



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2017
JÚNIUS

„... nagy bölcsesség az, ki célt tud tenni maga kívánságainak.”

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2017
JÚNIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és vállalkozásokat egyaránt sújtó gazdasági ingadozások mértékét.

A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében 2005 augusztusától a 3 százalékos középtávú cél körüli infláció biztosításával törekszik az árstabilitás megvalósítására. A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljes körűen az infláció várható alakulását, és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntése sok szempont együttes mérlegelésén alapul. Ezek közé tartozik a gazdasági helyzet várható alakulása, az inflációs kilátások, a pénz- és tőkepiaci folyamatok, a stabilitási kockázatok vizsgálata.

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. Az Inflációs jelentés című kiadvány bemutatja az MNB Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési és versenyképességi elemzések, a Pénzügyi rendszer elemzése igazgatóságain készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. Az előrejelzés endogén kamatpolitikai szabály alkalmazásán alapul; míg a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.

Az elemzés Virág Barnabás, Monetáris politikáért és hitelösztönzésért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési és versenyképességi elemzések és a Pénzügyi rendszer elemzése igazgatóságainak munkatársai vettek részt. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól.

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2017. június 16-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

TARTALOM

A MONETÁRIS TANÁCS FŐ MEGÁLLAPÍTÁSAI AZ INFLÁCIÓS JELENTÉSHEZ.....	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	11
1.1. Inflációs előrejelzésünk	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk.....	14
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	17
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	22
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	24
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése.....	24
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése.....	30
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség	37
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	39
3.5. Költségek és infláció	40
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	44
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	44
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói.....	48
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	50
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás.....	50
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	52
5.3. Költségvetési folyamatok	54
6. A 2017. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	58
Ábrák és táblázatok jegyzéke	59

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink.....	12
1-2. keretes írás: A nagy jegybankok várható mérlegpolitikája.....	18
3-1. keretes írás: A bizalmi indikátorok előrejelző képességének változása	28
3-2. keretes írás: A hazai e-kereskedelem alakulása	34
3-3. keretes írás: A szolgáltatások szerepe a fogyasztásban és a külkereskedelemben.....	35
3-4. keretes írás: A régiós inflációs folyamatok bemutatása	42
4-1. keretes írás: A pénzügyi és állampapírpiaci hozamok alakulása a jegybanki eszköztár átalakítását követően.....	46

A MONETÁRIS TANÁCS FŐ MEGÁLLAPÍTÁSAI AZ INFLÁCIÓS JELENTÉSHEZ

A Monetáris Tanács megítélése szerint az előrejelzési időszakban élénkül a magyar gazdaság növekedése. A gazdaságban vannak még kihasználatlan kapacitások, de ezek a kibocsátás dinamikus növekedésével fokozatosan megszűnnek. Az inflációs cél fenntartható elérése fél évvel később, 2019 elejétől várható. A magas külső finanszírozási képesség tovább csökkenti az ország sérülékenységét a következő években.

Az elmúlt hónapokban folytatódott a világgazdaság növekedése, az infláció 2016 végén elindult emelkedése megállt. Az inflációs ráták több országban is a jegybanki célokhoz közeli tartományban alakultak. Az inflációs várakozások változatlanul mérsékelt inflációs környezetet jeleznek. A nemzetközi pénzpiacokat az időszak nagy részében javuló, időnként óvatos befektetői hangulat jellemezte.

2017 első negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése. Ugyanakkor az egyes régiók között jelentős növekedési különbségek maradtak fenn. Az infláció év eleji növekedése megállt, az inflációs ráták többnyire a jegybanki célokhoz közeli tartományban alakultak. A maginfláció a legtöbb országban emelkedett, ugyanakkor az inflációs várakozások továbbra is mérsékelt maradtak. A Fed folytatta a 2015 decemberében megkezdett kamatemelési ciklusát. Eközben a törékeny konjunktúra és a mérsékelt inflációs várakozások következtében a globálisan meghatározó jegybankok többségénél a gazdasági növekedést támogató, tartósan laza monetáris politikai környezet maradhat fenn. Az eurozónában az infláció az év eleji megugrást követően szintén megtorpant és ismét érdemben süllyedt. A közép-európai régió változatlanul dinamikus gazdasági bővülést mutatott. A globális inflációs környezettel összhangban a régió országait is a jegybanki célértékek közelében alakuló inflációs ráták jellemzik. A régiós jegybankok fenntartották laza monetáris politikai irányultságukat.

Az elmúlt negyedévben enyhén javult a nemzetközi pénzpiaci hangulat. A piaci folyamatokat leginkább a francia elnökválasztás, az OPEC termeléskorlátozásának kiterjesztése, az Egyesült Államok gazdaságpolitikájával kapcsolatos várakozások, valamint a Fed és az EKB részéről tett monetáris politikai nyilatkozatok befolyásolták. Az EKB érdemben lefelé módosította inflációs előrejelzését, emiatt a piaci várakozások a laza monetáris kondíciók hosszabb idejű fenntartását mutatják. A főbb részvénypiaci és kötvénypiaci kockázati mutatók a befektetői kedv enyhe javulását mutatták. Ennek hatására a részvényindexek tovább emelkedtek, az S&P 500 és a DAX indexek is új csúcsokat értek el. Az elmúlt negyedévben az euro erősödött a legtöbb devizával szemben. Az időszak során az olajárak változóképpen alakultak, de összességében kisebb csökkenéssel zárták az időszakot. Utóbbi részben az amerikai kitermelés növekedésének köszönhető, másfelől azzal magyarázható, hogy az OPEC termeléskorlátozásának 2018. márciusig történő meghosszabbítása már korábban beépült a piaci várakozásokba.

Az infláció fenntarthatóan fél évvel később, várhatóan 2019 elejétől éri el az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket.

A tavaszi hónapokban az infláció márciusi várakozásainknál nagyobb mértékben lassult. Az eltérést a maginfláció esetében a dohány termékkör – a jövedékiadó-emelés ellenére – mérsékelt havi árdinamikája okozta, míg a maginfláción kívüli termékkör esetében a nagy volatilitású szezonális élelmiszerek vártnál elmaradó emelkedése magyarázta. Az alapfolyamatot jellemző mutatók a várakozásoknak megfelelően stabilan alakultak. A foglalkoztatás bővülése, a feszes munkaerőpiac, valamint a minimálbér és a garantált bérminimum év eleji emelése a bérek általános, dinamikus növekedését okozták. Az előrejelzési horizonton a minimálbér és a garantált bérminimum növekedésének költségemelő hatását ugyanakkor az év eleji munkáltatói járulékcsoökkentés és a vállalati nyereségadó csökkenése mérsékli. Ezen béremelések a jegybanki várakozásoknak megfelelően nem jártak érdemi inflációs hatással. A piaci szolgáltatások inflációja a tavalyi évnek megfelelően alakult. A lakosság inflációs várakozásai továbbra is historikus mélypontjuk közelében maradtak. Az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzése alapján az eurozóna inflációja a korábbinál érdemben alacsonyabb szinten alakulhat, és még 2019-ben sem éri el 2 százalékos körüli célját. Ezzel összhangban a korábbi várakozásokhoz képest enyhén mérsékeltőbb belföldi inflációs alapfolyamatokra számítunk. Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció a márciusi prognózisnál idén és jövőre is alacsonyabb maradhat. Az infláció fenntarthatóan fél évvel később, várhatóan 2019 elejétől éri el az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket. A dinamikus béremelkedés a lakossági fogyasztás érdemi bővülését eredményezi. A Monetáris Tanács megítélése szerint a belső fogyasztás növekedésével a maginfláció fokozatosan emelkedik, azonban a mérsékelt importált infláció és a historikusan alacsony inflációs várakozások lassítják a hazai árszínvonal emelkedését.

A gazdasági növekedésben markáns szerepe lesz a belső kereslet erősödésének, amelyben meghatározó a lakossági fogyasztás folytatódó bővülése és a beruházások jelentős emelkedése.

A következő években élénk gazdasági növekedésre számítunk, amellyel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta tovább csökken. A lakossági fogyasztás tartós bővülését az emelkedő foglalkoztatottság mellett a dinamikus reálbéremelkedés, a historikusan magas fogyasztói bizalom, a korábban felhalmozott nettó pénzügyi vagyon és a lakossági hitelezés élénkülése, valamint a lakáspiac fellendülésének másodkörös hatásai egyaránt támogatják. Az előrejelzési horizonton összességében a költségvetés keresletösztönző hatással bír. A beruházások általános élénkülésére számítunk. Ebben meghatározó szerepe lesz az EU-s forrásfelhasználás beindulásának, és a lakossági beruházás élénkülésének. A bérek dinamikus emelkedése a vállalatokat hatékonyságnövelő beruházásokra ösztönzi. Emellett a járműipari fejlesztések, a vállalati hitelállomány növekedése és a lakáspiaci folyamatok is támogatják a beruházások bővülését. A kv-hitelezés bővülése 2015 végétől a megcélzott 5-10 százalékos sávban alakult. A teljes vállalati hitelezés folytatódó emelkedésére számítunk, amelyet az idei évben már a Piaci Hitelprogram második szakasza is támogat.

Legfontosabb export piacaink erősebb gazdasági növekedésére és a külső kereslet élénkebb bővülésére számítunk. 2018-tól kezdődően az új járműipari kapacitások kiépülése is támogatja az exportdinamikát, így exportpiaci részesedésünk tovább emelkedik. Előrejelzésünk szerint az MNB és a Kormány növekedésösztönző programjai a következő években stabil, 3-4 százalék közötti éves növekedést eredményeznek. A kibocsátási rés fokozatos záródásával a dinamikus gazdasági növekedés szempontjából a termelékenység és a versenyképesség javításának lesz egyre meghatározóbb szerepe.

A belső kereslet erősödése és az EU-források emelkedő felhasználása mellett a finanszírozási képesség magas szinten stabilizálódik, ami tovább javítja a gazdaság külső megítélését és sérülékenységünk további mérséklődését.

2016 végén a gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 6 százaléka alá mérséklődött. A csökkenés elsősorban az EU-transzferek alacsonyabb felhasználásával volt magyarázható, miközben az áru- és szolgáltatásegyenleg magas többlete, valamint a jövedelemegyenleg mérséklődő hiánya az ellenkező irányba hatott. Az előretekintve a jelenlegi szint körül stabilizálódó finanszírozási képesség alakulásában a belső keresletnek és az emelkedő transzferegyenlegnek lesz meghatározó szerepe. A lakossági fogyasztás, valamint a magánberuházások felfutása fokozza az import bővülését, ami a külkereskedelmi mérleg és a folyó fizetési mérleg többletének fokozatos mérséklődését eredményezi. A külső finanszírozási képességet ugyanakkor az EU-transzferek emelkedő felhasználása érdemben bővíti, ami stabil hátteret ad a külső sérülékenység további csökkenéséhez. A 2017. év eleji folyamatok alapján az államháztartási deficit idén kisebb lehet a tervezettnél, míg 2018-ban a költségvetési törvényben szereplővel megegyező hiányt várunk. Az előrejelzési horizonton továbbra is az Alaptörvényben foglaltak és az uniós szabályoknak megfelelően csökkenő éves adósságpályát prognosztizálunk, amit a mérsékelt államháztartási hiány mellett a gazdasági növekedés is támogat.

A hazai pénzügyi folyamatokat a nemzetközi befektetői hangulat mellett elsősorban a jegybanki lépések befolyásolták. Az MNB márciusban új jegybanki eszközöket vezetett be és kibővítette a monetáris politika előretekintő üzenetét. Ennek hatására a piaci várakozások a korábbinál hosszabb ideig a jelenlegi laza monetáris kondíciók fennmaradását mutatják.

Az MNB márciusban a korábbinál hosszabb futamidejű, 6 és 12 hónapos lejáratú swapeszközök bevezetéséről döntött. Emellett előretekintő üzenetében kiemelte, hogy az eszköztár átalakításával elért laza monetáris kondíciók tartós fenntartására törekszik. Mindezek hatására a következő évekre vonatkozó kamatvárakozások lefele tolódtak, a piaci szereplők a korábbinál hosszabb ideig számítanak az alacsony kamatkörnyezet fennmaradására. A devizaswappiaci jegyzésekből számított forinthozamgörbe szintén lejjebb tolódott. Az állampapír-aukciókon megfelelő volt a kereslet, a hozamok a másodpiaci tendenciákhoz hasonlóan alakultak, terv feletti kibocsátásra a hosszabb papírok esetében került sor. Az időszak végére, a régiós folyamatokkal összhangban a forint árfolyama kissé felértékelődött az euróval szemben, elsősorban a kedvező európai befektetői hangulathoz köthetően. A hazai monetáris politika szempontjából leginkább meghatározó euroövezeti monetáris kondíciók a piaci előrejelzések alapján várhatóan továbbra is tartósan lazák maradnak.

