

Konjunktúraelemzések 2016 tavaszán

Mind a világgazdaságban, mind a magyar gazdaságban mérsékelt növekedés várható 2016-ban. A magyar GDP a kutatói prognózisok szerint 2,3-2,8 százalékkal emelkedhet, a legbizakodóbb a Magyar Nemzeti Bank. A növekedést az uniós támogatások csökkenése visszafogja, amit a belföldi kereslet élénkülése csak részben ellensúlyoz. A fogyasztói árak stabilak maradnak, a külkereskedelmi és a fizetési mérleg többlete tovább nő. Az államháztartás hiánya a GDP 2 százaléka körül alakulhat és az államadósság is tovább csökken. Bár a számszerű prognózisok nagy hasonlóságot mutatnak, a folyamatok megítélésében azonban érdemi különbségek vannak az egyes műhelyek között.

GKI Gazdaságkutató Zrt.: Folytatódó lassulás és regionális leszakadás*

KARSAI GÁBOR

A számszerűen hasonló ideai előrejelzések ellenére a magyar gazdasági folyamatok jellemzésében továbbra is nagy a különbség. A kormányzat fenntartható növekedést, Ausztria belátható időn belüli utolérését vizionálja, a GKI viszont csak átmeneti részsikereket, folytatódó regionális leszakadást lát. Magyarországon az elmúlt hónapokban folytatódott a piacgazdaságot, a jogbiztonságot és az átláthatóságot kiiktató modell felépítése. Új, az eddiginél is durvább szakaszába lépett az EU-ellenesség. A kiszámíthatatlan, korrupciógyanus befektetési környezet, a perspektíva hiánya miatt sem a tőke beáramlásában, sem a munkaerő kiáramlásában nem várható fordulat, miközben a közszolgáltatások leépülése folytatódik. Mindez a kedvező egyensúlyi adatok ellenére behatárolja a kormányzat gyorsítási törekvéseinek eredményességét.

A *világ gazdaságban* a korábbi nemzetközi előrejelzéseknél *mérsékelt*bb *dinamika* várható. Az Egyesült Államokban a monetáris szigorítás lelassul, esetleg idén leáll. A gazdasági növekedés ösztönzése és a defláció leküzdése érdekében viszont az Európai Központi Bank tovább folytatja a monetáris lazítást. A menekültválságra az Európai Unió intézményei és a tagállamok még nem találtak megfelelő választ, s további kockázatot jelent számu(n)kra a görög pénzügyi csomag esetleges kudarca, valamint az EU-tagságról szóló júniusi brit népszavazás. További *bizonytalanságot* okoz az amerikai elnökválasztás, a közel-keleti és az orosz–ukrán válsággóc, a kölajár alakulása, a pénzügyi piacok nagymértékű volatilitása és a kínai adósságburorék kidurranásának veszélye.

A kormányzat elmúlt hat évben tett *nagy ívű ígéretei és lépései* – a nyugdíjak megvédésétől az ingyenes vagy „rezsicsökkentett” közszolgáltatásokon át az olyan nagy közösségi álmokig, mint a foci és a stadionépítés – látszólag vonzóak, de fő céljuk leplezni az erőforrások alapvetően hatalmi érdekeket szolgáló felhasználását. Ráadásul a kormányzat nemcsak a múltban felhalmozott és a folyamatosan képződő forrásokat éli fel, hanem a jövő terhére tömegesen tervez feltehetőleg soha meg nem térülő kötelezettségvállalásokat is. A *múltban felhalmozott* források felélésének ti-

* Az írás a GKI Gazdaságkutató Zrt. 2016. március végén bemutatott, A GKI előrejelzése 2016-ra című kiadványa alapján készült.

pikus példája a magán-nyugdíjpénztári vagyon és éves befizetés kvázi államosítása. A *folyó források felélésének* jellegzetes példája a *lehívható* EU-támogatások *maximálása*, függetlenül azok felhasználásának hatékonyságától. A *jövő terhére való költekezés* sajátos formája az a kormányzati elképzelés, hogy legkésőbb 2019 elejére az összes EU-támogatást fizessék ki. Ez nemcsak nehezen megvalósítható, ennek következtében rögtönzésre, pazarlásra ösztönző, hanem 2019 utánra a növekedés további lassulását is előrevetíti. Kifejezetten a *jövő terhére való eladósodást* jelentenek a kormányzat *gigantomán és részben titkos terveit* a paksi atomerőmű fejlesztésétől a budapesti olimpián át a Budapest–Belgrád vasútvonalig, vagy akár a Várnegyed és a Városliget érthetetlen átalakításáig. Noha ezekről nincs társadalmi egyetértés, költséges előkészítésük megkezdődött.

Az EU-ban 2016 első hónapjaiban jellemzően *romlottak a gazdasági várakozások*. A GKI konjunktúraindex februárban (a januári igen magas szinthez képest) egy éve nem látott mértékben mérséklődött, s a csökkenés márciusban is folytatódott.

A lakosság egy részének növekvő jövedelme, csökkenő hitelterhe és növekvő vásárlási hajlandósága a külföldön dolgozók hazautalt jövedelmével együtt egyre inkább élénkíti, *2016-ban legalább 3 százalékkal növeli a fogyasztást*. A külföldi munkavállalás és az oktatási rendszer elavultsága miatt *számos szakmában munkaerőhiány*, ezzel összefüggésben *erős béremelési nyomás* tapasztalható, máshol viszont a minimálbér 5,7 százalékos emelése is nagy gondot okoz. 2016-ban a bruttó béremelkedés kissé, 4,5 százalékra gyorsul. A *reálkeresetek* a 0,8 százalék körül várható infláció és az sziya ezt több mint ellensúlyozó, 1 százalékpontos csökkentése következtében átlagosan *5,2 százalékkal* nőnek, meglehetősen nagy differenciáltság mellett. A nyugdíjak reálértéke ismét kissé emelkedik. Míg *egy évtized alatt*, 2016 végéig a versenyszférában dolgozók reálkeresete körülbelül 30 százalékkal nő, addig a közsférában még kissé csökken.

Az állóeszköz-felhalmozás 2014-ben 11,2 százalékkal, 2015-ben már csak 1,9 százalékkal bővült. Idén, főként az EU-források visszaesése miatt, *5 százalékos csökkenés* valószínű. Bár az átlagos beruházási hitelköltség a Növekedési Hitel Program(ok) hatására mérséklődött, még mindig magas, különösen a negatív termelői árindex tükrében. (A feldolgozóipar belföldi termelői árindexe tavaly mínusz 3,3 százalék volt.) Bár a fejlődésre képes kis- és középvállalkozások viszonylag olcsón juthatnak forráshoz, a vállalkozások túlnyomó része azonban *egyáltalán nem akar hitelt felvenni*. A *beruházási ráta* idén várhatóan 20 százalék alatt lesz, ami egy közepesen fejlett ország esetében igen alacsony arány. A beruházások körülbelül a *tíz évvel ezelőtti reálértéken* vannak.

A gazdasági növekedés *2015-ben* több mint 1 százalékponttal *gyorsabb* volt az EU 1,8 százalékos átlagánál, a régióban azonban a szlovák, a lengyel, a román és a cseh növekedéstől is *elmaradt*. 2016 elején a magyar gazdaságra vonatkozó különböző növekedési előrejelzések trendjükben, sőt számszerűleg is igen közel állnak egymáshoz. Nemcsak abban van egyetértés, hogy 2015 után *2016-ban is folytatódik a lassulás, majd 2017-ben némi gyorsulás várható*, de abban is, hogy az ütemváltás *elsősorban az EU-támogatások és ezzel a beruházások függvénye. Idén a GKI 2,3 százalékos bővülésre számít*. A januári ipari, építőipari, kiskereskedelmi és exportadatok, valamint a gazdasági várakozások is a fékeződést támasztják alá. Az év egészében a visszaeső beruházás erősen negatívan, a gyorsuló fogyasztás pozitívan hat, miközben az export a korábbinál valamivel kisebb mértékben járulhat hozzá a növekedéshez. A mezőgazdaság, a pénzügyi tevékenység, valamint az ingatlanügyletek kivételével minden ágazatban lassulás valószínű. A növekedés *fogyasztás-orientálttá* válik. Érthetetlen, hogy a magyar kormány miért nem tesz meg mindent a Juncker-tervbe való bekapcsolódás érdekében. Az Európai Stratégiai Beruházási Alap ugyanis nagy befektetések magyarországi megvalósulását tudná elősegíteni.

A magyar *ipari* növekedés 2015-ben 7,5 százalékos volt, csaknem azonos az előző évivel (7,6 százalék). A feldolgozóipar az átlagosnál gyorsabban, több mint 8 százalékkal bővült. Az elmúlt évektől eltérően nem csökkent, hanem emelkedett az energiatermelés is. Az ipar hajtóereje a járműipari konjunktúra volt. Tavaly november óta azonban az előző hónaphoz viszonyítva februárban már *negyedik* hónapja csökken az ipari termelés volumene. 2016 egészében 5,5 százalékos ipari növekedés várható. Az *építőipari* termelés 5 százalékkal csökkenhet, mivel az EU új pénzügyi ciklusának forrásai még nem testesülnek meg új megrendelésekben, a lakáspolitikai intézkedések kedvező hatása pedig inkább csak a második félévtől lesz érzékelhető. A magyar *mezőgazdaság* két kedvező időjárású év kiugró teljesítménye után 2015-ben visszaesett, GDP-termelése 13 százalékkal csökkent. 2016-ban, átlagos időjárás esetén, az ágazatban körülbelül 5 százalékos növekedés várható.

A *szolgáltatási* GDP 2016-ban körülbelül 2 százalékkal, az átlagosnál és az előző évinél is lassabban bővül. A kormányzat 2016-ra jelentős – a tervek szerint hatalmas létszámcsökkenéssel járó – *közigazgatási átszervezést* jelentett be. A háttérintézmények, illetve az önálló intézmények állományának a felügyeleti minisztériumba való átcsoportosítása azonban önmagában nem jelent létszámcsökkenést. Valószínű, hogy idén csak a közigazgatásban dolgozók létszámának – egyébként valóban nem indokolt – növekedése fog megállni. Az üzleti szolgáltatások közül 2016-ban

leggyorsabban a kereskedelem-turizmus, a távközlés és az ingatlanszektor fejlődik, de gyorsulás csak az utóbbi és a pénzügyi szektor GDP-termelésében várható.

2016-ban a *kiskereskedelmi forgalom* 3 százalékos körüli bővülése valószínű. Bár a reáljövedelmek bővülése várhatóan gyorsabb lesz a tavalyinál, a „fehéredés” bázisba kerülése fékezi a bővülés ütemét. Az üzletek száma folyamatosan csökken, az elmúlt négy évben az összes egység száma több mint 11 ezerrel, ezen belül az önálló vállalkozásoké több mint 6 ezerrel. Ugyanakkor az *online kereskedelem* az átlagosnál sokkal dinamikusabban emelkedik. A vendégéjszakák száma 2016-ban a tavalyihoz hasonlóan nagyjából 5 százalékkal nő, s a *vendégforgalom nagyobb részét már a magyarok fogják* kitenni. A cafeteriarendszer tervezett átalakítása az ideai folyamatokat még nem érinti. Az áruszállítás teljesítménye 2016-ban a tavalyinál kissé gyorsabban, 2-3 százalékkal növekedhet, továbbra is elsősorban a közúti áruszállításnak köszönhetően. A *távközlési piacon* a növekedés motorja 2016-ban is a mobilinternet lesz; a tavalyi év végi közel 5,4 millió után 2016 végéig akár 6 millió mobilinternet előfizetés is lehetséges. A még stabil bővülést az okostelefonok és a hozzájuk vásárolt internetkapcsolatok további térnyerése biztosítja.

A válság előtti látványos fejlődés nem tér vissza, de az ingatlanpiac apró lépésekkel növekedésnek indult. A *GKI-MGYOSZ ingatlanpiaci index* idén januárban kilencéves csúcsára jutott. Az irodapiac kivételével minden szegmensben javultak a kilátások. Tavaly 7,6 ezer új lakást adtak át, ami 9 százalékos csökkenést jelent. A kiadott új engedélyek száma viszont országosan 30, Budapesten 73(!) százalékkal nőtt. Mindez – részben a *családi otthonteremtési kedvezmény* hatására – előrevetíti a lakásépítés jövőbeni élénkülését, igaz, borzasztóan alacsony szintről. A GKI előrejelzése szerint 2016-ban 10-12 ezer lakás átadása várható, amit várhatóan komoly áremelkedés kísér.

A magyar áru- és szolgáltatáskivitel 2016-ban az importénál továbbra is gyorsabban, de az előző évhez (8,4 százalék) képest lassabban (6 százalék) bővül. Az áru- és szolgáltatáskereskedelem többete jelentősen emelkedik, a *cserearányok* a tavalyi 0,8 százalék után idén további 0,5 százalékkal *javulnak*. Az áruforgalmi *egyenleg* mintegy 1 milliárd euróval, 9 milliárdra, a szolgáltatásoké kevésbé, 6 milliárd euróra emelkedhet. Az árukivitel *hajtóereje* a járműipar, a szolgáltatásoké a turizmus és a szállítás.

A *foglalkoztatottak* száma 2015-ben az előző évihez képest feleolyan gyorsan, 2,7 százalékkal bővült. Ez is jelentős növekedés, ami elsősorban a költségvetési szektor közfoglalkoztatáson túlmenően is jellemző duzzadásának, valamint a mezőgazdasági és az építőipari foglalkoztatásnak – ezen belül részben a fehéredési hatásnak –,

továbbá a külföldi munkavállalás dinamikus bővülésének a következménye. *2016-ban 1,5 százalék körüli, vagyis tovább lassuló, de érzékelhető foglalkoztatásbővülés várható. A közfoglalkoztatás magas szintje fennmarad, de már csak minimálisan nő. A munkanélküliségi ráta 2015-ben éves átlagban 6,8 százalék, az előző évi 7,7 százaléknál csaknem 1 százalékponttal alacsonyabb volt, s idén várhatóan statisztikailag kissé tovább, 6,5 százalékra csökken. A valódi munkanélküliség azonban 9 százalék körüli lehet. 2008 és 2016 között a költségvetési szféra 20 százalékkal növeli alkalmazottjai számát, miközben a versenyszféráé kissé még mindig a nyolc évvel korábbi alatt marad.*

A bankok hitelállománya 2015-ben csökkent, portfóliójuk minősége viszont javult. Idén a kisvállalati szektorban és a lakáshiteleknél várható állománybővülés, összességében azonban nem várható hitelezési fordulat. A hitelezés fő akadálya a keresletben van. A bankrendszer likviditása és tőke megfelelése jó, nyereségessége javuló. Az MKB Bank és a Budapest Bank államosítása nyomán a magyar bankrendszer nagyobbik fele magyar tulajdonba került. Ennek révén papíron csökkent a külföldi kitettség. Ezzel szemben magyar tulajdonosok esetén elvileg a tőkese-gényesség, illetve likviditási problémák lehetőségével kell szembenézni. Az államosítások semmit nem javítottak a magyar bankrendszer működésén. Az MKB Bank értékesítése meglehetősen furcsa módon történik.

Az államháztartás 2015. évi GDP-arányos mutatói – 1,9 százalékos ESA-hiány és az államadósság 75,3 százalékra csökkentése – *statisztikailag kiváló* eredményt jeleznek. A háttérben azonban „elfojtott”, egyszeri, átláthatatlan eszközökkel és manőverekkel kialakított deficit és államadósság, *növekedésellenes adórendszer* és a nagy államháztartási rendszerek lezüllése húzódik meg. *A 2016-ra tervezett, 2 százalékos GDP-arányos deficit elérése kissé bizonytalan, a GKI 2,3 százalékra számít.* A bevételi előirányzatok összességében reálisak ugyan, a kiadási oldalon azonban mindenekelőtt az egészségügyre és az oktatásra *tervezett összegek nominális csökkenése* vetít előre súlyos, már eddig is tűzoltást igénylő feszültségeket (például a Klebelsberg Intézményfenntartó Központ 17 milliárd forintos kifizetetlen számlái miatt). A GKI 2016 végére a GDP-arányos államadósság körülbelül 1 százalékpontos csökkenésére számít. A csökkenés nagyobb is lehet, ha 2016-ban beérkezik a tavaly elmaradt EU-támogatás döntő része. Ennek egy része az utófinanszírozás logikája és az EU azon szabálya miatt késik, hogy a programok 5 százalékának kifizetését az ellenőrzések befejezéséig vissza kell tartani. E pénz nagy része valószínűleg beérkezik, részben talán már az idén. A szabályossági viták kimenetele azonban bizonytalan, a vitatott összeg egy részét *biztosan elveszíti* Magyarország. Ugyanakkor a

támogatások beérkezését minimum ellensúlyozhatja az új EU-pályázatok gyorsított beindításának költségvetési megelőlegezése. (Ha a kormányzat – bejelentésének megfelelően – valóban 2000 milliárd forint értékű EU-pályázat előlegét akarja idén finanszírozni, *akkor a költségvetési megelőlegezés sokkal nagyobb lesz, mint az elmaradt EU-támogatásokból idén bejövő összeg*, vagyis az államadósság rátája 1 százalékpontonál kisebb mértékben javulna.) Jelentősen csökkentheti viszont az államadósságot az állami bankok és más állami tulajdonban levő eszközök *privatizációja*. Ugyanakkor ellenkező hatású lehet új államosítási döntések meghozatala (például az Elmű és az Émász már előkészített megvásárlása, amely azonban egyelőre leállt). Ugyanakkor növelheti az államadósságot a forint év végi árfolyamának gyengülése, a tavalyinál kevésbé szélsőséges kreatív technikák alkalmazása. Nem lehet kizárni azt sem, hogy az államadósság kedvező alakulása az államháztartási hiány némi növelését is vállalhatóvá teszi a kormány számára, bár ez a nullás 2017-es költségvetés kilátásba helyezése miatt – jelentsen az bármit is – kommunikációs szempontból nem tűnik valószínűnek.

