



PÉNZÜGYKUTATÓ ZRT.

1023 BUDAPEST, FELHÉVÍZI U. 24.

Adószám: 10207291-2-41, Cg. 01-10-041073, Unicredit 10918001-00000091-03330009

Telefon: 36-1-335-0830; Fax: 36-1-335-0828, E-mail: info@penzugyutato.hu

Sajtótájékoztató

2017. március 22. szerda 10.30

Külső függőségben

A MAGYAR GAZDASÁG HELYZETE ÉS KILÁTÁSAI (2016-2017)

ÖSSZEGZÉS ÉS KÖVETKEZTETÉSEK

2016-ban lelassult a magyar gazdaság növekedése, a legalacsonyabb volt a közép-kelet-európai régióban, és alig haladta meg a fejlettebb euróövezet átlagát. Az elapadó uniós források a beruházások 20 százalékos zuhanásához vezettek. A beruházási ráta veszélyesen alacsony, a versenyképes kapacitások létrejöttét és az ország felzárkózását akadályozó mértékűre csökkent. A fellazuló gazdaságpolitika mellett szerénynek mondható tavalyi növekedés megmutatta a magyar gazdaság kóros, térségünk felzárkózó országainál erősebb függőségét az uniós forrásoktól, és egyúttal a romló versenyképességet is jelezte.

A reálkeresetek meglődulása és az alacsony kamatkörnyezet ugyanakkor *kedvezett a fogyasztásnak*. Az így is lanya növekedéshez jó egyensúlyi mutatók társultak, bár ezek jórészt éppen a magyar gazdaság növekedési motorjainak gyengeségét, főként a beruházási kereslet elégtelenségét tükrözték. Rekordszintre emelkedtek a külkereskedelmi és fizetésimérleg-többletek, a tervezettnél is jobban csökkent a költségvetés hiánymutatója, mérséklődött az államadósság-ráta, alacsony maradt az infláció. Eközben *bővült a foglalkoztatás*, jelentősen visszaesett a munkanélküliség – és már nem kizárólag a közmunkaprogram hatására. A foglalkoztatás emelkedését ugyanakkor *romló termelékenység* kísérte, ami távlatosan a versenyképességet is gyengítette. Az ország felminősítése mérsékelte a pénzügyi befektetésektől elvárt hozamokat, kedvezőbbé tette az államadósság és a magáncégek finanszírozását, bár – rejtélyes módon – a forintot nem erősítette.

2017-ben várhatóan élénkül a gazdaság, ám jórészt az uniós pénzforrások megnyílása, valamint a választások előtti „kiengedő” költségvetési és jövedelempolitika hatására, miközben a tartós növekedést akadályozó szerkezeti problémák fennmaradnak. A GDP bővülésének üteme 4 százalék fölé emelkedhet, mivel az alacsony bázison megugranak a beruházások, a fogyasztást pedig a továbbra is dinamikus emelkedő reáljövedelmek mellett

az erősödő áruhitelezés is táplálja. A munkanélküliségi ráta tovább süllyed, a foglalkoztatás növelése azonban már korlátokba ütközik a rendelkezésre álló munkaerő oldaláról. A külpiazi infláció erősödése és a belső kereslet élénkülése miatt nagyobb ütemben nő az árszínvonal, de a kormány és a jegybank által meghatározott 3 százalékos célértéket az év végéig sem éri el. A bankszektor javuló állapota növeli ugyan a hitelkínálatot, a lakáspiac élénkülése és a háztartások jobb jövedelmi helyzete pedig a hitelkeresletet is erősíti, ám a vállalatok megtakarítói pozíciója fennmarad. A továbbra is jelentős külső finanszírozási többlet mellett ez is segíti az államháztartási hiánycél elérését és az államadósság mérséklését, de a költségvetési konszolidáció tartósságát leginkább a növekedési potenciál megerősödése biztosítaná.

Az idei évet erőltetett növekedés jellemzi, mivel továbbra sem jöttek létre a fenntartható fejlődés feltételei. A főként a foglalkoztatás bővülésére építő, extenzív növekedésnek azonban gátat szabnak a munkaerőpiac strukturális feszültségei, a megfelelő képzettségű munkaerő mind több területen jelentkező hiánya, ami a kivándorlással, valamint a központosított és „lebutított” oktatással tovább nő. Az uniós támogatásokkal és kormányzati döntésekkel felfűtött beruházások mellett a vállalatok autonóm fejlesztései nem bővülnek, amit az éven túli vállalati hitelek stagnálása és a szektor nettó megtakarítói pozíciója is jelez. A magyar gazdaság a versenyképességét a kormány által forszírozott beruházások sem javítják, főként a humántőkébe történő befektetések elmaradása miatt. A fogyasztást is erőltetett módon, a minimálbérek emelésével dinamizálja a kormány, amivel a munkaerőpiaci folyamatokba úgy avatkozik be a keresleti oldalon, hogy közben más intézkedéseivel a kínálati oldalt gyengíti. A munka és a tőke növekvő problémái konzerválják a csekély arányú hozzáadott értéket előállító, kevésbé versenyképes gazdasági struktúrát.