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alappályája mellett lefelé mutató kockázatokat érzékelt, ami főként az alacsonyabb külső inflációs környezetből adódhat. Az alappályában feltételezettnél erősebb beruházási aktivitás a Monetáris tanács megítélése szerint pozitív növekedési kockázatot jelent, ami gyorsabb gazdasági növekedést eredményez,

míg inflációs szempontból semleges hatású. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács a további kockázatok között a vártnál szigorúbb globális monetáris kondíciókat, a dinamikusabb fogyasztásbővülést és a mérsékeltebb külföldi keresletet valószínűsítő alternatív forgatókönyveket tárgyalta.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságban vannak még kihasználatlan kapacitások, de ezek a kibocsátás dinamikus növekedésével fokozatosan megszűnnek. Az előrejelzési időszakban az inflációs cél fenntartható elérése fél évvel később, 2019 elejétől várható. A jegybanki előrejelzések feltételeinek teljesülése mellett az alapkamat aktuális szintjének és a jegybanki eszköztár átalakításával elért laza monetáris kondícióknak a tartós fenntartása összhangban van az inflációs cél középtávú elérésével és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzésével.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2016	2017	2018	2019
	Tény		Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció	1,4	2,3	2,8	2,9
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,3	2,1	2,8	2,9
Infláció	0,4	2,4	2,8	3,0
Gazdasági növekedés				
Háztartások fogyasztási kiadása	4,9	4,4	3,7	3,0
Kormányzat végső fogyasztása	0,6	0,5	1,0	1,0
Állóeszköz-felhalmozás ⁵	-12,6 (-15,5)	15,8	11,1	4,3
Belföldi felhasználás ⁵	1,8 (1,5)	5,1	4,6	2,9
Export	5,8	7,2	7,4	7,0
Import ⁵	5,8 (5,7)	9,3	8,6	6,9
GDP ⁵	2,2 (2,0)	3,6	3,7	3,2
Külső egyensúly¹				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	4,9	3,1	1,8	2,2
Külső finanszírozási képesség	5,4	5,1	4,2	4,8
Államháztartás^{1,4}				
ESA-egyenleg	-1,8	(-1,8) – (-2,1)	(-2,4) – (-2,6)	(-2,0) – (-2,2)
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ²	6,2	10,0	8,9	6,6
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	3,4	1,9	0,8	0,3
Versenyszféra bruttó átlagkereset ²	5,4	10,0	7,5	6,9
Versenyszféra foglalkoztatottság	3,4	2,3	1,6	0,5
Munkanélküliségi ráta	5,1	4,2	3,8	3,8
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	5,3	4,8	3,6	3,9
Lakossági reáljövedelem ³	4,2	4,7	3,8	2,5

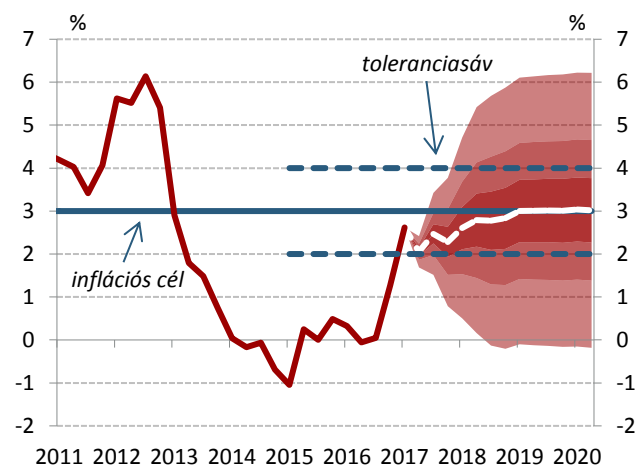
¹ A GDP arányában.² Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.³ MNB-becslés.⁴ Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.⁵ A 2016 évi tény adatok a várható revíziót figyelembe vevő értékeket mutatják. A zárójelben található értékek a KSH 2017. június adatközlése során publikált adatok.

1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

1.1. Inflációs előrejelzésünk

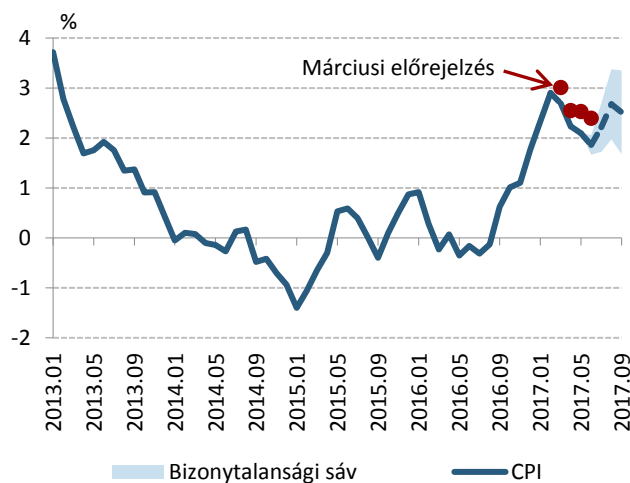
Aktuális várakozásunk szerint a márciusi prognózisnál idén és jövőre is alacsonyabb inflációs pályával számolunk. Korábbi előrejelzésünkhöz képest az inflációs cél elérése fél évvel kitolódott, az árindex 2019 elejétől éri el fenntarthatóan a 3 százalékos inflációs célt. Az Európai Központi Bank legfrissebb – lefelé módosított – előrejelzése alapján az eurozóna inflációja nemcsak idén, hanem jövőre és még 2019-ben is cél alatt alakul. Előrejelzési horizontunkon a maginflációs ráta fokozatosan emelkedik, amelyet elsősorban a jövedelmek növekedésének hatására dinamikusan bővülő lakossági fogyasztás magyaráz. A historikusan alacsony szinten tartózkodó várakozások és a mérsékelt importált infláció ugyanakkor visszafogják az árindex emelkedését.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Forrás: KSH, MNB

1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv a korábbi évek előrejelzési hibájának szórását mutatja.

Forrás: MNB

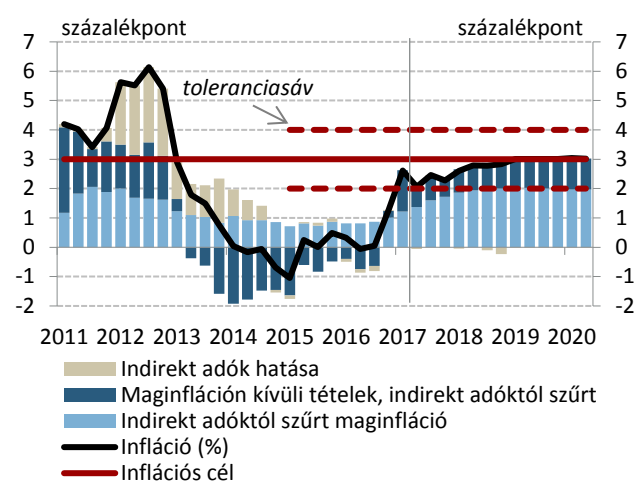
Rövid távú előrejelzésünk alapján a következő hónapokban az infláció 2–2,5 százalék közelében alakul (1-2. ábra). Az árak növekedési üteme 2019 elejétől éri el fenntarthatóan a jegybanki 3 százalékos inflációs célt (1-1. ábra). A cél elérése márciusi előrejelzésünkhöz képest fél évvel kitolódott. Korábbi várakozásunkhoz képest a mérsékelt importált inflációval párhuzamosan némileg alacsonyabb inflációs alapfolyamattal számolunk.

Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna inflációja esetében az előrejelzések a korábbi várakozásokhoz képest csökkentek. Az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzése alapján az eurozóna inflációja nemcsak idén és jövőre, de még 2019-ben is cél alatt alakul. Az EKB az eurozóna inflációjára vonatkozó előrejelzését érdemben lefelé módosította a korábbi előrejelzéséhez képest. Idén 1,5 százalékos majd jövőre tovább csökkenő inflációra számítanak. Ezt követően, 2019-ben is mérsékelt, csupán 1,6 százalékra emelkedő inflációt várnak (1-2. táblázat).

Az előrejelzési horizonton az indirekt adóktól szűrt maginfláció folytatódó emelkedésére számítunk (1-3. ábra és 1-1. táblázat). Ennek oka, hogy a jövedelmek növekedésének hatására dinamikusan bővülő lakossági fogyasztás növeli a vállalatok árazási mozgásterét. Ugyanakkor a válság óta megfigyelt hazai és nemzetközi tapasztalatok alapján a fogyasztás élénkülésének inflációs hatása azonban mérsékelt marad. Előrejelzésünkben a nyersanyag-költségek lassú emelkedését várjuk, amely másodkörös hatásai megjelenhetnek a maginflációban. Az adminisztratív béremelések és a feszes munkaerőpiaci kondíciók miatt a versenyszféra nominális bérdinamikája az elmúlt években tapasztaltnál erőteljesebben alakul, ugyanakkor a vállalatok teljes munkaerőköltsége – az év eleji járuléksökkentés következtében – ennél kisebb mértékben emelkedik. Így a **bérenövekedés inflációs hatása mérsékelt marad.**

A maginfláción kívüli tételek esetében júniusban az árindex – bázishatás miatti – csökkenésére számítunk, rövid távon

1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

	2017	2018	2019	
Maginfláció	2,3	2,8	2,9	
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	<i>1,6</i>	<i>1,9</i>	<i>2,0</i>	
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	0,7	5,4	7,8
	Járműüzemanyag és piaci energia	6,9	3,1	3,3
	Szabályozott árú termékek	0,5	1,6	1,5
	Összesen	2,4	2,7	3,2
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	<i>0,8</i>	<i>0,9</i>	<i>1,0</i>	
Infláció	2,4	2,8	3,0	

Megjegyzés: A hozzájárulások összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

az árdinamika mérsékelt marad (1-3. ábra és 1-1. táblázat). A termékkör árdinamikáját alapvetően meghatározó olajár számottevő mértékű változása nem prognosztizálható a határidős jegyzésárak alapján. A nyers élelmiszerek árának jövőbeli alakulását a tavalyi kedvező terméseredmények árleszorító hatása mellett az idén várhatóan visszafogottabb mezőgazdasági teljesítmény befolyásolja. Prognózisunkban továbbá azt feltételezzük, hogy a szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizonton. (1-1. táblázat).

Az indirekt adóváltozások hatásai összességében 2017-ben ellensúlyozzák egymást, míg 2018-ban az infláció enyhé csökkenésének irányába mutatnak. 2017-ben a dohány termékkört érintő – EU-s jogharmonizáció következtében megvalósuló – januári és júliusi jövedékiadó-változások inflációra gyakorolt hatását ellensúlyozzák a januárban életbe lépett áfacskentések, illetve az áprilistól a tavaly szeptemberi szintre csökkent üzemanyag-jövedékiadó is. A beérkezett új információk alapján 2018 januárjában az internet és a hal áfakulcsa egyaránt 5 százalékra csökken a jelenlegi 18 és 27 százalékról, ezzel növelve a 2018. januártól hatályos áfacskentések hatását.

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

Magyarország kis, nyitott gazdaság, így a legfontosabb makrogazdasági változókra készített előrejelzéseinket alapvetően befolyásolja a külső tényezők alakulása, továbbá az azokra vonatkozó feltevések változása. Prognózisunk átláthatóbbá tételét segíti a külső feltevésekre vonatkozó változások rövid bemutatása (1-2. táblázat).

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2017		2018		2019		Változás		
	Március	Június	Március	Június	Március	Június	2017	2018	2019
EUR/USD	1,06	1,10	1,06	1,12	1,06	1,12	3,8%	5,7%	5,7%
Olajár (USD/hordó)	53,4	51,9	53,2	52,1	52,7	52,1	-2,8%	-2,1%	-1,1%
Élelmiszerek									
Búza (USD/véka)	4,61	4,40	5,18	5,04	5,52	5,42	-4,6%	-2,7%	-1,8%
Kukorica (USD/véka)	3,81	3,73	4,05	4,02	4,13	4,13	-2,1%	-0,7%	0,0%
Eurozóna inflációja (%)	1,7	1,5	1,6	1,3	1,7	1,6	-0,2 szp.	-0,3 szp.	-0,1 szp.
Felvévőpiacaink növekedése* (%)	1,6	2,2	1,8	2,3	2,0	2,4	0,6 szp.	0,5 szp.	0,4 szp.