Az *infláció* a tavalyi mínusz 0,1 százalékról idén 0,8 százalékra gyorsul, kiugró árcsökkenés az üzemanyagoknál, emelkedés az élvezeti cikkeknel várható. Az Európai Központi Bank márciusi, további lazítást bejelentő lépései hatására a *Magyar Nemzeti Bank* is hasonló lépéseket tett, 15 bázisponttal, *1,2 százalékra mérsékelte irányadó kamatlábát*, további alapkamat-csökkentést helyezett kilátásba, és unortodox lépéseket is tett. A *GKI* várakozása szerint idén az alapkamat kissé *1 százalék alá* csökkenhet. Mindezek hatására 2016-ban a forint további gyengülése, *315 forintot, esetleg ennél is gyengébb* átlagos euróárfolyam várható.

Magyarország *folyó fizetési és tökemérlege* 2009 óta évről évre szinte folyamatosan *egyre nagyobb többletet* mutat. A külső finanszírozási képesség a GDP százalékában kifejezve a 2015. évi 8,7 százalékról idén *6,4 százalékra csökken*, mivel a folyó fizetési mérleg többlete emelkedik ugyan, de az EU-támogatásoké visszaesik. Magyarország nettó külföldi adósságállománya (közvetlen befektetések, cégen belüli hitelek nélkül) 2015 végén 26,6 milliárd euró volt, 7,4 milliárd euróval kevesebb, mint egy évvel korábban. A csökkenés oroszlánrésze (6,3 milliárd euró) a magánszférára, azon belül is a bankszektor külső adósságának visszafizetésére jutott, így 2015 végén a nettó külső adósságnak már csak 45 százaléka esett a magánszférára. Az *MNB devizatartaléka* a 2014 végi 34,6 milliárd euróról 2015 novemberére 32,2 milliárd euróra, majd 2015 végére 29,9 milliárd euróra csökkent. A mérséklődés részben a devizaalapú lakossági hitelek *forintosításához* kapcsolódó banki lehívásokra vezethető vissza. (A devizaalapú hitelek forintosításához az MNB mintegy

8 milliárd eurót bocsátott a kereskedelmi bankok rendelkezésére, ami mind az eladósodást, mind a devizatartalékok mérséklését szolgálja. Ez a folyamat több év alatt, a devizahitel-lejáratoknak megfelelő ütemezésben megy végbe.) Ugyanakkor a decemberi mérséklődésben az év végi államadósság-csökkentés érdekében az Államadósság Kezelő Központ és a Magyar Államkincstár által végrehajtott devizaműveleteknek is fontos szerepe volt (az MNB adatai szerint összesen 1,6 milliárd euró értékben, amiből a Prémium eurókötvény lejáratára önmagában 1 milliárd eurót magyaráz). Az MNB devizatartaléka 2016. február végére decemberhez képest 1,3 milliárd euróval, 31,2 milliárd euróra nőtt.

A magyarországi tőkeállomány az elmúlt hét évben a bankszektor kényszerű feltőkésítésén kívül a nemzetközi mozgások eredőjeként nem változott, ami a hazai befektetési környezet kemény kritikája. A külföldi működő tőke helyébe az EU-támogatások léptek. 2015-ben a működőtőke-egyenleg 0,2 milliárd euró kiáramlást jelzett. Érdekes módon a magyarországi közvetlen tőkebefektetéseken belül (átfolyó tőke nélkül) a feldolgozóiparból 1,4 milliárd eurós tőke kivonás (profitrepatriálás) történt, miközben a pénzügyi szektoron kívüli szolgáltató szektorokba 1,8 milliárd euró áramlott be. (Ez nem éppen a kormány újraparaszitációs törekvéseit tükröző tőkeszerkezet.)

2016-ban a fogyasztás GKI által prognosztizáltnál valamivel gyorsabb, a beruházások és az exportnövekmény némileg lassúbb fejlődésének van valamivel nagyobb esélye. Ugyanakkor számos politikai kockázatnak – migránsmegoldás, Brexit, EU fejlődési iránya és így tovább – a hatása sokkal nagyobb lehet, mint a szokásos gazdasági tényezőké.

Kopint-Tárki Zrt.: Átmeneti tempóvesztés*

NAGY KATALIN – PALÓCZ ÉVA

Az elmúlt három esztendőben a prognózisok a gazdasági növekedést rendre alul-, az inflációt pedig túlbecsülték. A Kopint-Tárki az idei esztendőre 2,4 százalékos gazdasági növekedéssel kalkulál, amelyen a mezőgazdaság teljesítménye emelhet, az inflációt pedig 0,2 százalékra becsüli, bár még a fogyasztói árak csökkenése sem zárható ki, az államháztartás hiánya pedig továbbra is 2 százalék körül alakulhat.

Világgazdaság: mérsékeltebb élénkülés

A korábban vártnál mérsékeltebb világgazdasági élénkülésre számíthatunk 2016-ban. A globális növekedés csak kismértékben haladhatja meg a tavalyi 3,1 százalékot, és a lefelé mutató kockázatok erősödnek. A vártnál nyomottabb növekedés elsősorban a feltörekvő országok gyengülő teljesítményével függ össze, különösen a kínai gazdaság strukturális átalakulása és ennek növekedést fékező hatása magyarázza a jelenlegi pesszimizmust. A feltörekvő országok mintegy két éve jellemző lassuló ütemű növekedése a prognózis időszakában is jellemző marad, egyes országokban recessziós tendenciák vannak kibontakozóban (Oroszország, Brazília). Az arab világban zajló folyamatok következtében a globális bizonytalanságok az utóbbi hónapokban tovább erősödtek, számos növekedést fékező, lefelé mutató kockázat bontakozik ki, amelyek beláthatatlan következményekkel járhatnak.

A fejlett országok esetében is a vártnál szerényebb, országonként, régióként erőteljes különbségeket mutató növekedési trendek jellemzők. Az amerikai növekedés az idén, illetve jövőre nagyjából a 2015. évi szinten maradhat, a kamatkülgazítás, a relatíve erős dollár és a feltörekvő országok mérsékelt bővülése egyaránt növekedést

* A cikk a Kopint-Tárki Konjunktúrajelentés. A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2016 tavaszán című, 2016. április 6-án bemutatott kiadványa alapján készült (a jelentést készítette: *Ádám Zoltán, Matheika Zoltán, Nagy Ágnes, Nagy Katalin, Oblath Gábor, Palócz Éva, Pethő Annamária, Székács Tamás, Tarnai Zoltán és Vakhai Péter.*

visszafogó hatással járnak. A japán gazdaság teljesítménye továbbra is nyomott, tekintettel arra, hogy a régi szerkezeti problémákon nem sikerült úrrá lenni.

Az *infláció* – elsősorban a nyersanyagárak csökkenő trendje következtében – a prognózisidőszakban továbbra is nyomott marad, ami döntően a fejlett országok vonatkozásában igaz. Itt azonban az utóbbi hónapokban nemcsak az energia fogyasztói ára, hanem a maginfláció is csökkenni kezdett. A feltörekvő országokban vegyes a kép: míg Kína és India esetében mérséklődött az inflációs ráta, addig más országokban (Oroszországban, Ukrajnában, Törökországban, Brazíliában) változatlanul a magas árindexek jellemzők, az árak mérséklődése elsősorban a belső kereslet visszaesésének hatásait tükrözi.

A *nemzetközi kereskedelem* 2015-ben a világgazdaságétól elmaradó, nagyon alacsony ütemben (2-2,5 százalékkal) növekedhetett. A válság utáni időszak legalacsonyabb forgalombővülése és a kedvezőtlen kilátások főképpen a feltörekvő országok (elsősorban Kína) gyenge keresletének, a nyersanyagpiaci árzuhanásnak, a beruházások elmaradásának a következményei. 2016-ban a globális forgalom 2,5 százalék körüli (a korábbinál alacsonyabb), 2017-ben 3–4 százalék közötti bővülését várjuk, bízva a fejlett országok erősödő gazdasági-kereskedelmi aktivitásában.

Az IMF éves *nyersanyagár-indexe* 2015-ben 35 százalékkal volt alacsonyabb a 2014. évinél, elsősorban az energiahordozók (olaj, gáz, szén) 45 százalékos árszinteseése következtében. Bár 2016 februárjában, kilenc hónap után először némi emelkedés következett be, de hogy mennyire lesz tartós, az nem világos. A nyersanyagpiaci trendeket alapvetően meghatározza, hogy a nyersolaj ára a prognózisidőszak egészében nyomott marad, mivel a kínálat meghaladja a keresletet. A keresleti oldalon nem várunk jelentős változást: a fő olajfelhasználók keresletének növekedése az elkövetkező időszakban is mérsékelt marad. A kínálat vonatkozásában vannak arra utaló jelek, hogy a fő exportőrök a kitermelést kissé visszafogják. Az olajkitermelésbe és -feldolgozásba irányuló beruházások változatlanul alacsony szinten mozognak, jövedelmezőségük a jelenlegi alacsony árak mellett nem javul, így ez is szűkítheti a kínálatot. E trendek ellen hat a készletek magas szintje, ami viszont lefelé nyomja az olajárát. Az idén éves átlagban 38 dollár/hordó átlagára számíthatunk, noha jelenleg a határidős ügyletek ez alatt mozognak. Jövőre kismértékű emelkedésre számítunk (45 dollár/hordó), lefelé mutató kockázatokkal. A tartósan alacsony olajár a nyersolajexportőr országok gazdaságát is egyre jobban megviseli.

A *monetáris politika* a fejlett országok többségében továbbra is expanzív marad. A Fed a pénzügyi válság óta tavaly decemberben döntött először kamatemelésről, de az idén márciusra várt következő kiigazítás elmaradt. Mindebből arra lehet kö-

vetkeztetni, hogy – a még mindig alacsony inflációs rátára és a még nem kielégítő munkaerő-piaci mutatókra hivatkozva – a kamatemelési ciklus a korábban feltételezettnél lassúbb lesz. A Fedet óvatosságra intette a nyersanyagárak visszaesése következtében kialakult alacsony infláció mellett a dollár erősödése is, ami a kamatemelésre irányuló várakozásokat kísérte. Az Európai Központi Bank – a tavaly decemberi kamatsökkentést követően – márciusban további átfogó könnyítéseket vezetett be, azzal indokolva, hogy a gazdasági növekedés stabilizálódása és a finanszírozási feltételek javulása ellenére a konjunktúra még mindig törékeny, a külső környezet olyan kockázatokat rejt, amelyek újabb negatív folyamatokat, deflációs várakozásokat indíthatnak el. A likviditásbővítés egyik fő célja a vállalatok és a magánháztartások hitelezésének beindítása, ami az utóbbi időben valamelyest javult ugyan, de mértéke még mindig túl kevés ahhoz, hogy a befektetéseknek, a gazdasági aktivitásnak érdemi lökést adjon.

Az amerikai kamatemelés lassúbb ütemezésének hírére a dollár az utóbbi hetekben kismértékben gyengülni kezdett, azonban ez valószínűleg csak átmeneti tendencia. Összességében arra számítunk, hogy az euró a prognózisidőszak egészében gyenge marad, s éves átlagban kismértékben a tavalyi 1,11 USD/EUR árfolyam alá is eshet. Az euró árfolyamának alakulása szempontjából számottevő kockázatot jelent a brit népszavazás kimenetele. Egy esetleges Brexit nagy földindulást indíthat el a pénzpiacokon, s erős nyomás alá helyezheti az eurót. Egy ilyen helyzetben a jelenlegi prognózis nem lesz tartható.

Az euróövezetben az idei évre 1,7 százalékos, jövőre ennél valamivel mérsékeltebb, 1,6 százalékos GDP-bővülést várunk. Az övezeten kívüli országok növekedése változatlanul gyorsabb lesz. Az EU-28 esetében a 2015. évi 1,9 százalékos növekedés után 2016-ra is változatlan ütemű, 1,9 százalékos GDP-bővülést jelzünk előre, ami a globális tendenciákra reagálva jövőre kissé mérséklődhet. A GDP különböző felhasználási komponensei közül a magánfogyasztás – a magánháztartások növekvő reáljövedelme, a lassan javuló foglalkoztatási helyzet és az emelkedő bérek hatására – a konjunktúra egyik legfőbb támasza. A beruházási tevékenység a kedvező finanszírozási feltételek ellenére az euróövezet esetében nem elég erős ahhoz, hogy a növekedést érdemben húzza, míg az azon kívüli országok esetében némileg erőteljesebb dinamika bontakozik ki. A GDP szerinti export bővülése az idén valamelyest lassulhat, legfeljebb 2017-ben térhet vissza a tavalyi 5 százalék körüli szintre. Az import – a belső kereslet élénkülése következtében – a prognózisidőszakban az exportot meghaladó mértékben bővíthet mind az EU-28, mind az euróövezet esetében, így a nettó export kismértékben negatívvá válhat, ami fékezheti a növekedést.

A költségvetés fogyasztási célú kiadásainak alakulását a migrációs folyamatok országonként eltérő formában történő kezelése jelentős mértékben befolyásolhatja. A migrációs helyzet okozta feszültségek közepette a görög adósságválság kérdése háttérbe szorult, de érdemes emlékeztetni arra, hogy ez a probléma továbbra sem megoldott, s jelenleg inkább időhúzás folyik.

A fogyasztói árak az euróövezet átlagában nagyjából az előző évi szinten maradnak. Az árindex jövőre a kereslet élénkülése és a nyersanyag-, illetve energiaárak függvényében kismértékben 1 százalék fölé kúszhat, ami még mindig jóval elmarad az EKB inflációs céljától. A fogyasztói árakat továbbra is döntően az alacsony energiaárak nyomják lefelé. A munkaerőpiacokon kismértékű, a vártnál lassúbb ütemű javulás tapasztalható. A foglalkoztatottság tovább bővül ugyan, de üteme a prognózisidőszakban tovább lassul mind az EU-28, mind az euróövezet esetében. A munkanélküliségi ráta az utóbbi esetében továbbra is 10 százalék fölött marad, a magas munkanélküliségtől szenvedő országokban nem várható érdemi javulás.

2015-ben az új EU-tagállamok átlagos növekedése 3,4 százalék volt, a prognózisidőszakban ennél kissé lassúbb, 3 százalék körüli dinamika jelezhető előre; az országok közötti különbségek csökkennek. A balti államok gazdasági teljesítménye tavaly elmaradt a régió átlagától, azonban idén várhatóan visszatérnek a korábbi dinamikusabb növekedési pályára. A fogyasztói árak az év első felében az új tagállamok esetében is nyomottak lesznek, 0 százalék körüli infláció várható, mivel a romániai áfacsökkentés hatása csak ez év júliusa után fut ki. Ezután egy rendkívül mérsékelt ütemű (0,5 százalék körüli) áremelkedési trend bontakozhat ki, ami jövőre mintegy 1,5 százalékra gyorsulhat. A rövid (3 éves) hozamok tovább mérséklődtek, míg a hosszú hozamok kismértékben, de már trendszerűen emelkedtek, ennek folytatódását várjuk. Az árfolyamok terén a tavalyi évhez hasonló, rövid ideig tartó kilengésekkel tarkított mozgást várunk, ám az egész évet tekintve a régiós devizák várhatóan stabilak maradnak az euróval szemben.

