalékos küszöb alatti hiány elérése nincs veszélyben, de a költségvetésben előirányzott 2,4 százalékos hiánycél eléréséhez az úgynevezett országvédelmi tartalékok megtakarítása és bevételi oldalon újabb intézkedések szükségesek, különösen ha a kockázatok realizálódnak.

Az előzetes adatok szerint *az államadósság GDP-hez mért aránya 2014 végén 76,9 százalék volt*, az előző évihez viszonyítva 0,4 százalékponttal csökkent, ami elsősorban a magas nominális GDP-nek köszönhető. Az állami részesedésvásárlások a pénzforgalmi hiányt és így a finanszírozási szükségletet növelték, ezek a tételek az ESA-hiányban nem jelentek meg. Az államadósság nagyságát ugyanakkor a devizaadósságnak az előző év végi szintet jelentősen meghaladó 2014 végi forintárfolyamra történő átárazásából fakadó különbség befolyásolja.

Az államadósság GDP-hez mért aránya *2015 végére a GDP 76,2 százalékára csökkenhet*, amiben nem számoltunk a finanszírozási igényt esetleg tovább növelő, váratlan különkiadásokkal.

Infláció

A fogyasztói árszínvonal *2014-ben 0,2 százalékkal* alacsonyabb volt az előző évinél. A defláció érintette az élelmiszereket, a tartós fogyasztási és ruházati cikkeket, a háztartási energiát, valamint az egyéb cikkek, üzemanyagok árufőcsoportját

is. *A maginfláció viszont – noha az előző évihez képest mérséklődött – még mindig 2,2 százalékos árszintnövekedést jelzett.* A defláció annak ellenére következett be, hogy a forint árfolyama számottevően gyengült, a kormány pedig – a jegybankkal együtt – laza pénzügypolitikát és kiengedő jellegű jövedelempolitikát folytatott. Az infláció kiiktatódását elősegítette a külső és belső termelői árnyomás felszámolódása, valamint a kormány erőszakos rezsicsökkentő politikája. A háztartások fogyasztási kereslete élénkült ugyan, de annak árhúzó hatását a továbbra is magas nettó megtakarítási ráta tompította.

A defláció 2015-ben valamelyest fokozódik – annak ellenére, hogy a költségvetési politika jelentős költségnyomást erősítő tételekkel terhelte meg a gazdaságot és a háztartások fogyasztási kereslete is élénkült. Az előző évről áthúzódó negatív árhatás azonban rendre lefelé szorítja a havi indexeket, amit az olajárak esése, a külső defláció és az erős piaci verseny is megtámogat. A defláció kiiktatódását csak az év második felére prognosztizáljuk. Az esztendő átlagában várt *0,4 százalékos árszintcsökkenés* ellenére az éven belüli drágulást (decemberi index) 1,5 százalékosra tesszük.

Kamatok

A Magyar Nemzeti Bank *2014 nyarán*, az alapkamat 2,10 százalékos szintjénél átmenetileg lezárta két évig tartó kamatcsökkentési ciklusát; az irányadó ráta 7-ről 2,1 százalékra mérséklődött. A pénzpiaci hozamok alakulása azonban csupán a rövidebb lejáratokon követte a jegybanki kamatvágásokat. Ehhez az is hozzájárult, hogy a kéthetes kötvények betét alakítása során a Magyar Nemzeti bank a belföldi hitelintézetekre szűkítette a jegybanki instrumentumot igénybe vehető körét, ami megnövelte a forintpiaci likviditást.

Az alacsony kamatfelár *labilissá tette a forinteszközök vonzerejét*, amit a gyenge forintárfolyam is tükröz. További veszélyt rejt magában, hogy a jegybanki vezetés a Magyar Nemzeti Bank nyereségessé tétele érdekében elkötelezte magát az alacsony kamat és a gyenge árfolyam mellett. Mivel azonban ebből származó bevételeit a jegybanki feladatkörhöz nem tartozó célokra (alapítványok támogatása, ingatlanvásárlás) fordítja, a monetáris finanszírozás tilalmát áthágó, kvázi-fiskális tevékenységével még a költségvetés helyzetét sem javítja.

Újabb kamatcsökkentő ciklusát *2015. március 24-én* indította be a Magyar Nemzeti Bank, amiben az alacsony inflációs környezet mellett az Európai Központi Bank eszközvásárlási programja miatt bővülő likviditás is szerepet játszott. A kiadott köz-

lemény és a közzétett Inflációs jelentés *további kamatcsökkentéseket helyez kilátásba*, bár meglátásunk szerint a hazai pénzügyi szektorban felszínre került, hatalmas összegű veszteségeket és egyúttal jelentős állami kötelezettségvállalást előidéző csatlások óvatosabbá tehetik a jegybankot. A kamatcsökkentés mértékét a Fed második félévben várható kamatemelése is mérsékelheti. Arra számítunk, hogy az év végéig legfeljebb *1,6 százalékgig süllyed az alapkamat*. A pénzügyi kamatok követik a jegybanki alapkamat csökkenését, de a hosszabb lejáratokon csak lassúbb ütemben.

A takarékszövetkezeti csődök és a brókereskalások miatt az Országos Betétbiztosítási Alap és a Befektető-védelmi Alap is jelentős feltöltésre szorul, ami a bankok emelkedő költségén keresztül a kamatszpredet is növelheti. Ugyanakkor a kormány-
nak az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bankkal kötött megállapodása értelmében *2016-tól csökken a banki különadó*, ami a jövedelmezőségi kilátások javulása révén már az idén növelheti a bankok hitelezési aktivitását. A két ellentétes tényező együttes hatásaként *a banki kamatszpredék enyhe csökkenésére számítunk*.

Árfolyamok

A forint *2014 nyarán* gyengülésnek indult, az orosz–ukrán konfliktus háborús eszkalálódásának kezdetén *megközelítette addigi történelmi mélypontját* (316 forint közeli euró). A forint gyengülése jórészt a régiós valutákkal együtt ment végbe, ami mögött a háborús konfliktus mellett a Fed eszközvásárlási programjának leállása és a kamatemelési várakozások hatására erősödő dollár is meghúzódott, bár egyes hazai megnyilvánulások (például a devizahiteles intézkedések) is szerepet játszhattak benne. Éves átlagban 309 forintra erősödött az euró, az év végén pedig 315 forintos szintet ért el, noha a devizahitelek piaci árfolyamon történt forintosításának bejelentése megnyugtatta a piacokat. A dollár euróval szembeni erősödése az amerikai valutához a képest még inkább meggyengítette a forintot: az év végére 259 forintra ugrott az árfolyama.

Minden árfolyamot megrázó hatást váltott ki 2015. január 15-én *a svájci jegybank váratlan lépése*: eltörölte a frank túlzott megerősödésének megakadályozására bő három éve felállított 1,20-os euró-frank küszöböt. Bár ettől a lépéstől a frank leértékelődését várták, a svájci valuta jelentősen felértékelődött, és az euróval szemben azóta is a paritás közelében maradt (az euró frankárfolyama 1,05–1,08 között ingadozott).

A Fed szigorító politikája és az amerikai gazdaság teljesítménye erősítette a dollárt az euróval szemben. A dollár vonzerejét az is növelte, hogy az Európai Központi Bank újabb eszközvásárlási programjával és a nulla közeli kamattal tovább lazította monetáris politikáját, miközben a megoldatlan görög válság is aggasztja az euróba befektetőket. Március közepére csaknem a paritásig gyengült az euró, és év végére sem várunk 1,05 körüli szintnél erősebb euró/dollár árfolyamot.

A svájci frank felértékelődése *a magyar piacot is sokkolta*: a forint új történelmi mélypontra esett az euróval szemben (326-os szintig), és a frank forintárfolyama is 300 fölé ugrott. Februártól kissé visszaerősödött a forint árfolyama az euróval és a frankkal szemben (288, illetve 306), de a rendületlenül izmosodó dollárhoz képest tovább gyengült. Minthogy Magyarország makrogazdasági és pénzügyi egyensúlyi mutatói az idén is viszonylag kedvezőek maradnak, a második félévben *várhatóan sor kerül az ország felminősítésére*, ami erősíti a befektetői bizalmat a forinteszközök iránt. Ez ellen hat ugyanakkor, hogy a jegybank további kamatsökkentése leszorítja a főbb valutákkal szembeni kamatfelárat. Ezért az idén sem számítunk a forint érdemi megerősödésére: *az év végére 310 forintos euróárfolyamot* prognosztizálunk, és hasonló éves átlagot. Az euróval szemben tovább erősödő dollárhoz képest leértékelődik a forint: 2015 végére *295 forintos dollárt valószínűsítünk*, éves átlagban pedig 290 forint/dollárt.

Ágazati teljesítmények

Az ipari termelés *2014-ben* 7,6 százalékkal nőtt, ami *az elmúlt négy év legjobb eredménye*, és az Európai Unió egészében is az élmezőnybe tartozik. A növekedést most is a kivitel húzta, közel 10 százalékos bővüléssel. A 2008 óta tartó folyamatos visszaesés után ebben az évben a belföldi eladások is elérték a bázis – alacsony – szintjét. A feldolgozóipar összes ágazatában emelkedett a termelés, de messze lemaradva a növekedés motorjának számító, 20 százalékkal bővülő járműgyártástól. Hosszú évekig tartó zsugorodás után a még mindig viszonylag jelentős súlyú számítógép-elektronikai termékek gyártásának az indexe is a pozitív tartományba került. Visszaesett viszont a másik két nagy ipari ágazat, a bányászat és a villamosenergia-gázellátás kibocsátása, az utóbbi több mint 6 százalékkal.