A magyar gazdaság többszörös külső függőségben van. A tavalyi év megmutatta, hogy tetemes uniós források felhasználása nélkül még rásegítő gazdaságpolitikával sem képes a felzárkózáshoz elégséges növekedést elérni a kormány. Külső függőséget jelent az is, hogy az ország még ma is számottevő működőtőke-importra (FDI) szorul. A „szabadságharcot” folytató kormány azonban központosítási törekvéseivel, a versenykorlátozó intézkedéseivel, valamint az extraterhekkkel és a piaci korlátozásokkal kierőszakolt államosítás fenyegetésével elriasztja a működőtőke-befektetőket. Ráadásul a korábbi években – jelentős állami támogatásokkal – idevonzott befektetések az autóipari konjunktúrától erősen függő, koncentrált ipari és exportstruktúrát hoztak létre. Mind a feldolgozóiparnak, mind a kivitelnek az egyharmada a járműgyártáshoz kötődik, így az autóexport esetleges csökkenése nem csak a külkereskedelmi többletet erodálná, hanem a hazai bruttó kibocsátást is visszavetné. A többrétű külső függőség labilissá teszi a gazdaság teljesítményét, amit csak a helyzetet felismerő és ahhoz alkalmazkodó kormányzati politikával lehet hosszabb távon orvosolni.

1. VILÁGGAZDASÁGI KERETFELTÉTELEK

2016-ban a globális növekedési ütem 3,1 százalék volt, a legalacsonyabb a válság mélypontja óta. A fejlett országok növekedése lendületét veszítette, miközben a feltörekvők nem tudtak dinamizálni. A fő piacunknak számító *Európai Unióban* az előzetes adatok szerint 1,9 százalékkal, ezen belül az *eurózónában* 1,7 százalékkal nőtt a GDP. Ez némi lassulást jelent, de az Európát ért súlyos csapások, az Egyesült Királyság kilépését támogató népszavazás, több terrortámadás és a menekülthullám mellett jó eredménynek számít. A közel 2 százalékos növekedés az európai gazdaság ellenálló képességét jelzi, de az alacsony olajárak, a támogató monetáris politika (rendkívül alacsony kamatok, folytatódó eszközvásárlási program, leértékelődő euró), a semleges fiskális politika és a munkaerő-piaci reformok hatásait is tükrözi. *A német gazdaság* növekedése 1,8 százalékra gyorsult. Kedvező fordulat, hogy tavaly elsősorban a belső (magán és közösségi) fogyasztás dinamizálta a gazdaságot, döntően a továbbra is kedvező munkaerő-piaci folyamatok következtében. A közösségi fogyasztás és a beruházások dinamikusán nőttek, elsősorban a menekültekhez kapcsolódó költségek miatt, ám az államháztartási egyenleg továbbra is pozitív maradt.

Az Egyesült Államokban az első félévben folytatódott az előző évben kezdődött lassulás, és bár az év közepétől ismét nekilendült a gazdaság, éves szinten csupán 1,6 százalékkal bővült a GDP. A növekedés motorja, bár csökkenő dinamikával, de továbbra is a magánfogyasztás volt, amit a kedvező (a teljes foglalkoztatottsághoz közelítő) munkaerő-piaci folyamatok is serkentettek. A beruházások mérsékelten emelkedtek, a külkereskedelmi passzívum pedig fékezte a növekedést. A monetáris politika kondíciói szigorodtak: a Fed a várakozásoknak megfelelően decemberben emelte az irányadó rátát, a dollár felértékelődött.

Az évek óta csökkenő dinamikájú *feltörekvő, fejlődő országok* tavaly is gyengén teljesítettek: együttes növekedésük a válság előtti ütemnek alig a fele, 4,1 százalék volt. *Kína* már csak 6,7 százalékkal bővült, ami bő tíz éve a legalacsonyabb ütem. A kínai gazdaság továbbra is modellváltásban van: az export és a feldolgozóipari termelés által dinamizált növekedést szeretné a kormány átállítani a belső fogyasztás és a szolgáltatások által vezérelt pályára. A gazdaságpolitika fiskális és monetáris eszközökkel is támogatja az átállást és a növekedést, célja a 6-6,5 százalékos ütem tartása. *Oroszországot* immár harmadik éve gazdasági krízis jellemzi. *Latin-Amerika* meghatározó gazdaságai 2016-ban recesszióban voltak: az argentin 2, a venezuelai 14, a brazil közel 4 százalékkal zsugorodott.

A munkanélküliség évek óta a legnagyobb társadalmi problémája Európának. Bár évről évre csökken a rátája, tavaly év végén még mindig rendkívül magas volt: az eurózónában 9,6, az Unióban 8,2 százalékos, ami egy év alatt alig egy százalékpontos csökkenést jelentett. Országoként nagyok a különbségek: a görög munkanélküliségi ráta még mindig 23 százalékos, míg a német munkaerőpiac (4 százalék alatti rátával) közelít a teljes foglalkoztatottsághoz. A világgazdaságot jellemző pénzbőség ellenére a *fogyasztói árak* alig emelkedtek a fejlett országokban. Néhány fejlődő országban azonban jelentős volt az infláció: Venezuelában hiperinfláció volt, Argentína nem is publikálta az adatokat, és Brazíliában is közelítette a 10 százalékot. Az áralakulást – a nyomott kereslet mellett – döntően az olaj árának további csökkenése befolyásolta: az IMF becslése szerint a WTI, a Brent és a Dubai éves átlagár a 2015-ös 47 százalékos csökkenés után további 16 százalékkal esett. A

világkereskedelem a válság óta a legalacsonyabb növekedést mutatta, az áruk- és szolgáltatások volumene mindössze 1,9 százalékkal nőtt.