Magyar gazdaság: markánsan bővülő fogyasztás

2015 utolsó negyedében – az előző két negyedév gyengébb teljesítménye után – ismét gyorsult a gazdasági növekedés üteme, aminek következtében az év egészében a GDP 2,9 százalékkal bővült. Ez 0,8 százalékpontos ütemcsökkenést jelent a megelőző évhez képest. Ha azonban figyelembe vesszük az ingadozó mezőgazdasági termelést, amely 2014-ben – a kivételesen kedvező időjárás miatt – plusz 0,5 ponttal, míg 2015-

ben mínusz 0,5 ponttal járult hozzá a GDP termeléséhez, akkor az agráriumon kívüli gazdasági teljesítményt a két évben nagyjából azonosnak ítélnék. Az időjárási viszonyoktól független gazdasági teljesítmény tehát valamivel 3 százalék feletti ütemet jelez.

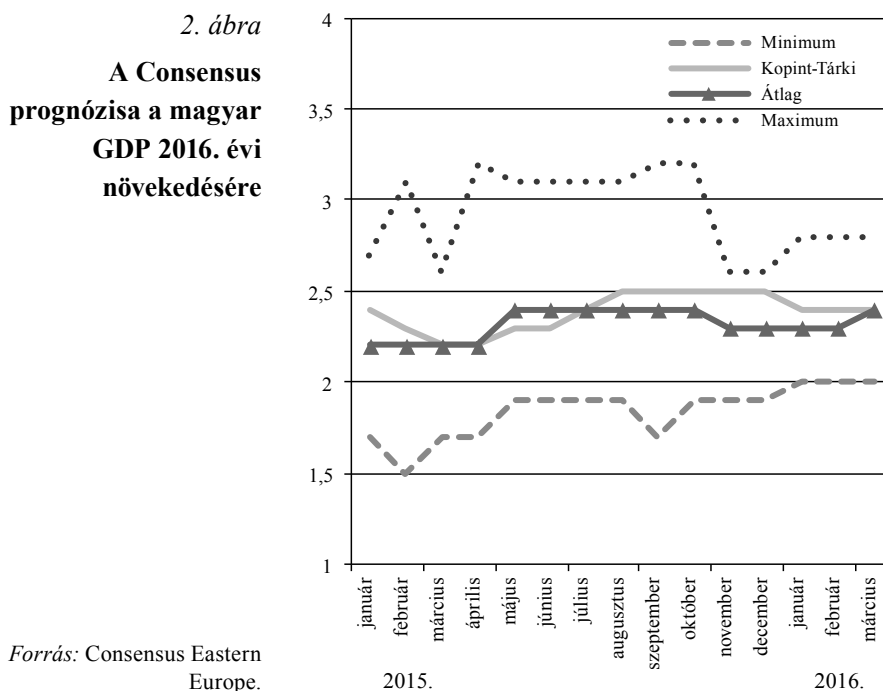
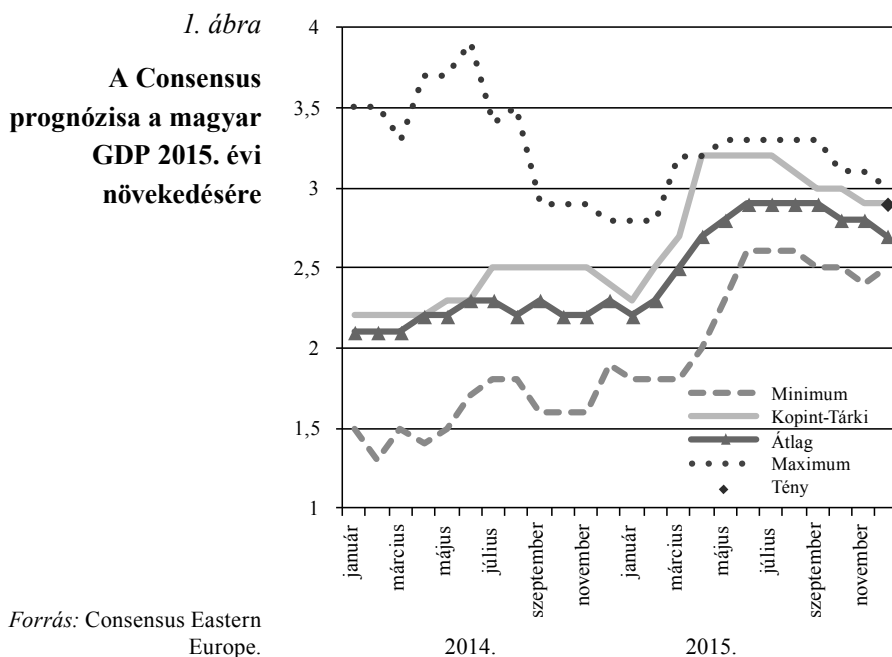
A tényleges növekedési ütem 2015-ben (mint ahogyan 2014-ben is) jócskán meghaladta az előrejelzői várakozásokat. A külföldi és a hazai elemzők előrejelzéseinek átlaga a 2015. évi növekedési kilátásokra vonatkozóan 2014 elején még mindössze 2,4 százalék volt (1,5 százalékos prognózis is előfordult), ez az év folyamán lassan, hónapról hónapra kúszott fel. A folyamatos korrekciók ellenére az előrejelzői konszenzus még 2015 decemberében is csak 2,7 százalékon állt, szemben a ténylegesen mért 2,9 százalékkal, amit idén márciusban publikált a KSH. Mindössze három előrejelző találta el a 2,9 százalékos növekedést (köztük a Kopint-Tárki), a többi prognózis alacsonyabb növekedést várt (két elemző pedig 3 százalékot). (Lásd az 1., 2. ábrát.)

Az előrejelzők egy része tehát úgy ítélte meg, hogy a 2014. évi magas gazdasági növekedési ütem egyetlen év kivételesen jó és megismételhetetlen eredményének tekinthető, amelyet 2015-ben a gazdasági növekedés jelentős mérséklődése fog követni. Nem így történt, aminek több oka van. Elsősorban az, hogy a 2007–2013 közötti tervezési ciklusra elszámolható *EU-támogatások* lehívásának a lehetősége a $t + 2$ elv alapján még 2015 végéig fennállt. Lehetett tudni, hiszen a kormány bejelentette, hogy minden fillér EU-támogatást igénybe akar venni, ami a program legvégén (azaz tavalyi év végén) nagy hajrát jelzett előre.

2015-ben pedig még több EU-támogatás érkezett az országba, mint 2014-ben. Ennek egy része ugyan még nem folyt be a magyar költségvetésbe, és egyes, különösen szabálytalanul elköltött összegek kifizetésének a sorsa még bizonytalan, mindenesetre a magyar gazdaság teljesítményébe már beépültek azok a programok, amelyek vagy EU-s vagy (esetleg ennek hiányában) állami finanszírozásban valósultak meg.

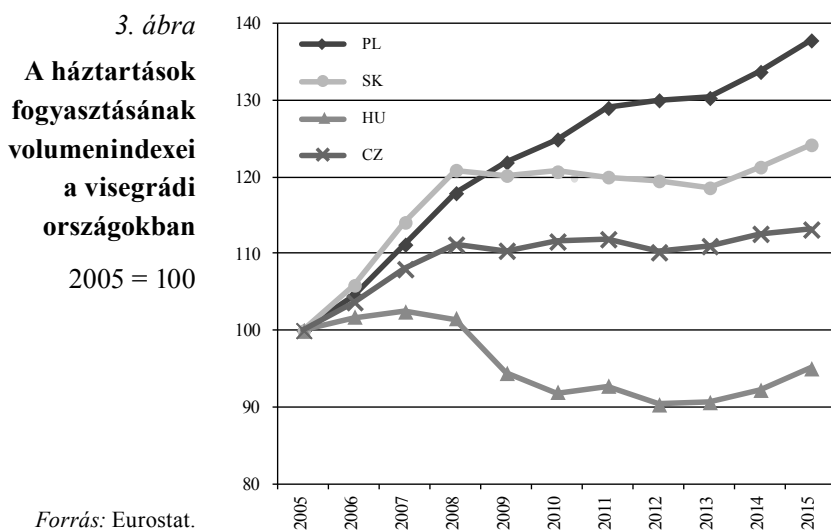
Az EU-támogatások gyorsított felhasználásának a jelentőségét jelzi, hogy miközben 2015-ben a beruházások 0,4 százalékponttal járultak hozzá a GDP 2,9 százalékos növekedéséhez, a magánberuházások hozzájárulása mínusz 1 százalékpont volt, a kormányzati beruházásoké pedig plusz 1,5 százalékpont. (A GDP 6,7 százalékát teszik ki a kormányzati beruházások.) Azaz a GDP növekedésének a fele az EU-transzferekhez köthető kormányzati beruházásoknak tulajdonítható.

Az EU-támogatású programok mellett a 2015. évi növekedésben megjelent egy új, markáns elem: a háztartások fogyasztásának határozott bővülése. A *háztartások fogyasztása* 2013 közepétől kezdett újra erőre kapni, kezdetben csak lassan, majd



egyre erőteljesebb mértékben. 2015-ben a magánfogyasztás már 2,6 százalékkal bővült (ezen belül a háztartások vásárolt fogyasztása 3,1 százalékkal), a 2014. évi 1,5, illetve 1,8 százalékkal szemben. Ezen belül pedig a tavalyi utolsó negyedévben a háztartások vásárolt fogyasztása 3,5 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakáét, amire 2005 óta nem volt példa. Természetesen ez nem jelenti azt, hogy a magánfogyasztás mostantól ilyen ütemben fog bővülni, egyértelmű jele azonban a fogyasztás határozott dinamikájának.

Meg kell jegyezni, hogy a gyorsuló növekedés ellenére a háztartások fogyasztásának a volumene még 2015 végén sem érte el a 2007. évi szintet, annak 95,1 százalékán állt, ami egyedülálló a visegrádi országok között (lásd a 3. ábrát). A helyreállítási periódus tehát nem ért még véget: ha a háztartások fogyasztásának a volumene a következő években 2,5-3 százalékkal bővül, akkor is csak 2017–18-ban tudja elérni a 2007. évi szintet.



A magánfogyasztás növekedését a több éven keresztül elhalasztott kereslet mellett számos egyéb tényező is alátámasztotta. Ilyen többek között, hogy az egykulcsos személyi jövedelemadó és az adójóváírás kivezetésének a negatív hatása már nem érvényesült (beépült a bázisba), 2015-ben a devizahitelek forintosításával megszűnt a háztartások devizahiteleinek törlesztési terheivel kapcsolatos árfolyamkockázat, illetve hogy az infláció negatívvá vált, ami a reálkeresetek számottevő emelkedésé-

vel járt. A munkáltatók bruttó béremelési hajlandósága ugyanis nem követte közvetlenül az infláció alakulását, ezért a reálkeresetek 2015-ben is jelentősen emelkedtek, ami a magas megtakarítási hajlandóság mellett is számottevő pozitív hatást fejtett ki a lakosság fogyasztására.

2016-ban folytatódik a reálkeresetek jelentős növekedése, a továbbra is alacsony infláció, valamint az egyre aggasztóbb méreteket öltő munkaerőhiány miatt. A munkáltatók, ha meg akarják tartani a munkaerőt, netán még fejleszteni is akarnak, kénytelenek lesznek emelni a béreket, ami felfelé mutató bérspirálhoz vezethet.

Kérdés, hogy 2016-ban a háztartások fogyasztásának dinamikus növekedése milyen mértékben képes ellensúlyozni az EU-források visszaesése miatti beruházáscsökkenést. Megítélésünk szerint csak részben, ezért is várunk a 2015. évihez képest mérsékeltebb gazdasági növekedést.

A *nettó export* nagyjából a tavalyi évhez hasonló, attól feltehetőleg kissé elmaradó mértékben járulhat hozzá a GDP növekedéséhez.

Ami pedig a *termelési* oldalt illeti, az agrárszektor hozzáadott értékének drasztikus, 12,9 százalékos zuhanásától eltekintve, valamennyi ágazat teljesítménye bővült 2015-ben – a pénzügyi ágazat kivételével. A húzóerőt, mint az előző évben is, a feldolgozóipar adta, amely az export növekedéséhez is erőteljesen hozzájárult. A feldolgozóipar bővülési dinamikája azonban minden bizonnyal lassulni fog, mivel az utóbbi időben nem történtek tetemes új beruházások Magyarországon, amelyek hozzájárulhatnának az ipari termelés további gyors növekedéséhez. Ugyanakkor a háztartások fogyasztásának bővülése kedvező hatással lehet a fogyasztói szolgáltatások iránti keresletre.

Emellett az eddigi tapasztalatok szerint az erősen visszaeső mezőgazdasági termelést ritkán követi hasonló visszaesés a következő évben (bár fordult már elő ilyen is), ezért előrejelzésünkben ebben a szektorban – mint rendszeresen – zéró növekedéssel számolunk. Ha a termés a tavalyit meghaladná, az vagy emelheti kissé a növekedési ütemet, vagy fedezetet nyújthat más ágazatok esetleg a vártnál szerényebb teljesítményére a GDP növekedési előrejelzésében. Az építőiparban nem várunk jelentős változást, a 2016. évi tendenciák inkább lefelé mutatnak: az EU-transzferek visszaesése miatti teljesítménycsökkenést a lakásépítési piac – véleményünk szerint idén még nagyon enyhe – fellendülése legfeljebb kompenzálhatja, de inkább némi zsugorodás valószínűsíthető.

Ahogy az elmúlt három évben az előrejelzések alábecsülték a magyar gazdaság növekedési ütemét, ellenkező irányban ugyanez történt az *inflációs* előrejelzésekkel. Az idei immáron a harmadik olyan esztendő, amikor a tényleges fogyasztás

tóiar-index az előrejelzésekre alaposan rációfolt. A prognózisok átlaga 2014-re 1,8 százalékos, 2015-re 1,5 százalékos, 2016-ra pedig, egészen a januári árindex megjelenéséig, 1,9 százalékos árindex volt, miközben a tényadat rendre mínusz 0,2, illetve mínusz 0,1 százalékos lett. A nemzetközi előrejelzői konszenzus 2016 márciusában már az idei évre is mindössze 0,9 százalékos körüli áremelkedést prognosztizál. Az első háromhavi adatok alapján azonban 2016-ban a fogyasztói árak stagnálása valószínűsíthető, sőt csökkenés sem zárható ki. Ez a prognózis azon a feltételezésen alapul, hogy a nemzetközi olajárak az idén még nem kezdenek felfelé kúszni, hanem nagyjából a jelenlegi, rendkívül alacsony szint körül ingadoznak. Továbbá azon, hogy a forint árfolyama nem gyengül jelentősen az év folyamán: az előrejelzésben legfeljebb 2 százalékos árfolyamgyengülést kalkulálunk. Ennél erősebb forintárfolyam-gyengülés néhány tizedszázalékkal magasabb árindexet eredményezhet.

A *monetáris és fiskális* kondíciók jelenleg kifejezetten kedvezőek. A nemzetközi piacot még mindig viszonylagos pénzbőség jellemzi, a magyar állampapírpiaci hozamok és a banki hitelek kamatai tendenciaszerűen csökkennek. Különösen kedvező a hosszú, tízéves állampapírok hozamának a csökkenése, 2016 tavaszán 2,9-3,1 százalékos körüli szintre. A többi kelet-közép-európai országhoz képest ez még mindig magas (csak a horvát hozamnál alacsonyabb), kifejezetten kedvezőnek tekinthető azonban annak fényében, hogy a magyar pénzpiac még mindig a befektetésre nem ajánlott kategóriában van, mindhárom fő minősítőnél. A hozamok csökkenése különösen fontos a fiskális egyenleg szempontjából, mivel a magyar kamatfizetés aránya az államadóssághoz viszonyítva még kimagasló. Az államháztartás hiánya 2015-ben 2 százalékos alatt maradt, és akkor is nagyjából 2 százalékos körül lesz, ha az EU bizonyos támogatási összegeket végleg érvénytelenít a felhasználási szabálytalanságok miatt. 2016-ra hasonló deficit számot várunk. Középtávon a fiskális kondíciók már nem ennyire jók, mivel az államháztartást mind a bevételi (kiemelkedően magas adókoncentráció) mind a kiadási oldalon számos probléma feszíti, elsősorban az egészségügyben és az oktatásban tapasztalható súlyos alulfinanszírozottság. Ezek a feszültségek 2016-ban azonban talán még nem fognak olyan elemi erővel felszínre törni, ami a növekedési ütemet erőteljesen befolyásolná.