Az ipari növekedés hajtóereje *2015-ben* is a kivitel, ezen belül az autógyártás és a hozzá kapcsolódó néhány terület lehet. A külső kereslettől, ezen belül Németországtól nem várunk jelentős pótlólagos lendületet, miközben az orosz kereskedelmi

korlátozások kedvezőtlen hatása fennmarad. A belföldi eladások – figyelembe véve az összes és különösen az új megrendelések gyenge mutatóit – legfeljebb a tavalyi szint körül alakulhatnak. Mindennek alapján az exportnak a 2014. évi értéknél valamivel visszafogottabb bővülésére és a hazai értékesítés szinten maradására, összességében *5 és 6 százalékos közötti növekedésére számítunk.*

Az építőipar *2014-ben* a megelőző év dinamikáját is felülmúlva 14,2 százalékos növekedést mutatott, de úgy, hogy a kibocsátás trendje a második félévben végig lefelé lejtett. A fő hajtóerőt az egyéb építmények, elsősorban *a közlekedéshez kapcsolódó beruházások* adták, mégpedig részben a parlamenti és önkormányzati választások megszokott ciklusa, részben az uniós költségvetési periódus lezárulása miatt. Túljutott a mélypontra a lakásszektor is: az átadott lakások száma 15 százalékkal, az építési engedélyeké pedig 28 százalékkal nőtt. Mind a két adat elmarad azonban a 2012. évi értékektől, és alig több mint az ötöde a válság előtti, 2008-as szintnek.

Az építőiparban *2015-ben* lendületvesztésre számíthatunk. A magas bázis mellett ennek fő oka, hogy megszűnik, illetve gyengül a fő mozgatóerő, a politikai és az uniós támogatási ciklus hatása, amit a lakásépítések lassú regenerálódása nem tud ellensúlyozni. Erre utal, hogy az ágazat teljes rendelésállománya – a második félév folyamatos csökkenése után – 2014 decemberében 17 százalékkal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban, az új megrendelések pedig alig haladták meg a bázis felét. Mindennek hatására 2015-ben *az építőipar stagnálás közeli helyzete várható.*

A mezőgazdaság 2014. évi helyzetét egyrészt az határozta meg, hogy az elmúlt hét év vidékfejlesztési támogatásainak mintegy fele a termelés korszerűsítésére irányult. Így olyan új ültetvények, illetve tehenészeti és sertésnevelő telepek jöttek létre, amelyek korszerű és igényes termelése ellensúlyozza, sőt a gyümölcsstermelés esetében jelentősen meghaladja a hagyományosan termelők leépülő kapacitásait. A gyümölcsstermesztés körülbelül 30 százalékkal felülmúlta a pár évvel ezelőtti mennyiségeket, a tejtermelés 2013 óta, a sertésnevelés pedig 2014-től meghaladta a korábbi alacsony szintet. Másrészt a napos, de szokatlanul esős időjárás a szántóföldi növénytermelésben minőségi gondokat, a kertészeti tevékenységekben pedig jelentős veszteségeket okozott. A mintegy 5 millió tonnás búzatermés lényegében a 2013. évi volumennel egyezett meg. Kukoricából 9,2 millió tonna termett, ez nagyjából 36 százalékkal haladja meg a 2013-ban betakarított mennyiséget. *A mezőgazdaság teljes termelési volumene 2014-ben mintegy 9 százalékkal növekedett.* A növénytermesztési és kertészeti termékek előállításának volumene 12 százalékos fölé emelkedett, az élőállatok és állati termékek előállításáé pedig több mint 5 százalékkal. A pályázati rendszer működése jóvoltából a beruházások emelkedtek.

A megvalósult és még befejezésre váró, unió támogatással segített beruházások révén a mezőgazdasági termelés *2015-ben* várhatóan tovább nő. Összességében a növények termesztése 2-3 százalékkal, az élőállatok nevelése 1-2 százalékkal, a tejtermelés 4-5 százalékkal bővííhet. A baromfiszektor enyhe szűkülését bőven kompenzálja a beruházások lezárulásával a sertéságazat és a tejszektor várható növekedése. *Így a teljes mezőgazdasági termelés 2-3 százalékkal, a mezőgazdasági jövedelem 3-4 százalékkal lehet nagyobb, mint 2014-ben.* A mezőgazdasági beruházások az első félévben még a 2014-es szinten maradnak, a második félévben azonban a pályázati rendszer hektikussága miatt valószínűleg csökkennek.

Összegzés, következtetések

A magyar gazdaságban beindult végre a növekedés, és a pénzügyi egyensúly sem borult fel, sőt a kiviteli többlet és a bőséges unió transzferek magas szinten tartják az ország külső finanszírozási többletét. Magyarország mégsem került ki a befektetésre nem ajánlott besorolásból (erre az idén ősszel van esély), a közvetlen külföldi tőkebefektetések egyenlege pedig – a bankok kényszerű tőkeemelései nélkül – negatív. A forint gyenge, labilis árfolyama a pénzügyi befektetők értékítéletét tükrözi.

A tavalyi kiugró gazdasági növekedést jelentős részben a kedvező külső környezet (beinduló konjunktúra, bő pénzügyi likviditás, alacsony infláció, unió transzferek, külföldi munkavállalási lehetőségek) és a választási évhez kapcsolódó gazdaságpolitikai intézkedések (unió beruházások felpörgetése, közmunka növelése, béremelések, rezsicsökkentések, reálnyugdíj-emelkedés) alapozták meg.

A gazdaság növekedési üteme az idén már mérséklődik, mivel

- lelassul a beruházások növekedése, amit főként az unió támogatások éltettek, miközben – a kiszámíthatatlan és versenytorzító kormányzati beavatkozások mellett – a magángazdaság növekedési alapjai nem jöttek létre;
- a befektetői bizalom hiányában a kiterjesztett Növekedési Hitelprogram ellenére sem várható a magánszektor beruházási kedvének és a bankok hitelezési hajlandóságának érdemi erősödése;
- a bankok „elszámoltatása” miatt a háztartásoknál maradó többletjövedelem kissé fellendííheti ugyan a fogyasztást, de rontja egyúttal a bankszektor hitelezési képességét, amit a brókeresalások pénzügyi szektorra szétterülő terhe is visszavet;

- a versenyszférában továbbra is csak szerény mértékben nő a munkahelyek száma;
- mindezek, valamint a stagnáló termelékenység miatt továbbra is alacsony marad a magyar gazdaság potenciális növekedése.

Az ország *külső finanszírozási többlete* a kedvező konjunktúra mellett és az uniós transfereknek köszönhetően 2015-ben is fennmarad, ami teret enged a gazdaságélénkítő kormányzati-jegybanki politikának. A járműgyártásra fókuszáló fejlesztések miatt egyre jobban koncentrálódó ipar és export azonban növeli a gazdaság sérülékenységét.

A *belső egyensúly* is megőrizhető, ám a kormány ezt változatlanul a *gazdaság jövőjét romboló intézkedésekkel* teszi. A költségvetési bevételeket a szolgáltató szektorok jövedelmének megcsapolásával, az oktatásból (főleg a felsőoktatásból) és az egészségügyből kivont forrásokkal teremti elő, amivel hosszabb távon is alacsony szinten konzerválja a termelékenységet és a gazdaság potenciális növekedését. A közszolgáltatók rentábilis működését veszélyeztető árszabályozással és a kiterjedt államosításokkal további veszteségforrásokat teremt a kormány. A költségvetési hiánycél fenntartását a jövőben a két éven át érvényesített reálnyugdíj-növekedés is nehezíti. A szociális kiadások megnyirbálásával, átalakításával pedig tovább romlik a társadalmi kohézió. Mindez *megnehezíti a felzárkózást segítő növekedési pálya és az egyensúly fenntartását, miközben egyre nagyobb áldozatokat követel a magyar társadalomtól.*

Policy Agenda: Nem látni a gazdasági bizalom újrépülésének jeleit

BELYÓ PÁL

A világgazdaság 2014-ben összességében 3,3 százalékkal bővült. Változatlanul érzékelhető a különbség a fejlett gazdaságok és a fejlődő országok növekedési üteme között. Ebben komoly szerepe van az Amerikai Egyesült Államok növekvő gazdaságának, a bruttó hazai termék volumene 2,4 százalékkal emelkedett. Kína gazdasága továbbra is dinamikusan bővült, bár a tavalyi 7,4 százalék az utóbbi évtized legalacsonyabb mértékét jelenti. Az indiai GDP 7,2 százalékos bővülése meghaladta az előző évek dinamikáját. Az Európai Unió a nehézségek ellenére kikerült a válságból, az euróövezetben 0,9 százalékos, a 28 tagállam egészében 1,3 százalékra gyorsult növekedéssel. 2015-ben további lassú emelkedés várható, ezt jelzi az euró erősödése, a konjunktúramutatók javulása. *Az Európai Unió átlagos növekedése elérheti a 1,5-1,8 százalékot.*

A globális gazdaságban újabb konfliktusok alakultak, illetve korábbi regionális problémák erősödtek fel. A világgazdasági energia- és nyersanyagárak 2014-ben számottevően mérséklődtek, különösen a kőolajár zuhanása befolyásolta a gazdasági folyamatokat. Az alapanyagok árindexe összességében 6 százalékkal mérséklődött, az energiaárak 7,5 százalékkal csökkentek, míg az élelmiszerárak 3,8 százalékkal estek. A laza monetáris politika, a magas államadósság, az államháztartási deficit csökkentésének kényszere befolyásolta a gazdasági növekedést. Idén sem képzelhető el jelentős fejlődés, *a világgazdaság összességében a tavalyi mértékben bővíthet.* A 2014-ben kialakult területi konfliktusok, háborúk, Oroszország politikai-gazdasági elszigetelődése változatlanul bizonytalanságot jelent a lassan helyreálló globális kereskedelmi és tőke mozgási folyamatokban.