A **2017**-re szóló világgazdasági előrejelzéseket nagy bizonytalanság jellemzi. Egyszerre vannak jelen nehezen kiszámítható politikai, geopolitikai és gazdasági kockázatok, amelyek akár drasztikusan is eltéríthetik a jelenlegi adatok alapján felállított prognózist. A szokásos kockázati tényezőkön kívül két új, a folyamatokra minden bizonnyal ható, de ma még felmérhetetlen következményekkel járó jelenséget is látunk: a Brexit és az új amerikai elnök politikája. Azt tudjuk, hogy mindkettő alapjaiban befolyásolja majd a világgazdasági trendeket, de konkrét intézkedéseket még nem, vagy alig ismerünk. A pénzügykutató hagyományainak megfelelően azonban *2017-ben sem számolunk katasztrófa-forgatókönyvvel*. A most látható reálgazdasági és pénzügyi folyamatok alapján arra számítunk, hogy *a globális növekedés* kissé gyorsul, az év egészében eléri a 3,4 százalékot. Mind a fejlett, mind a feltörekvő országcsoporthoz gazdasági teljesítménye kissé javulni fog. Az Egyesült Államok növekedése várhatóan ismét 2 százalék fölé emelkedik, bár a fiskális stimulus hatására még is gyorsabb lehet. Az *Európai Unióban*, illetve az *eurózónában* a tavalyinál minimálisan (0,1 százalékponttal) lehet alacsonyabb a növekedési ütem (1,8, illetve 1,6 százalék). A feltörekvő régió világgazdasági növekedést támogató teljesítménye idén is csak kismértékben javul. Kína 6,5 százalékkal növekedhet, aminek tovagyrúzó hatásai az egész ázsiai régiót gyengítik.

A fejlett országokban folytatódhat a 2016 utolsó hónapjaiban megkezdődött *fogyasztói áremelkedés*, de az infláció várhatóan nem lépi át az árstabilitást jelentő szintet. A feltörekvő országok összességében sincs inflációs veszély, az áremelkedés üteme várhatóan megegyezik a tavalyival. Az olajárak mintegy 20 százalékkal emelkedhetnek, s így a Brent és a WTI átlagára éves átlagban 51 dollárt tehet ki a tavalyi 43 dolláros átlaggal szemben.

A *világkereskedelem* a legfenyegetettebb területe a globális gazdaságnak, itt a legnagyobbak a lefelé mutató kockázatok. Amennyiben beindul egy kereskedelmi háború, akkor elkerülhetetlenné válik a katasztrófa. Ha ezzel nem számolunk, akkor a némileg élénkülő növekedés hatására az áruk és szolgáltatások világkereskedelmének volumene a tavalyinál gyorsabban, 3,2 százalékkal emelkedhet.

2. A MAGYAR GAZDASÁG NÖVEKEDÉSE

2.1. A GDP-növekedés alakulása

2016-ban jelentősen lassult a magyar gazdaság növekedése. A kiigazított adatok szerinti 1,8 százalékos ütem a legalacsonyabb volt a közép-kelet-európai országok körében. A nemzetgazdasági szinten mért termelékenység 1,3 százalékos csökkenése és a bérigényesség 5,3 százalékos emelkedése az *extenzív fejlődési pályát* és az azzal járó növekedési korlátokat tükrözi. A termelőágazatok közül csak az – egyébként kis súlyú – agrárgazdaság mutatott kiemelkedő dinamikát. A jó terméseredmények nélkül a GDP mindössze 1,4 százalékkal emelkedett volna az elmúlt évben. A távlatos fejlődés szempontjából kedvezőtlen szerkezetváltás történt a GDP felhasználási oldalán is: jelentősen erősödött a fogyasztás dinamikája, miközben a felhalmozás visszaesett, és meggyengült a nettó export húzóereje is. A magyar gazdaság elmúlt évi gyenge teljesítményében *romló versenyképessége és külső*

források nélküli gyenge teljesítőképessége jutott kifejezésre, amit az uniós források a korábbiaknál jóval kevésbé tudtak megtámogatni.

2017-ben, a parlamenti választásokra készülő *kormány keresletélénkítő politikájának* köszönhetően várhatóan *négy százalék fölé emelkedik a GDP dinamikája*. A kormány és a magáncégek által is felszított bérkiáramlás a magasabb infláció ellenére is számottevően növeli a háztartások vásárlóképességét, amit a bankok által újból forszírozott fogyasztási hitelek tovább erősítenek. A háztartások beruházási kereslete is élénkül, amihez az alacsony kamatkörnyezet mellett a lakásépítési támogatások kiterjedése is hozzájárul. Az állótőke-felhalmozást az uniós források gyorsított lehívása ösztökéli. A belső kereslet határozott élénkülése hatására az import javára nyílik szét a GDP-ben számított export-import olló.

2.2. A növekedés forrásai

(Beruházások) 2016-ban *20 százalékkal zuhantak* a beruházások, amivel a 2003. évi szintre estek vissza. Hasonló mértékű visszaesésre a második világháború utáni magyar gazdaságtörténetben csak 1954-ben volt példa, amit az erőltetett felhalmozás visszafogása idézett elő a Nagy Imre-kormány reformprogramja részeként. Most az uniós források ciklikus csökkenése és a vállalati szféra renyhe beruházási hajlandósága miatt zuhantak az állóeszköz-fejlesztések, noha kedvező konjunkturális környezet és a fellazuló gazdaságpolitika jellemezte az évet. (Bár az uniós transzferek az európai közösség minden államában mérséklődtek tavaly, a beruházások sehol sem csökkentek a magyaréhoz hasonló mértékben.) A GDP-ben mért felhalmozási ráták mélyen az állótőkék pótlásához szükséges mértékek alatt maradtak.