Magyar Nemzeti Bank: Egyre meghatározóbbá válik a belső kereslet élénkülése*

VIRÁG BARNABÁS

2015-ben folytatódott a gazdaság bővülése, miközben az infláció változatlanul alacsony szinten alakult. A növekedésben egyre nagyobb szerepet játszik a belső kereslet, különösen a fogyasztás erősödése meghatározó. A következő években e tendenciák folytatódása várható. Prognózisunk szerint élénk marad a gazdaság növekedése – előretételezve 3 százalékos körüli növekedés várható –, amelyet az export bővülése mellett egyre határozottabban a belső kereslet javulása támogat. Az alacsony nyersanyagárak, illetve a támogató monetáris politikai környezet segíti az euróövezet bővülését, miközben a belső keresleti tételek oldalán a mérsékelt infláció következtében bővülő reáljövedelmek, a Magyar Nemzeti Bank Növekedéstámogató Programja, valamint a kormányzati lakáspiacot ösztönző intézkedések jelentik a növekedés forrását. Az inflációt továbbra is a rendkívül visszafogott globális költségkörülmény határozza meg, így a fogyasztói árak növekedése az idei évben is visszafogott marad. A belső kereslet élénkülésével, illetve a költségvetés kiadásával az inflációs ráta emelkedésére 2016 végétől számítunk, azonban az infláció még 2017-ben is érdemben elmaradhat a 3 százalékos céljától. Stabil egyensúlyi mutatók mellett folytatódik a gazdaság növekedése. A folyó fizetési mérleget a következő években is számottevő többlet jellemzi, amihez a javuló cserearány, illetve a bővülő exportértékesítések egyaránt hozzájárulnak. A költségvetés hiánya historikusan alacsony szinten stabilizálódhat. A külső és belső adósságmutatók folytatódó trendszerű mérséklődése hozzájárul gazdaságunk kockázati megítélésének további javulásához.

A 2015-ös makrogazdasági adatok háttere

A 2015-ös *fogyasztói árakat* alapvetően a világpiacon nyersanyagárak csökkenése határozta meg. Különösen az olajárak esése volt szembevetendő, amelyek 2014 közepéhez képest közel 70 százalékkal csökkentek. Fontos azonban megjegyezni, hogy

* Az elemzés a Magyar Nemzeti Bank 2016. márciusi Inflációs jelentése alapján készült.

Virág Barnabás, az MNB ügyvezető igazgatója. E-mail cím: viragb@mnb.hu

a nyersanyagok piacát általánosan csökkenő árszint jellemezte; a fémek és az élelmiszerek árai is fokozatosan mérséklődtek. A csökkenő nyersanyagárak első körös hatásai alapvetően a maginfláción kívüli tételek körében jelentkeztek. A globálisan általánosan visszafogott költségkörnyezet azonban a feldolgozott termékek körében is éreztette hatását. A tartósabb tendenciákat megragadó inflációs alapfolyamatmutatók a fokozatosan élénkülő belső kereslet ellenére is visszafogott szinten, de stabilan pozitív tartományban alakultak. Emellett az alacsony inflációt meghatározó tényezők között fontos kiemelni egy hazai szempontból új, tartósabb hatást is, nevezetesen az inflációs várakozások alakulását. Az évek óta rendkívül alacsony inflációs környezet a gazdasági szereplők viselkedésének megváltozását okozta; a lakossági és vállalati inflációs várakozások mérséklődtek, és historikusan alacsony szinten tartózkodnak, ami szintén fékezte az árak emelkedését. Az alacsony inflációs várakozások hozzájárulhattak ahhoz, hogy a korábbi éveknél feszesebb munkapiac ellenére a versenyszféra bérdinamikája stabilan 4 százalék körül alakult az elmúlt negyedévekben is. A várakozások alkalmazkodása révén a magyar gazdaság nominális folyamataiban történt változás előretételeként is tartósan fennmaradhat.

2015-ben 2,9 százalékkal bővült a bruttó hazai termék. Ezzel kapcsolatban érdemes megjegyezni, hogy a 2014-es kiugró mezőgazdasági évet követően az ágazat teljesítménye 0,5 százalékponttal vetette vissza a növekedést 2015-ben. Átlagos mezőgazdasági év esetén 2015-ben is 3 százalék felett bővíthetett volna a hazai gazdaság. A tavalyi év gazdasági teljesítményét kiegyensúlyozott szerkezetű növekedés jellemezte, vagyis a külső tényezők mellett a belső kereslet – ezen belül is elsősorban a háztartások fogyasztása – egyre nagyobb mértékben járult hozzá a növekedéshez. A munkanélküliség tovább csökkent a tavalyi év folyamán. A nominális bérek növekedése stabil maradt, miközben az alacsony infláció növelte a lakosság számára rendelkezésre álló jövedelmek vásárlóértékét. A devizahitelek forintosításával megszűnő árfolyamkockázat, illetve a válság előtt felhalmozott túlzott eladósodottság leépítésének kényszere egyre kevésbé jelentett korlátozó tényezőt, ami szintén a fogyasztási kiadások emelkedése irányába hatott. Az Európai Uniótól érkező támogatások érdemben támogatták a beruházások élénkülését, így a beruházási ráta az év egészében 20 százalék felett alakult. Nyersanyagimportőr országgént az alacsonyabb olajárak az importárak csökkenésén keresztül a külkereskedelmi mérleg további javulását segítették. Érdemes megjegyezni, hogy a szolgáltatások már a külkereskedelmi többlet mintegy kétharmadát adták, elsősorban a turizmus és a szállítás ágazat teljesítményének köszönhetően.

Összességében a növekedés alapfolyamatai folytatódó javulást mutatnak, ezek a tényezők a következő években is támogatják a konjunktúra javulását, ugyanakkor a feltörekvő országok fokozatos lassulása a hazai gazdaság teljesítményét tekintve is kockázatot jelenthet.

Kilátások

Várakozásaink alapján kiegyensúlyozott szerkezetben folytatódhat a gazdaság bővülése. A növekedésben a belső kereslet szerepe egyre meghatározóbbá válik a beruházások és a fogyasztás élénkülésén keresztül, míg a külkereskedelem továbbra is pozitívan járul hozzá a növekedéshez. A következő években folytatódik felvevőpiacaink lassú, de fokozatos bővülése. Az eurózónában a visszafogott inflációs folyamatokkal összhangban alacsony hozamkörnyezet jellemző, amely támogatja az övezet növekedését.

A tavalyi évben a belső kereslet egyre nagyobb mértékben járult hozzá a növekedéshez, ez a következő években is jellemző marad. A háztartások viselkedését meghatározó tényezők általánosan a fogyasztás trendszerű javulása és dinamikus bővülése irányába mutatnak.

- A munkapiaci feltételek mind rövid, mind hosszabb távon a jövedelem emelkedése irányába hatnak. A konjunktúra javulásával a cégek munkaerő iránti kereslete bővül, amit magasabb bérajánlással, így gyorsuló bériáramlással tudnak kielégíteni. E folyamatokat tovább erősíti, hogy az alacsony inflációs környezetben, illetve az idei év elején a személyi jövedelemadó kulcsának mérséklése következtében növekszik a jövedelmek vásárlóértéke, folytatva az elmúlt években megfigyelt tendenciát. A foglalkoztatás emelkedése emellett a hosszabb távú jövedelmi várakozásokat is javítja.
- A válságot követően érdemben megváltozott a háztartások megtakarítási hajlandósága, és a háztartások döntéseikben a hitelek visszafizetésére, az adósság leépítésére fókuszáltak. Azonban a konjunktúra javulása és az elmúlt évek kormányzati intézkedései (forintosítás, árfolyamrész) a korábbiaknál egészségesebb adósságszintet és szerkezetet eredményeztek. A munkapiaci feltételek javulásával az óvatossági megfontolások oldódására és a háztartások hitelkeresletének erősödésére számítunk.
- A háztartások a válságot követően bizonytalanná váló hosszabb távú kilátások következtében (ún. óvatossági motívumok) elhalasztották fogyasztásukat.

2015 negyedik negyedévében a fogyasztás több mint 6 százalékkal maradt el a válság előtti értékétől, így további érdemi helyreállítási potenciál valószínűsíthető. A következő években az elhalasztott döntések realizálódására és a 2013-as fogyasztási fordulat folytatódására számítunk, így 2016-ban is 3 százalék feletti fogyasztásnövekedés várható.

Bár a beruházások 2016 első felében a csökkenő EU-forrásokkal összhangban lassulnak, az év második felében az állami beruházások a 2014–2020-as uniós költségvetési ciklushoz kapcsolódó források gyorsított lehívásával összhangban ismét emelkednek. Mindezek következtében a beruházások szerkezete is átalakul. Az állami beruházások részaránya mérséklődik, és egyre nagyobb teret nyernek a magánberuházások. Utóbbiak élénkülését elsősorban a hitelezési aktivitás erősödése támogatja, amit a Növekedéstámogató Program segítségével emelkedő piaci alapú hitelezés magyaráz. A Piaci Hitelprogram keretein belül a bankok eddig közel 200 milliárd forintot vállaltak a kkv-hitelezés növelését illetően, emellett az Növekedési Hitelprogram harmadik, kivezető szakasza is támogatja a hitelállomány bővülését. Így összességében akár két számjegyű bővülés is várható a kkv szegmensben. Ezzel párhuzamosan a lakossági beruházások is fokozatosan élénkülhetnek, a stabil, hosszabb távú jövedelemvárakozások, a tartósan alacsony hozamkörnyezet, illetve a lakáspiaci ösztönző programok következtében. Utóbbi programok eredményeként érdemben emelkedhet az új lakások száma, várakozásaink szerint 2017 végére megközelítheti a 20 ezret.

A következő években folytatódik felvevőpiacaink lassú, fokozatos bővülése. A hazai exportörök teljesítményét közvetve támogatja, hogy az Európai Központi Bank eszközvásárlási programja az euró leértékelődésén keresztül javítja az eurózóna exportőreinek versenyképességét. 2016–2017-ben folytatódik az export bővülése, amelyben a szolgáltatásexport is érdemi szerepet játszik. Exportpiaci részesedésünk tovább növekszik.

Összességében tovább folytatódik a magyar gazdaság 2013-at követően újrainduló felzárkózása. A következő években is 3 százalék körüli növekedés várható.

Az inflációs folyamatokat változatlanul meghatározza a rendkívül kedvező költségkörnyezet. Ennek közvetlen hatása főként rövid távon lesz domináns, így a tavaszi hónapokban ismét negatív tartományba süllyed a fogyasztói infláció. Az év egészében az infláció az idei évben is rendkívül alacsony értéken (0,3 százalék), érdemben a jegybanki 3 százalékos inflációs cél alatt alakul. Az alacsony importált inflációs nyomás középtávon is meghatározó marad. Előretekintve a fogyasztói áraknak csak fokozatos emelkedésére számítunk, amit elsősorban a kereslet élénkülése támogat.

Emellett a költségek lassú emelkedése, illetve ezek korábbi hatásának bázisból való kiesése is az inflációs ráta 2016–2017 fordulóján bekövetkező emelkedése irányába mutat. Az infláció emelkedésének ütemét fékezi azonban, hogy az alacsony költségek következtében másodkörös hatások jelentkezhetnek, így összességében 2017-re vonatkozóan 2,4 százalék lehet a fogyasztói árak éves növekedése, és csak 2018 első felében kerülhet a 3 százalékos jegybanki cél közelébe.

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége a következő években változatlanul magas szinten alakul, és a GDP 8 százaléka körül stabilizálódik. A külső kereslet emelkedése mellett tovább javuló exportpiaci részesedésünk, valamint a beruházások várt lassulása egyaránt hozzájárul az áruforgalmi egyenleg javulásához. Nettó importőr ország lévén az alacsonyabb nyersanyagárak a cserearány javulásán keresztül támogatják a külkereskedelmi többlet növekedését. A magas külső finanszírozási képességből eredően tovább mérséklődnek a külső adósságmutatóink, tovább csökkentve a külső sérülékenységet. Régiós viszonylatban Magyarország nettó külső adóssága és kötelezettsége a korábbi régiós csúcstről már Lengyelország szintjére csökkent 2015 során.

Legfrissebb előrejelzésünk szerint a kormányzati szektor hiánya 2016 és 2017 folyamán is a GDP 2 százaléka alatt marad. A historikusan alacsony szinten alakuló hiányt a növekvő adóbevételek mellett kiadási oldalon elsősorban a kamatkiadások csökkenése magyarázza, amelyet a csökkenő állampapír-piaci hozamok okoznak. A kedvező alapfolyamatok hatására – változatlan árfolyamot feltételezve – az adósságráta tovább mérséklődik, és 2017 végére 72 százalék alá süllyed.

Pénzügykutató Zrt.: Lassuló növekedés, javuló egyensúly*

VÁRHEGYI ÉVA

A lanyhuló beruházások miatt a magyar gazdaság bővülése tavaly főként az élénkülő fogyasztásnak és a tetemes exporttöbbletnek volt köszönhető. Idén is ez lesz a jellemző, ám az uniós transzferek apadásával visszaeső beruházások tovább mérséklik a gazdasági növekedés ütemét. A növekedés fő húzóereje így ismét a fogyasztás lesz, bár az nettó export is jelentős marad. A gazdasági dinamika mérséklődése az egyensúlyi mutatók javulását hozza magával, ezek némelyike azonban fejlődési anomáliát tükröz. A vállalatok nettó megtakarítói pozíciója és a folyó fizetési mérleg tetemes többlete annak is a jele, hogy a magánszektor ódzkodik az uniós forrásokhoz és a kormánnyal kötött megállapodásokhoz nem kötődő, autonóm befektetésektől. Az ország nagyarányú külső finanszírozási képessége a gazdasági növekedés akadálya, csakúgy, mint a magánszféra tetemes megtakarítása ellenére, szükségtelenül megszorító költségvetési politika.

A világgazdasági keretfeltételek

A globális növekedés az előzetes adatok szerint *2015-ben* összességében minimálisan lassult a megelőző évhez képest. A válságot követő 2010. évi magas dinamika óta az elmúlt öt évben folyamatos a lassulás. A feltörekvő régió ugyanis elvesztette lendületét, a fejlett országok pedig mérsékelten gyorsuló növekedésük ellenére sem tudják dinamizálni a világgazdaságot. *A növekedési görbe a két nagy régió közeledése mellett ellaposodik.* Az előzetes adatok szerint az *Európai Unióban* 1,8 százalékkal, az *eurózónában* 1,5 százalékkal nőtt a GDP, ami jelentős pozitív fordulat a korábbi évekhez képest. Recesszió már csak Görögországban volt, Spanyolország

* A cikk a Pénzügykutató Zrt. „Lassuló növekedés, javuló egyensúly. A magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2015–2016” című munkája alapján készült. A tanulmány elkészítésében részt vettek: *Antalóczy Katalin, Herczog László, Mohácsi Kálmán, Neményi Judit, Petschnig Mária Zita, Várhegyi Éva, Voszka Éva.* Szerkesztette: *Várhegyi Éva.*

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

magára találni látszik. Jól teljesítettek a kelet-közép-európai országok: Csehország, Románia, Szlovákia és Lengyelország 4 százalékos körüli dinamikát mutatott. Az államháztartási költségek hatása semleges, míg a monetáris politika erősen támogató volt (gyenge euró, alacsony kamatok), és a csökkenő olajárak is segítettek a növekedést. A *német gazdaság*, főként az export hatására, 1,5 százalékkal bővült. Nőtt a foglalkoztatottság, csökkent a munkanélküliségi ráta, a mintegy 1,1 millió menekült hatása még nem mutatkozott meg a munkaerőpiacon. Az *Egyesült Államokban* élénk (éves szinten 2,4 százalékos), de lassuló ütemű volt a növekedés. A *feltörekvő országok* lassabban (együtt 4 százalékkal) növekedtek, országonként eltérő okok miatt. *Kína* már csak 6,9 százalékkal bővült; itt modellváltás van: az export és a feldolgozóipari termelés helyett a belső fogyasztás és a szolgáltatások által húzott növekedésre próbálnak áttérni. *2015-ben tehát a világgazdaságot lényegében egyetlen, de már gyengülő erejű motor, az amerikai dinamizálta.*

Bár a *munkanélküliségi* ráta Európában is évről évre csökken, 2015 végén még mindig rendkívül magas – az eurózónában 10,4, az Európai Unióban 9 százalékos – volt. Az Egyesült Államokban és Japánban ugyanakkor a munkaerőpiac közelít a teljes foglalkoztatáshoz. A *fogyasztói árak* a jelentős pénzbőség ellenére alig emelkedtek a fejlett országokban, a nyomott kereslet mellett döntően az *olaj árának történelmi mértékű, 47 százalékos zuhanása* miatt. A *világkereskedelem* az előzetes becslések szerint 2015-ben lassuló ütemben, mindössze 2,2 százalékkal bővült.