Bizonytalan növekedési kilátások

A magyar gazdaság 2014-ben kiemelkedő ütemben bővült. A GDP 3,6 százalékkal emelkedett, ez a második legmagasabb ütem az Európai Unióban. Különösen jó évet zárt a mezőgazdaság, és nőtt az ipar teljesítménye, elsősorban a járműipar

és a beszállító ágazatok kibocsátásának eredményeként. A felhasználási oldalon – a rendkívül alacsony bázishoz képest – emelkedett a beruházási tevékenység, amely az uniós források 2007–2013 közötti ciklusának végére koncentráldott, így ez az idén nem fog megisméltódni.

A tavalyinál alacsonyabb mértékű, mintegy *2,2 százalékos növekedést várunk 2015-ben*. A lassulásnak máris vannak jelei: 2014 végén a belföldi értékesítés visszaesett, a járműipar 2014-es, első féléves 27 százalékos termelésbővülése októberre 21 százalékra csökkent. Tavaly a feldolgozóipari termelés volumene az első tíz hónapban 8,9 százalékkal bővült, októberben azonban már csak 2,4 százalékkal. Az építőipar első félévi 20 százalékos növekedése pedig a hihetetlenül alacsony bázis és a jelentős állami építőipari megrendelés eredménye volt.

Összességében a magyar gazdaság teljesítménye a 2014. évi 3,6 százalékos növekedés ellenére még csak a 2008. évi válság előtti szintet érte el – ám azóta *a visegrádi* négyek gazdasága, bár különböző mértékben, de *5-15 százalékkal bővült*. A magyar gazdaság 2015. évi várható növekedését az is befolyásolja, hogy a látványosan javuló foglalkoztatás sem ítéhető nagy eredménynek, hiszen *most dolgoznak újra annyian a versenyszférában, mint 2008-ban, a válságot megelőzően*. Az államháztartás 2015-re tervezett hiánycéljának elérését a 2014-es kedvező deficit megkönnyíti ugyan, de nagy gondot jelent majd, hogy *az államadósság tervezett ütemű csökkenése ellehetetlenül*.

Mivel a kormány gazdaságpolitikája a foglalkoztatás bővülését tartja a növekedés alapvető tényezőjének, érdemes részletesebben is megvizsgálunk e folyamatokat. A korábbi évek csökkenő-stagnáló foglalkoztatottságát követően a múlt évben jelentősen, 200 ezerrel nőtt a foglalkoztatottak száma. Csakhogy az első pillanatra biztató adatot több tényező árnyalja. A megindult gazdasági növekedés következtében mintegy 100 ezer fős pluszt igényelt a versenyszféra, főként az ipar és az építőipar, kisebb részben a kereskedelem. A munkaerő-piaci bővülést ugyanakkor megkétszerezte a közmunkások számának másfélszeresére emelése, valamint a külföldön dolgozók számának 30 ezres bővülése.

A nemzetgazdaságban a teljes munkaidőben foglalkoztatottak bruttó átlagkeresete 2014-ben 237 700 forint volt, 3 százalékkal magasabb, mint a megelőző évben. Az átlagkereset a versenyszférában 252 700 forint volt, 4,3 százalékkal több, mint a megelőző évben, míg a költségvetési intézményekben – a közfoglalkoztatottak bérét figyelmen kívül hagyva – 241 200 forint, 5,9 százalékkal magasabb, mint 2013-ban. A nettó átlagkereset 155 700 forintra nőtt, ez szintén 3 százalékos plusz. Mivel a

fogyasztói árak 2014-ben összességében 0,2 százalékkal mérséklődtek, a reálkereset 3,2 százalékkal emelkedett.

A foglalkoztatás 2015. évi javulásának nincs valós alapja. A vállalati körben végzett konjunktúrafelmérések nem számolnak érezhető létszámbővítési szándékkal, és a termelékenység alacsony szintje sem magyarázza a foglalkoztatottak iránti bővülő keresletet. Tovább folytatódik a magyar dolgozók elvándorlása 2015-ben, összességében már közel 400 ezer – jelentős részében jól kvalifikált – magyar dolgozik majd külföldön, a magyarországinál akár tízszer magasabb bérért.

A múlt év negyedik negyedében a magyar gazdaságot is elérte a világgazdasági defláció. Az ipari termelői árakat a világpiaci energiaárak zuhanása, valamint az utóbbi hónapokban már lanyhuló kereslet jellemzi, míg a magyar exportárak a forint árfolyamának romlása miatt kissé emelkedtek. A mezőgazdaságban 2014-ben ismét kiváló termés volt. A fogyasztói árakat a lakossági energiaárak leszorítása befolyásolta, bár azok világpiaci zuhanása miatt kormányzati beavatkozás nélkül is bekövetkezett volna a csökkenés. Az ipar belföldi értékesítési árai a múlt év egészében összesen 2,1 százalékkal mérséklődtek, az ipari export értékesítési árai viszont 0,7 százalékkal nőttek. Az építőipari termelői árak 1,9 százalékkal emelkedtek.

Összességében *a magyarországi defláció semmiképpen sem tekinthető sikernek.* Bár a fogyasztói árak csökkenésének nyilvánvalóan van pozitív eredménye is, a folyamat egyúttal a gazdaság működésének abnormalitására is utalhat. Idén már lassú inflációra számítunk, az átlagos áremelkedés valószínűleg 1-1,5 százalékos lesz, sőt az év végére 2-2,5 százalékra is emelkedhet.

Változatlanul instabil monetáris helyzet

A monetáris és fiskális folyamatokat – mint a megelőző néhány évben – 2014-ben is a kormányzati megszorítások alakították. A háztartások gazdálkodásában a növekedés esélyeit 2015-ben a javulónak ítélt foglalkoztatási és kereseti folyamatok adják; így a nulla százalék közeli infláció miatt javulhat a reáljövedelem. A vállalkozások körében az év végi gyengülő GDP-termelés, az elmaradó, sőt csökkenő külföldi tőkeberuházások azonban *ismétlődő, újabb megtorpanást jeleznek.*

Egyértelműen kedvezőnek tekinthető a folyó fizetési mérleg többlete, ami a külkereskedelmi forgalomnak tulajdonítható. Ebben a járműgyártás felfutása meghatározó szerepet játszott, a „keleti nyitásban” azonban nem következett be semmilyen elmozdulás. 2014-ben az export 7,1 százalékkal, az import 8,8 százalékkal

kal növekedett. A külkereskedelmi mérleg aktívuma 1977 milliárd forintot, illetve 6,4 milliárd eurót tett ki, 22 milliárd forinttal, illetve 153 millió euróval kevesebbet, mint az előző évben. Az export forintban mért árszínvonala tavaly 1,1 százalékkal nőtt, az importé nem változott, így a cserearány 1 százalékkal javult. A forint árfolyama az euróhoz képest 4 százalékkal, az amerikai dollárhoz viszonyítva 3,9 százalékkal gyengült.

A kormányzati szektor 2014. évi uniós elszámolású (ESA 210) hiánya az előzetes adatok szerint 829,1 milliárd forint, a GDP 2,6 százaléka volt, az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számításba vett adóssága pedig az év végén 24 529 milliárd forint. Ez a GDP 76,9 százaléka, valamelyest kevesebb az egy évvel korábbinál. *A 2015. évi költségvetési törvény a közszolgáltatások kiadásainak szűkítésével számol.* Nehéz helyzetet okoz majd a szociális ellátások elképzelt átalakítása. A szociális törvény módosításával ugyanis a második negyedévtől több, eddig jelentős részben a központi költségvetésből finanszírozott ellátás önkormányzati hatáskörbe kerül. Ezzel érzékelhetően tovább szűkül az államháztartás szociális kiadásainak előirányzata. A következmény az lehet, hogy *a jövedelmi szegénységben és társadalmi kirekesztettségben élők aránya tovább nő.* A 2010-ben mért 29,9 százalékos arányuk három év alatt 11,5 százalékkal ugrott meg, ilyen mértékű romlás az Európai Unió egyetlen tagállamában sem következett be, sőt az országok döntő többségében szerény mértékben csökkent a jövedelmi szegénységben élők és a társadalmi kirekesztettséget elszenvedők aránya.

Az államháztartási folyamatok arra utalnak, hogy az adósságállomány csökkenése nem halad a tervezett és ígért mértékben. Bár *a GDP-arányos deficit akár 2,6 százalékra is lezöríthető,* de ez a szociális területekről történő további forráskivonást jelenthet. A maastrichti hiánykorlát betartása továbbra is nehéz, esetleg újabb adókiutakozásokkal lesz elérhető, amely a gazdálkodó szervezeteket és a háztartásokat terheli majd.

A forint gyengülő árfolyama miatt is elképzelhető, hogy *hamarosan kamatemelési periódus indul.* A magyarországi bankrendszer „elszámoltatása” viszont egyértelműen az eddigi túladóztatás fokozását és a gazdaság fellendülésének nehezítését jelenti. A potenciális növekedésen 2015-ben az sem javít, hogy a hangoztatott tőkebefektetés-generálás helyett *folytatódik a tőke- és profitkivonás,* nem látni a gazdasági bizalom újraépülésének a jeleit.

A termelői árak csökkenése, az energiahordozók mérséklődő világpiaci árszintje, a kedvező termés és a világpiaci tendenciák következtében bekövetkezett mezőgazdasági áresés feltehetően nem folytatódik 2015-ben. A 2014-es világpiaci áresés

erőteljesebb hatást gyakorolt az áralakulásra, mint a forint gyengülése, ez azonban idén már nem folytatódik. *Az infláció* 2015-ben minden gazdasági szereplő véleménye alapján nőni fog, *várhatóan 2 százalék körüli mértékben.*

A gazdaság dinamizálását célzó jegybanki hitelprogram hatására a rövid távú hitelezés 2014-ben még nem bővült. A 2000 milliárd forint kihelyezésével a kis- és középvállalkozások még nem kezdtek érzékelhető mértékű beruházási tevékenységbe. A vállalati szektor banki hitelállománya az idén is csak lassan javul, elmarad a bővülő gazdaság igényeitől. A 2015-ös költségvetési évben is *fennmarad egyes ágazatokban a gazdálkodó szervezetek túladóztatása*, a hitelintézetek továbbra is szigorú hitelezési gyakorlata.