2017-ben a nagyon mély bázison jelentős, *16 százalékos beruházás-növekedést* prognosztizálunk. Elsősorban az uniós pénzek nagyobb beáramlása ad lendületet a – főleg az infrastruktúra területére koncentrálódó – állóeszköz-fejlesztéseknek. A kormányintézkedések több módon is javítják az uniós források elérhetőségét. A támogatási rendszer átalakítása nyomán a lakásépítések is fellendülnek. A vállalati szektorban a magas kapacitás-kihasználtság, a dráguló és hiányzó munkaerő helyettesítésének kényszere, a kedvező kamatkörnyezet, a bankok hitelezési képességének és készségének javulása, valamint az egyedi költségvetési támogatások generálhatnak beruházás-növekedést.

(Keresetek) A Kormány Állandó Konzultációs Fórumán kötött megállapodás alapján 2016-ban a *minimálbér* 111 ezer Ft-ra (5,7 %-kal), a *bérminimum* 129 ezer forintra (5,7 %-kal) emelkedett. A minimálbér nettó értéke 2016-ban 73.815 forint volt, 7,3 százalékkal több mint 2015-ben. Nemzetgazdasági szinten a bruttó keresetek 6,2, a nettó értéken 7,8 százalékkal emelkedtek, így a *reálkeresetek* 7,4 százalékkal nőttek.

2017-ben a *minimálbér* 15 százalékkal, 127.500 forintra, a *bérminimum* 25 százalékkal, 161 ezer forintra emelkedett. Miután a személyi jövedelemadó kulcsai nem változnak, a nettó növekmény megegyezik a bruttóéval. Erőteljesebb béremelést valószínűsít a mind inkább elhatalmasodó munkaerőhiány, és a 2018. évi választások is bérintézkedéseket sejtetnek, elsősorban az állami szektorban.

A *versenyszférában* a minimálbér és a bérminimum emelése jelentős béremelést kényszerít ki, és a kormányzati ígéretek szerint az állami vállalatoknál is 15 százalék körüli

béremelés lesz, így összesen 9,5 százalékos béremelésre számítunk. Bár a *költségvetési szférában* idén sem változik a közalkalmazotti illetménytábla és illetményalap, azonban számos, jogszabályban garantált béremelésre kerül sor, amelyek alapján összességében 11 százalékos növekményt valószínűsítünk. *Nemzetgazdasági szinten* az átlagkereset 10 százalékos növekedése várható, ami *reálértéken 7,1 százalékos emelkedést* jelent.

(Foglalkoztatás, munkanélküliség) 2016-ban folytatódott a foglalkoztatás növekedése. A munkaképes korúak között 4.352 ezer főnek volt munkája, ami *141 ezer fős (3,4%) növekedést* jelentett. A foglalkoztatási ráta elérte az 58 százalékot. A *közfoglalkoztatás* keretében foglalkoztatottak éves átlagos létszáma 11 ezerrel, 202 ezer főre bővült. Külföldi telephelyen a KSH szerint 116 ezer fő dolgozott, de ez csak az ingázókat mutatja, nincsenek benne az egy évnél hosszabb ideig foglalkoztatottak. A közfoglalkoztatottak és a külföldi telephelyen dolgozók nélkül *a foglalkoztatottak száma 126,6 ezer fővel (3,3 %) emelkedett.*

2017-ben mérséklődik a foglalkoztatás bővülésének, illetve a munkanélküliség csökkenésének üteme. A fokozódó munkaerőhiány már jelzi, hogy a növekedés extenzív tartalékai kimerültek, a munkaerő-kínálat nem képes alkalmazkodni a kereslet igényeihez. A közfoglalkoztatást már nem kívánja bővíteni a kormány, amit az erre szánt költségvetési előirányzat (325 milliárd forint) is jelez. Éves átlagban *a foglalkoztatottak számát 4.450 ezer főre, a munkanélküliekét 200 ezerre becsüljük, ami 4,3 százalékos munkanélküliségi rátát jelent.*

(Megtakarítások, hitelek) A *háztartások* pénzügyi megtakarítását 2016-ban egyfelől az adósmentő csomag miatt mérséklődő törlesztési terhek, másfelől az szja-kulcs csökkenése és a reáljövedelmek emelkedése élénkítette. A bruttó pénzügyi megtakarítások bővültek, ami elsősorban az állampapír-vásárlásokban öltött testet. A lakossági *hitelezést* a növekvő jövedelmek, az elhalasztott vásárlások és a CSOK miatt élénkülő hitelkereslet mellett a bankok erősödő hitelezőképessége is élénkítette, mivel a bankadó megfelezésének és a mérséklődő céltartalékoknak köszönhetően újból nyereségessé vált a bankszektor. A *háztartások nettó megtakarítása* így a GDP 4,5 százalékára mérséklődött.

A *vállalati szektorban* továbbra is fennmaradt a szektor erőteljes nettó megtakarítói pozíciója, ami súlyos anomáliát tükröz. Bár a hitelkivonás csökkent, a cégek – az MNB Növekedéstámogató Programja ellenére is – kevés új hitelt vettek fel, az éven túli vállalati hitelek állománya a csökkenő kamatok ellenére is stagnált. Így csupán *enyhült, de nem szűnt meg az a paradox helyzet, hogy a vállalati szektor nettó hitelezője a magyar gazdaságnak.*

2017-ben a *háztartások* emelkedő jövedelme a megtakarításaikat is növeli, de az alacsony kamatkörnyezetben a pénzügyi befektetései csak szerény mértékben bővülnek. A lakosság hitelei viszont nőhetnek: a lakáspiac felélédeése meglódítja az ingatlanhitelezést, a lecsökkent törlesztési terhek és a magasabb reáljövedelmek pedig a fogyasztási hitelezést ösztökéli. Hitelbuborék létrejöttével még nem számolunk: az új hitelfolyósítások csupán pár százmilliárd forinttal haladják meg a törlesztéseket. A *háztartások nettó pénzügyi megtakarítása* 1300 milliárd forint lehet, ami *3,5 százalékos megtakarítási rátát jelent.* A *vállalati szektorban* is erősödhet a hitelezés dinamikája, ám az erősödő uniós beáramlások és a fiskális expanzió jövedelemnövelő hatására a cégek megtakarítása is nő. Így, ha csökkenő

mértékben is, de *nettó megtakarítói pozícióban marad a szektor*, ami nem segíti a gazdaság növekedését, ám hozzájárul a jelentős külső finanszírozási többlet fennmaradásához.