Megjegyzés: Olajárak esetén éves átlag. *21 legfontosabb exportpartnerünk növekedési üteme az exportból vett részarányával súlyozva.

Forrás: CBT, Bloomberg, OECD, Consensus Economics, MNB-számítás

A Brent nyersolaj hordónkénti ára áprilisban 55 dollár fölé emelkedett, majd május elején 45 dollár közeli szintre mérséklődött. A csökkenést egyrészt a magas globális olajkészletek, másrészt az Egyesült Államokban üzemelő kutak számának emelkedése és az emiatt növekvő amerikai **palaolaj-kitermelés jelentős emelkedése** magyarázza. A palaolaj kitermelés hatékonysága nőtt az elmúlt időszakban, a kitermelés fokozása önmagában az árak csökkenésének irányába mutat. Ugyanakkor az emelkedés irányába hatottak az olajkitermelés korlátozására vonatkozó megállapodások. Az OPEC-tagországok által tavaly novemberben elfogadott és idén januárban életbe lépő termeléskorlátozás kvótáit a résztvevő országok továbbra is magas arányban (90 százalék fölött) teljesítették. Május 25-én újabb OPEC-találkozóra került sor Bécsben, ahol 9 hónappal meghosszabbították az olajkitermelés visszafogására vonatkozó megállapodást, ugyanakkor a termeléskorlátozás mértékén (napi 1,2 millió hordó) nem változtattak. Idén május 15-én Szaúd-Arábia és Oroszország 2018 márciusáig meghosszabbította az eredetileg 2017 első félévére szóló olajkitermelés-csökkentési megállapodást. A két ország által kiadott közlemény szerint a globális olajtartalékok szintjét vissza fogják szorítani az elmúlt öt év átlagára, "kerüljön bármibe is". Ennek következtében az olajpiacot jellemző túlkínálat csökkent, és a historikus csúcsok közelében lévő globális olajtartalék az év eleje óta körülbelül a kétharmadára apadt a Reuters értesülései alapján. A túlkínálat csökkenésének és a kereslet élénkülésének hatására a piac lényegében egyensúlyközeli állapotba került a Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) legfrissebb jelentése szerint, és az év fennmaradó részében ez a folyamat várhatóan tovább folytatódik. **A határidős jegyzésárak azonban továbbra is visszafogott olajpályát vetítenek előre.**

Az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzése alapján az eurozóna inflációja nemcsak idén és jövőre, de még 2019-ben is cél alatt alakul. Az EKB az eurozóna inflációra vonatkozó előrejelzését 0,2–0,3 százalékponttal lefelé revideálta a korábbi előrejelzéséhez képest.

Aktuális feltevésünk alapján a dollár/euro keresztárfolyamára vonatkozóan a márciusi feltevésünknel enyhén magasabb pályára számítunk, tehát a korábbi előrejelzéshez képest némileg erősebb euróval, ugyanakkor historikus összevetésben továbbra is tartósan gyenge euro árfolyammal számolunk. Az euro dollárral szembeni erősödésnek gátat szab az Európai Központi Bank és a Fed várható monetáris politikai irányultságának eltérése.

A márciusi Inflációs jelentésben alkalmazott feltevéseinkhez hasonlóan előretételezve mind a búza, mind pedig a kukorica esetében fokozatos áremelkedés várható a határidős jegyzések alapján. A világgazdaságban emelkedő inflációt tapasztalhattunk az idei év elején, amit az átmenetnek bizonyuló olajáremelkedés és a feldolgozatlan élelmiszerek év eleji áremelkedése okozott.

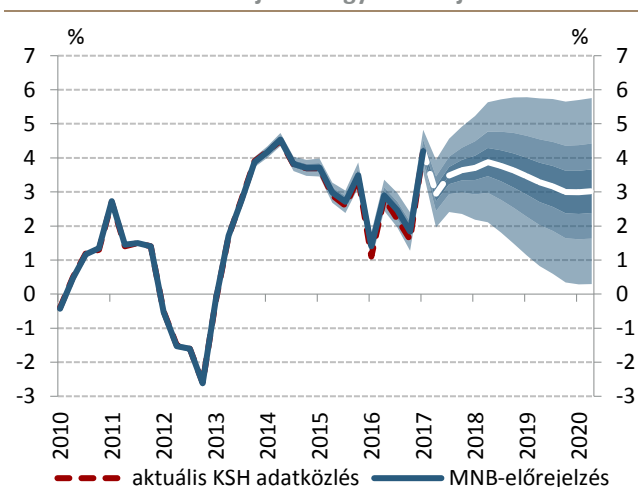
A 2017. évi költségvetési törvény módosításának keretében a Kormány többletkiadásokról döntött, reagálva az első négy hónap alacsonyabb hiányadataira. A 2017. május 2-án benyújtott költségvetési törvénymódosítási javaslat 176 milliárd forint többletkiadást tartalmaz. A kiadások főként a kormányzati beruházások növelését célozzák, amit a Beruházási Előkészítési Alap létrehozása is támogat, ugyanis az alap az állami projektek hatékonyabb megvalósítását segíti. Emellett az intézkedések között szerepel az országos közúthálózat felújítása és korszerűsítése, illetve a Honvédelmi Minisztérium eszközfelújítása is. A többletkiadások közül 66 milliárd forint a tartalékokat növeli, ennek felhasználásáról később születet döntés.

A júniusban elfogadott 2018. évi költségvetési törvényben szereplő kiadási előirányzatok magasabbak a márciusi Inflációs jelentéshez készített technikai kivetítésünkénél. A 2018-as költségvetési törvényben a bevételi oldalon a márciusi Inflációs jelentéshez képest új intézkedés a hal és az internet áfakulcsának csökkentése, illetve az ingatlan bérbeadásból származó jövedelmet terhelő egészségügyi hozzájárulás kivezetése. A kiadási oldalon a korábbi technikai kivetítésünkhöz képest magasabb összegeket terveztek beruházásokra, bér- és dologi kiadásokra egyaránt, míg a Start munkaprogramban résztvevők számának szándékolt csökkentése miatt megtakarítás várható.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Előretekintve a GDP jelentős bővülésére számítunk. Az alapfolyamatok kedvezően alakulnak, azonban technikai hatások (munkanaphatás, a mezőgazdaság várt korrekciója) lassíthatják a GDP bővülését az év hátralévő részében. Várakozásaink szerint a gazdasági növekedésben markáns szerepe lesz a belső kereslet erősödésének, amelyben meghatározó a beruházások jelentős emelkedése mellett a lakossági fogyasztás folytatódó bővülése is. A lakossági fogyasztás folytatódó bővülését a dinamikus reálbéremelkedés, a historikusan magas fogyasztói bizalom, a korábban felhalmozott nettó pénzügyi vagyon és a lakossági hitelezés élénkülése, valamint a lakáspiac fellendülésének másodkörös hatásai egyaránt támogatják. A beruházások általános bővülésére számítunk, amit az uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások mellett a magánszektor emelkedő aktivitása is támogat. A járműipari kapacitásbővítésekkel, valamint a jegybanki programokkal és a kkv-hitelek jelentős bővülésével összhangban a vállalatok beruházási aktivitása is erősödik, míg a lakossági beruházások emelkedését a kedvezőbb jövedelmi, hitelezési és lakáspiaci folyamatok támogatják. Emellett tovább élénkíti a hazai növekedést a költségvetés keresletbővítő hatása. Az ipari termelésben tavaly megfigyelt átmeneti hatások kifizetésével, valamint a nemzetközi konjunktúrahangulat javulásával összhangban az exportteljesítmény felfutását várjuk.

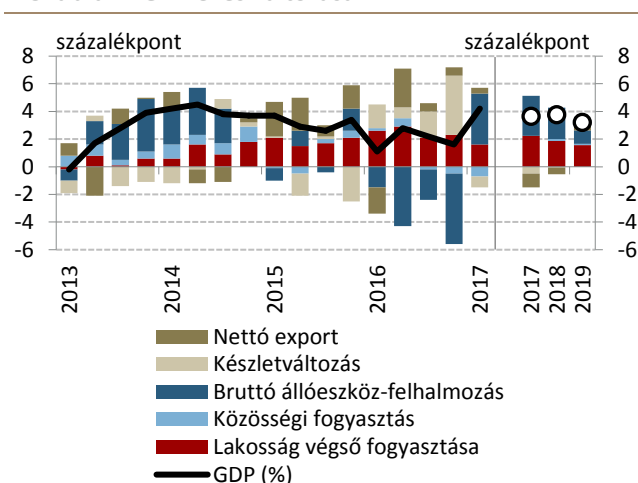
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: A várható revíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés.

Forrás: KSH, MNB

1-5. ábra: A GDP éves változása



Megjegyzés: A várható revíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés.

Forrás: KSH, MNB

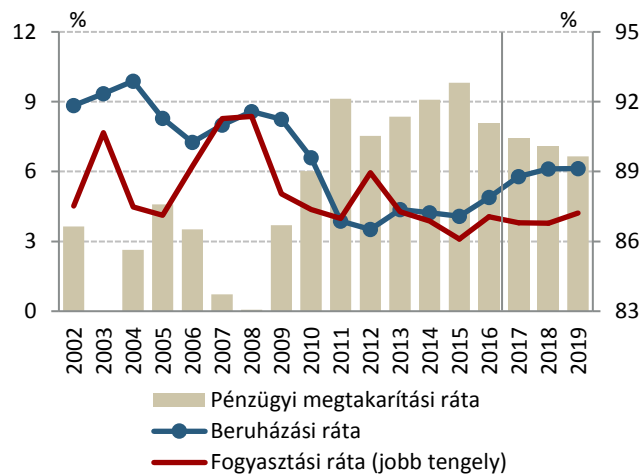
A lakossági fogyasztás folytatódó bővülésére számítunk az előrejelzési horizontunkon, így a háztartások fogyasztása továbbra is a gazdasági növekedés meghatározó tényezője marad. A fogyasztás emelkedését támogatják az élénk bérkiáramlással és a foglalkoztatás folytatódó bővülésével összefüggő kedvező jövedelmi folyamatok. Emellett a historikusan magas fogyasztói bizalom, a korábban felhalmozott magas nettó pénzügyi vagyon, valamint a lakossági hitelezés élénkülése egyaránt hozzájárulnak a háztartások fogyasztásának emelkedéséhez (1-7. ábra).

Előretekintve a hitelezési folyamatok egészséges szerkezetben megvalósuló tartós élénkülésére számítunk a háztartási szektorban, mivel a túlhitelezési kockázatnak a jegybank adósságfék szabályai szabnak gátat: a jövedelemarányos törlesztőrészlet és a hitelfedezeti mutató fenntartható mederben tartja a lakáshitelezés kockázatait. A fogyasztás tartós emelkedéséhez hozzájárulnak a lakáspiaci élénkülés másodkörös hatásai is, amit előretekintve a fogyasztóbarát lakáshitelek is elősegítenek. A fogyasztás bővülésének irányába mutat a válságot követően elhalasztott fogyasztásból származó helyreállítási potenciál, amit a mérsékelt szinten tartózkodó fogyasztási ráta és a tartós termékek vásárlásának mind historikusan, mind régiós összehasonlításban alacsony szintje is alátámaszt (1-5. ábra).

Korábbi előrejelzésünkben a lakossági fogyasztási és beruházási ráta együttes, fokozatos emelkedésére számítottunk. **Aktuális várakozásaink szerint a fogyasztás a jövedelmekkel arányosan emelkedik, míg a beruházási ráta emelkedése a lakáspiaci ciklus felfutásával párhuzamosan élénkebben folytatódik a korábbi előrejelzéshez képest.** Ezzel együtt a megtakarítási ráta tovább csökken a jelenlegi magas szintjéről (1-6. ábra).