Nehezen induló beruházások, változatlan külföldi tőke kivonás

A beruházási tevékenység alapján is megítélhető, hogy érvényesül-e a kiszámíthatóság és a bizalom a gazdaságpolitika iránt. Amennyiben a beruházások elmaradnak, nincs lehetőség fejlődésre.

A beruházások volumene a 2014. évi két számjegyű bővülés ellenére 3,3 százalékkal még mindig elmarad a 2008. évben mért szinttől. A tavalyi, főleg az EU-támogatások által fűtött beruházási folyamat 2014 harmadik negyedétől lelassult, és kérdés, hogy 2015-ben fennmarad-e a beruházási hajlandóság. A gazdálkodási-pénzügyi folyamatok jellemzői – a még mindig alacsony infláció, a kényszerűen alacsony alapkamat, a forint gyenge és gyengülő árfolyama – változatlanul veszélyt jelentenek. *A pénzügyi bizalom továbbra is törékeny az állami korrupciót feltételező vádák miatt.*

A vállalkozások adóztatása a költségvetési források megszerzési kényszere miatt 2015-ben is fokozódik, a korábbiaknál is egyre kiterjedtebb lehet. A jelenlegi adóztatás gyakran már büntető jelleget is öltő rendszere ellehetetleníti a tervezett beruházásokat. A működő tőke pedig nem jön, hanem máshol keres kedvezőbb befektetési környezetet. Bár az „unortodox” gazdaságpolitika a fogyasztást igyekszik nagyobb adóval terhelni, *a jövedelemadóztatás mostani rendszere társadalmi szakadást okoz.* A 2016-os költségvetés fél évvel előbbi elkészítése és jóváhagyása érthetetlen lépés, hiszen az ahhoz szükséges adókönyvet kialakítása csak a megalapozatlan kommunikációban létezik. A költségvetésben 3 évre előre bejelentendő adórendszerrel kapcsolatos előrejelzések már nem szerepelnek a tervekben.

A vállalkozói szféra gazdálkodásának indikátorai 2015-re összességükben nem mutatnak javuló helyzetet. A konjunktúra megítélésében a nyugat-európai indexek (így az IFO-index) is csak gyenge javulást feltételeznek. A vállalkozói szféra romló hangulatát megalapozza az év végére csökkenő GDP-bővülés, a lassuló ipari növekedés, a lanyguló belföldi kereslet és a változatlanul kiszámíthatatlan üzleti környezet is. A hitelhez jutás nagyon nehézkes, az adórendszer és a forint árfolyamának változása negatívan befolyásolja a vállalkozói szféra túlnyomó részét.

Az adórendszer 2015-ös változtatásai kedvezőtlenül hatnak a lakossági jövedelmekre és a fogyasztásra. A kormányzati döntések egyrészt növelik majd a háztartások terheit, és csupán egy szűk kör számára jelentenek javuló helyzetet, másrészt szűkítik az amúgy is kereslethiányos fogyasztás lehetőségeit is, például a vasárnapi kereskedés megtiltásával. *A jövedelmi folyamatok az alsó három jövedelmi osztály további szegényedését valószínűsítik.* A bruttó átlagkereset 2014. évi 3,5 százalékos emelkedése a stagnáló infláció mellett még reálkereset-bővülést jelentett, de a további rezsicsökkentés a várhatóan 2 százalékos körüli infláció mellett – és most már a forint árfolyamromlását is figyelembe véve – nem eredményez majd érezhető reáljövedelem-növekedést. A foglalkoztatottságban, a jövedelmi helyzetben megvalósult 2014. évi kis javulás ellenére *a háztartások több megszorítást már nem tudnak elviselni*, azok több mint egynegyede már az egy főre jutó létminimum alatti összegből él. A tartós munkanélküliség változatlanul súlyos gond. Az álláskeresőknél csaknem a fele egy évnél hosszabb ideje nem talál munkát, és az álláskereső átlagos időtartama is több mint másfél év.

A magyar gazdaság 2015-ben eléri a válság előtti szintjét – ez érezhető lemaradást jelent a környező, velünk együtt rendszert váltott országokhoz viszonyítva. Az európai összehasonlításban is kedvezőnek tekinthető tavalyi növekedési mutatók nem tekinthetők egy dinamikus fejlődés jeleinek. A sok bizonytalansággal terhelt 2015-ös évben ezek nem ismételhetők meg. A tervezett költségvetéssel és azt megalapozó adórendszerrel az egyre sűrűsödő strukturális problémákat – a gazdaság élénkítését, a foglalkoztatás érdembeli bővítését, az adósságállomány csökkentését és a társadalmi-szociális feszültségeket – nem lehet megoldani.

Századvég Gazdaságkutató Zrt.: A növekedés idén is három százalék fölött maradhat*

VIROVÁ CZ PÉTER

Nemzetközi folyamatok

Az *Európai Unió* gazdasági növekedése 2014 utolsó negyedében enyhén gyorsult, de a kibocsátás dinamikus növekedése még várat magára. Összességében azonban lassan javulni látszik a konjunktúra. A GDP 1,3 százalékos bővülését a fogyasztás vezérelte, a beruházás és a nettó export csak marginális mértékben járult hozzá. Az Európai Bizottság februárban közzétett előrejelzése szerint az idei év folyamán folytatódik a válságból való lassú kilábalás, a GDP-növekedés éves üteme 1,7 százalékot tehet ki. Motorja továbbra is a fogyasztás bővülése lehet, de nő a beruházások hozzájárulása is, míg a nettó export a GDP növekedési üteme szempontjából semleges lesz. Az EU gazdasága 2016-ban 1,9 százalékkal bővülhet, a növekedést a fogyasztás és a beruházás azonos mértékben támogathatja.

Az *Egyesült Államokban* az éves bázisú növekedési ütem 2014 záró negyedében 0,3 százalékponttal, 2,4 százalékra mérséklődött az előző negyedévhez képest. A lassulás mögött a nettó export támogató szerepének visszaesése áll. A dollár erősödése következtében az import növekedési üteme meghaladta az exportét, amire az elmúlt négy évben kevésszer volt példa. Az unióval ellentétben az amerikai gazdaság idén dinamikus növekedést produkálhat, a 2015-re várt 3,5 százalékos ütem következtében *tovább tágul az USA és EU közötti kibocsátási olló*. A növekedés motorjai idén is a belső tételek lehetnek, csakúgy, mint tavaly, a dollár erősödésének következtében a nettó export negatívan érintheti a GDP bővülését.

Az EU munkaerő-piaci helyzete tovább javult, mivel a harmadik negyedév során éves összevetésben közel 1 százalékkal bővült a foglalkoztatottság. Januárban a munkanélküliségi ráta 9,8 százalékon állt, ami 0,8 százalékponttal alacsonyabb,

* A cikk a Századvég Gazdaságkutató Zrt. negyedéves Makrogazdasági monitor és konjunktúraelemzés című kiadványa alapján készült. Az elemzésben felhasznált adatbázis március 10-én zárult le. A jelentés egyes részeit készítették: *Isépy Tamás, Lay Csaba, Pálvölgyi Zsigmond, Quittner Péter és Virovác Péter*.

mint egy évvel korábban. A gyorsuló európai gazdasági növekedés hatására idén 0,7, jövőre 0,9 százalékkal bővülhet a foglalkoztatás, így 2016-ban átlagosan már csak 9,3 százalékos lehet a munkanélküliségi ráta. Az Egyesült Államokban szintén dinamikus emelkedik a foglalkoztatottak állománya. A munkanélküliségi ráta decemberben 5,6 százalékra esett, ami 0,9 százalékpontos csökkenést jelent 2013 végéhez képest. *Janet Yellen*, a Fed elnöke szerint a jelenlegi munkanélküliségi adatok közel járnak az amerikai gazdaság természetes munkanélküliségi rátájához, ami teret nyithat a kamatkondíciók esetleges szigorítása felé.¹

A várakozásoknak megfelelően az Európai Központi Bank kiterjesztette eszközvásárlási programját, 2016 végéig havi 60 milliárd euró értékben vásárol az eurózónában kibocsátott értékpapírokból. A mennyiségi lazítás következtében több tagállam rövid lejáratú állampapírjaival lejáratig tartott *negatív hozam mellett kereskednek*, amire korábban nemigen volt példa. Az európai likviditás növelése kedvező hatással volt a tőkepiacokra is: az idei évben az európai tőzsdeindexek dinamikus növekedést mutattak, és tovább csökkentek a kockázati megítélés mutatójaként használt CDS-felárak is. A nyugodt piaci légkört egyedül a *svájci jegybank* váratlan döntése törte meg, amely több év után eltörölte a frank euróhoz való rögzítését. A döntés egy időre *megbénította a valutapiacot*, komoly veszteséget okozott a pénzügyi szektor több szereplőjének is.

Az élelmiszer- és energiaárak 2015 első két hónapjában tovább csökkentek. A nyersolaj hordónkénti ára január közepén 45 dollár közelébe süllyedt, februárban 60 dollár körül stabilizálódott. Az olaj árának csökkenésével az unióban és az Egyesült Államokban negatív tartományba esett az éves infláció. Csökkentek az uniós maginflációs mutatók is: az energia- és élelmiszeráraktól szűrt árindex 0,7 százalékos értéke tartós dezinflációs környezetet valószínűsít.