3. AZ EGYENSÚLY ALAKULÁSA

3.1. Külkereskedelem

2016-ban euróban számolva a magyar export 2,9, az import 1,5 százalékkal emelkedett, a külkereskedelmi mérleg aktívuma pedig megközelítette a 10 milliárd eurót. *Kivitelünket ismét a gépipari – ezen belül elsősorban a járműiparhoz kapcsolódó – termékek dinamizálták.* Tavaly sem mérséklődött a magyar export koncentráltasága és az autóiipari konjunktúrának való kitettsége: a teljes export 18, a gépipari export közel 32 százalékát a közúti járművek kivitele tette ki. Az Európai Unió aránya exportunkban ismét megközelítette a 80 százalékot, az amerikai és az ázsiai kontinens részesedése pedig azonos szintre került.

2017-ben – a rendkívül bizonytalan, de prognózisunk szerint némileg erősödő világgazdasági és európai konjunktúra hatására – exportunk euróban számolt növekedési üteme kissé erősödik. Az import értékének alakulását az emelkedő energiaárak, a megugró fogyasztás és a növekedésnek induló beruházások befolyásolják. Így a kivitel 4, a behozatal 6 százalékkal bővíthet. Az import javára elnyúló olló hatására jelentősen – közel 1,3 milliárd euróval – csökken a külkereskedelmi mérleg aktívuma. Az idén sem számítunk lényeges elmozdulásra külkereskedelmünk relációs szerkezetében: továbbra is meghatározó marad az Európai Unió, ezen belül a régi tagországok, illetve Németország. Exportunk áruszerkezetét változatlanul a rendkívül *erőteljes koncentráció, a járműipar meghatározó szerepe jellemzi.*

3.2. Fizetési mérleg

2016 első háromnegyed évében a reálgazdasági tranzakciókban a korábbiaknál is masszívabb többlet jött létre, miközben a kamatkiadások visszaesése csökkentette a jövedelemkiáramlást. Az új költségvetési ciklus beindulása miatt mérséklődő uniós transzferek azonban visszavetették a tőkemérleg aktívumát, így a külső finanszírozási képesség változatlan maradt. Az év egészében a kedvező exportlehetőségek, a javuló cserearány, valamint a lanyhább beruházások miatt visszaeső importdinamika mellett kiemelkedő lehetett a reálgazdasági tranzakciók többlete, így a *folyó fizetési mérleg aktívuma elérhette az 5,7 milliárd eurót, a GDP 5,1 százalékát.* Az uniós transzferek átmeneti visszaesése miatt azonban a tőkemérleg többlete kisebb lehetett az előző évinél, ami miatt az *ország külső finanszírozási képessége a GDP 6,9 százalékára mérséklődött.* Tavaly 1,6 milliárd euró *közvetlen külföldi befektetés* érkezhetett Magyarországra, döntően újrabefektetések formájában, ám csaknem ennyit fektethettek be a határon túl a magyarországi székhelyű is vállalatok.

2017-ben az élénkülő fogyasztás és az újból beinduló beruházások miatt dinamikusabban bővülő import meghaladhatja az export növekedését, így a *folyó fizetési mérleg többlete 4,7 milliárd euróra, a GDP 3,9 százalékára mérséklődhet.* Az uniós transzferek felerősödése miatt azonban a magyar gazdaság *külső finanszírozási képessége nem csökken, elérheti a GDP 7 százalékát.* Ebben az évben arra számítunk, hogy a beáramló *közvetlen külföldi tőke* kissé

megaladja a tavalyit, a kifelé irányuló befektetések pedig nem változnak, így kismértékű nettó beáramlással számolunk.

3.3. Államháztartás egyenlege, államadósság

2016 az ötödik év, amikor az államháztartás hiánya az európai uniós módszertan szerint a 3 százalékos küszöbérték alatt maradt, az államadósság pedig a GDP arányában tovább mérséklődött. A költségvetések tavaszi elfogadása elvileg a bizalom növelését szolgálná, ám a gyakorlatban azzal jár, hogy a kevésbé megalapozott makrogazdasági előrejelzések miatt az előirányzatok elavulnak a költségvetési év kezdetére. Ezért eluralkodnak a kormányzati rögtönzések, megkérdőjelezve a költségvetési politika szakmai megalapozottságát.

A visszas helyzetet jól mutatta, hogy november végén még enyhe többletet mutatott a központi kormányzat egyenlege, amit a hirtelen felpörgetett kormányzati költségek *egyetlen hónap alatt fordított át 848 milliárdos hiányba*. Az év egészében túlfeszített büdzsével kitért „mozgástér” kihasználása sokkal rosszabb hatásfokú, mintha ugyanekkor kiadást egy jól megtervezett és a nagy rendszerek átalakítására fókuszáló politika keretében használnának fel. A decemberi kormányhatározattal sebtében eldöntött, egyéves hiányt elérő kiadások átláthatatlanok, hasznosulásuk nehezen ítélni meg.