A jelentős lefelé irányuló kockázatok ellenére *2016-ban sem számolunk katasztrofá-forgatókönyvvel. A globális növekedés* nagyjából a tavalyi ütemben, attól minimálisan elmaradva folytatódhat. Az *Egyesült Államokban* *lassul a növekedés*, amit a belső kereslet gyengülése mellett a dollár felértékelődésének exportvisszafogó hatása és az alacsony olajárak miatt az energetikai beruházások csökkenése is valószínűsít. Az *eurózóna* várhatóan tartja a tavalyi *mérsékelt növekedési ütemet*, akár csak legerősebb gazdasága, Németország. A feltörekvő régió világgazdasági növekedést támogató teljesítménye 2016-ban sem javul számottevően. *Kína* gyarapodása 6,5 százalékra eshet, aminek tovagyrúzó hatásai gyengítik az egész ázsiai régiót. Oroszország tavaly elérte a mélypontot, gazdasági teljesítménye az idén már csak 1,3 százalékkal csökken, míg *Brazíliaé* várhatóan stagnál. A minimálisra csökkentett kamatok, a likviditásbőség ellenére a fejlett gazdaságokban csak csekély mértékben erősödik az infláció. A *világkereskedelem* volumene várhatóan némileg gyorsulón, de összességében szerény mértékben, 3 százalékkal bővül.

Kifulladás magyarázat

A magyar gazdaság 2015-ben az előző évinél lassabban, az előzetes adatok szerint 2,9 százalékkal növekedett. Ezzel az ütemmel végre utolértük és némileg meg is haladtuk a válság előtti szintet – bár ebben megelőzött minket a felzárkózási célnak tekintett német gazdaság és közvetlen versenytársaink is. A növekedés zöme a foglalkoztatás bővülésének volt a következménye, nemzetgazdasági szinten a termelékenység mindössze 0,3 százalékkal nőtt, ami arra utalt, hogy a magyar gazdaság továbbra is extenzív növekedési pályán fejlődött.

A növekedéshez való hozzájárulás szempontjából jelentősen ártrendeződtek az arányok 2014-hez képest. A szolgáltatásoké több mint megduplázódott, ezen belül is a háztartások fogyasztásához közvetlenül kapcsolódó kereskedelmi, vendéglátóipari cégek súlya nőtt kiugróan. Míg 2014-ben az állami szolgáltatások mérsékeltek a növekedést, 2015-ben már erősítették. Az ipar súlya nőtt, az építőiparé viszont – az uniós források felhasználásának csökkenése miatt – az egyharmadára esett vissza. A kedvezőtlen időjárás okozta gyenge terméseredmények következtében a mezőgazdaság is mérsékelte a GDP növekedését.

Jelentősen változtak a növekedést keresleti oldalról húzó tényezők is. Míg 2014-ben a növekedés közel kétharmadát a beruházások adták, addig 2015-ben a fogyasztás és a nettó export lett a domináns. A beruházások szerepének csökkenése a versenyképesség és a távlati fejlődés szempontjából egyaránt kedvezőtlen.

2016-ra 2,3 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk, amit továbbra is a fogyasztás és a nettó export táplál. A vártnál gyengébb külső konjunktúra esetén, amelyre a világpolitikai és világgazdasági feszültségek árnyékában látunk esélyt, mérséklődhet a nettó export növekedést serkentő ereje. Az is visszavetheti a dinamikát, ha az uniós források a feltételezetttnél is kevesebb beruházást generálnak.

A növekedés kimerülő forrásai

Beruházások

A beruházások előző évben majdnem húszszázalékosra felpörgetett dinamikája 2015-ben lenullázódott. Csupán azért nem vált negatívvá, mert a 2007–2013-as uniós költségvetés kifutó forrásainak fokozott lehívása az utolsó negyedévben meg-

növelte az állami fejlesztéseket. Kedvezőtlen fordulatot tükröz a *feldolgozóipari beruházások zuhanása*, és általában is az, hogy a versenyszektorban megvalósított fejlesztések rátája még a válság előtti szintet sem érte el. Az állóeszköz-fejlesztések tíz ágazatban estek, lényegében azokban, amelyekben az uniós pénzek nem motiválták a döntéseket. A beruházások szerkezetének romlását jelezte az is, hogy a költségvetési szféra beruházási rátája historikusan magas lett, a válság előtti kétszerese. Az állóeszköz-felhalmozások a múlt évben 3,8 százalékkal haladták meg a válság mélypontjának, 2009-nek a szintjét. (Ez a mutató Csehországban 5,5, Lengyelországban 23,5, Németországban 17,6, Szlovákiában 27,1, Romániában 5 százalékos volt.)

A kedvezőtlen beruházási trend *2016-ban is folytatódik*. Az új uniós ciklus forrásai és a lakásépítési kedvezmények legfeljebb az év második felében javítják a mutatókat. Az állami szférában a 2015-ös kiugróan magas bázishoz viszonyítva jelentős visszaesés lesz. A Magyar Nemzeti Bank Növekedéstámogató Programja és a bankadó megfelelése élénkítheti a hitelkínálatot, ám a hitelkereslet érdemi bővüléséhez kiszámítható kormányzásra lenne szükség. A fajlagos bérköltségek növekedése és a szakképzett munkaerő számos szakmában megmutatkozó hiánya is visszaveti a vállalkozások beruházásait. Kivétel lehet a külső konjunktúrára építő járműipar, de ez sem tudja kompenzálni a beruházások másutt várható csökkenését. 2016-ban ezért *a beruházások 3 százalékos visszaesését prognosztizáljuk* – lefelé mutató kockázatokkal.

Keresetek

Nemzetgazdasági szinten mind a bruttó, mind a nettó keresetek 4,2 százalékkal – közfoglalkoztatottak nélkül 4,5 százalékkal – emelkedtek 2015-ben. A versenyszférában a bruttó és a nettó keresetek éves szinten 3,9 százalékkal nőttek, a költségvetési szférában viszont a keresetek 5,1 százalékkal (közfoglalkoztatottak nélkül 6,3 százalékkal) haladták meg az előző évit.

A minimálbért és a bérminimumot 2016-ban 5,7 százalékkal 111 ezer, illetve 129 ezer forintra emelték. A személyi jövedelemadó kulcsának csökkentése mintegy 1,6 százalékkal emeli a keresetek reálértékét, azaz a nettó keresetek növekedése ennyivel haladja meg a bruttóét. A *versenyszférában* a magasabb infláció, valamint a minimálbér- és bérminimum-növelés miatt a lassuló GDP-növekedés ellenére is átlagosan 5 százalékkal nőhetnek a keresetek. A *költségvetési szektorban* nem emelkednek a közalkalmazotti illetménytábla tételei és a köztisztviselői illetményalap, de néhány központi intézkedés (a szolgálati jogviszonyban állók, a kormánytisztviselők

és a pedagógusok életpályájához kötődő, illetve a fegyveres szerveknél járó bér-emelések) hatására 6,5 százalékos keresetnövekedéssel számolhatunk. Ha azonban a közfoglalkoztatás a tervezett mértékben bővül, akkor az ezt is tartalmazó mutató lényegesen alacsonyabb (4 százalékos) lehet. *Nemzetgazdasági szinten 4,7 százalékos bruttó és 6,3 százalékos nettó átlagkereset-emelkedést várunk, ami reálértéken 5,7 százalékos növekedést jelent.*

Foglalkoztatás, munkanélküliség

A foglalkoztatás tovább bővült 2015-ben, a dinamikája azonban némileg mérésklődött. A KSH (kikérdezésen alapuló) jelentése szerint 4210 ezer főnek volt munkája, ami az előző évinél 110 ezerrel (2,7 százalékkal) több. A növekményt 57 százalékban magyarázza a belföldön, 10 százalékban a külföldön és 33 százalékban a közfoglalkoztatottként dolgozók számának az emelkedése. *A közfoglalkoztatottak éves átlagos létszáma 21 százalékkal nőtt, elérte a 212 ezer főt, költségük 270 milliárd forint volt, miközben az érintettek 85-90 százaléka nem jut be az elsődleges munkaerőpiacra. Külföldi telephelyen, ingázóként 111 ezer fő dolgozott (ebben nincsenek benne az egy évnél hosszabb ideig külföldön dolgozók). A közfoglalkoztatottak és a külföldi telephelyen dolgozók nélkül a foglalkoztatottak száma csupán 62 ezer fővel (1,6 százalékkal) emelkedett. A cégek és intézmények munkaügyi jelentésében szereplő alkalmazotti létszám 2015-ben közfoglalkoztatottakkal együtt 2894 ezer fő, nélkülük 2702 ezer fő volt; ez 71, illetve 62 ezer fővel több az előző évinél. A munkanélküliek száma 35 ezer fővel, 308 ezer főre csökkent, a munkanélküliségi ráta 6,8 százalékra mérséklődött. A válság előtti utolsó évhez, 2008-hoz viszonyítva 2015-ig 18 ezer fővel csökkent a munkanélküliek száma, a munkanélküliségi ráta pedig 0,9 százalékponttal esett.*

A munkaerőpiacon erősödnek a strukturális feszültségek. Miközben bővül a foglalkoztatás és csökken a munkanélküliség, a cégek mind nagyobb hányada nem talál megfelelő munkaerőt, amiben a tartósan külföldön dolgozók számának valószínűsíthető növekedése játszhat szerepet. Mivel többségük szakképzett és vállalkozó szellemű, a távozók körének bővülése rontja a munkavállalók átlagos minőségét. A munkaerőhiány pedig egyre több területen akadályozza a foglalkoztatás további javulását és a gazdaság növekedését.

A növekedés lanyhulása 2016-ban kedvezőtlenül hat a foglalkoztatásra, ám az ambiciózus, 340 milliárd forintos közfoglalkoztatási előirányzat (ami 70 milliárdos növekményt jelent 2015-höz képest) javíthatja a mutatókat. A kormány éves átlagban

240 ezer főnek biztosítana közfoglalkoztatást napi 8 órában, de amúgy is alacsony bérüket nem növeli. Éves átlagban a foglalkoztatottak számát 4,27 milliárd, a munkanélküliekét 270 ezer főre prognosztizáljuk, amivel *európai méreteken is alacsony, 5,9 százalékos munkanélküliségi ráta érhető el.*

Megtakarítások, hitelek

A lakossági megtakarításokat és hiteleket 2015-ben döntően az *adósmentő csomag* jogszabályai alakították. A bankok „elszámoltatása”, az árfolyamrés és az egyoldalú kamatemelések „tisztességtelensége” miatti majd’ ezermilliárd forint hitelezői visszatérítés mérsékelte az adósok tartozását és törlesztéseit, a devizahitelek forintosítása pedig megszabadította őket az árfolyamkockázattól. Az elolvadó reálkamatok és a brókeresdők következtében a pénzügyi megtakarítások mégsem nőttek, de a *lakossági hitelállomány* 1170 milliárd forinttal, 12,5 százalékkal *csökkent*, a devizahitelek 4270 milliárd forintos mérséklődése és a forinthelek 3100 milliárdos bővülése eredőjeként. A *háztartások nettó megtakarítása* 2700 milliárdra, a *GDP 8 százalékára emelkedett.*

A *vállalati hitelállomány* is jelentős mértékben, 815 milliárd forinttal *csökkent*, annak ellenére, hogy az MNB kiterjesztette növekedési hitelprogramját. A piaci hitelezés – főleg keresleti okok miatt – szinte teljesen leállt, a nagyobb cégek pedig mindinkább az anyavállalatokon keresztül finanszírozták magukat. A vállalkozások betétállománya – javuló jövedelmük és stagnáló beruházásaik miatt – 750 milliárd forinttal gyarapodott, miközben hitelállományuk 815 milliárddal csökkent. Így a *vállalati szektor soha nem látott mértékű, 1564 milliárd forintos, a GDP 4,6 százalékát elérő nettó megtakarítást* ért el, amivel fékezte a gazdaság bővülését.

2016-ban már mérséklődik a banki „elszámoltatás” és a forintosítás hatása, de az szja-kulcs csökkenése és a reáljövedelmek emelkedése lökést adhat a *háztartások* megtakarításának. Mivel előretekintve a reálkamatok egyre inkább negatívvá válnak, a reálfelvételek (ingatlan, műkincs, arany) vonzása erősödik, így a háztartások pénzügyi megtakarítása kevésbé nő, 1900 milliárd forint körül alakulhat. A lakosság hitelképességének javulása, a családi otthonteremtési kedvezmény kiterjesztése és az elhalasztott vásárlások ösztökélhetik a hitelfelvételeket, bár egyelőre várhatóan szerény – 500 milliárd forint körüli – mértékben. Mindezek hatására a *háztartások nettó megtakarítása* 1400 milliárd forintra, a *GDP 4 százalékára mérséklődhet.*

A *vállalati szektorban* továbbra sem számítunk rá, hogy helyreálljon a „normálisnak” tekinthető nettó hitelfelvevői pozíció. A hitelezés erősödését segítheti az MNB év elején elindított Növekedéstámogató Programja, amely a kereskedelmi bankokat ösztönzi arra, hogy piaci alapon nyújtsanak hitelt a reál gazdasági szereplőknek, ám ezzel együtt sem várható, hogy az új hitelfelvételek érdemben meghaladják a törlesztéseket. Így a vállalatoknál 2016-ban *sem jön létre a gazdasági növekedést támogató nettó hitelfelvételi pozíció.*

Javuló egyensúly – szépséghibákkal

A gazdasági növekedés lassulása tavaly értelemszerűen az egyensúlyi mutatók javulását hozta magával, és ez a tendencia idén is folytatódik. Ám a dolog szépséghibája, hogy e mutatók némelyike éppen azért javulhatott, mert – elsősorban a befektetőket továbbra is elriasztó gazdaságpolitika miatt – a magánszektor nem épít kellően a növekedés autonóm forrásaira.

Külső egyensúly

Euróban mérve a magyar export 7,1 százalékkal, az import 5,4 százalékkal emelkedett *2015-ben*, így minden idők legnagyobb külkereskedelmi aktívuma alakult ki, meghaladta a 8,1 milliárd eurót. *A kivittelt* ismét *a gépipari termékek dinamizálták*: exportjuk volumene az átlagot jóval meghaladva, 11 százalékkal nőtt (euróban 11,6 százalékkal), döntően a közúti járművek kivitelének 21,5 százalékos, valamint a járműgyártáshoz kapcsolódó energiafejlesztő gépek és berendezések (döntően dízel- és benzinmotorok) exportjának 12,4 százalékos emelkedése miatt. A teljes kivitel 18 százalékat, a gépipari export közel 32 százalékat a közúti járművek tették ki, a magyar export az eddiginél is *koncentráltabbá és az autópipari konjunktúrának kiszolgáltatottá vált.* Más, a járműgyártáshoz kapcsolódó árucsoportokat (energiafejlesztő gépek, gumiiipari termékek, szakmai, tudományos ellenőrző műszerek) is hozzávéve, a teljes hazai kivitel minimum egyharmada a járműgyártáshoz kötődik. Az Európai Unió aránya a magyar exportban ismét megközelítette a 80 százalékot, az amerikai és az ázsiai részesedés pedig szinte összeért.

Exportunk euróban számolt növekedési üteme *2016-ban* – a várhatóan gyengülő világgazdasági és európai konjunktúra hatására – elmarad a 2015-ös dinamikától,

míg az import növekedését az energiaárak várható további esése és a csökkenő beruházások mérséklik. Így kivitelünk 6 százalékkal, behozatalunk 4,5 százalékkal nőhet, *a külkereskedelmi mérleg aktívuma ezért soha nem látott magasságba emelkedhet*, meghaladhatja a 10 milliárd eurót. Külkereskedelmünk relációs szerkezetében nem számítunk lényeges elmozdulásra, az Európai Unió, ezen belül a régi tagországok, illetve Németország szerepe továbbra is meghatározó marad. Az úgynevezett „déli nyitás” újonnan meghirdetett stratégiájának éppúgy kevés nyoma lesz exportunk szerkezetében, mint a keleti nyitásnak volt. Exportunk áruszerkezetére továbbra is a rendkívül erőteljes koncentráció, a járműipar meghatározó szerepe lesz jellemző.