Idén *folytatódhat a lassú ütemű költségvetési konszolidáció* az EU-ban és az eurózónában is. Az euróvezetben felgyorsulhat az államháztartás kiadási oldalának csökkentése, emiatt az idén 0,4 százalékponttal kedvezőbb lehet a költségvetési hiány a 2014-re becsült 2,6 százalékos GDP-arányos mutatónál. Az Európai Bizottság februári előrejelzése szerint az unióban a kiadások nagyobb ütemű csökkentésének hatására az idén 2,6 százalékos lehet a hiány. 2016-ban mindkét gazdasági régióban folytatódhat a kiadási oldal dinamikus, míg a bevételi oldal enyhe csökkentése, aminek következtében tovább javulhatnak a költségvetési mutatók.

¹ Adatbázisunk lezárását követően, március 18-án a Fed a kamatdöntését kísérő közleményében új iránymutatást adott, ami a közeljövőben megnyitja a kamatemelés lehetőségét.

Az eurózóna *adósságpályájára* vonatkozó előrejelzések enyhén javultak november és február között. Az Európai Bizottság becslése szerint az euróövezet tavaly évi végi adósságállománya 94,3 százalékos lehet, az előrejelzések szerint enyhe növekedést követően idén tetőzhet. Az unióban a mutató 88,4 százalékra növekedett, de az adósságárta idén már csökkenő pályára állhat.

A magyar gazdaság jelenlegi helyzete és várható fejlődési pályája

A hazai gazdaság 2014 utolsó negyedében, meglepetést okozva, 3,4 százalékra gyorsuló GDP-növekedést ért el. Ezzel 2014-ben 3,6 százalékkal bővült a GDP volumene, így *Magyarország ledolgozta a válságot követő visszaesést*. A IV. negyedévi bővülés szerkezete némileg eltért az egész évben tapasztalttól: a növekedést a belső kereslet mellett a nettó export is segítette, ami 0,6 százalékponttal járult hozzá az év/éves GDP-növekedéshez. Ennek elsődleges magyarázata az export fel lendülése, amit a turizmus erősödése segített, míg az import mérsékeltebb ütemben bővült. A dinamikus gazdasági teljesítményt – szemben a korábbi negyedekkel – október–decemberben a fogyasztás vezérelte, ami éves bázison 1,9 százalékkal bővült. Ez 0,9 százalékpontos GDP-hozzájárulásnak felelt meg. Mindez biztató előjelnek tekinthető az idei évre. A fogyasztást elsősorban a rendelkezésre álló jövedelem bővülése élénkítette, ami a foglalkoztatás és a reálbérek jelentős emelkedésének köszönhető. A *beruházások volumene* a negyedik negyedévben viszont csak 1,9 százalékkal bővült, messze *alulmúlta az éves átlagos teljesítményt*. Ezzel a növekedési hozzájárulása 0,5 százalékpontra süllyedt. Az erőteljes fékeződés elsődleges tényezője az állami szektor beruházásainak zsugorodása, amit a technikai hatás mellett a választásokra időzített nagy projektek kifutása magyaráz. Mindent egybevéve, a belföldi felhasználás 2,8 százalékponttal járult hozzá a gazdaság bővülés éves rátájához az utolsó negyedévben.

A gazdaság szerkezete a termelési oldalon 2014 utolsó negyedében is széles bázisú növekedést mutatott. *Az összes meghatározó nemzetgazdasági ág hozzáadott értéke bővült*, de a lendület általánosságban mérséklődött. Ez alól kivétel a szolgáltató szektor, ahol 2,4 százalékos növekedést regisztráltak, ami a belső kereslet és a turizmus élénkülésének tulajdonítható. Az ipar 4 százalékos plusz teljesítménye mögött az exportáló feldolgozóipari ágazatok állnak. A mezőgazdaság két számjegyű ütemben, 12,1 százalékkal bővült, az építőipari hozzáadott érték növekedési üteme

érezhetően tovább lassult. Ezt az állami beruházások visszaesése okozhatta, miközben a lakáspiac az élénkülés jeleit mutatta.

A *kedvező munkaerő-piaci folyamatok* 2014 negyedik negyedévében is folytatódtak: mind az aktívak, mind a foglalkoztatottak száma nőtt, utóbbi újabb évtizedes csúcsra, 54,6 százalékra ugrott. Ez nagyban köszönhető a versenyszféra munkaerő iránti kereslete bővülésének. A fentiek következtében az állástalanok aránya 7,3 százalékra esett. A Beveridge-görbe a csökkenő munkanélküliség ellenére a munkaerőpiac feszességének enyhülésére utal, így 2014 negyedik negyedéve trendfordulónak tekinthető. *A nettó reálkeresetek éves alapon 4,4 százalékkal emelkedtek*, ami megjelent a fogyasztás bővülésében is.

Az éves *infláció* 2014 utolsó negyedévében 0,8 százalékos árcsökkenést jelzett. A továbbra is nyomott inflációs környezet elsősorban a negatív olajársokk hatását tükrözi. Árleszorító hatása volt a szabályozott árak folytatódó csökkenésének és a negatív kibocsátási résznek is. A februári éves inflációs mutató trendfordulóra utal, mivel az előző hónapokhoz képest abszolút értékben csökkenő áresést jelez. Ez az újból emelkedő üzemanyagárak és a szolgáltatások (egészségügy, pénzügy, közlekedés) gyorsuló ütemű drágulásának a hatása. A lakosság inflációs várakozása a középtávú inflációs trendmutató rátájával azonos szinten, 2 százalék körül stabilizálódott.

A hazai *kockázati környezet* az elmúlt negyedévben jelentős javulást mutatott. A likviditásbőség nőtt, mivel a Fed még nem változtatott monetáris politikáján, de az Európai Központi Bank mennyiségi lazításba kezdett. A forint árfolyama közel 1 százalékkal erősödött az euróval szemben, a magyar CDS-felár az elmúlt három hónapban historikus mélypontjára süllyedt, közben a 10 éves állampapír-piaci hozam is jelentősen csökkent. A Magyar Nemzeti Bank a télen nem módosította 2,1 százalékos irányadó rátáját, de a márciusi inflációs jelentés függvényében kilátásba helyezte a monetáris kondíciók további lazítását.²

A Növekedési Hitelprogram II. iránt az elmúlt három hónapban csökkent az érdeklődés. Az MNB Monetáris Tanácsa ugyanakkor döntött az Növekedési Hitelprogram Plusz bevezetéséről. Ennek keretében a magasabb hitelkockázatú kis- és középvállalati kör, valamint a kisebb tőkeigényű mikrovállalkozások is kedvező kamatozású hitelhez juthatnak. A jegybank az adóssághfék 2015. január 1-jei bevezetésével az újbóli túlzott hitelezést képes kordában tartani. A svájci frank januári

² Az MNB Monetáris Tanácsa március 24-i ülésén a várakozásoknak megfelelően csökkentette az irányadó rátát: 15 bázisponttal, 1,95 százalékra.

drasztikus erősödése a frankalapú jelzáloghitelesek már nem érintette, mivel hiteleiket a tavaly novemberben rögzített árfolyamon forintosították.

Legfrissebb prognózisunk szerint *a magyar gazdaság 2015-ben is 3 százalék felett bővül*, amit jövőre egy mérsékeltebb év követ. A tavalyi év végén tapasztalt kiegyensúlyozott szerkezet fennmaradásával a belső és külső tényezők a teljes előrejelzési horizonton pozitívan járulnak hozzá a GDP-növekedéshez. *A gazdaság elsődleges motorja 2015-ben a fogyasztás, jövőre újból az export lesz.* Az élénkülő globális kereslet következtében a kivitel növekedése 2015–2016-ban felülmúlja az importét, a behozatalt nem éri a tavalyihoz hasonló egyedi sokkok.³ A fogyasztás dinamikusabb növekedését 2015-ben a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének emelkedése fűti, amiben piaci és gazdaságpolitikai intézkedések egyaránt szerepet játszanak. Az alacsony kamat- és inflációs környezet növeli a fogyasztási kedvet, amit a munkaerőpiac további erősödése támogat. Emellett a forintosítás és a bankok elszámoltatása szintén növeli az elkölthető jövedelmet. A beruházások az idén mérsékeltebb ütemben bővülnek, amit a versényszféra mellett az uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások is segítik. Jövőre azonban a korábbi uniós tervezési időszak lezárása miatt a beruházások visszaesésére számítunk. *A magyar gazdaság 2016-ban már a potenciális szintje felett teljesíthet*, vagyis az idén záródó kibocsátási rés jövőre enyhén pozitív lehet. Összességében 2015-ben 3,1, jövőre 2,4 százalékos GDP-növekedést várunk.

A munkaerőpiac helyzetének jelentős javulását jelezzük előre a következő két évre: *az aktívak száma 60 ezer, a foglalkoztatottaké 110 ezer fővel nőhet 2016 végéig.* A munkanélküliségi ráta a jövő év végére 6,6 százalékra süllyed. A feszebb munkaerőpiac ellenére a béremelkedési ütem lassulását várjuk, aminek magyarázata a közfoglalkoztatottság bővülése és az állami bérek lassú emelkedése.

A maginfláció 2015 első negyedévében már elérheti a mélypontot, és azt követően tartós emelkedés várható. A mutató 2016. évi felpörgését a bázishatás, a nemzetközi szinten erősödő infláció és a keresletoldali árnyomás fokozatos felépülése vezérli. Az infláció tartósan elmaradhat a szűrt indextől, ami idén a közműdíj-csökkentések mellett az alacsonyabb olajárszint átmeneti hatását jelzi. Az infláció, fokozatos gyorsulás után, 2016 végén már megközelítheti a 3 százalékos célt. Ennek oka az emelkedő maginfláció, a költségsokkok bázisba épülése, valamint a maginfláción kívüli tételek áremelkedése. *Az éves átlagos pénzromlási ütem idén 0,3, jövőre 2,6 százalékos lehet.*

³ A nettó exportot 2014-ben az ország ellátásbiztonságát szolgáló jelentős földgázimport is viszszafogta.