A tavalyi költségvetés másik fontos jellemzője, hogy miközben a növekedés a vártnál gyengébb (a tervezett 2,5 helyett csupán 2 százalékos) volt, az adóbevételekben jelentős többlet keletkezett, annak ellenére, hogy az adókulcs csökkent. Az államháztartás ESA 2010 szerinti hiánya az előirányzottnál kisebb lett, becslésünk szerint a *GDP 1,3 százalékát tette ki*. A központi kormányzat pénzforgalmi deficitje meghaladta ugyan az előirányzatot, a GDP 2,4 százaléka lett, de az önkormányzatoknál keletkezett többlet és főleg az uniós támogatások elszámolása miatti korrekció mérsékelte az eredmény elszámolású mutatót.

Az államháztartási hiány 3 százalék alatt tartása és az adósságráta további csökkentése várhatóan **2017**-ben sem okoz gondot. Az éves költségvetésben az ESA 2010 módszertan szerint *előirányzott 2,4 százalékos hiánycél teljesítését az adóalapok* (fogyasztás, bérek, vállalati nyereség) *bővülése biztosíthatja*. Sőt, a makrogazdasági kitekintés és az első kéthavi kedvező egyenlegek alapján prognosztizálható, hogy az év végén megint lesz tér a már szokásosnak nevezhető extra-költségekre. A kormány mozgásterét növeli, ha a növekedés és az infláció – a költségvetési költségekkel és az uniós pénzfelhasználással is stimulálva – a prognosztizálnál jobban erősödik. A bevételek túlteljesülése esetén sem lesz kisebb a hiány, mivel az előző évek tapasztalatai alapján és a választások előtti évre tekintettel azt feltételezzük, hogy a költségekre adódó minden lehetőséget kihasznál a kormány.

Az *államadósság* GDP-hez mért aránya 2016 végére 74,1 százalékra esett az előzetes adatok szerint. Prognózisunk szerint az idei év végére *72,4 százalékra csökkenhet* az adósságráta, sőt az előre jelzettnél nagyobb növekedés, illetve a forint erősödése esetén még jobban mérséklődhet.

3.4. A fogyasztói árak alakulása

2016-ban *átlagosan 0,4 százalékkal* emelkedett a fogyasztói árszínvonal, ami fordulatot jelentett a 2014-2015. évi enyhe defláció után. Az *éven belüli infláció* az előző évi duplájára, *1,8 százalékra* nőtt. Annak ellenére maradt viszonylag alacsony a fogyasztói árdrágulás, hogy a bér- és jövedelempolitika, a monetáris politika és a foglalkoztatás-politika is kiengedő, fogyasztói keresletet erősítő volt. A kormány erőteljes keresletélénkítő politikájának hatását három tényező fogta vissza: a mérsékelt külső árdrágulás, a hatósági árszabályozás („rezsicsökkentés”) árlefojtó hatása és a kínálati oldalon mobilizálható kapacitás-tartalékok. Az év utolsó harmadában szinte minden termék- és szolgáltatáskörben (és a külső árakban is) felerősödött az infláció, ami a *trend felfelé ívelését* vetítette előre.

2017-ben megerősödik a magyar gazdaságban az infláció: *éves átlagban 2,7 százalékos drágulás várható*. Ebben szerepet játszik az előző évekénél lényegesen magasabb áthúzó hatás, továbbá a külső árnyomás és a dollár erősödése miatt megemelkedő importált infláció. A választásokra készülő kormány keresletélénkítő politikája, valamint a fogyasztói hitelezés beindulása is növeli az inflációt. Dezinfláló hatású lesz viszont a korlátozott körben érvényesített áfa-csökkentés. Prognózisunk szerint az *éven belüli árszintnövekedés 2,5 százalék* lesz. Inflációs előrejelzésünkhöz felfelé mutató kockázatok tartoznak.

3.5. A kamatok alakulása

2016-ban nem történt jelentősebb változás a nemzetközi kamatokban, mivel a Fed régóta várt kamatemelése decemberre tolódtott (a dollár irányadó kamata 0,5%-ról 0,75-re emelkedett), az EKB pedig fenntartotta a nulla százalékos irányadó kamatát. Az MNB is *a laza monetáris környezet fenntartásával* kívánta élénkíteni a magyar gazdaságot, de már nem a 0,9 százalékos az alapkamat mérséklésével, hanem más eszközökkel. A kiszélesített kamatfolyosó tetején a jegybank az egynapos hitellel korlátozza a bankközi kamatlábak emelkedését, míg az alján korlátlan mértékben befogadja be a bankok átmeneti likviditástöbbletét. Az irányadó három hónapos jegybanki betétre augusztustól már nem hetente, hanem csak havonta írnak ki tendert, októbertől pedig az elfogadott banki ajánlatok mennyiségét is – negyedévente meghatározott mértékben – korlátozzák. A jegybanki betételhelyezések korlátozása miatt erősödő bankközi, illetve állampapír-piaci likviditás *mérsékelte a piaci hozamokat*, amit a befektetési kategóriába történt hitelminősítői átsorolás is támogatott.