A folyó fizetési mérlegben 2015-ben mind az áruforgalmat, mind a szolgáltatásokat kimagasló, együttesen 9,3 milliárd eurós kiviteli többlet jellemezte. A jövedelemkiáramlás a tavalyi rekordértékhez képest várhatóan némiképp mérséklődött. *Így a folyó fizetési mérleg aktívuma elérte a 4,8 milliárd eurót, a GDP 4,4 százalékát. A külső finanszírozási képesség 9,5 milliárd eurós rekordszintre emelkedett, ami a GDP 8,8 százaléka.*

2016-ban a kedvező exportlehetőségek és a visszaeső beruházások miatt mérsékeltebben növekvő import növeli a kiviteli többletet, így a reálgazdasági tranzakciók egyenlege megközelítheti a 10 milliárd eurót, miközben a csökkenő adósság miatt mérséklődő kamatkiadások javítják a jövedelemegyenleget. *A folyó fizetési mérleg többlete elérheti az 5,6 milliárd forintot, a GDP 5 százalékát.* Az uniós transzferek visszaesése miatt azonban a tökemérleg lényegesen romlik, de az ország külső finanszírozási képessége így is magas marad, *elérheti a 7,6 milliárd eurót, a GDP 6,8 százalékát.*

Államháztartás

A tavalyi immár a negyedik év, amikor az államháztartás hiánya az európai uniós módszertan szerint a 3 százalékos küszöbérték alatt volt, a GDP-arányos államadósság pedig mérséklődött. A trend folytatása várhatóan az idén sem okoz gondot, mivel a kormány továbbra is fenntartja a költségvetési fegyelmet. A hiány és az államadósság érdemi csökkentésének azonban a növekedési dinamika mérséklődése, a céltól jelentősen elmaradó infláció, az elégtelen belső kereslet és a várhatóan tovább gyengülő forintárfolyam sem kedvez. A költségvetési konszolidáció tartósságát a növekedési potenciál megerősödése idézhetné elő, de ezt egyelőre sem a foglalkoztatottság, sem a beruházások nem biztosítják.

A 2015. évi költségvetésben a kormány az államháztartás központi alrendszerére 892 milliárd forintos pénzforgalmi hiányt irányzott elő, ami 1219 milliárd forintra teljesült (a GDP 3,6 százaléka). A túllépést az uniós támogatások elmaradása okozta, viszont az uniós módszertan szerint az EU által még át nem utalt támogatásokat is bevételként kell elszámolni. Feltételeztük, hogy az esedékesnél valamivel kisebb lesz az uniós kifizetések összege, de az ESA-híd így is a GDP 1,5 százalékaival javítja az eredményszemléletű egyenleget. Az önkormányzatoknál minimális többlettel (0,1 százalék) számoltunk. Mindezek alapján *az államháztartás ESA 2010 módszertan szerint számolt hiánya a GDP arányában 1,9 százalék lehetett 2015-ben.*

2016. évi előrejelzésünkben számoltunk azzal, hogy a kiadási oldal tartósnak mutatózó feszültségeit (oktatás, egészségügy) nem lehet tovább tolerálni, és ez többletkiadást igényel. Mivel az előirányozottnál kisebb tavalyi hiány elsősorban az adóbevételi többletnek köszönhető, a tavalyi év bázisán *megnőtt a költségvetés mozgásteret* (ezt az idei első két hónap adatai is tükrözik), ami lehetővé tenné a kiadási oldal tartós feszültségeinek orvoslását. A növekedés ösztönzését (is) szolgáló családi otthonteremtési kedvezmény kiadásnövelő hatása azonban már az idén is megmutatkozik, amit csak részben ellensúlyoz az adóbevételek többlete és a kamatmegtakarítás. Feltételezve, hogy az Országvédelmi alapot nem használják fel, előrejelzésünk szerint *az államháztartás hiánya (ESA 2010 szemléletben) a GDP 2,1 százalékát teheti ki*, ami kissé meghaladja a költségvetési törvényben előirányzott 2 százalékot. Mérsékelheti a hiányt, ha a vagyoneértékesítési tervek megvalósulnak, illetve az uniós eljárások kedvezően zárulnak. Növelheti viszont a deficitet, ha az uniós támogatások lehívása nem a terveknek megfelelően alakul, vagy ha a nemzetközi környezet nem várt eseményei (nagy jegybankok döntései, migráció) miatt többletkiadások jelentkeznek.

Az államadósság GDP-hez mért aránya 2015 végére 75,3 százalékra mérséklődött, ami az előző évinél 0,9 százalékponttal kisebb. Ezt a csökkenő, a tervezettnél is alacsonyabb költségvetési hiány, a mérséklődő, de még mindig erős növekedés, valamint a kamatok esése támogatta. Az adósságráta csökkentéséhez azonban az Államadósság Kezelő Központ *aktív manővereire* is szükség volt, amelyek révén az év végére minden kint lévő technikai (az évközi adósságmenedzseléshez használt) állományt lepassztottak.

2016 végéig tovább csökkenhet az adósságráta, bár – a tavalyihoz hasonlóan – az idén is az előirányozottnál kevésbé. *A bruttó államadósság a GDP arányában 74,4 százalékra mérséklődhet*, amit a költségvetés csökkenő finanszírozási igénye és

elsődleges többlete, a reálkamatok mérséklődése segít, valamint az, hogy a növekedés az idén is mérsékli az adósság relatív súlyát. Előrejelzésünk során feltételeztük, hogy a forint nem értékelődik le jelentősen, és hogy a reálkamatok mérséklődése is segíti az adósságráta csökkenését.

Infláció

A megelőző évhez hasonlóan 2015-ben is *enyhe deflációs környezet* alakult ki a magyar gazdaságban. Az áremelkedést visszaszorító tényezők (olajár-zuhanás, a rezsicsökkentés áthúzó hatása, deflációs külső környezet, a termelői árnyomás megszűnése) erősebbek voltak, mint amelyek táplálták (adóemelés, az elvonások kiterjesztése, fellazított jövedelempolitika, gyengülő forintárfolyam). Mivel a laza költségvetési, jövedelem- és monetáris politika hatását még a bankok „elszámoltatása” miatt keletkező jövedelemtöbblet is erősítette, úgy véljük, hogy a hazai fogyasztói árszint enyhe mérséklődését alapvetően a külső, „importált” defláció eredményezte.

2016-ban már az infláció megjelenésével számolunk. Éves átlagban *0,6 százalékos drágulást prognosztizálunk, az éven belüli infláció pedig 1,3 százalékra nőhet*. A hazai árszínvonal emelkedése részben az olajárcsökkenés folytatódása ellenére erősödő külső árnyomásnak, részben az idén is laza belföldi jövedelem- és monetáris politikának tulajdonítható, ami ellensúlyozza az áthúzó deflációs hatásokat.

Kamatok

Az MNB 2015 közepén *leállította kamatsökkentő sorozatát*, mivel megítélése szerint az 1,35 százalékra mérsékelt alapkamat összhangban van az inflációs cél középtávú elérésével és a reálgazdaság ösztönzésével. Irányadó eszközt pedig megváltoztatta: szeptembertől a kéthetes betét helyébe a három hónapos jegybanki betét lépett, azzal a céllal, hogy a bankok szabad pénzeszközeit a jobb likviditási besorolású állampapírok felé terelje. Az alacsony kamatkörnyezet és a mérsékelt hitelkereslet a banki hitelkamatokat is leszorította (az éven belüli átlagos hitelkamat 4,2-ről 3,3 százalékra csökkent), és a kamatszpred is szűkült.

2016-ban a hazai kamatpályára a fő kockázatot a külső környezet alakulása jelenti. Az MNB döntéshozói szerint *a laza monetáris környezet fenntartása* nem csupán szükséges a növekedés szempontjából, de az alacsony inflációs nyomás mellett lehetséges is. Bár a jegybanki vezetés továbbra is elsődlegesen nem konvencionális

eszközökkel lazítaná a monetáris kondíciókat, de ma már a kamatsökkentés lehetőségét sem zárja ki. Ez akkor válhat realitássá, ha a nemzetközi pénzügyi környezet, valamint Magyarország felminősítése miatt tartósan 310 forint alá gyengülne az euró. A forint megerősödését nemcsak azért akadályozza az MNB, hogy a gazdasági növekedés érdekében ösztönözze az exportot, hanem azért is, mert „unortodox módon” nyereségtermelési célt állított fel magának, a költségvetés tehermentesítése és saját programjai finanszírozása érdekében. Miután március 22-én újból kamatsökkentési ciklust indított el, és első lépésként 15 bázisponttal 1,2 százalékra csökkentette irányadó kamatát, prognózisunkban azzal számolunk, hogy az idén *1 százalékra süllyedhet* az alapkamat.

A magyar kormánynak az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bankkal kötött megállapodása nyomán idén a felére csökkent a banki kölönadó, ami mérsékli a hitelkamatokba beépülő költségeket. Ennek hatását azonban részben kompenzálja, hogy a kisbanki és brókerbukások (különösen a Quaestor-csalás károsultjainak nagyvonalú kárpótlása) miatt megemelkedik a betét- és befektetővédelmi alapokhoz való banki hozzájárulás mértéke. Az év második felétől újból hozzáférhető uniós források és a kiterjesztett családi otthonteremtési kedvezmény erősítheti a hitelkeresletet, ami az infláció felpörgésével együtt a nominális hitelkamatokat is megnöveli.

Árfolyamok

A svájci jegybank 2015 elején váratlanul eltörölte a frank túlzott megerősödésének megakadályozására felállított 1,20-os euró-frank küszöböt, aminek hatására a svájci valuta jelentősen felértékelődött, sokkolva a pénzügyi piacokat. A forint is új történelmi mélypontra esett az euróval szemben (326-os szintig), és a frank forintárfolyama is 300 fölé ugrott. Az év közepére kissé visszaerősödött a forint az euróval szemben, ám a görög válság eszkalálódása és a Fed kamatemelésére irányuló várakozások gyengítették a feltörekvő piacok valutáit, így a forintot is. Jelentős kilengések mellett az *euró éves átlagban 310 forintot, az év utolsó napján 313 forintot* ért. A dollár árfolyama átlagosan 280, az év végén 287 forint volt.

2016-ban a Fed a szigorítás fázisába lépett (decemberben kamatot emelt, és ezt várhatóan folytatja), míg az Európai Központi Bank még tovább folytatja a lazítást (irányadó kamatát 0-ra csökkentette, és bővítette eszközvásárlási programját). A dollár emiatt bekövetkező erősödése és a forint kamatfelárának elolvadása az euró mellett a magyar valutát is gyengíti. Ezt valamelyest fékezheti a hitelminősítők po-

zitiv értékítélete, a befektetői minősítés megadása. Mivel azonban az MNB újraindította a kamatsökkentési ciklust, a *forint további gyengülését* prognosztizáljuk. Az *euró éves átlagban 315 forintot, az év utolsó napján 316 forintot* érhet. A dollár árfolyama átlagosan 300, az év végére 309 forintra erősödhet.

Ágazati teljesítmények

Az *ipari termelés* az előző évhez hasonlóan 2015-ben 7,5 százalékkal nőtt, amivel ismét az Európai Unió élmezőnyébe került. A növekedést most is a kivitel húzta, közel 10 százalékos bővüléssel, bár a belföldi eladások is közel 3 százalékkal emelkedtek. Az ágazatok közül tavaly is a járműipar állt az élen, 17 százalékos bővüléssel, amihez hasonló dinamikával csatlakozott a gumiipar. Tartós esés után regenerálódott a villamosenergia-ipar, csökkent viszont a kis súlyú bányászat kibocsátása, valamint a feldolgozóiparból a kőolaj ágazat és a gépi berendezések gyártása.

Az ipari növekedés hajtóereje *2016-ban is a kivitel, ezen belül az autógyártás* és a hozzá kapcsolódó néhány terület lehet. Az exportban és a hazai értékesítésben a tavalyinál visszafogottabb bővülésre számítunk. Erre utal, hogy az év végi rendelésállomány a korábbinál kevésbé bővül (a teljes 14 százalékkal, az új rendeléseké pedig átlagosan 12,5 százalékkal nőtt). Így idén az ipari termelés a tavalyinál kevésbé, *6 százalék körül bővíülhet*.

Az *építőipar lendülete 2015-ben megtört*: az előző két év 8,5, illetve 13,5 százalékos növekedési üteme 3 százalékra esett. Ez elsősorban az egyéb építmények alágazat szembeszökő lassulásának következménye: a tavalyi 23 százalék feletti bővülés 1,6-re olvadt. Az épületek építésének dinamikája 2014-hez viszonyítva lényegében nem változott, noha a *lakásszektor* helyzete ismét gyengült. Az átadott *lakások* száma 9 százalékkal csökkent, a korábbi mélyponthoz közelített.

Az építési engedélyek száma 30 százalékkal nőtt tavaly, ami némi *javulást vetít előre 2016-ra*. Ennek ellenére sem várható, hogy a teljesítés lényegesen meghaladja a nagyon alacsonynak számító tízezret. A devizahitelek kivezetése, a lakások általános forgalmi adójának a csökkentése és a nagyvonalú családi otthonteremtési kedvezmény inkább csak a második félévben éreztetni hatását. Az építőipar *rendelésállománya* 2015 decemberében alig haladta meg a bázis felét, ezen belül az egyéb építményeké a 2014. végi harmadára esett. Az újonnan kötött szerződések volumene 90 százalék fölé emelkedett, az épületek építésére pedig 4-5 százalékkal több megrendelést adtak, mint egy évvel korábban. Ez a terület adhat tehát némi lendületet

2016-ban az ágazatnak, az egyéb építmények szegmense az uniós források fokozatos beáramlásával csak lassan regenerálódik. Az év második felére mindkét szegmensben bővíthet valamelyest a szerződésállomány és a teljesítés is. Mindent összevetve, 2016-ra a tavalyinál kisebb, *1-2 százalékos növekedést várunk*.

A mezőgazdaság – a növénytermesztés csökkenése miatt – 2015-ben nem tudta megismételni az előző évi kiugró eredményt. Noha a meghatározó állattenyésztési ágazatok növekedése folytatódott, a növekedés mértéke visszaesett, amit a telepfejlesztő támogatások felhasználásának mérséklődése már jelzett. A szárazság a gabonafélék terméskilátásai mellett a gyümölcs- és szőlőtermelés esélyeit is rontotta. A mezőgazdaság *teljes termelési volumene 3 százakkal csökkent*. A növénytermesztési és kertészeti termékeké 8 százalékkal esett, az élőállatok és állati termékeké viszont csaknem 6 százalékkal emelkedett. A növényi termékek felvásárlása mintegy 3 százalékkal nőtt: a gabonafélék és a zöldségféléké 1-2, az ipari növényeké csaknem 10 százalékkal emelkedett, a gyümölcsé viszont közel 10 százalékkal esett. Az élőállatok felvásárlása 4, az állati termékeké 9 százalékkal meghaladóan emelkedett. A mezőgazdaság egészében *a felvásárlás több mint 4 százalékkal nőtt*. A pályázati támogatások 2015-ben lassuló kifizetése miatt *a mezőgazdasági beruházások volumene 29 százalékkal csökkent*. Az élelmiszer-gazdaság exportja a nemzetgazdasági kivitel mintegy 7,3 százalékat tette ki, külpiacon egyenlege megközelítette a 3 milliárd eurót.

Az uniós támogatással segített beruházások 2016-ban is bővíthetik a mezőgazdasági termelést: a növények termelése és felvásárlása volumenben 2-3 százalékkal, az élőállatoké 1-2 százalékkal, a tejtermelés 4-5 százalékkal nőhet. A baromfiszektor enyhe szűkülését a sertéságazat várható növekedése részben ellensúlyozza. *A mezőgazdaság teljes termelése 2-3 százalékkal, jövedelme 3-4 százalékkal emelkedhet*. Az élelmiszer-fogyasztás idén csak 1-2 százalékkal bővíthet, amit 2-3 százalékponttal meghaladhat az export növekedése, és így az agrárágazat teljes külkereskedelmi többlete kicsit nőhet. A mezőgazdasági beruházások a gazdasági környezet bizonytalanságai és az uniós pályázati kiírások fokozatos megjelenése miatt a tavaly lecsökkent szinten maradnak, esetleg tovább szűkülnek. A kiépült agrárkapacitások stabilitása középtávon a magyar *feldolgozóipar megújulását igényelné*, azt, hogy megszűnjön a mezőgazdasági nyersanyagok dominanciája, és az ágazat feldolgozott termékek exportjával is belépjen a világpiaconra.