Az egyaránt nyomott globális és a hazai inflációs környezet, a gazdaság ciklikus pozíciója, az alacsony várakozások és Magyarország kedvező pénzügyi megítélése mind a monetáris lazítás irányába mutatnak. Szintén ezt erősítik az elmúlt hónapok nemzetközi monetáris intézkedései: az Európai Központi Bank mennyiségi lazítása és a Lengyel Központi Bank kamatcsökkentése. Várakozásunk szerint *a jegybank idén akár 1,5 százalékra is csökkentheti az alapkamatot*. Hosszabb tartás után a kamatemelési ciklus 2016 folyamán kezdődhet meg.

Az egyensúlyi helyzet elemzése és várható alakulása

Az államháztartás központi alrendszerének 2014. évi *pénzforgalmi hiánya* 825,7 milliárd forint volt (az eredeti előirányzat 84,4 százaléka, a módosított 71,7 százaléka). A gazdálkodói szervezetek befizetései alulteljesültek, a fogyasztáshoz kapcsolt adók, valamint a lakossági befizetések meghaladták az előirányzatot, és jelentős többletet hoztak a járulékbételek is. Számottevően meghaladták a tervezettet a költségvetési szervek kiadásai, illetve kisebb mértékben a közmunkaprogram költségei, míg a szociálpolitikai és lakástámogatási kiadásoknál, valamint a nettó kamatkidadásoknál megtakarítás keletkezett. Az önkormányzati szektor várhatóan többlettel zárt, ami ellensúlyozhatja az egyenleget rontó ESA-hidat. Az eredmény-szemléletű hiány 2014-ben a GDP 2,5 százaléka körül alakulhatott.

Az idei költségvetésben a tervezett felett realizálódhatnak a gazdálkodói befizetések és a fogyasztási típusú adók, kockázatot látunk viszont a járulékbételek teljesülésében. Ugyanakkor a tavalyi évhez hasonlóan jelentősen felülteljesülhetnek a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai a tovább gyorsuló EU-s támogatási kifizetések nyomán, és ismét az előirányzatnál kedvezőbben alakulhatnak a szociálpolitikai kiadások, valamint a kamategyenleg. Összességében a kormányzati tervekkel megegyező, *a GDP 2,4 százalékát kitevő deficittel számolunk*, ám egyes, az egyenleget negatívan befolyásoló bizonytalanságok némiképp árnyalják a képet.⁴ A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos *bruttó államadósság* tavaly 2 százalékpont feletti mértékben csökkent, 2015-ben *1,4 százalékpont körüli javulást* várunk.

Magyarország befektetői megítélése az elmúlt hónapokban javult. Ezt jelzi, hogy az 5 éves magyar CDS-felár 120 bázispont közelébe, historikus mélypontra süllyedt

⁴ Jelenleg több, negatív kockázattal járó tényezőt is bizonytalanság övez: aszfaltügy, brókerügyszűz kapcsolódó kártalanítás állami vonzata, Iszlám Állam elleni esetleges katonai szerepvállalás.

március elején. Az Európai Központi Bank januári döntése értelmében globálisan tovább bővül a likviditás, ami Magyarországra nézve is kedvező fejlemény, de a Fed várható kamatemelési ciklusa jelentős volatilitást hozhat a tőkepiacokon. A hazai másodpiaci hozamgörbe rövid vége – decemberhez képest – stagnált, míg a hosszú vége markánsan lefelé módosult. A likviditásbőség hatására a hozamgörbe rövid végén a hozamok jelentősen alulmúlják a jegybanki alapkamatot, ami kamatesökkentési várakozásokat sejtet. A piaci szereplők egyre inkább az egy évnél hosszabb lejáratokat választják, ami szintén az ország kockázati megítélésének javulását jelzi. A jegybanki devizatartalék 36 milliárd euró körül maradt.

A folyó fizetési mérlegen belül az áruk és szolgáltatások egyenlege és az EU-transzferek beáramlása 2014 harmadik negyedévében nőtt az előző negyedévhez viszonyítva, míg a jövedelemkiáramlás mértéke csökkent. Az ország *nettó finanszírozási képessége a GDP arányában 7,7-ről 8,3 százalékra javult*. A külső pozícióra vonatkozó előrejelzésünkben 2015–2016-ban a reálgazdasági aktívum szerepének jelentősebb növekedését várjuk a nettó finanszírozási képesség alakulásában. Negatív irányba hat a jövedelmi hiány változása, amit az EU-transzferek beáramlása ellensúlyoz, de utóbbi volumene 2016-ban csökken. 2015-ben 8,5, jövőre 8 százalékos GDP-arányos nettó finanszírozási képességet becslünk.

wiiw: A növekedési motor beindítva – de mi jön ezután?*

RICHTER SÁNDOR

Az előzetes adatok alapján Magyarország GDP-je 3,6 százalékkal bővült 2014-ben. Ilyen gyors növekedésre 2006 óta nem volt példa. Vajon ez a figyelemre méltó teljesítmény egy új, erős és fenntartható gazdasági növekedés korszakának beköszöntét jelzi, vagy 2014 kivételes évnak tekintendő egy hosszabb, lassú növekedéssel, alacsony beruházási hajlandósággal, széles társadalmi rétegek mélyülő szegénységével jellemezhető időszakon belül?

A gazdaság teljesítményének tavalyi javulásában az egyszeri, megismételhetetlen tényezők minden kétséget kizáróan hangsúlyos szerepet kaptak. Az EU kohéziós politikája keretében folyósított kifizetések 2013–2014-ben meredeken nőttek, így a tavalyi évben körülbelül a GDP 6 százalékának megfelelő pénzüsszeg áramlott be a magyar gazdaságba ezen a csatornán keresztül. Jórészt az összeresletbe kívülről pumpált hatalmas növekmény magyarázza a beruházások körülbelül 12 százalékos növekedését, és ez áll közvetlenül vagy közvetve a lakossági fogyasztás előző évhez viszonyított emelkedése mögött is. Az EU-tól érkező pénzbeáramlás a költségvetési bevételeket legalább a GDP 2 százalékának megfelelő összeggel emelte meg, tehát a bevételek nélkül az államháztartás hiánya meghaladta volna a Stabilitási és Növekedési Paktumban előírt 3 százalékos küszöbértéket.

Szintén egyszeri hatása volt annak, hogy 2014-ben parlamenti, európai parlamenti és önkormányzati választásokat is tartottak. Az intenzív választási év velejárójaként tavaly tavasszal hirtelen felgyorsultak és *befejeződtek évek óta halogatott projektek*. A hosszabb ideje tartó visszaesések vagy marginális emelkedések után a háztartások fogyasztása érezhető mértékben bővült. A fogyasztás növekedését a foglalkoztatás 5 százalékot meghaladó bővülése és a reálbérek körülbelül 3 százalékos növekedése is segítette. A foglalkoztatás mért javulását előmozdította a beruházási boom, a közmunkaprogramok felfuttatása, valamint a külföldön dolgozók egy

* Az írás a wiiw (Ausztria, Bécs) kutatóintézet *Podkaminer, L. – Richter, S. – Adarov, A. – Astrov, A. – Cicek, S. – Holzner, M.* és további szerzőtársak „A Time of Moderate Expectations” címen 2015. március 13-án megjelent előrejelzésén alapul. A tanulmány Magyarországra vonatkozó részét Richter Sándor írta.

részének beleszámítása a keresettel rendelkezők körébe. A reálbérek növekedése az infláció vártnál is erősebb csökkenése miatt részben nem tervezett volt.

Mi marad az idei évre az említett növekedésgyorsító hatásokból? 2015 az EU 2007–2013-as pénzügyi keretprogramjának utolsó kifizetési éve.¹ A még rendelkezésre álló összegek maradéktalan igénybevétele nagyjából a 2014-es évben regisztrálnak megfelelő forrásbeáramlást tenne idén lehetővé. Mindazonáltal ennek maradéktalan megvalósulása túl merész feltételezés. Az utolsó kifizetési évre gyakran a legproblémásabb projektek maradnak. *Magyarország a tagországok közül szintén a problémásabbak közé tartozik* a hibás projektek száma, az átláthatóság, az adatszolgáltatás megbízhatósága és a közbeszerzések területén.² Ez azt a feltételezést valószínűsíti, hogy a kohéziós pénzek beáramlása idén elmarad a tavalyi csúcstól.

Az 5 százalékos foglalkoztatásbővülés megisméltése is lehetetlennek tűnik. A beruházási boom túljutott a csúcspontján. Az infláció – szerényen ugyan, de – ismét növekedni fog, tehát nem várható a tavalyihoz hasonló meglepetés a reálbérek növekedésében. E hatások ellenében hat viszont, hogy az adósságok egy széles körében csökkennek a hitelek törlesztőrészelei a bankok egyoldalú kamatmódosításait és a devizaátváltásoknál alkalmazott vételi és eladási árfolyam közti rés túl széles voltát szankcionáló törvény alkalmazásának következményeként.

Mivel *a tavalyi egyszéri növekedésgyorsító hatások ereje idénre jelentősen alábbhagy*, tekintsük át, mi várható 2015-ben a magyar gazdaság hagyományos növekedésgyorsító tényezőitől: a külföldi működőtőke-beruházásoktól és a külkereskedelmi többlettől. Az országba érkező külföldi működő tőke adatát kétféle kell bontani. Az egyik rész a külföldi tulajdonú bankok anyacégeitől érkező pénz a túlélésért küzdő leánybankok feltőkésítésére: 2008-tól 2014 végéig az ezen a címen beérkezett pénz összesen 5 milliárd euróra rúg.³ A másik rész, a nem pénzügyi üzleti szektorhoz kapcsolódó külföldi működő tőke esetében a forráskiáramlás már két éve meghaladja a beérkező források összegét.⁴ Tekintettel a külföldi tulajdonú vállalatok által betöltött hagyományosan kiemelkedő szerepre az ország ipari kapacitásainak és szolgáltatásainak modernizálásában, a foglalkoztatásban és a kivitelben, a fenti jelenség a tartósan magas növekedési pálya elérésének fontos akadályává vált. A

¹ A számlabefogadások szempontjából.