Az MNB **2017**-ben is fenn kívánja tartani a beruházásokat és a fogyasztást ösztönző monetáris politikáját. A fokozódó költségvetési lazítás, az infláció erősödése és a Fed további kamatemelése az év második felében elvileg szükségessé tehet némi szigorítást, ám kérdéses, hogy a forint gyengítésében érdekelt, ezért burkoltan árfolyamcél is követő MNB-vezetés megteszi-e ezt. Az *alapkamat változatlan szintjével (0,9 százalék)* számolunk idén, bár a bankközi kamatok és az állampapírhozamok emelkedhetnek. Az uniós források, valamint a kiterjesztett CSOK várhatóan erősíti bankhitelek iránti keresletet, ami a hitelkamatokat is megnöveli. Az év során felerősödő infláció miatt a piaci befektetéseken *negatív reálhozamok* alakulnak ki, és *hiteloldalon is gyorsan csökkenő reálkamatokkal* számolunk, ami mind a vállalati, mind a lakossági hitelkeresletre ösztönzően hathat.

3.6. Az árfolyamok alakulása

A forintbefektetők piacára **2016**-ban még kevésbé érezte hatását a Fed decemberi kamatemelése, sőt, a hitelminősítők pozitív értékítélete, a befektetői minősítés megadása és az országhoz tartozó felár csökkenése inkább erősítette a forintot. Ez a hatás sem volt azonban erőteljes, mivel a főként likvid forintoszközökbe befektetők döntéseik során korábban sem vették figyelembe a bővli minősítést. Az év utolsó napján *az euró 311 forintot ért az előző év végi 313-mal szemben, ám éves átlagban nem erősödött a forint. A dollár árfolyama – a dollár euróval szembeni izmosodása miatt – 294 forintra emelkedett az év végéig.*

A Fed kamatemelései nyomán **2017**-ben a forint kamatfelára tovább csökken a dollárhoz képest. Ez mérsékelheti a rövidlejáratú forintoszközök vonzerejét, bár a hosszabb lejáratú állampapírokon elegendő hozamkülönbség alakul ki ahhoz, hogy érdemben ne gyengítse a magyar valutát. Előző év végi erejéhez képest kissé gyengülhet a forint: *az euró az év végén és éves átlagban is 312 forintot érhet. Az euróval szemben erősödő dollár árfolyama az év végére 306 forintra emelkedhet, és éves átlagban is elérheti a 300 forintot.*

4. A FŐBB ÁGAZATOK TELJESÍTMÉNYE

4.1. Ipar

2016-ban az *ipari termelés kevesebb, mint egy százalékkal nőtt*, az értékesítés nem érte el a megelőző év szintjét. Ez jelentős lassulás a 2014. és 2015. év 7 százalékos körüli növekedésekhez viszonyítva, és elmarad az Európai Unió – egyébként ugyancsak lassuló – 1,7 százalékos átlagától is. Ennek fő oka, hogy miközben a belföldi értékesítés valamivel csökkent, az export – elsősorban az elmúlt időszakban egyre nagyobb súlyt képviselő járműgyártás – húzóereje megszűnt. A nagy volumeneket produkáló szakágazatok közül a számítógép-elektronikai termékek gyártása a 9 százalékos növekedést is meghaladóan nőtt, az élelmiszeripar azonban csak 1,4 százalékkal bővült.

2017-re a még mindig domináns szerepű európai piacoktól nem várhatunk erős dinamizáló hatást, de a belföldi keresletet a beruházások és a fogyasztás élénkítheti az ipari termelést. Nem várható azonban, hogy az ágazat visszatérne a két számjegyű növekedés pályájára, csupán *4-5% körüli növekedésre számíthatunk.*

4.2. Építőipar

Az építőipar lendülete **2016**-ban tovább csökkent: az előző év 3 százalékos növekedési üteme közel *20 százalékos esésre* váltott. Ez elsősorban az egyéb építmények főcsoport szembeszökő lassulásának következménye, ahol a teljesítmény a 2015-ösnek csak a kétharmada volt. Az ágazat és ezen belül az egyéb építmények építésének lassulása a politikai-választási ciklus és az uniós forrás elosztás összekapcsolódó hatásának kifulladását jelzi. A folyamat már 2015-ben érezte hatását, de tavaly azért vált különösen markánsná, mert az új pályázati pénzek elosztása lassan indult. Az épületek építése közel 4 százalékkal csökkent, ezen belül viszont *regenerálódásnak indult a lakásszektor*: az átadott lakások száma mintegy 30 százalékkal emelkedett. Az építési engedélyek száma az előző év két és félszeresét is meghaladta, 2014-hez viszonyítva pedig megháromszorozódott.

2017-ben az építőipar mindkét nagy tevékenységi területén *keresleti lökésre* számítunk. Az uniós források felhasználása számottevően gyorsulhat, a lakásépítéseket a háztartási jövedelmek és a foglalkoztatás növekedése, a továbbra is alacsony kamatszint, valamint az új kedvezményrendszer ösztökéli. Az alacsony bázison az ágazat *14 százalékos körüli növekedését* jelezzük előre.

4.3. Agrárgazdaság

2016-ban jó évet zárt a mezőgazdaság, a termelés volumene 8,7 százalékkal bővült. A legtöbb növényfajta számára *kedvező volt az időjárás*. A búzatermelés a 10 százalékkal kisebb területen is meghaladta az előző évit, a kukoricatermés egyharmaddal, a napraforgó-termelés egyötöddel nőtt. A megnövekedett árpa- és repceterületen is kedvezőbb hozamok alakultak ki. A kertészeti termékek termelési volumene viszont nem változott jelentősen. Az állattenyésztésben továbbra is meghatározó volt az *uniós támogatással létrehozott telepek* állományának feltöltése, és gyorsuló ütemben csökkentek a régi tartási módú állományok. A madárinfluenza miatt azonban több mint hárommillió állatot vágta le. A növénytermesztési és kertészeti termékek előállítására 13, az élőállatoké és állati termékeké 3,1 százalékkal lett nagyobb. A növényi termékek *felvásárlása* mintegy 28 százalékkal nőtt, főként a gabonafélék értékesítésének 23, illetve az ipari növények 50 százalékos növekedésének hatására. Az élőállatok felvásárlása közel 6, az állati termékeké pedig 2 százalékkal nőtt. A mezőgazdaság egészében a felvásárlás csaknem 16 százalékkal haladta meg a 2015. évit.