Összegzés és következtetések

A növekedését szinte kizárólag *az uniós forrásokra építő* magyar gazdaság a környezetétől eltérő pályán halad, *felzárkózás helyett leszakadás* jellemzi. Az elmúlt három év GDP-többletével csak a válság előtti szintet sikerült elérni, holott fő versenytársaink már korábban túljutottak ezen, és a termelési tényezők által meghatározott *potenciális növekedés* ütemében is elmaradunk tőlük. A magánszektor fejlesztései az uniós forrásokhoz vagy a kormánnyal kötött különalkukhoz kapcsolódnak, miközben az autonóm cégek tőkevonzó képessége romlik. A megcsappant uniós pénzek miatt már tavaly stagnáltak *a beruházások*, az idén pedig kifejezett *csökkenés* várható. A felzárkózást visszafogják a versenyszektor lanyha beruházásai, amelyek tavaly újból elmaradtak a válság előttitől. A magánszektor fejlesztéseit az MNB kedvezményes növekedési hitelprogramja sem tudta érdemben fellendíteni, és ez az új hitelösztönző programjától sem várható. A hazai *vállalatok* ahelyett, hogy a tevékenységük bővítését szolgáló hitelfelvételeikkel a gazdasági növekedést táplálták volna, tetemes pénzügyi megtakarításaikkal és az új hiteleiket meghaladó törlesztésekkel jelentős nettó *megtakarítási többletet* értek el. Abnormálisnak tekinthető megtakarítói pozíciójuk az idén talán elolvad, de komoly növekedési lökés innen még nem várható.

A lanyhuló beruházások miatt a gazdaság bővülése tavaly főként *az élénkülő fogyasztásnak és a tetemes exporttöbbletnek volt köszönhető*. Idén is ez lesz a jellemző, ám a beruházások csökkenése miatt *tovább mérséklődik a GDP-növekedés üteme*. A fogyasztást a reálkeresetek emelkedése mellett a banki elszámolások lódították meg tavaly, idén viszont a keresetek még erőteljesebb bővülése és a hitelezés beindulása táplálhatja. A növekedés fő húzóereje így a fogyasztás lesz, de a nettó export is jelentős marad, mivel a korábbi (főként járműipari) fejlesztések hatására továbbra is gyorsan nőhet a kivitel, miközben a beruházások csökkenése mérsékli az import dinamikáját. A növekedés fő húzóereje így a fogyasztás lesz, de a nettó export is jelentős marad, mivel a korábbi (főként járműipari) fejlesztések hatására továbbra is gyorsan nőhet a kivitel, miközben a beruházások csökkenése mérsékli az import dinamikáját. A masszív exporttöbblet idén is lehetővé teszi, hogy az apadó uniós transzferek ellenére *nagyarányú külső finanszírozási többlet* jöjjön létre. A tökeszegény magyar gazdaság fejlődését akadályozó mértékű többlet kialakulásában a háztartások és vállalatok – együttesen tetemes – nettó megtakarításán felül a humán területeken (szociális szféra, egészségügy, oktatás) *túlzottan megszorító költségvetési politika* is szerepet játszik.

A magyar gazdaság versenyképességét és felzárkózási esélyét rontja, hogy a *növekedés alapvetően extenzív jellegű*: főként a foglalkoztatás bővülése idézi elő, miközben a termelékenység nem javul. *A közmunkaprogrammal felduzzasztott fog-*

lalkoztatás hatékonyságát és fenntarthatóságát magas költsége mellett az is megkérdőjelezi, hogy a közfoglalkoztatottak többsége nem jut be az elsődleges munkaerőpiacra. Olyan csapdahelyzet állt elő, amely a szereplők számára csak jobb híján látszik kedvezőnek. A foglalkoztatásra építő extenzív növekedésnek a *munkaerőpiac éleződő strukturális feszültségei*, a megfelelő képzettségű munkaerő mind több területen megmutatkozó hiánya is gátat szab. A munkaerő mennyiségi és minőségi problémái az erősödő kivándorlással, valamint a központosított és „lebutított” oktatással várhatóan tovább nőnek.

A mérséklődő államháztartási hiány és adósság, a devizahitelek forintosítása miatt csökkenő sérülékenység, valamint a stabil többleteket mutató külső pozíció lehetővé teszi, hogy az ország idén *kikerüljön a befektetésre nem ajánlott besorolásból*. A magyar kormány központosító és diszkriminatív, versenykorlátozó *intézkedései*, valamint a mind nagyobb hatalomra törő *MNB átláthatatlan tevékenységei* nem csupán az ország hitelminősítői megítélését, hanem versenyképességét is rontják. A *lanyhuló növekedés mellett javuló egyensúlyi mutatók* is jórészt a magyar gazdaság *fejlesztési anomáliáit jelzik*, amit a jövőt a jelenért feláldozó kormánypolitika idéz elő. Az egyensúlyi célok túlhajtásával – egyfelől a szolgáltató szektorok jövedelmének megcsapolásával, másfelől a humánszféra megszorításával – a kormány értelmetlen, a tartós növekedést nem elősegítő áldozatokra kényszeríti az ország polgárait.

Ördögi körbe került a magyar gazdaság. Mivel a külföldi és a hazai befektetők többségét a kormányzati magatartás elriasztja a beruházásoktól, a gazdaság növekedése mindinkább csak az uniós forrásokra támaszkodhat. Ezek elnyerése érdekében a kormány igyekszik a költségvetési fegyelem példaképévé tenni Magyarországot, lemondva egyúttal azokról a lehetőségekről (például a humánszféra fejlesztéséről), amelyekkel megállíthatná a jövő felélését, és hosszabb távon is megalapozhatná az ország fejlődését.

Századvég Gazdaságkutató Zrt.: Alacsony infláció és bővülő gazdaság jellemezheti a következő két évet*

GYÖRGY LÁSZLÓ – KUTASI GÁBOR – REGŐS GÁBOR

A Századvég Gazdaságkutató Zrt. prognózisa szerint a magyar gazdaság 2016-ban 2,4, míg 2017-ben 3,0 százalékkal bővülhet. Erre mindkét évben az államadóság csökkenése és a nemzetgazdaság nettó külső tartozásállományának csökkenése mellett kerül sor. A GDP növekedéséhez idén a legnagyobb mértékben a fogyasztás járulhat hozzá, de a nettó export is segítheti azt. Ezzel szemben jövőre már a beruházások értéke is nőhet. A fogyasztás bővülését a növekvő átlagkereseteken és a csökkenő munkanélküliségen kívül a kormányzat fiskális politikai lépései is okozzák. Lényeges tehát, hogy a fogyasztás bővülése fenntartható módon, a növekvő rendelkezésre álló jövedelmek eredményeként történik, és nem a lakosság eladósodásának folyományaként. Érdemi inflációs nyomás nem várható, a pénzromlás átlagos mértéke az idén 0,8, jövőre 1,8 százalék lehet.

Nemzetközi folyamatok

A magyar gazdaság szempontjából kiemelkedő jelentősége van a világ többi részén zajló folyamatoknak, hiszen hazánk gazdasági teljesítményét kis, nyitott gazdaság lévén jelentősen meghatározza az export mértéke. Érdemes tehát áttekinteni, mi történt az elmúlt időszakban a világ azon régióiban, amelyekkel Magyarország különösen szoros gazdasági kapcsolatokat ápol.

Az Egyesült Államok gazdasága 2014 és 2015 negyedik negyedéve között 1,9 százalékkal bővült, így az éves növekedési ütem már harmadik negyedéve fo-

* A cikk a Századvég Gazdaságkutató Zrt. negyedéves Makrogazdasági monitor és konjunktúraelemzés című kiadványa alapján készült. Az előrejelzéshez felhasznált adatbázis március 8-án zárult le. *Készítette: György László, Isépy Tamás, Kutasi Gábor, Pálvölgyi Zsigmond, Regős Gábor, Mándli Marinetta, Quittner Péter.*

György László, a Századvég Gazdaságkutató Zrt. vezető közgazdásza.

E-mail cím: gyorgy@szazadveg.hu

Kutasi Gábor, a Századvég Gazdaságkutató Zrt. makrogazdasági kutatócsoport vezetője.

E-mail cím: kutasi@szazadveg.hu

Regős Gábor, a Századvég Gazdaságkutató Zrt. tudományos munkatársa.

E-mail cím: regos@szazadveg.hu

lyamatosan csökken. A visszaesés továbbra is a beruházások, azon belül is főként a nem lakásjellegű beruházások volumencsökkenésének következménye. A lakossági fogyasztás növekedési üteme 2,6 százalékra lassult. Öt év után először bővült egy százalékot meghaladó mértékben a kormányzati költségek volumene, elsősorban a védelmi kiadások miatt. Tovább nyílt az olló az amerikai export- és importvolumen között.

Az euróövezet és a teljes Európai Unió növekedési rátái 0,3, illetve 0,4 százalékot tettek ki, miközben az unió éves növekedési üteme enyhén csökkent. A növekedés szerkezetében a negyedévek között jelentős eltolódás történt a beruházások javára. Az Európai Bizottság februári előrejelzése alapján 2016 és 2017 folyamán az unió gazdasága 1,9 és 2 százalékos, míg az eurózóna kibocsátása 1,7 és 1,9 százalékos ütemben bővíthet.

Az Európai Központi Bank legutóbbi, március 10-i ülésén jelentősen enyhítette monetáris kondícióit. A Kormányzótanács 0,05 százalékról 0 százalékra csökkentette irányadó rátáját, miközben a kamatsatorna mindkét szélét lefelé tolta: a refinanszírozási hitelek kamatlábát 0,3-ről 0,25 százalékra, míg a betéti kamatlábat mínusz 0,3-ről mínusz 0,4 százalékra vágta vissza. A várakozásoknak megfelelően a testület tovább növelte az EKB mennyiségi lazítási programjának havi felvásárlási keretét.

Az előzetes piaci várakozásoknak megfelelően az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed kamatdöntő szerve, a Nyíltpiaci Bizottság (FOMC) decemberi ülésén – 2006 után először – ismét kamatot emelt, irányadó rátáját hét év után módította el a technikai zérónak tekintett 0–0,25 százalék közötti sávból. A döntést a munkanélküliségi ráta egyensúlyi szint környékére csökkenése, valamint az utóbbi egy év stabil, 2 százaléktól kissé elmaradó maginflációs mutatói indukálták.

A fejlett államok inflációs folyamatait továbbra is az alacsony nyersanyagárak, azokon belül is a kőolaj világpiaci árának utóbbi hónapokban regisztrált további csökkenése határozta meg. Az Egyesült Államokban a szeptemberi 0 százalékos éves fogyasztóiár-változást követően idén januárban már 1 százalékot meghaladó éves árnövekedést regisztráltak, amire legutóbb 2014 novemberében volt példa. Európában viszont a fogyasztói árak éves változása továbbra is alig haladja meg a nullát.

Az elmúlt hónapokban tovább folytatódott az amerikai munkaerőpiac erősödése, 2016 januárjában 1,6 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak száma az egy évvel korábbihoz képest. A bővülés elsősorban a szolgáltató szektor, azon belül is a kiskereskedelem és vendéglátóipar megnövekedett munkaerőigényének köszönhető. Az amerikai munkanélküliségi ráta az elmúlt hónapokban kismértékben javult, ám a

4,9 százalékra csökkenő mutatónál kedvezőbb, hogy az utóbbi egy évben 12 százalékkal csökkent a gazdasági okból rész munkaidőben foglalkoztatottak száma, miközben az USA aktivitási rátája 0,3 százalékponttal emelkedett. Összességében megítélésünk szerint az amerikai munkaerőpiac jelenlegi állapota nem gátolja a Fed kamatemelési ciklusának folytatását, mert a munkanélküliségi ráta a következő évben is a korábban egyensúlyi szintként kommunikált 5 százalék körül maradhat.

Az Európai Unióban 2014 és 2015 harmadik negyedéve között 1,1 százalékkal nőtt a foglalkoztatottak száma, az éves bővülési ütem közel egy év után ismét gyorsult. Ezt továbbra is a szolgáltató szektor növekvő munkaerőigénye hajtja. A foglalkoztatás bővülésével párhuzamosan mind az eurózónában, mind a teljes unióban tovább csökkent a munkanélküliek állománya, a munkanélküliségi ráták januárban a két övezetben 10,3, illetve 8,9 százalékra mérséklődtek. A Visegrádi Együttműködés államai közül immár két éve hazánkban nő a legdinamikusabban a foglalkoztatottak állománya. Az Európai Bizottság legfrissebb, februári prognózisa szerint mind az eurózónában, mind a teljes unióban folytatódhatnak a kedvező munkaerő-piaci folyamatok. A következő két év során a foglalkoztatás mindkét régióban 1 százalék körüli ütemben bővíthet. Az eurózónában 10,5, az unióban 9 százalékra csökkenhet a munkanélküliek részaránya, míg 2017-ben a mutató 10,2, illetve 8,7 százalékra mérséklődhet.

Az Európai Bizottság előrejelzése szerint az unió GDP-arányos hiánymutatója a tavalyi 2,5 százalékról idén 2,2 százalékra, jövőre 1,8 százalékra csökkenhet, az euró-zóna deficitje a következő években pár tized százalékponttal az uniós alatt maradhat. A német költségvetés a tavalyi évet többlettel zárta, ami a várakozások szerint egészen 2017 végéig fennmaradhat. A „schwarze Null” néven emlegetett egyensúly ellenzői azonban a német növekedés ennél rosszabb egyenleget is fenntarthatóvá tesz, így azt felesleges növekedési áldozatnak tekintik.

Legfőbb nyugat-európai partnereinknél várhatóan lassul a gazdasági növekedés üteme, míg keleti partnereinknél recesszió várható, részben az alacsony olajárak, részben az orosz–ukrán konfliktus miatt. Az Európai Unió gazdasági teljesítményét a laza monetáris politika és a javuló munkaerő-piaci helyzet a jövőben is fokozhatja, viszont Kína, Oroszország és az Egyesült Államok kedvezőtlenebb külső körülményeket teremthet a hazai növekedéshez. A külső kereslet pályája várakozásaink szerint 2016-ban és 2017-ben is pozitív trendet követhet. Meglehetősen vegyesen alakul ugyanakkor a várható növekedés 2016-ról 2017-re az egyes országokban. A dinamikája valószínűleg nem változik Németországban, Lengyelországban és az Egyesült Királyságban, ugyanakkor érezhetően javuló növekedésre számíthatunk Belgium,

Csehország, Franciaország, Szlovénia, Ukrajna és Oroszország esetében. Az ideinél kedvezőtlenebb kilátásokra számítunk 2017-re Spanyolország, Svédország és Kína esetében. Kockázatot jelent az Egyesült Államok esetlegesen tovább szigorodó monetáris politikája, amely fékezheti a növekedést.

A magyar gazdaság jelenlegi helyzete és várható fejlődési pályája

A magyar gazdaság éves növekedési üteme 2015. negyedik negyedévében meglepő mértékben gyorsult, megtörve az év korábbi időszakában tapasztalt lassulási trendet. A javuló teljesítmény visszaigazolta várakozásunkat. A Központi Statisztikai Hivatal által regisztrált 3,2 százalékos éves bázisú GDP-növekedés egyben azt is jelenti, hogy tizenkét hónap alatt az egy évvel korábbi előrejelzésünktől alig eltérve, decemberi prognózisunknak megfelelően, 2,9 százalékkal nőtt a gazdaság teljesítménye. A negyedik negyedévben a szezonálisan és naptárhatással kiigazított negyedéves bővülés 1 százalék volt, ami felülmúlja az előző három negyedév 0,6 százalékos ütemét. Folytatódik tehát a 2013-ban indult növekedési trend, amely során a magyar gazdaság a negyedik negyedévben mutatott teljesítménye alapján továbbra is dinamikusabban bővült, mint az EU egésze, de a régiós versenytársaktól továbbra is elmaradt.

Az GDP felhasználási oldalán az import esetében viszonylag egyenletes, míg a kivitel esetében lassuló növekedést regisztrált a KSH a negyedik negyedévben. Egyelőre csak a negyedéves adatokban fedezhető fel ez a lassulás. A tizenkét havi összesített exportbővülés meghaladta mind az előző év ütemét, mind az importbővülés éves mértékét. Ez azt jelenti, hogy a külső egyensúly szempontjából folytatódott a 2009 óta tartó kedvező strukturális elmozdulás. Ezzel együtt a növekedés súlypontja eltolódott a hazai fogyasztás és beruházás felé.

Az év utolsó három hónapjában a fogyasztói árak enyhe emelkedésnek indultak az előző negyedév stagnálása után. Az infláció növekedése a negyedik negyedévben folyamatos volt, az októberi 0,1 százalékról decemberre 0,9 százalékra gyorsult, majd januárban ugyanezen a szinten maradt, de februárban ismét jelentősen, 0,3 százalékra csökkent. 2015-ben az infláció összességében -0,1 százalék volt. Az inflációs nyomást jelentősen visszafogta az olajárak zuhanása. Az elmúlt hónapokban a lassú ütemben, de mégiscsak emelkedő árszínvonal irányába történt elmozdulást segítette, hogy a többütemű rezsicsökkentés beépült a bázisértékbe, ami így már nem okozott deflációs nyomást.