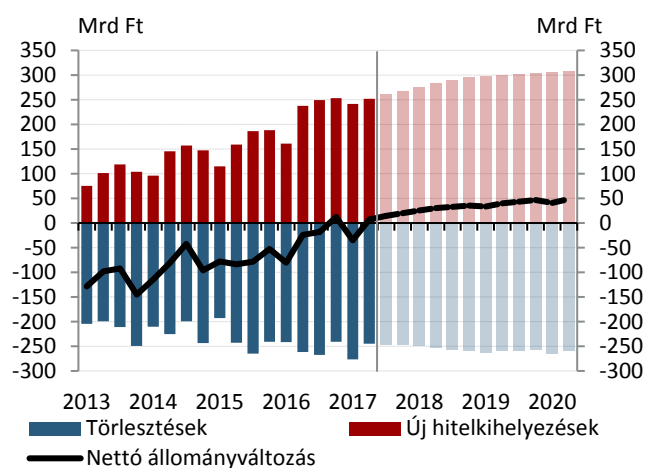
Várakozásunk szerint a nemzetgazdasági beruházások bővülése az év eleji jelentős emelkedést követően a következő években is folytatódik, amihez az állam és a magánszektor egyaránt hozzájárul (1-8. ábra). Az

1-6. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB-számítás

1-7. ábra: A háztartási hitelezés alakulásának előrejelzése



Forrás: MNB

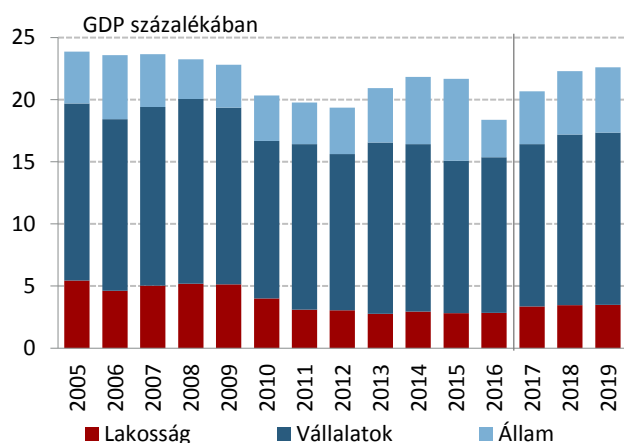
előlegkifizetéssel, a megkötött szerződésekkel és a kormányzati elköteleződéssel összhangban az uniós forrásfelhasználásból megvalósuló beruházások felfutása várható. A 2014–2020-as uniós költségvetési ciklus az állam beruházási teljesítményének érdemi bővülése mellett a vállalati beruházásokra is élénkítő hatású. Az uniós forrásból megvalósuló beruházások vizsgálatánál a mennyiségi mellett minőségi jellemzők figyelembevétele is meghatározó. A 2014–2020-as uniós költségvetési ciklusban a közvetlen gazdaságfejlesztés nagyobb hangsúllyal szerepel. Az előrejelzési horizont végén a paksi nagyberuházás előmunkálatai is elindulnak, azonban a beruházások érdemi felfutása csak a rákövetkező éveket érinti.

Előrejelzésünk szerint a kis- és közepes vállalatok hitelállományának növekedése a fenntartható 5–10 százalékos sávban alakul (1-9. ábra). A megvalósuló járműipari kapacitásbővítések mellett a jegybanki programokkal és a kkv-hitelek jelentős bővülésével összhangban a magánszektor beruházási alapfolyamatainak erősödésére számítunk. A kapacitásbővítések másodkörös hatásaként a járműiparhoz szorosan kapcsolódó ágazatok beruházásainak bővülésére számítunk. A piaci alapú hitelezés ösztönzését szolgáló jegybanki lépések – így a Piaci Hitelprogram második fázisa – és a bankadó fokozatos kivezetése támogatja a hitelállomány bővülését, így a keresleti kilátások javulásával párhuzamosan a vállalati beruházások élénkülésére számítunk. A bérek és a kereslet dinamikus emelkedése a vállalati beruházások oldalán is pozitív visszacsatolást indít el, emellett az alacsony kamatkörnyezet érdemben ösztönzi a beruházási aktivitást.

A háztartások beruházási aktivitásának emelkedését a stabil munkaerőpiaci kilátások, a javuló jövedelmi folyamatok, továbbá az otthonteremtési program keresletösztönző hatása támogatja. Az elmúlt időszakban jelentősen bővülő építési engedélyek, a lakáscélú háztartási hitelezés folytatódó élénkülése, illetve a CSOK igénybevétele a lakossági beruházások felfutását vetíti előre. A lakáspiaci ciklus egyre érettebb szakaszába lép, ahol már a megemelkedett lakáspiaci keresletre reagáló kínálati alkalmazkodás is zajlik. A hazai lakáspiacon azonosítható érdemi növekedési tartalék alátámasztja a lakáspiac élénkülésének várt folytatódását. A következő években a lakosság beruházási rátájának tartós emelkedésére számítunk.

A nemzetközi konjunkturális hangulat év eleji élénkülésével és így a növekvő külső kereslettel párhuzamosan élénkebb exportbővülésre számítunk az idei évben. 2018-tól a járműipari beruházások hatására tovább javuló expordinamikát várunk (1-10. ábra). A hazai ipari

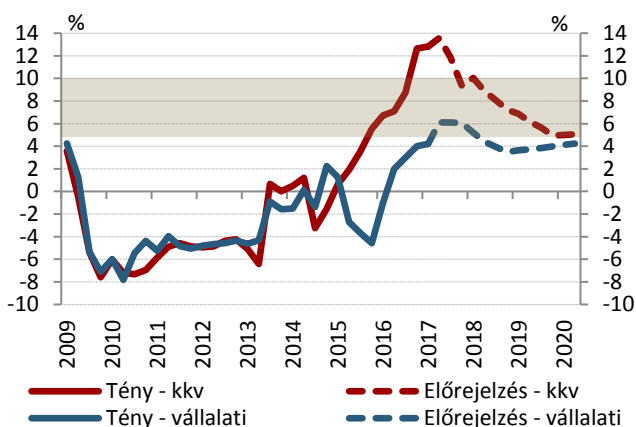
1-8. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Megjegyzés: A 2016-os érték a várható rutinszerű (a módszertani változások hatását kiszűrve) revízió hatását is figyelembe veszi.

Forrás: KSH, MNB

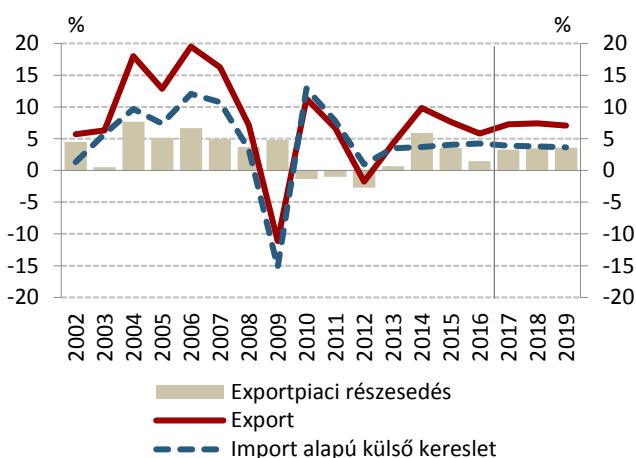
1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú, éves változás.

Forrás: MNB

1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: MNB

termelés és exportértékesítések bővülését, valamint az áruforgalom emelkedését várjuk. A gazdasági cikluskól és külső finanszírozástól kevésbé függő szolgáltatáskereskedelem dinamikus bővülése is folytatódik, ami pozitívan járult hozzá a külkereskedelmi egyenleg alakulásához. A belső keresleti tényezők (fogyasztás, beruházás) dinamikus bővülése érdemben emeli a behozatal dinamikáját, ennek köszönhetően idén és jövőre a nettó export negatívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez.

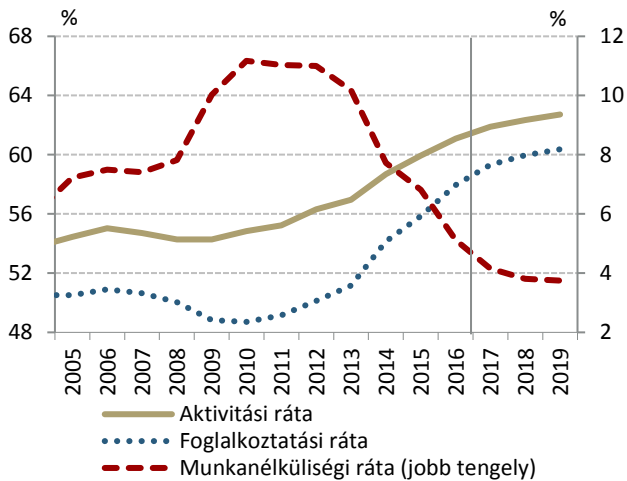
A tavalyi év kiemelkedő mezőgazdasági teljesítményét követően az ágazat az idei évben negatívan járulhat hozzá a GDP növekedéséhez. A mezőgazdasági termelés idei alakulásával pontos információval jelenleg nem rendelkezünk, ezért a korábbi évek átlagos terméseredményével számolunk, amely korrekciót eredményez a tavalyi értékéhez képest. Emellett az év eleji fagyok és a relatíve kevés csapadék visszavethette az idei termést, továbbá a fő gabonafélék tervezett vetésterülete is elmarad a tavalyitól.

A potenciális növekedés az előrejelzési horizonton élénkül, amit elsősorban a magánberuházások bővülése és a munkaerőpiaci aktivitás trendszerű emelkedése okoz. A tőkeállomány emelését és a kapacitások bővítését célzó vállalati beruházások dinamikus növekedését a Növekedéstámogató Program, a mérséklődő bankadó és a vállalatok által lehívható EU-források egyaránt elősegítik. A hitelezés fellendülése a termelékenység javulásához is hozzájárul. A munkaerőpiaci aktivitás enyhén emelkedik előrejelzési horizontunk elején, majd historikusan magas szinten stabilizálódik.

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

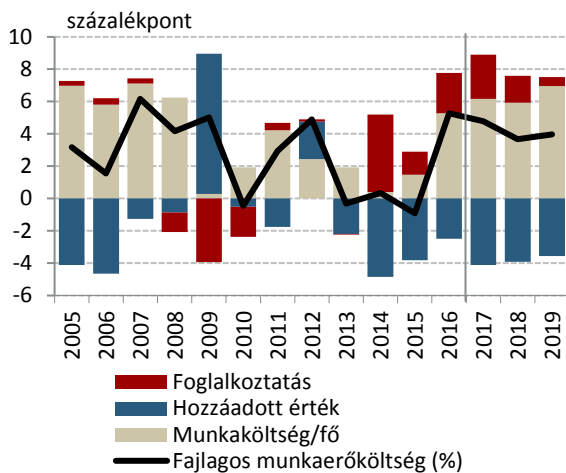
Előrejelzési horizontunkon mind a nemzetgazdasági, mind a versenyszféra foglalkoztatottság szintje lassuló ütemben emelkedik tovább. A jelenleg is historikusan alacsony munkanélküliségi ráta csökkenése folytatódik. A versenyszféra továbbra is magas munkaerő-kereslete, valamint a szűkülő szabad munkaerő-kapacitások a bérdinamika erősödését okozzák, amihez a jelentős minimálbér- és garantált bérminimum-emelések is érdemben hozzájárulnak. Összességében a versenyszféra nominális bérdinamikája az elmúlt években tapasztaltnál erőteljesebben alakul előrejelzési horizontunkon.

1-11. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1-12. ábra: A nominális fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása a versenyszférában



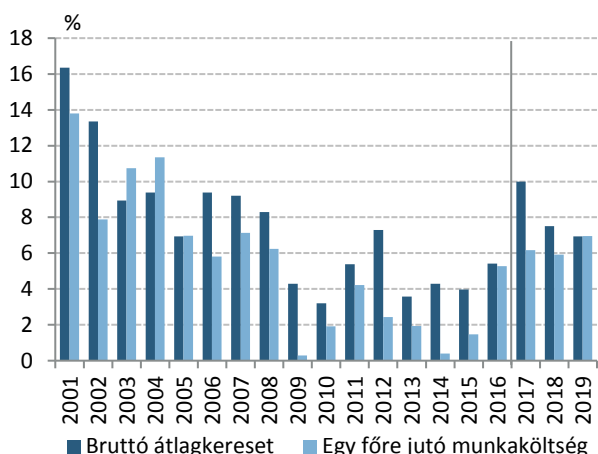
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

Várakozásunk szerint az aktivitás az elmúlt években tapasztaltnál kisebb mértékben emelkedik a következő években. Az aktívák számának emelkedéséhez a munkaerőpiachoz szorosabban kötődő inaktív munkaerőpiacra áramlása járul hozzá, ugyanakkor a demográfiai folyamatok felülről egyre korlátosabbá teszik az aktivitás bővülését (1-11. ábra). Várakozásaink szerint az élénk bérdinamika következtében a szakképzett munkaerő külföldre vándorlása mérséklődhet, valamint a közfoglalkoztatotti bér és a versenyszférában elérhető bér közötti különbség emelkedése nagyobb ösztönzést jelenthet a közfoglalkoztatottak számára, hogy megjelenjenek a piaci alapú foglalkoztatásban. Emellett a 2018-ban érvénybe lépő, közfoglalkoztatást szűkítő kormányzati intézkedések és a 2018-ra tervezett költségvetési keretszűkítés következtében a közfoglalkoztatottak száma csökken, a programból kikerülő jelentős része a versenyszférában helyezkedhet el.