² *Jávor B.*: Veszélyben vannak a regionális pénzek? javorbenedek.blog.hu/2014/12/29/veszelyben_vannak_a_regionalis_penzek?

³ Magyar Nemzeti Bank: Fizetési Mérleg Jelentés, 2015. január.

⁴ *Világgazdaság Online*: www.vg.hu/gazdasag/menekul-a-toke-magyarorszagrol-441127 és Magyar Nemzeti Bank: Fizetési Mérleg Jelentés, 2015. január.

külkereskedelem, pontosabban a nettó export 2009-től vált a magyar gazdasági teljesítmény fontos pozitív tényezőjévé – egészen 2013-ig. Ez a szerep már 2013-ban visszaszorulóban volt, és 2014-re negatívvá vált. A beruházások növekedési ütemének idei várható csökkenése, az emiatt megtorpanó import, valamint az importált energia árának mérséklődése miatt a nettó export 2015-ben ismét a gazdasági növekedést segítő tényezővé válhat, ha a 2013 előtti éveket jellemzőnél szerényebb mértékben is.

Miközben tavaly az államháztartási deficit mértéke jóval a GDP 3 százaléka alatt maradt, *az államadósság nagysága valószínűleg a tavalyi szint körül stagnált.* (A Központi Statisztikai Hivatal által publikált, folyó áron 31 890,6 milliárd forintos GDP-hez viszonyítva minimális csökkenést lehet kimutatni.) Bár ezek az adatok azt sugallják, hogy az államháztartás helyzete konszolidált, az egészségügy, az oktatás és a kultúra területén uralkodó állapotok, az önkormányzatok nehéz pénzügyi helyzete, a növekedést fékező szektorális adók tartós fennmaradása a szükséges államháztartási reformok hiányára utal.

Magyarország növekedési teljesítményének javulásához kritikus fontosságú lenne a pénzügyi közvetítői tevékenység élénkülése. A kkv-szektorról eltekintve, ahol a Magyar Nemzeti Bank Növekedési Hitelprogramja pozitív változást eredményezett, tavaly a hitelállomány valószínűleg tovább csökkent. A pénzügyi szektor az utóbbi öt évben csatatérre vált. Az európai összehasonlításban nagyon magas bankadó és a pénzügyi tranzakciókra kivetett adó, más intézkedésekkel együtt, a költségvetési konszolidáció legfontosabb pillére lett. A bankok megszorogatásának az államkassza feltöltésén kívül az is célja volt, hogy a magyar pénzügyi szektorban a külföldi bankok súlya jelentősen csökkenjen. Ez a kormányzati cél 2015 elejére teljesült. Az állam megvásárolta az MKB Bankot és a Budapest Bankot, magyar állami részesedés szerzéséről állapodott meg az Erste Bankkal egy 15 százalékos tőkeemelés révén, és hamarosan magyar állami tulajdonba kerülhet az orosz tulajdonú Sberbank is. A többségi magyar állami tulajdonba került bankok további sorsa egyelőre nem tisztázott. Az állami tulajdon tartós fennmaradása és a bankok reprivatizálása magyar tulajdonosok részére egyaránt elképzelhető. Mindkét lehetőség *magában hordozza az érintett bankok működésébe történő kormányzati beavatkozás veszélyét*, ami a jelenlegi körülmények között szinte biztosan a hatékony banki működés szempontjainak háttérbe szorulásához vezetne.

Ebben az évben forintosítják a háztartások devizában denominált jelzáloghiteleit. Az átváltás a 2014. november 7-ei napi árfolyamon (256 HUF/CHF és 309 HUF/EUR) történik. Ez az átváltási arány sokkal kedvezőbb a bankok számára (és kedvezőtlenebb az érintett háztartásoknak), mint az az árfolyam (180 HUF/CHF and

250 HUF/EUR), amelyet a 2011-es „végtörlesztés” során alkalmaztak, és amelyben annak feltételei miatt a legjobb anyagi helyzetű devizahitel-adósok tudtak csak részt venni. Mindazonáltal az elszámolási törvényből fakadó visszafizetési kötelezettségek a bankoknak összességében a GDP 2 százalékát meghaladó mértékű költséget jelentenek, és ezt is figyelembe véve a devizahitel-adóssággal rendelkező háztartások jobban jártak, mint a bankok. Az érintett háztartások havi hiteltörlesztése vélhetően 20-30 százalékkal lesz kisebb a forintosítás és az indokolatlan kamatemelések, árfolyamrés-szélesítések miatt törvényileg elrendelt visszatérítések után. Mindent összevetve a *devizahitelek kivezetése*, amelyeknek összértéke nagyságrendileg a GDP 10 százalékának felel meg, *fájdalmas, de szükségszerű lépés* a konstrukcióban rejlő időzített bomba hatástalanítása érdekében.

Február 9-én a kormány fordulatot jelentett be a bankokkal szemben alkalmazott politikájában. Az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bankkal kötött megállapodásban ígéretet tett a bankokra (azok mérlegfőösszegére) kirótt adó rátájának csökkentésére a jelenlegi 0,53 százalékról 0,31 százalékra 2016-ban és 0,21 százalékra 2017-ben. 2019-től az adó mértékét összhangba kívánják hozni az akkor érvényes európai normákkal. A bankadó idén 144 milliárd forintot hoz a költségvetésnek, ez a költségvetési bevételek 0,9 százalékát teszi ki (a különadók összesen a bevételek 5,5 százalékát adják).⁵ Az egyelőre nyitott kérdés, hogy ez a fordulat a kormányzat bankokkal szembeni politikájában tartós lesz-e; eredetileg a kormány előbb 2013-ra, majd 2014-re ígérte a banki különadó kivezetését, de ezt nem tartotta be. Abban az esetben, ha a kormányzati magatartás a bankokkal szemben tényleg tartósan megváltozik, ez jelentős mértékben segíthetné a pénzügyi szektor tevékenységének fellendítését. Ugyanakkor a bankadó csökkenése, majd megszűnése miatt kieső költségvetési bevételeket alternatív forrásokból pótolni kell.

Összefoglalóan megállapíthatjuk, hogy *Magyarország maga mögött hagyta a recessziót, de még nem került tartósan fenntartható növekedési pályára*. Az európai uniós források csúcsra járatása segítette a közületi beruházások fellendítésén túl az üzleti szektor beruházásainak és munkahelyteremtésének részleges újraélesztésében is. Mivel az összkeresletet tavaly megemelő egyszeri tényezők pozitív hatására 2015-ben nem vagy csak csökkentett mértékben lehet számítani, idén a magyar üzleti szektoron lenne a sor, hogy „hátára vegye” a növekedést. Az EU-s forrásokon kívüli más külső források fokozott igénybevétele segíthetne megőrizni a gazdasági növe-

⁵ Saját számítás az „Orbán megint megígérte a különadók csökkentését” című, a *portfolio.hu*-n 2015. január 15-én megjelent cikk alapján.

kedés lendületét. Kétségeink vannak afelől, hogy ezek a pozitív változások végbe mennek. A *növekedésélénkítő külföldi működőtőke-beruházások elapadóban vannak*, és a hitelezési tevékenység jelenleg messze nem tölti be azt a szerepet a magyar gazdaságban, amire a fenntartható növekedéshez elengedhetetlenül szükség lenne, hogy csak a két legfontosabb akadályt említsük. Ezekhez szorosan kapcsolódnak az elmúlt öt év örökzöld témái: a jogi-szabályozási környezet bizonytalansága, a kormányzati döntések extrém koncentrátsága, a politikai alapon történő kivételezés, az értelmetlen konfrontáció az EU-val és az Egyesült Államokkal, újabban a miniszterelnök vonzalma a putyini Oroszországhoz és olyan tekintélyuralmi rezsimekhez, mint például Azerbajdzsán. Mindent összevetve úgy gondoljuk, hogy ilyen körülmények között a gazdaság növekedési üteme középtávon a 2 százalékos mértéket nem fogja meghaladni. Ez azt is jelenti, hogy az EU fejlett magjához való közeledés egyelőre nem folytatódik, és jelenleg a visegrádi térség többi, az utóbbi tíz évben Magyarországnál lényegesen jobb teljesítményt nyújtó országához való felzárkózás sem reális cél.

A wiiw közép-, dél- és kelet-európai térség kiválasztott országaira vonatkozó előrejelzéseinek összefoglalói

Csehország

A gazdaság végre maga mögött hagyta a költségvetési konszolidáció negatív mellékhatásait. Az állam és a magánszektor viszonylag alacsony adósság szintje, a növekedésbarát monetáris és fiskális politika révén a 2015–2017-es időszakban biztosítottak látszik a szerény ütemű gazdasági növekedés. Ez csak fokozatosan gyorsul fel, mert a beruházások területén nem valószínűsíthető jelentős ütemű bővülés, és várhatóan a külkereskedelem teljesítménye sem lesz igazán meggyőző a következő években.

Lengyelország

A beruházások tavalyi jelentős bővülésének köszönhetően a lengyel gazdaság a korábbinál gyorsabb növekedési pályára került, és a felgyorsult növekedés 2016-ban is folytatódhat. A külső egyensúlyi helyzet középtávon várhatóan romlani fog. A 2015-ös választások kimenetele bizonytalan. Amennyiben a jelenleg hivatalban lévő

liberális-konzervatív koalíció veszt a nacionalista-populista ellenzékkel szemben, a gazdaság- és szociális politika kiszámíthatatlan pályára kerülhet.