Korábbi előrejelzésünknek megfelelően a kibocsátási rés a negyedik negyedévben bezáródott, azaz a gazdaság tényleges kibocsátása most már kismértékben meghaladja a potenciálist. Ez azt jelenti, hogy a gazdaság ciklikus helyzete az előző negyedévekhez képest tovább javult, ami a korábbiaknál magasabb GDP-növekedésnek köszönhető. Mindez azt eredményezi, hogy megjelenik a gazdaságban a keresleti oldali inflációs nyomás, az inflációs ráta tehát lassan és fokozatosan elmozdulhat a jelenlegi nulla közeli szintjéről.

Tavaly tovább nőtt a foglalkoztatottság. A munkaerőpiac a korábbi negyedévekhez hasonlóan 2015 végén is számottevő mértékben bővült. A szezonálisan kiigazított adatok alapján a foglalkoztatottak száma 23 ezer fővel nőtt, ami a bővülő munkakeresletnek köszönhetően az aktívak 13 ezres emelkedésével párosult. A munkaerő-piaci részvétel gyorsabb bővülését elsősorban demográfiai tényezők akadályozzák, miközben az új munkahelyek létrejöttének belépést ösztönző hatása továbbra sem csökken. A bővülő foglalkoztatás és munkaerő-piaci részvétel eredményeképpen a foglalkoztatottak és az aktívak aránya 56,5, illetve 60,3 százalékra nőtt, megdöntve ezzel az előző negyedévben felállított két évtizedes csúcst. A munkanélküliség ennek hatására az év végére 6,3 százalékra csökkent, míg éves szinten a mutató értéke 6,8 százalék volt.

A bérek növekedési üteme az év végére jelentősen felgyorsult, a negyedik negyedévben a nemzetgazdasági bruttó átlagkereset éves viszonylatban 5,3 százalékkal emelkedett, éves szinten pedig 4,2 százalékkal. A fogyasztói árak alakulását figyelembe véve a reálkeresetek a negyedik negyedévben átlagosan 4,8, az év egészében 4,3 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva, ami meghaladja a GDP növekedési ütemét.

Márciusban a jegybank Monetáris Tanácsa meglepve a piacot, 15 bázisponttal 1,2 százalékosra csökkentette az alapkamatot. A jegybanki kommunikáció szerint a kamatvágás legalább egy alkalommal folytatódik. További, immár nem konvencionális eszköznek tekinthető a kamatfolyosó lefelé tolása és aszimmetrikus szűkítése, hiszen az O/N betéti kamat mínusz 0,05 százalékra, míg az egynapos jegybanki hitelkamat 1,45 százalékra csökkent.

Idén a fogyasztás húzhatja a magyar gazdaságot, 2016-ban 2,4 százalékos, 2017-ben 3 százalékos GDP-bővülésre számítunk. Ezt a növekvő átlagkereseteken és a csökkenő munkanélküliségen kívül a kormányzat fiskális politikai lépései is okozzák, amelynek keretében csökken az sija és növekszik a gyermekek után járó adókedvezmény a két gyermeket nevelő családok esetében. Fontosnak tartjuk kiemelni, hogy a fogyasztás bővülésére fenntartható módon, a növekvő rendelkezésre álló jö-

vedelmek terhére kerül sor, és nem a lakosság eladósodásának folyományaként. A külpiacok alakulását figyelembe véve 2016-ra 7,7 százalékos exportbővülést várunk. Majd 2017-ben az export növekedési üteme tovább mérséklődhet, várakozásaink szerint mindössze 6,1 százalék lesz. A várhatóan alacsonyabb exportnövekedés a legfontosabb külkereskedelmi partnereink mérsékelt növekedése mellett a feldolgozóipari kapacitások magas kihasználtságára is visszavezethető. Előrejelzésünk szerint 2016-ban az import növekedési üteme 6,9 százalék lesz, majd 2017-ben ennél is visszafogottabb, 5,5 százalék. A nettó export összességében a továbbiakban is pozitívan járul hozzá a magyar gazdaság növekedéséhez. A háztartások fogyasztása 2016-ban összességében 3,3 százalékkal bővülhet, 2017-ben pedig 3,1 százalékkal.

A beruházások 2016-ra várt csökkenését elsősorban az uniós támogatások idénre várható alacsonyabb lehívása okozza: a 2007 és 2013 közötti ciklus pályázatai már kifutottak, a 2014 és 2020 közötti ciklus lehívásai pedig fokozatosan indulnak meg. Ezt ugyanakkor ellensúlyozhatja az MNB Növekedési Hitelprogramjának III. üteme, a családi otthonteremtési kedvezmény és a monetáris lazítás. Összességében a beruházások 2,2 százalékos visszaesésére számítunk 2016-ban. Ezt követően, 2017-ben ismét bővülhet a beruházások volumene, számításaink szerint 2,5 százalékkal. A beruházási ráta a 2015-ös 21,3 százalék után 2016-ra 20,1, majd 2017-ben 20,0 százalékra mérséklődik a beruházásoknál dinamikusabban növekvő GDP miatt.

A 2016-ra vonatkozó inflációs előrejelzésünk (fogyasztóiár-index) 0,8 százalék, 2017-re vonatkozóan átlagosan 1,8 százalék, és a ráta 2017. negyedik negyedévére eléri a jegybank inflációs célsávjának az alját. Számításaink szerint a maginfláció 2016-ban éves szinten 1,6 százalék lehet, az utolsó negyedéves értékét 1,9 százalékra becsüljük. A mutató értéke 2017-ben tovább növekedhet: éves átlagban 2,0 százalékra számíthatunk, a negyedik negyedéves érték pedig 2,2 százalék lehet.

A tartósan alacsony inflációs környezetnek és inflációs várakozásoknak köszönhetően az MNB várhatóan továbbra is alacsony szinten tartja az alapkamatot, tehát nagyobb valószínűségét látjuk egy további lazításnak, mint egy szigorításnak. Az EKB által bejelentett újabb lazítások erre ösztönözhetik az MNB-t, és a jegybanki kommunikáció is erre utal. A legvalószínűbbnek azt tartjuk, hogy a magyar monetáris politika az alapkamatot tovább csökkenti: értéke 1,05 százalék lehet, de az sem kizárt, hogy 1 százalék alá kerül.

A munkaerőpiac javuló trendje az idei és a jövő évben is folytatódik. A kedvező konjunkturális környezet következtében a magánszektor által foglalkoztatottak száma 2016-ban mintegy 40 ezer fővel nőhet. A rá következő 2017-es év folyamán a felgyorsuló gazdasági növekedésnek köszönhetően további 60 ezer új állás megjele-

nésére van potenciálisan lehetőség a versenyszférában. Így összességében az előrejelzési időhorizont végéig a vállalkozások akár 100 ezer új munkahely létrejöttéhez járulhatnak hozzá. Mindez kiegészül a közszférában dolgozók számának összesen 25 ezres emelkedésével. Az aktivitás is számottevően bővülhet az elkövetkező két évben, számításaink szerint 90 ezer fővel. Ezzel együtt a munkanélküliségi ráta tovább csökken, átlagos értéke 2016-ban 6, az azt követő évben pedig 5,8 százalékra mérséklődhet. A 2009-es válsághoz képest ezzel megfeleződik a munkanélküliség, és 6 százalékponttal bővül mind a foglalkoztatottság, mind az aktivitás. A bruttó nemzetgazdasági átlagbér 2016-ban és 2017-ben egyaránt jelentős mértékben emelkedik. Az éves növekedési ütem idén 4,5, jövőre pedig 4,7 százalék körül alakul. A reálbérek esetében 2016-ra 3,7, 2017-re 2,9 százalékos növekedést prognosztizálunk.

Az egyensúlyi helyzet (kölségvetés és fizetési mérleg) várható alakulása

Az államháztartás központi alrendszer a 2015. évi előzetes adatok szerint 1218,6 milliárd forint hiánnyal zárt. A központi költségvetés 1195,9 milliárd forintos hiányt, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 24,9 milliárd forintos deficitet, az elkülönített állami pénzalapok 2,2 milliárd forintos többletet halmoztak fel. A pénzforgalmi hiány az év végére a tervezett (módosított) hiánycélnál 326,2 milliárd forinttal magasabban alakult, aminek legfontosabb oka, hogy 560 milliárd forint korábban megítélt, de teljes egészében még nem folyósított uniós forrás késett, emiatt a bevételi oldal egyes sorai alulteljesültek. Azonban a maastrichti szabályok értelmében ezeket teljesült tételként kell elszámolni. Másrészt az év egészében domináló kedvező gazdasági trendek és a kormányzati intézkedések gazdaságfűhívő hatásának eredményeképpen 848 milliárd forinttal felülteljesültek a főbb adóbevételek, javítva az egyenleget. Összességében az államháztartás GDP-arányos hiánya a tervezettnél is kedvezőbben alakult, 1,9 százalék volt.

2016 első két hónapjában az államháztartás központi alrendszer 14,8 milliárd forint többlettel zárt, szemben a tavalyi 310,7 milliárd forintos hiánnyal. A központi alrendszer kiemelkedő eredménye – 1998 óta nem volt erre példa – a központi költségvetés 63,7 milliárd forintos hiányából, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjainak 36,3 milliárd forintos és az elkülönített állami pénzalapok 42,2 milliárd forintos többletéből ered. Az első kéthavi teljesüléshez a február 77,4 milliárd forintos deficittel járult hozzá, ami lényegesen alacsonyabb az elmúlt év azonos időszakának 256,9 milliárd forintos hiányánál.

Az egyenleget pozitívan befolyásoló tényezők között elsősorban az adó- és járulékbévételek (például: jövedéki adó, szja, járulékok) növekedését, valamint a kiadási oldal csökkenését kell megemlíteni. Tekintve, hogy az első kéthavi adatokból nem lehet megalapozott következtetéseket levonni, ráadásul az elmúlt évekhez hasonlóan a kiadások és bevételek teljesülésének időben eltérő eloszlása miatt a hiány pályájának lefutása idén sem időarányos, éves prognózisunkat a 2015. évi tényadatokra, valamint az aktualizált makrogazdasági modellünkre építve készítettük el. Ennek alapján 2016-ra 1,6 százalékos költségvetési hiányt jelzünk előre. A negyedik éve jelentős mértékben a maastrichti konvergenciakritérium alatt teljesülő hiány a magyar gazdaságpolitika hitelességét mutatja, ami az államadósság és a kamatkidadások csökkenését eredményezi.

Az államháztartás 2016. december 31-ére tervezett adóssága 25 898,5 milliárd forint, az államadósság-mutató mértéke 73,2 százalék lehet (303,7 forint/euró, 289,4 forint/svájci frank és 276,3 forint/amerikai dollár árfolyam mellett). Az államadósság alakulásának 2016-tól már nemcsak az Alaptörvényben foglalt feltételeknek, a változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos ráta csökkenésének kell megfelelnie, hanem az Európai Unió úgynevezett egyhuszados szabályának is eleget kell tennie. Ennek értelmében a GDP-arányos államadósságot a hazai össztermék 60 százalékát meghaladó részének egyhuszadával kell csökkenteni. Intézetünk előrejelzése szerint a 2016-os államadósság a GDP 73,2 százalékára csökkenhet.

Mind a költségvetési egyensúly fokozatos javulása, mind a GDP-arányos államadósság csökkenő trendje kis lépésekben segíti azt a 2010 óta tartó, hosszú távú strukturális törekvést, hogy az (állam)adósság fenntartható módon finanszírozható legyen, és ne nyomja agyon a gazdasági növekedést.

Legfrissebb előrejelzésünk szerint 2016-ban mind az export, mind az import növekedésére számítunk, de az előbbi növekedésének a volumene várakozásaink szerint meghaladhatja az utóbbiét. A javuló külső kilátásoknak megfelelően így a nettó export pozitívan járul hozzá a nettó finanszírozási képességhez és a folyó fizetési mérleg egyenlegéhez. Gyengíti ugyanakkor a folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlegét az a tény, hogy a jövedelemkiáramlás a javuló gazdaság – és így a jobb profitkilátások – miatt várhatóan növekedni fog. Összességében azonban a folyó fizetési mérleg további erősödése javítja hazánk külső egyensúlyát. A tőkemérlegben azonban jelentős csökkenésre számítunk 2016-ban, elsősorban az uniós támogatások 2015-ösnél jóval alacsonyabb várható lehívása miatt. Összességében 2016-ra 7,6 százalékos külső finanszírozási képességet prognosztizálunk.

Makrogazdasági mutatók és előrejelzések

Megnevezés	2015		GKI Gazdaságkutató Zrt.		Kopint-Tárki Zrt.		MNB		Pénzügykutató Zrt.		Századvég Gazdaságkutató Zrt.	
	Tény	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016	2016
GDP (előző év = 100)	102,9	102,3	102,3	102,4	102,8	102,8	102,3	102,3	102,3	102,3	102,3	102,4
GDP belföldi felhasználása (előző év = 100)	101,9	101	101	101,4	102,3	102,3	101,2	101,2	101,2	101,2	101,2	100,9
Háztartások végső fogyasztása (előző év = 100)	102,6	103	103	102,9	103,5	103,5	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5	103,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (előző év = 100)	101,9	95	95	98,0	100,3	100,3	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0	97,8
Export (áru + szolgáltatás) (előző év = 100)	108,4	106	106	107,2	106,3	106,3	106,0	106,0	106,0	106,0	106,0	107,7
Import (áru + szolgáltatás) (előző év = 100)	107,4	105,5	105,5	106,6	106,1	106,1	105,9	105,9	105,9	105,9	105,9	106,9
Fogyasztóiár-index éves átlaga (előző év = 100)	99,9	100,8	100,8	100,0	100,3	100,3	100,6	100,6	100,6	100,6	100,6	100,8
Fogyasztóiár-index az év végén (előző év december = 100)	100,9	101,6	101,6	101,2	101,5	101,5	101,3	101,3	101,3	101,3	101,3	101,3
Folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP százalékában)	4,6	5,1	5,1	5,4	5,7	5,7	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,3
Folyó fizetési és a tőkemérleg együttes egyenlege (a GDP százalékában)	8,8	6,4	6,4	6,6	8,4	8,4	+6,8	+6,8	+6,8	+6,8	+6,8	7,6
Külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	8,1	9,0	9,0	8,8	nem publikáljuk	nem publikáljuk	+10,8	+10,8	+10,8	+10,8	+10,8	9,4
Közvetlen működőtőke-befektetés Magyarországon (átfolyó tőkéktől és eszközpórtfólió-átrendezéstől megtisztított adatok, milliárd euró)	0,2	1,2	1,2	0,8	nem publikáljuk	nem publikáljuk	+1,0	+1,0	+1,0	+1,0	+1,0	nincs adat

Megnevezés	2015		GKI Gazdaságkutató Zrt.		Kopint-Tárki Zrt.		MNB		Pénzügykutató Zrt.		Századvég Gazdaságkutató Zrt.	
	Tény		2016		2016		2016		2016		2016	
Államháztartás egyenlege a GDP százalékában (ESA-2010)	-1,9		-2,3		-2,0		-1,8		-2,1		-1,6	
Rövid távú kamatok (3 hó), időszak vége (%)	0,8		0,8		0,9		nem publikáljuk		1,1		0,7	
Hosszú távú kamatok (10 év), időszak vége (%)	3,3		3,0		3,0		nem publikáljuk		3,0		nincs adat	
MNB jegybanki alapkamat az év végén (%)	1,35		0,9		0,9		nem publikáljuk		1,0		1,05	
A forint/euró árfolyama (éves átlag)	309		315		313		nem publikáljuk		315,0		311	
Bruttó átlagkereset változása ¹ (%)	4,2		4,5		4,2		4,6		4,7		4,5	
Reálkereset változása (%)	4,3		5,2		5,6		4,3		5,7		3,7	
Foglalkoztatási arány (15-74 éves korosztály) (%) éves átlag ²	55,9		60,5				56,7		56,9		57	
Alkalmazottak számának változása (%), éves átlag ³	2,7		1,1		2,0		nem publikáljuk		2,0		1,9	
Munkanélküliség rátája (%), éves átlag ³	6,8		6,5		6,0		6,5		5,9		6,0	

Megjegyzések a táblázat adataihoz:

¹ Teljes nemzetgazdaságra vonatkozó adat.

² A KSH Munkaerő-felmérés szerint.

³ A KSH Intézményi munkaügyi statisztika adatai szerint.