A versenyszféra munkaerő-kereslete a gazdasági növekedéssel párhuzamosan tovább emelkedik előrejelzési horizontunkon. Ugyanakkor a szűk keresztmetszetek miatt a versenyszférában foglalkoztatottak száma az utóbbi évek erőteljes létszámbővülését követően lassuló ütemben emelkedik.

A foglalkoztatottság folytatódó emelkedésével a munkanélküliség jelenleg is historikusan alacsony szintje tovább csökken. A szűkülő szabad munkaerő-kapacitások miatt mind a vállalatok, mind a szektorok között egyre erőteljesebb bérverseny alakul ki a munkaerő pótlása és megtartása érdekében, ami a versenyszféra nominális bérdinamikájának fokozatos erősödését okozza, ugyanakkor a fajlagos munkaerőköltség az erős gazdasági teljesítmény következtében mérsékeltebben emelkedik (1-12. ábra). Elsősorban 2017-ben, de kisebb mértékben 2018-ban is a bérezési folyamatokat az adminisztratív intézkedések érdemben erősítik. A minimálbér és a garantált bérminimum emelése a munkavállalók jelentős hányadát közvetlenül érinti, valamint a bértorlódás elkerülése miatt érdemi átgyűrűző hatásra is számítunk. Összességében a versenyszféra nominális bérdinamikája az elmúlt években tapasztaltnál erőteljesebben alakul. Az adminisztratív intézkedések közvetetten a nem rendszeres keresetelemek alakulására is hatnak, illetve jelentős fehéredési hatással is járhatnak. A munkaerőköltség a szociális hozzájárulási adó

1-13. ábra: Munkaköltség és átlagbérek éves változása a versenyszférában



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

mérséklődésének hatására visszafogottabb ütemben emelkedik a nominális bérekhez képest (1-13. ábra).

1-2. keretes írás: A nagy jegybankok várható mérlegpolitikája

Az elmúlt időszakban előtérbe került a nagy jegybankok várható mérlegpolitikája. A Fed június 13-14-i ülésén kiegészítette¹ a 2014. szeptember 17-i közleményét,² amelyben körvonalazta a kamatemelést előkészítő stratégiát és a fennmaradó likviditástöbblet mellett a monetáris politikai eszközrendszer szükséges átalakításának részleteit.³ Az EKB az eszközvásárlási programot az idei év végéig a jelenlegi ütemben folytatja. Az elemzők a Fed mérlegleépítésének kezdetét 2017 végére – 2018 elejére, az EKB eszközvásárlásainak lassítását 2018 első negyedévére várják.

Az Egyesült Államokban a mennyiségi lazítás során a jegybank mérlegfőösszege a 2008-as 850 milliárd dolláros szintről 2014 októberére (az eszközvásárlások végére) csaknem 4500 milliárd dollárra növekedett. Jelenleg a Fed a kamatdöntések alkalmával dönt a lejáró értékpapírok újrabefektetéséről is. **Az elmúlt néhány ülésen az FOMC elkezdte tárgyalni egy lehetséges mérlegleépítés stratégiáját és június 14-én közleményben ismertette annak részleteit.** A fokozatos és kiszámítható mérlegleépítési stratégia alapján az FOMC mennyiségi korlátot határoz meg arra vonatkozóan, hogy mennyi lejáró értékpapírt nem újít meg az adott hónapban. A limit fokozatos emelésével egyre kevesebb eszközt újítanak meg. A júniusi kamatdöntés mellett kiadott közlemény szerint az állampapírok esetén havi 6 milliárd dolláros korlátot határoznak meg, amelyet egy éven keresztül, negyedévente 6 milliárd dollárral fognak emelni, míg az eléri a havi 30 milliárd dolláros szintet. A jelzálog-fedezetű értékpapírok esetében havi 4 milliárd dolláros korláttal indulnak, amelyet egy éven keresztül, negyedévente 4 milliárd dollárral emelnek, amíg az eléri a havi 20 milliárd dolláros mértéket. A folyamat a közlemény alapján akkor kezdődik el, amikor a kamatemelések már „jó ideje tartanak” („well under way”). A New York Fed által készített felmérések⁴ eredményei szerint az elsődleges forgalmazók azt várják, hogy a Fed 2017 végén vagy 2018 első felében dönt az eszközállomány módosításáról és a jelenlegi újrabefektetési politika megváltoztatásáról.

A portfólió normalizálódása hosszú folyamat lehet mind a méretének, mind a szerkezetének köszönhetően, hiszen az eszközvásárlások és a lejáratú kiterjesztés (MEP) eredményeként megnőtt a hosszú lejáratú állampapírok, valamint a

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20170614c.htm>

² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20140917c.htm>

³ Erről részletesen lásd a 2015. szeptemberi Inflációs jelentés kiemelt témáját.

⁴ <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/markets/survey/2017/may-2017-spd-results-public-release.pdf?la=en>

jelzálog-fedezetű papírok (MBS) súlya. A New York Fed felmérése alapján a megkérdezettek szerint 2025 végéig a mérleg a jelenlegi szint közel kétharmadára csökkenhet és hosszú távon valamivel a válság előtti szint fölött alakulhat.

A piaci elemzések szerint az eszközállomány, illetve az átlagos hátralévő futamidő várható fokozatos csökkentése miatt hozamemelkedésre lehet számítani az elkövetkező években. A rövid lejáratú bankközi kamatlábat (effective federal funds rate) ugyanakkor várhatóan nem fogja közvetlenül befolyásolni a mérlegszűkítés, hiszen azt alapvetően a jegybanki alapkamat határozza meg. Mivel feltehetően még jó néhány évig az ún. padlórendszer lesz érvényben, azaz sterilizálatlan többletlikviditás lesz a bankrendszerben, ezért a bankközi kamat a kamatfolyosó alján (a jegybanki alapkamat szintjén) maradhat. A bankrendszer likviditása közvetlenül nem érinti a jegybanki alapkamatot egészen addig, amíg nem válik annyira szűkössé a likviditás, hogy a bankközi kamatláb emelkedjen a kamatfolyosó aljától.

Az Európai Központi Bank 2015 márciusában kiterjesztette eszközvásárlási programját, majd 2015 decemberében jelezte, hogy a programok keretében vásárolt lejáratú értékpapírok tőkeértékét újrabefektetik. Az eszközvásárlások hatására a központi bank mérlege a 2014 végi 2200 milliárd euróról 2017 májusára elérte a 4000 milliárd eurót. Az EKB Kormányzótanácsának jelzése⁵ alapján az eszközvásárlási program 2017. december végéig folytatódik havi 60 milliárd eurós ütemben, illetve szükség esetén ezt követően is.

Az EKB eszközvásárlásainak leépítése hamarosan megindulhat, ugyanakkor hivatalos jegybanki kommunikáció mindeddig nem utalt a mérleg szűkítésének lehetséges idejére és ütemére. Az elemzői várakozások szerint az eszközvásárlási program mennyiségének csökkentésére vonatkozó bejelentésre a szeptemberi ülésen kerülhet sor és a jegybank a vásárlások tényleges lassítását 2018 elején kezdheti el és azok 6-9 hónap múlva fejeződhetnek be. A piaci árazásból számolt várakozások alapján az első kamatemelésre 2018 végén kerülhet sor. A mérleg leépítése ezt követően, egy harmadik fázisban kezdődhet meg.

Más, globálisan meghatározó jegybankok mérlegének változtatását is hasonló vagy akár nagyobb bizonytalanság övezi. A Bank of England esetében a Brexit hatásai, a Bank of Japan mennyiségi és minőségi lazító programjával kapcsolatban a további vásárolható értékpapírok körének szűkössege, a kínai jegybank esetében pedig a devizatartalék alakulása és a pénzügyi rendszer hitelnövekedésének üteme miatt kérdéses a jegybanki mérlegekkel kapcsolatos jövőbeli lépés.

A közeljövőben a Fedet követően az EKB is leállhat az eszközvásárlásokkal, és idővel a jegybanki mérlegek szűkítésére is sor kerülhet a globálisan meghatározó jegybankoknál. Az elkövetkező időszakban kiemelten fontos lehet a jegybanki mérlegek alakulása, és azok makrogazdasági és pénzügyi piaci hatásainak figyelemmel követése.

⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp170608.en.html>

1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest

	2016	2017		2018		2019	
	Tény	Előrejelzés					
		Március	Aktuális	Március	Aktuális	Március	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció	1,4	2,5	2,3	3,1	2,8	2,9	2,9
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,3	2,3	2,1	2,9	2,8	2,9	2,9
Infláció	0,4	2,6	2,4	3,0	2,8	3,0	3,0
Gazdasági növekedés							
Külső kereslet (GDP alapon)	2,4	1,6	2,2	1,8	2,3	2,0	2,4
Háztartások fogyasztási kiadása	4,9	5,1	4,4	4,0	3,7	3,0	3,0
Kormányzat végső fogyasztása	0,6	1,0	0,5	1,0	1,0	0,9	1,0
Állóeszköz-felhalmozás ⁵	-12,6 (-15,5)	13,2	15,8	8,7	11,1	4,3	4,3
Belföldi felhasználás ⁵	1,8 (1,5)	5,4	5,1	4,3	4,6	2,8	2,9
Export	5,8	5,1	7,2	6,2	7,4	6,2	7,0
Import ⁵	5,8 (5,7)	7,2	9,3	7,0	8,6	6,1	6,9
GDP ⁵	2,2 (2,0)	3,6	3,6	3,7	3,7	3,2	3,2
Külső egyensúly¹							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	4,9	3,3	3,1	2,4	1,8	2,9	2,2
Külső finanszírozási képesség	5,4	5,4	5,1	4,9	4,2	5,6	4,8
Államháztartás^{1,4}							
ESA-egyenleg	-1,8	(-1,6) – (-2,0)	(-1,8) – (-2,1)	(-2,0) – (-2,2)	(-2,4) – (-2,6)	(-1,8) – (-2,0)	(-2,0) – (-2,2)
Munkapiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ²	6,2	9,1	10,0	7,0	8,9	6,6	6,6
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	3,4	1,9	1,9	1,1	0,8	0,4	0,3
Versenyszféra bruttó átlagkereset ²	5,4	8,5	10,0	6,9	7,5	6,8	6,9
Versenyszféra foglalkoztatottság	3,4	2,3	2,3	1,4	1,6	0,7	0,5
Munkanélküliség ráta	5,1	4,3	4,2	3,8	3,8	3,8	3,8
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	5,3	5,0	4,8	3,0	3,6	3,5	3,9
Lakossági reáljövedelem ³	4,2	4,5	4,7	3,8	3,8	2,5	2,5

¹ A GDP arányában.² A teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.³ MNB-becslés.⁴ Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.⁵ A 2016. évi tény adatok a várható rutinszerű (a módszertani változások hatását kiszűrve) revíziót figyelembe vevő értékeket mutatják. A zárójelben található értékek a KSH 2017. júniusi adatközlése során publikált adatok.