Szlovákia

2014-ben a hazai kereslet bővülése segítette leginkább a gazdaság növekedését, a korábban ezt a szerepet betöltő exportnövekedés helyett. Ebben a váltásban a közeledő választásokkal összefüggő hangulatjavító kormányzati lépések jelentős szerepet játszanak. A háztartások magasabb fogyasztási szintje az import növekedéséhez vezet, miközben nem számolhatunk a kivitel hasonló ütemű bővülésével. Középtávon a gazdasági növekedés fokozatos gyorsulása (3 százalékgig) várható.

Szlovénia

Két évig tartó visszaesés után tavaly a szlovén gazdaság ismét növekedésnek indult, amit elsősorban a külső kereslet bővülése és az EU-források beáramlása által támogatott beruházási fellendülés segített elő. Idén és jövőre a lassabb ütemű növekedésre váltó beruházások a gazdaság egészének lefékeződéséhez vezetnek. A növekedés támasza egyrészt az export, másrészt a háztartások fogyasztásának szerény bővülése lesz.

Horvátország

A horvát GDP tavaly már a hatodik egymást követő évben csökkent, 2015-ben azonban már csekély mértékű növekedés várható. A háztartások fogyasztása még idén is mérséklődni fog a magas szinten beragadt munkanélküliség és a hitel/betét arány további csökkenése miatt. A növekedést a külföldi kereslet és az EU-transzferrek jobb abszorpciója miatt felgyorsuló beruházások generálják majd. A növekedés felgyorsulásának fő akadályát a költségvetési konszolidáció és a vállalati szektor túlzott eladósodása képezi.

Románia

2014-ben lassult a gazdasági növekedés üteme, elsősorban a beruházások második éve tartó csökkenése miatt. A lassulást a háztartások fogyasztásának jelentős bővülése és a jó mezőgazdasági eredmények mérsékeltek. 2015-ben a növekedési

ütem további csökkenését csak a beruházások területén elért fordulat állíthatja meg. Középtávon a politikai és gazdasági stabilitás várható javulása kedvezően fog hatni a gazdaság növekedésére, amely így várhatóan 3 százalék körül alakul majd.

Szerbia

2014-ben a gazdaság teljesítménye csökkent, idén legjobb esetben is stagnálás várható. Ennek oka a költségvetési konszolidáció és az exportszektor gyengélkedése. Középtávon a szerb kormány az állami, valamint a külföldről érkező magánberuházásoktól várja a növekedés felgyorsulását. A hároméves IMF-programtól is növekedést segítő hatásokat remélnek. 2016–2017-re a szerb gazdaság teljesítményének fokozatos javulására lehet számítani.

Bulgária

2014-ben a bolgár gazdaság mérsékelt ütemben növekedett, és ez így marad 2015-ben is. A külföldi kereslet várható bővülése a növekedés felgyorsulását eredményezheti 2016–2017-re. A nemrég hivatalba lépett új kormány nélkülözi a széles körű politikai támogatást, és ambiciózus reformprogramját előnytelen gazdasági körülmények között kell majd megvalósítania.

Oroszország

Az orosz gazdaság már az ukrán válság kirobbanása előtt is komoly problémákkal küszködött. A gazdasági szankciók tovább rontották a beruházási teljesítményt, a tőke külföldre menekítéséhez és az infláció fellángolásához vezettek. Az olajárak csökkenése és a rubel árfolyamának összeomlása csak tetézte a bajokat. Feltéve, hogy a szankciók köre nem bővül, és az olajár sem csökken tovább, a wiiw 4 százalék körüli GDP-csökkenéssel számol idén, amit középtávon az állami beruházások növelésére támaszkodó fokozatos regenerálódás követhet.

Ukrajna

2015-ben folytatódni fog az ukrán gazdaság teljesítményének gyors ütemű csökkenése. Ennek oka a folytatódó katonai konfliktus a Donbassz régióban, az infláció következtében a reáljövedelmek erodálódása, valamint a külkereskedelem és a beru-

házások összeomlászerű zsugorodása. Miközben a katonai kiadások nagymértékben növekednek, a jelentős költségvetési deficit, a gyengülő árfolyam és a gazdasági növekedésre vonatkozó kedvezőtlen kilátások az ország eladósodottságának további jelentős növekedését valószínűsítik. A gazdasági növekedés beindulása legkorábban 2017-re várható, de ennek előfeltétele egy tartós békemegállapodás.

Makrogazdasági mutatók és előrejelzések

Megnevezés	2014		GKI Gazda- ságható Zrt.		Kopint-Tárki Zrt.		MNB		Pénzügyku- tató Zrt.		Policy Agenda		Századvég Gazdaságku- tató Zrt.		wiw	
	Tény	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015
GDP (előző év = 100)	103,6	102,0	103,2	103,2	103,2	103,2	103,2	103,2	102,4	102,2	102,2	102,2	103,1	102,3	102,3	102,3
GDP belföldi felhasználása (előző év = 100)	104,3	101,7	103,4	103,0	103,4	103,0	103,4	103,0	101,9	102,2	102,2	102,2	102,2	n. a.	n. a.	n. a.
Háztartások végső fogyasztása (előző év = 100)	101,8	102,5	103,4	103,0	103,4	103,2	103,4	103,2	101,8	101,9	101,9	101,9	103,2	102,0	102,0	102,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (előző év = 100)	111,7	100,0	103,0	105,2	103,0	105,2	103,0	105,2	103,0	102,5	102,5	102,5	105,5	105,0	105,0	105,0
Export (áru + szolgáltatás) (előző év = 100)	108,7	105,5	106,6	107,3	106,6	107,3	107,3	107,3	107,0	105,0	105,0	105,0	106,6	106,8	106,8	106,8
Import (áru + szolgáltatás) (előző év = 100)	110,0	105,5	107,0	107,4	107,0	107,4	107,4	107,4	107,7	105,5	105,5	105,5	106,1	107,0	107,0	107,0
Fogyasztóiár-index éves átlaga (előző év = 100)	99,8	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,6	101,5	101,5	101,5	100,3	101,5	101,5	101,5
Fogyasztóiár-index az év végén (előző év december = 100)	99,1	101,5	102,0	101,25	102,0	101,25	101,25	101,25	101,5	102,5	102,5	102,5	101,4	n. a.	n. a.	n. a.
Folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP százalékában)	+4,1	+4,9	+4,4	+5,3	+4,4	+5,3	+5,3	+5,3	+4,0	+4,0	+4,0	+4,0	+5,1	+3,8	+3,8	+3,8
Folyó fizetési és a tökémenleg együttes egyenlege (a GDP százalékában)	+8,2	+6,8	+8,2	+8,8	+8,2	+8,8	+8,8	+8,8	+7,2	+5,8	+5,8	+5,8	+8,5	n. a.	n. a.	n. a.
Külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	+6,4	+7,7	+6,5	n. a.	+6,5	n. a.	n. a.	n. a.	+6,7	+6,8	+6,8	+6,8	+7,2	n. a.	n. a.	n. a.

Megnevezés	2014		GKI Gazdaságkutató Zrt.		Kopint-Tárki Zrt.		MNB		Pénzügykutató Zrt.		Policy Agenda		Századvég Gazdaságkutató Zrt.		wiw	
	Tény	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015	2015
Közvetlen működőtőke-befektetés Magyarországon (átfolyó tőkétől és eszközpótló-átrendezéstől megiszított adatok) (milliárd euró)	+2,2	+0,5	+2,5	n. a.	+1,0	+1,5	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
Államháztartás egyenlege a GDP százalékában (ESA–2010)	-2,6	-2,2	-2,4	-2,4	-2,6	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,8
Rövid távú kamatok (3 hó)	1,4	2,0	1,3	n. a.	1,6	2,9	n. a.	n. a.	1,6	2,9	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
Hosszú távú kamatok (10 év), időszak vége	3,6	4,0	2,5	n. a.	2,9	5,4	n. a.	n. a.	2,9	5,4	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
MNB jegybanki alapkamat az év végén	2,1	1,6	1,4	n. a.	1,7	1,6	n. a.	n. a.	1,7	1,6	n. a.	1,5	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
A forint/euró árfolyama (éves átlag)	308,66	315	299	n. a.	310	310–315	n. a.	n. a.	310	310–315	n. a.	305	n. a.	315	n. a.	n. a.
Bruttó átlagkereset változása ¹ (%)	3,0	2,3	3,5	3,4	3,4	3,5	3,4	3,4	3,4	3,5	3,5	2,3	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
Reálkereset változása ² (%)	3,2	2,3	3,8	3,4 65	3,8	2,8	3,8	3,8	3,8	2,8	2,8	2,0 5	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
Foglalkoztatási arány (15–74 éves korosztály) (%) éves átlag ³	54,1	55,0	56	54,4	54,6	53,6	54,4	54,4	54,6	53,6	53,6	55,0	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
Alkalmazottak számának változása (%), éves átlag ⁴	4,6	1,0	3,0	n. a.	0,3	1,0	n. a.	n. a.	0,3	1,0	1,0	1,2	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
Munkanélküliség rátája, éves átlag ⁴	7,7	7,4	7,2	6,9	8,0	7,2	6,9	6,9	8,0	7,2	7,2	7,4	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.

Megjegyzések a táblázat adataihoz:

¹ Teljes nemzetgazdaságra vonatkozó adat.

² Munkavállalói terhek nélkül.

³ A KSH Munkaerő-felmérés szerint.

⁴ A KSH Intézményi munkaügyi statisztika adatai szerint.

⁵ Előző év IV. negyedév = 100.

⁶ Bruttó reálkereset.