Az élelmiszerek, italok, dohánytermékek *exportja* a nemzetgazdasági kivitel 7 százalékat tette ki, meghaladta a 6,5 milliárd eurót. Az élelmiszer-gazdaság külpiaci egyenlege megközelítette a hárommilliárd eurót. A támogatások csökkenése miatt az első félévben 16 százalékkal mérséklődtek a mezőgazdasági *beruházások*. Az év második felében az új pályázati kiírások hatására már lassú növekedésnek indultak, de éves szinten így is 7,5 százalékos volt a csökkenés.

A fejlesztések és a Vidékfejlesztési Program uniós támogatással segített új beruházásai jóvoltából 2017-ben várhatóan nő a mezőgazdasági termelés, bár az állattenyésztésben a csökkenő jövedelmezőség visszaveti a beruházási kedvet. Az állattartás megtorpan, a gabonatermelés (elsősorban a búzatermesztés) stratégiája pedig módosul: gyorsul az intenzív fajtákra és a precíziós termelésre való áttérés. A növénytermelés volumene 2-3 százalékkal emelkedhet, a vágóállat-termelés stagnál, a tejtermelés 1-2 százalékkal nőhet, így *a teljes mezőgazdasági termelés várhatóan 2 százalékkal bővül*. A létrejött mezőgazdasági kapacitások stabilitása középtávon a magyarországi feldolgozóipar megújulását igényelné.

Az élelmiszerfogyasztás 2017-ben 1-2 százalékos mértékben bővülhet, aminél 2-3 százalékponttal nagyobb lehet az import növekedése. Az export 2 százalék körül várható növekedése miatt az agrárágazat *külkereskedelmi szaldója* meghaladhatja a 3 milliárd eurót. A mezőgazdasági beruházások az uniós pályázati lehetőségek bővülésével gyorsuló ütemben, 10 százalék fölött is nőhetnek.

Összefoglaló számszerű előrejelzés

Megnevezés	2014	2015	2016	2017*
<i>Világgazdaság</i>				
GDP-termelés világ összesen (előző év=100)	103,4	103,2	103,1	103,4
Ebből - Eurózána	101,2	102,0	101,7	101,6
- Németország	101,6	101,6	101,8	101,5
Infláció a fejlett országokban (%)	1,4	0,3	0,7	1,7
Áruk- és szolgáltatások a világkereskedelemben (előző év=100)	103,8	102,7	101,9	103,2
<i>Magyar gazdaság</i>				
GDP-termelés (előző év=100)	104,0	103,1	102,0	104,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás a GDP-ben (előző év=100)	111,2	101,9	84,5	118,0
Háztartások tényleges fogyasztása (előző év=100)	102,1	103,1	104,2	104,1
Háztartások nettó megtakarítása (a GDP %-ában)	5,8	8,0	4,5	3,5
Vállalatok nettó megtakarítása (a GDP %-ában)	0,4	4,6	1,7	0,5
Reálkereset (előző év=100)	103,2	104,2	107,4	107,1
Foglalkoztatottak száma – munkaerő-felmérés szerint, évi átlag (ezer fő)	4 101	4 210	4 352	4 450
Munkanélküliség rátája, évi átlag (%)	7,7	7,0	5,1	4,3
Kivitel (folyó áron, euróban)	104,0	107,1	102,9	104,0
Behozatal (folyó áron, euróban)	104,7	104,6	101,5	106,0
Külkereskedelmi mérleg egyenlege, millió euró	6 274	8 595	9 935	8 670
Folyó fizetési mérleg egyenlege, millió euró	2 181	3 713	5 700*	4 700
Külső finanszírozási képesség a GDP %-ában	5,8	7,9	6,9*	7,0
Államháztartás egyenlege a GDP %-ában (ESA 2010)	-2,1	-1,6	-1,3	-2,4
Államadósság a GDP %-ában	75,7	74,7	74,1	72,4
Infláció, éves átlag (%)	-0,2	-0,1	0,4	2,7
Infláció, év végén (%)	-0,9	0,9	1,8	2,5
Jegybanki irányadó kamat, év végén (%)	2,10	1,35	0,9	0,9
3 hónapos állampapír hozama, év végén (%)	1,4	0,8	0,1	0,6
Forint/euró árfolyama, év végén	314,9	313,1	311,0	312
Forint/dollár árfolyama, év végén	259,1	286,6	293,7	306
Ipari termelés (előző év=100)	107,7	107,5	100,9	104,5
Építőipari termelés (előző év=100)	116,9	103,0	81,2	114,0
Mezőgazdasági termelés (előző év=100)	112,2	97,1	108,7	102,0
Nominális GDP, milliárd forint	32 400,1	33 999	35 001	37 456

* Pénzügykutató Zrt. prognózisa

A prognózis elkészítésében részt vett: Antalóczy Katalin, Herczog László, Mohácsi Kálmán, Neményi Judit, Petschnig Mária Zita, Várhegyi Éva, Voszka Éva.

Szerkesztette: Várhegyi Éva