1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2017	2018	2019
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2017. június)	2,4	2,8	3,0
Consensus Economics (2017. május) ¹	2.3 – 2.7 – 3.3	1.5 – 2.9 – 3.5	
Európai Bizottság (2017. május)	2,9	3,2	
IMF (2017. április)	2,5	3,3	3,0
OECD (2017. június)	3,0	3,0	
Reuters-felmérés (2017. május) ¹	2.2 – 2.5 – 3.0	2.1 – 2.9 – 3.5	2.3 – 2.9 – 3.5
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2017. június)	3,6	3,7	3,2
Consensus Economics (2017. május) ¹	2.3 – 3.3 – 3.9	2.2 – 3.2 – 4.1	
Európai Bizottság (2017. május)	3,6	3,5	
IMF (2017. április)	2,9	3,0	2,6
OECD (2017. június)	3,8	3,4	
Reuters-felmérés (2017. május) ¹	2.9 – 3.5 – 3.8	2.3 – 3.3 – 4.0	
Folyó fizetési mérleg egyenleg³			
MNB (2017. június)	3,1	1,8	2,2
Európai Bizottság (2017. május)	3,5	2,8	
IMF (2017. április)	3,7	3,0	2,2
OECD (2017. június)	3,6	2,1	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)^{3,4}			
MNB (2017. június)	(-1,8) – (-2,1)	(-2,4) – (-2,6)	(-2,0) – (-2,2)
Consensus Economics (2017. május) ¹	(-0.4) – (-2.3) – (-2.8)	(-0.3) – (-2.4) – (-3.0)	
Európai Bizottság (2017. május)	-2,3	-2,4	
IMF (2017. április)	-2,9	-2,8	-2,7
OECD (2017. június)	-2,6	-2,7	
Reuters-felmérés (2017. május) ¹	(-1.7) – (-2.4) – (-2.8)	(-2.3) – (-2.5) – (-3.0)	
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2017. június)	3,9	3,8	3,7
Európai Bizottság (2017. május) ²	4,9	5,0	
IMF (2017. április) ²	4,5	4,4	4,6
OECD (2017. június) ²	4,8	4,4	
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2017. június)	2,2	2,3	2,4
Consensus Economics (2017. május) ²	2,2	2,1	
Európai Bizottság (2017. május) ²	2,2	2,3	
IMF (2017. április) ²	2,2	2,1	2,0
OECD (2017. június) ²	2,3	2,2	

¹ A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középső érték) azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében.

² MNB által számított értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Bizonyos intézmények nem minden partnerországra készítenek előrejelzést.

³ A GDP arányában.

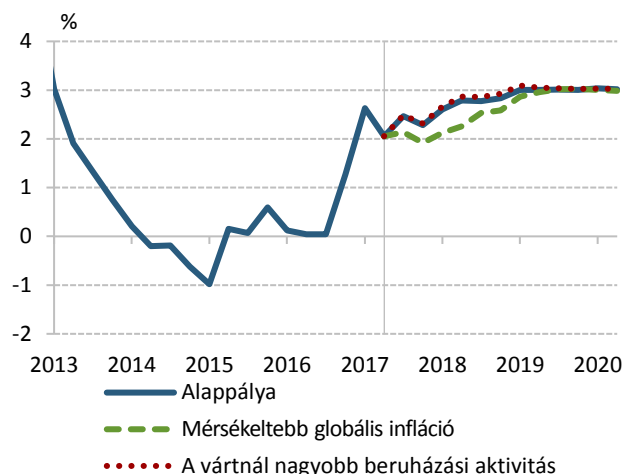
⁴ Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.

Forrás: Consensus Economics, Európai Bizottság, IMF, OECD, Reuters-felmérés

2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

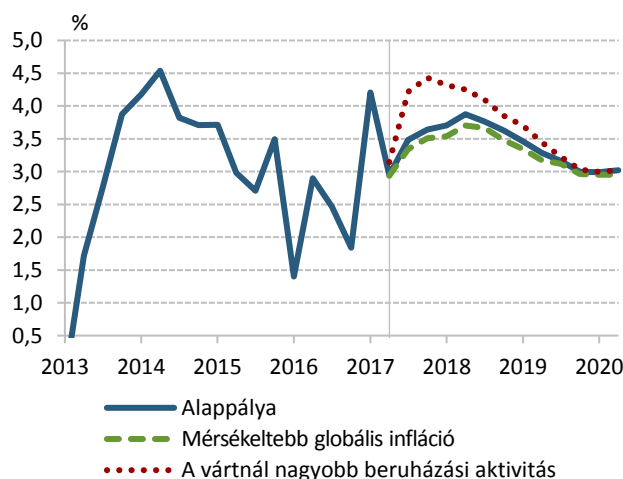
A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alappályája mellett két alternatív forgatókönyvet emelt ki, melyek együttesen az alappályához képest inflációban lefelé, GDP-növekedésben felfelé mutató eltéréseket jelent. A mérsékeltebb globális inflációt feltételező alternatív forgatókönyv megvalósulása az alappályánál alacsonyabb növekedési és inflációs pályát jelent. A vártnál nagyobb beruházási aktivitást feltételező pálya nyomán a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció megegyezik az alappályá előreljelésével. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács a további kockázatok között a vártnál szigorúbb globális monetáris kondíciókat, a dinamikusabb fogyasztásbővülést és a mérsékeltebb külpiaici keresletet valószínűsítő alternatív forgatókönyveket tárgyalta.

2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre



Forrás: MNB

2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előreljelésünkre



Megjegyzés: A várható revíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés.

Forrás: MNB

2.1.1. Mérsékeltebb globális infláció

A globális inflációs folyamatokban az év eleji emelkedést követően korrekciót tapasztaltunk. Az év eleji, inflációs célokot megközelítő, illetve meg is haladó értékek utáni korrekció is arra mutat rá, hogy a gyors emelkedés elsősorban a maginfláción kívüli tényezőkhez köthető. Az inflációban tapasztalt változékonysággal szemben a maginflációs ráták továbbra is visszafogottak, stabilan az inflációs célok alatti szinten maradtak.

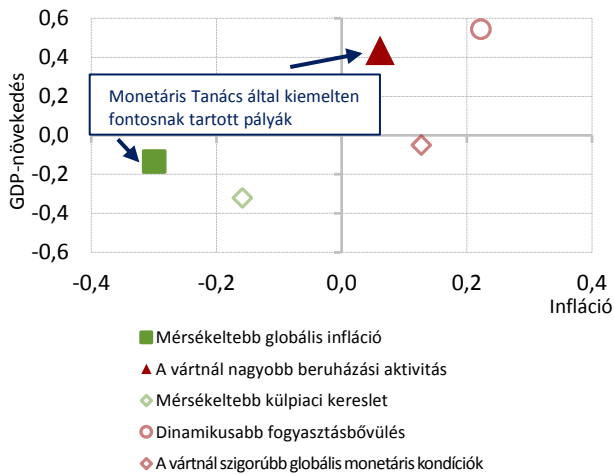
A külső inflációs környezetben lefelé mozdultak el az előrejelzések, és elképzelhetőek további lefelé mutató kockázatok. A globális inflációt meghatározó tényezők közül az olajárak alakulása az utóbbi hónapokban elmaradt a várakozásoktól. A **Brent nyersolaj hordónkénti ára május elején 45 dollár közeli szintre csökkent**, amire 2016 novembere óta nem volt példa. A határidős jegyzésárak alapján a dollárban kifejezett olajárak előrettekintve csak lassan emelkedő olajár-pályát jeleznek. Az év eleji korrekciót tartósan feltételezve valószínűsíthető, hogy **az inflációs ráták csak lassabban közelíthetnek a jegybanki célértékek felé.** A költségoldali tényezők mellett az alternatív pályában a várakozásokhoz képest enyhén mérsékeltebben alakulhat felvevőpiacaink növekedése. A bizalmi indikátorok és a külpiacon termelő szektorok termelése közötti kapcsolat fellazult az elmúlt időszakban (lásd. 3-2. keretes írásunkat), így külpiaconk növekedésében az alappályához képest enyhén mérsékeltebb pályával számoltunk.

Az alternatív pálya feltételezése szerint a magyar gazdaság szempontjából meghatározó globális inflációs környezetben mérséklődés tapasztalható, így az infláció az alappályánál lassabban emelkedik, **ami visszafogja a hazai árindex emelkedését.** Ezért az inflációs cél elérését lazább monetáris politika biztosítja (2-1., 2-2. és 2.3. ábra).

2.1.2. A vártnál nagyobb beruházási aktivitás

Az elmúlt években az Európai Uniótól kapott források jelentős hatást gyakoroltak a beruházások dinamikájára. Az effektív, ténylegesen felhasznált uniós támogatás a márciusi Inflációs jelentésben várttal összhangban alakult az év első négy hónapjában. **Az alappályá feltevése szerint** idén az

2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre



Megjegyzés: A kockázati térkép azt mutatja meg, hogy az alternatív forgatókönyvek inflációs és növekedési pályája az előrejelzési horizonton egészében átlagosan mennyiben különbözik az alappályától. A piros színnel jelzett pálya az alappályánál szigorúbb, a zöld színnel jelzett pályák lazább monetáris politikai kondíciókkal konzisztensek.

Forrás: MNB

effektív forrásfelhasználás számottevően emelkedhet. **A forrásfelhasználás, valamint a privátberuházások bővülése** hozzájárulnak a gazdasági növekedés élénküléséhez.

A magánszféra beruházásainak várható alakulását felfelmutató kockázatok övezik. Az idei évben az effektív felhasználás emelkedése nagymértékben hozzájárul a gazdasági növekedés élénküléséhez. Az effektív felhasználás emelkedését egyrészt a számlás kifizetések előző évi értékéhez képest magasabb szintje, másrészt a 2016-ban kifizetett előlegek felhasználásának megkezdése okozzák. **A beruházások élénkülése felé mutatnak a magánszektor beruházási aktivitásának erősödő alapfolyamatai is.** Az alacsony kamatkörnyezet, az év eleji erős bérdinamika, valamint a kereslet dinamikus emelkedése a vállalatokat hatékonyságnövelő beruházásokra ösztönözheti. A lakossági beruházási aktivitás tovább emelkedett, mely az újlakásépítések dinamikus bővülésével párhuzamosan folytatódhat. Mindezek mellett felvevőpiacaink erősödő konjunktúrája az exportszektor beruházási aktivitását is ösztönözheti. A bejelentett járműipari kapacitásbővítések mellett a kis- és középvállalati szektor hiteleinek jelentős bővülése is erősíti a magánszektor beruházási aktivitását.

Az **alternatív pálya feltételezése szerint** az uniós források felhasználása, valamint **a privátszféra beruházásainak érdemi növekedéséből következően magasabb beruházási aktivitás valósulhat meg.** Az előrejelzési horizonton ez a beruházások összértékének emelkedése miatt **gyorsabb növekedést eredményez** (2-1., 2-2. és 2.3. ábra), így összességében az inflációs cél elérését enyhén szigorúbb monetáris kondíciók biztosítják.

2.1.3. További kockázatok

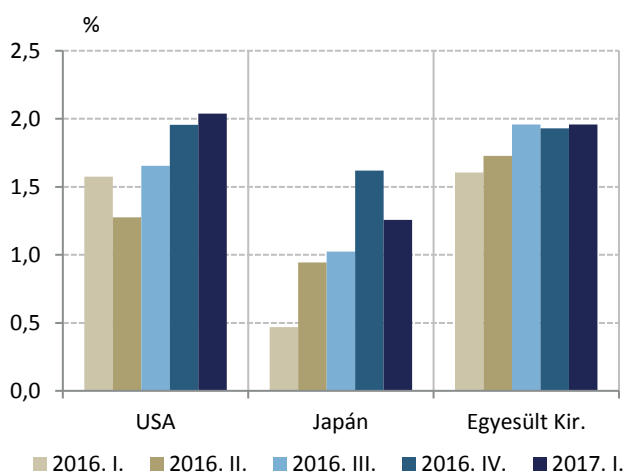
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további három kockázatot mérlegelt. A vártnál szigorúbb globális monetáris kondíciók esetén az infláció az alappályában előrejelzettnél enyhén magasabban alakul, míg a hazai gazdasági növekedés az alappályában feltételezettel összhangban alakul. A dinamikusabb fogyasztásbővülést feltételező kockázati forgatókönyv gyorsabb növekedés és magasabb infláció irányába mutat. A mérsékeltebb külpiazi kereslet esetén az alappályánál alacsonyabb infláció és növekedés valósul meg.

3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2017 első negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése, ugyanakkor az egyes régiók között jelentősek a növekedési különbségek. A kelet-közép-európai régió továbbra is dinamikus bővülést mutatott. A globális infláció stagnált az elmúlt hónapokban, a fogyasztóiár-index több országban a jegybanki célhoz közel tartózkodott. Eközben a korábban az inflációs főszámtól többnyire elmaradó maginfláció néhány országban némileg emelkedett. Ugyanakkor az EKB lefelé módosította inflációs előrejelzését. A globálisan meghatározó jelentőségű jegybankok monetáris politikai divergenciája fennmaradhat az év során. A nagy jegybankok továbbra is jobban tolerálják a magasabb inflációt, amivel összhangban huzamosabb ideig tarthatják fenn a laza monetáris kondíciókat.

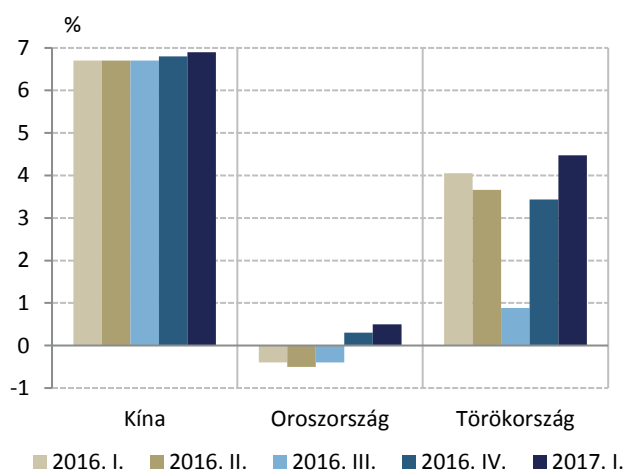
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

3-2. ábra: GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban



Megjegyzés: Kína és Törökország esetén szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD, Trading Economics

3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

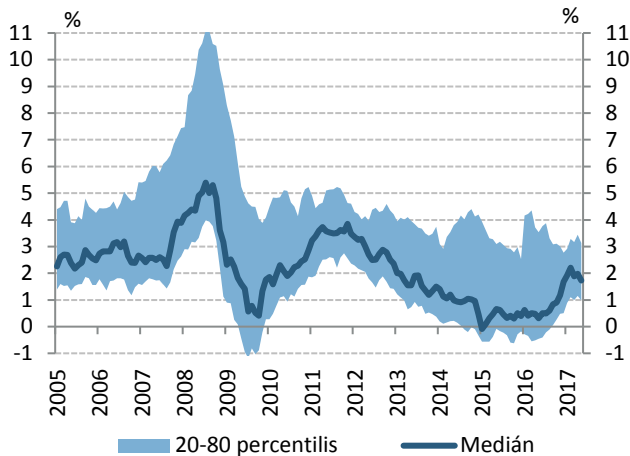
Az Egyesült Államokban 2017 első negyedében a reál GDP tovább bővült. A háztartások fogyasztása, a beruházások, illetve az export bővültek, amelyek ellensúlyozták a készletberuházások és a kormányzati kiadások mérséklődését, valamint az import emelkedését. A növekedés előző negyedévhez képesti lassulása elsősorban a készletberuházások csökkenéséhez és a háztartások fogyasztásának visszafogottabb bővüléséhez köthető, ugyanakkor a várakozások szerint az év eleji lassulás csak átmeneti. **Az Egyesült Királyság negyedéves növekedését a fogyasztás, illetve a beruházások emelkedése magyarázta.** Az EU-ból való kilépés, illetve annak pontos körülményeinek tisztázatlansága továbbra is érdemben rontják a növekedési kilátásokat középtávon. **A japán gazdaság az előző negyedévinél nagyobb ütemben bővült negyedéves alapon.** Elsősorban a fogyasztás vezérelte a növekedést, de a beruházások és a nettó export hozzájárulása is pozitív volt (3-1. ábra).

A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasága 2017 első negyedében éves összevetésben 6,9 százalékkal bővült. A növekedést a szolgáltatások és az ipari termelés támogatták. Az orosz gazdaság esetében enyhe emelkedést regisztráltak 2017 első negyedében, míg Törökországban az elemzői várakozásokat meghaladva gyorsult a kibocsátás (3-2. ábra).

Az éves infláció a tavalyi év végi, idei év eleji emelkedést követően megtorpant, egyes régiókban ismét csökkent (3-3. ábra). Az elmúlt hónapokban az infláció több országban is a jegybanki célhoz közeli értéket ért el (3-4. ábra). Eközben a korábban az inflációs főszámtól többnyire elmaradó maginfláció néhány országban némileg emelkedett.

A Fed döntéshozói júniusi ülésükön a gazdasági folyamatok és kilátások értékelését követően az irányadó ráta 1,00-1,25 százalékos sávba emelése mellett döntöttek. A döntés összhangban volt az elemzői várakozásokkal. A döntéshozók előrejelzése szerint további egy kamatemelés várható idén. A Fed júniusi ülésén kiegészítette a 2014. szeptemberi,

3-3. ábra: Globális inflációs folyamatok



Megjegyzés: Százalékos változás az előző év azonos időszakához képest, 43 fejlett és fejlődő ország adatait figyelembe véve.

Forrás: OECD

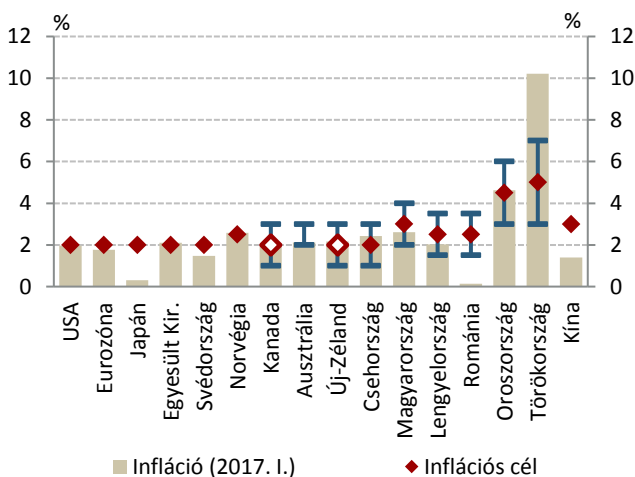
monetáris politikai normalizációról szóló közleményét, amelyben körvonalazta a kamatemelést előkészítő stratégiát és a fennmaradó likviditástöbblet mellett a monetáris politikai eszközrendszer szükséges átalakításának részleteit. A kiegészített közlemény tartalmazza a jövőbeni mérleglépítési stratégia részleteit is. Az EKB továbbra is rendkívül támogató monetáris politikája és a Fed kamatemelése miatt várhatóan fennmarad a két jegybank kamatpályája közti divergencia. Az infláció és a munkanélküliségi ráta is a Fed kettős mandátumával összhangban alakul. A tengerentúli hozamok kissé csökkentek, a tőzszeindexek pedig historikusan magas szint közelében alakulnak.

A japán jegybank az elmúlt negyedévben nem változtatott a monetáris kondíciókon, a Mennyiségi és Minőségi Lazítási Programját továbbra is a 0 százalékos hosszú hozamokhoz igazítja. A jegybank fenntartotta a hozamcél eléréséhez szükséges 80 ezer milliárd jen összegű éves vásárlási ütem célját, és továbbra is mínusz 0,1 százalékos kamatot fizet a kereskedelmi bankok túltartalékolására. Az inflációs cél túllövése melletti elköteleződés a jegybanki kommunikáció része maradt. A jegybank mérlegfőösszege az eszközvásárlások következtében tovább növekszik, 2017-ben már meghaladhatja a japán GDP 95 százalékát.

A Bank of England döntéshozói változatlanul hagyták a monetáris kondíciókat az elmúlt negyedév során. Júniusi ülésükön az irányadó kamat tartása és a 2016 augusztusában bejelentett intézkedések változatlan formában történő folytatása mellett döntöttek. A döntéshozók megítélése szerint a monetáris politika nem akadályozhatja meg sem a brit gazdaság szükséges Brexit utáni alkalmazkodását, sem a reáljövedelmek következő években várható gyengébb növekedését. Amennyiben kamatemelésre kerülne sor az árfolyamgyengülés inflációs hatása miatt, akkor gyengébb növekedés és magasabb munkanélküliség valósulna meg, ezért továbbra is megfelelőnek látták, ha az inflációs célt a szokásosnál hosszabb horizonton érik el. Várakozásuk szerint a az infláció ősszel 3 százalék fölé emelkedhet, és tartósan a jegybanki cél fölött maradhat.

Az elmúlt negyedévben enyhén javult a nemzetközi pénzügyi hangulat. A piaci folyamatokat leginkább a francia elnökválasztás, az OPEC termelésekorlátozásának kiterjesztése, az Egyesült Államok gazdaságpolitikájával kapcsolatos várakozások, valamint a Fed és az EKB részéről tett monetáris politikai nyilatkozatok és döntések, illetve egyes feltörekvő piacokkal kapcsolatos országspecifikus fejlemények befolyásolták. A francia elnökválasztásokon győztes Emmanuel Macron az európai integráció erősítését

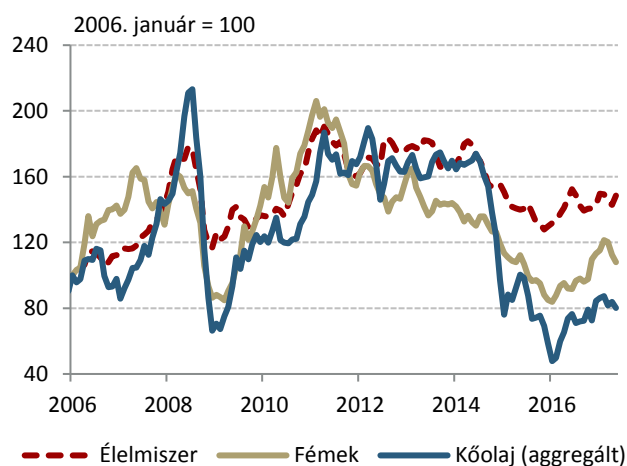
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



Megjegyzés: A kék vonalak Ausztrália, Kanada és Új-Zéland esetében az inflációs célsávot jelölik, míg a többi ország esetében a cél körüli toleranciasávot. Kanada és Új-Zéland esetében hangsúlyos a sávközép, amit üres rombuszal jelöltünk.

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania

3-5. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása



Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árból számítva.

Forrás: IMF

hirdette meg, és megválasztását kedvezően fogadták a piacok. Az olajárak kisebb csökkenéssel zárták az időszakot, amely főként az amerikai kitermelés növekedésével és az OPEC termeléskorlátozásának 2018. márciusig történő meghosszabbításának piaci várakozásokba történő korábbi beépülésével magyarázható (3-5. ábra). Az EKB esetében az elemzők először az eszközvásárlási program lassítását várják, amelynek kommunikációjára a szeptemberi kamatdöntés során számítanak. Az első kamatemelés csak ezután valószínűsíthető az eurozónában, nagyságrendileg 2018. III. negyedévében, azonban e kamatdöntő ülés időpontjára vonatkozó várakozások még erősen szóródnak.

A főbb kockázati mutatók enyhe javulást mutattak, a VIX index 2 százalékponttal csökkent és a kötvénypiaci kockázati mutatók (MOVE Index, EMBI Global felár) is mérséklődtek. A fejlett kötvénypiacokon is a hosszú hozamok csökkenése volt jellemző. A részvényindexek tovább emelkedtek a kedvező hangulatban, az S&P 500 és a DAX is új csúcspontok ért el. Az elmúlt negyedévben az euro erősödést mutatott, amely a francia elnökválasztás eredményéhez és a kedvező makroadatokhoz volt köthető. A régiós devizák az euróhoz képest is erősödést mutattak, a feltörekvő devizák közül a brazil reál országspecifikus gyengülése emelhető ki.

3.1.2. Az eurozóna folyamatai

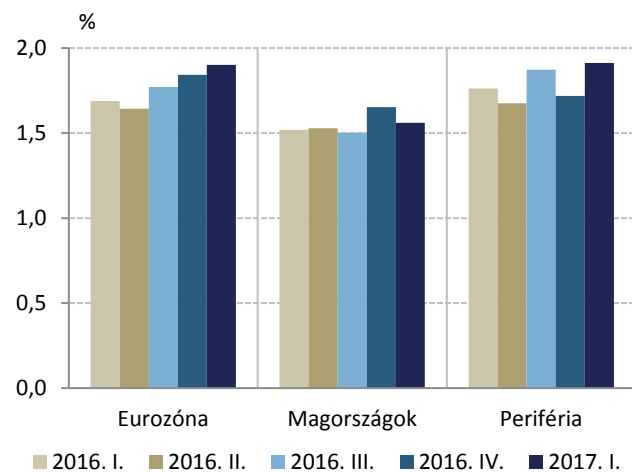
2017 első negyedévében az előző negyedévhez hasonló mértékben folytatódott az eurozóna gazdasági növekedése (3-6. ábra). A legfontosabb kereskedelmi partnerünknek számító német gazdaság kibocsátása gyorsult az első negyedévben, a francia azonban lassult. A német gazdaságot a belső és külső kereslet is fűtötte, míg a francia növekedést a készletfelhalmozás vezérelte. Az eurozóna növekedését továbbra is jelentős lefelé mutató kockázatok övezik, amelyek többek között az Egyesült Királyság EU-ból való kilépéséhez, illetve a közelgő választásokat övező bizonytalanságokhoz köthetők.

A perifériaországok növekedési üteme emelkedett az előző negyedévhez viszonyítva. A periféria országainak bővülését – a portugál kivételével – a belső keresleti tényezők határozták meg az elmúlt időszakban.

Az előretekintő konjunktúraindikátorok tovább emelkedtek az elmúlt időszakban (3-7. ábra). Az euroövezet kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EABCI) javult, valamint a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) is erősödtek. Historikus összevetésben mindkét mutató magas szinten áll.

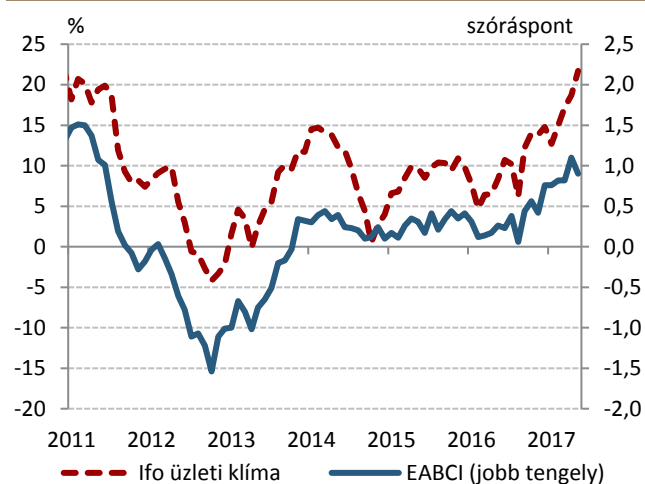
Az infláció – hasonlóan a globális folyamatokhoz – az eurozónában is stagnált az elmúlt negyedévben. A fogyasztói árak emelkedése minden tagállamban pozitív

3-6. ábra: GDP éves változása az eurozónában

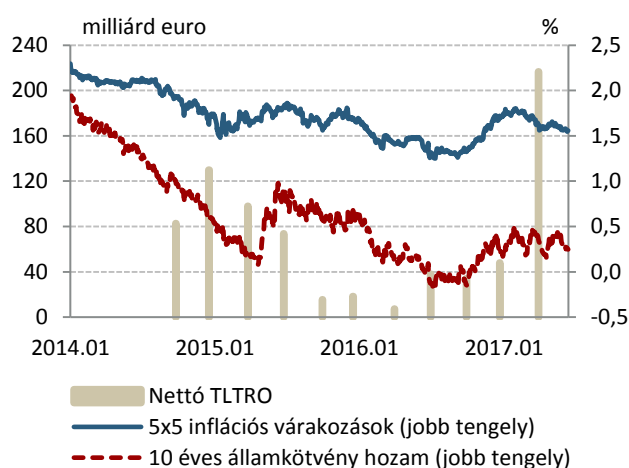


Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok, GDP-vel súlyozott átlag. Periféria (Portugália, Olaszország, Görögország, Spanyolország), Magországok (Belgium, Németország, Franciaország, Hollandia, Ausztria).

Forrás: OECD, Eurostat

3-7. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása


Forrás: Európai Bizottság, Ifo

3-8. ábra: Inflációs várakozások és hosszú hozamok az eurozónában


Forrás: Bloomberg, EKB

ütemű, Németországban a jegybanki cél körül alakul, Franciaországban azonban elmarad attól. Az eurozónában az 5 év múlva kezdődő 5 éves inflációs várakozások nem változtak érdemben. Az inflációs várakozások továbbra is elmaradnak az EKB inflációs céljától (3-8. ábra).

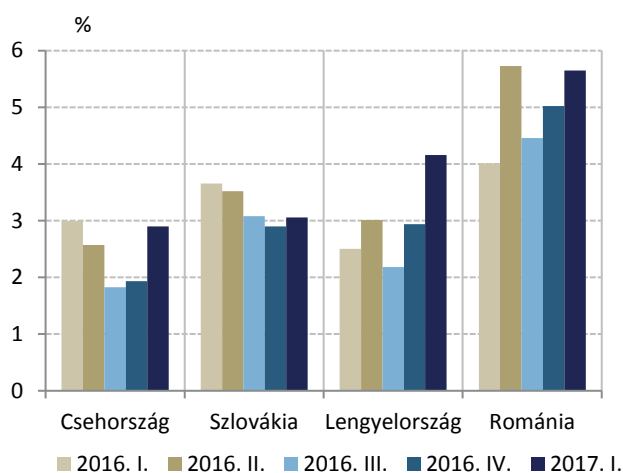
Az EKB Kormányzótanácsa júniusi ülésén nem változtatott a kamatokon. Ugyanakkor inflációs előrejelzését lefelé, míg növekedési előrejelzését enyhén felfelé módosította, és kismértékben szigorított a monetáris politikai üzenetén. A Kormányzótanács arra számít, hogy az EKB irányadó kamatai tartósan és a nettó eszközvásárlások horizontjánál jóval tovább a mostani szinteken maradnak. Az eszközvásárlási program keretei között áprilistól kezdve a korábbi 80 helyett 60 milliárd euro értékben vásárol az EKB értékpapírokat. A Kormányzótanács megerősítette szándékát, hogy az eszközvásárlási programot 2017. december végéig folytatja ebben az ütemben, illetve szükség esetén addig, amíg a Kormányzótanács az infláció pályájának inflációs céllal összhangban álló, tartós korrekcióját nem tapasztalja. Amennyiben a kilátások kedvezőtlenebbé válnak, a Kormányzótanács készen áll rá, hogy a programot méret és/vagy időtartam tekintetében kibővítse.

3.1.3. A kelet-közép-európai régió folyamatai

A kelet-közép-európai régió változatlanul dinamikus bővülést mutatott, a GDP növekedési üteme megfelelt a korábbi időszaknak (3-9. ábra). Lengyelországban és Romániában a dinamikus bővüléshez a belső fogyasztás élénkülése járult hozzá. Csehországban a növekedés üteme jelentősen emelkedett, amihez a belső és külső kereslet egyaránt hozzájárult. Szlovákiában pedig elsősorban a külső kereslet vezérelte a bővülést.

Az infláció a régióban is többnyire a jegybanki célértékek közelében alakul (3-10. ábra). A maginfláció ugyanakkor az országok többségében továbbra is elmarad a céloktól.

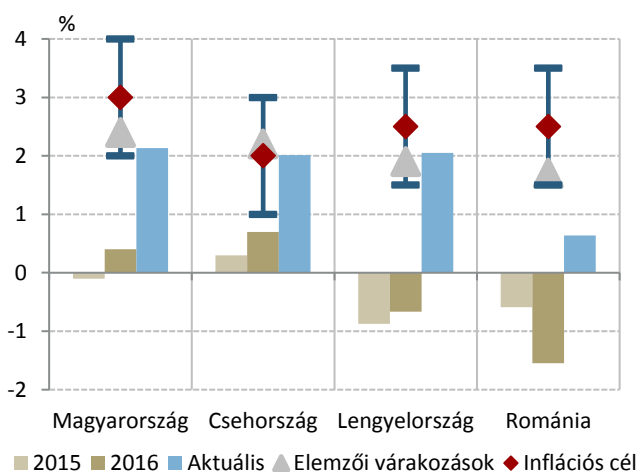
A kelet-közép-európai országok jegybankjai a makrogazdasági folyamatokkal összhangban fenntartották a laza monetáris kondíciókat. A cseh jegybank döntéshozói április 6-án rendkívüli ülés keretében az árfolyamküszöb eltörléséről döntöttek. A döntéshozók úgy értékelték, hogy a jelenlegi inflációs folyamatok összhangban vannak az árfolyamküszöb 2013-as bevezetésekor kitűzött célokkal. A jegybank májusi inflációs előrejelzése az inflációs cél fenntartható elérését és az inflációs várakozások horgonyozottságát jelzi a monetáris politikai horizonton. A lengyel jegybank döntéshozói szerint az árak növekedési üteme visszafogott, a maginfláció fokozatosan emelkedik, ugyanakkor továbbra is alacsony. Véleményük szerint az infláció a következő negyedévekben visszafogott marad.

3-9. ábra: GDP éves változása a kelet-közép-európai országokban

Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok. Szlovákia esetében csak szezonális igazítás.

Forrás: Eurostat

Középtávon az inflációs cél tartós túllövésének a kockázata alacsony. A beérkezett adatok és az előrejelzés alapján az alapkamat jelenlegi szintje járul hozzá a gazdaság fenntartható növekedéséhez és a makrogazdasági egyensúlyhoz. A román jegybank döntéshozói a hitelintézetek devizában denominált kötelezettségeire vonatkozó kötelező tartalékrátát 10 százalékról 8 százalékra mérsékeltek. A májusi inflációs előrejelzés alapján az infláció fokozatosan emelkedik az előrejelzési horizonton, azonban az előző előrejelzésnél enyhén alacsonyabb pályán. Összességében az elemzői várakozások cél alatti inflációt jeleznek előre 2017 végére.

3-10. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások

Megjegyzés: Az elemzői várakozások 2017 végére vonatkoznak.

Forrás: OECD, National Institute of Statistics Romania, Consensus Economics

3-1. keretes írás: A bizalmi indikátorok előrejelző képességének változása

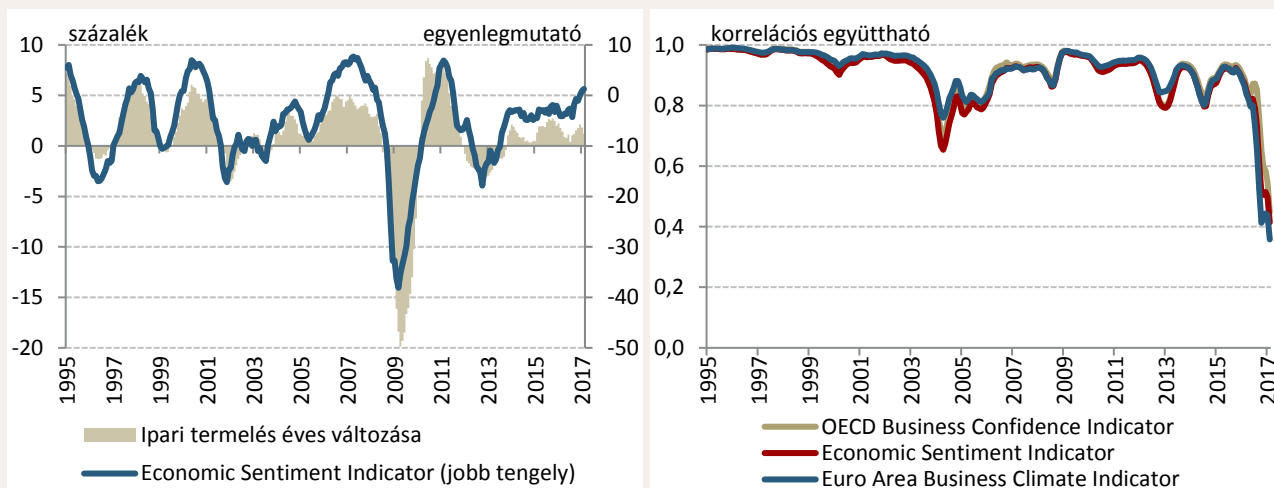
Az elmúlt időszakban a nemzetközi konjunktúrahangulat fokozatosan javult, az üzleti hangulatot jelölő mutatók emelkedtek. A bizalmi indikátorok vállalati kérdőíves felmérések útján állnak elő és a termeléssel, valamint a megrendelésekkel kapcsolatos várakozásokat jelenítik meg, így jellemzően jó indikátorai a termelés alakulásának. Ugyanakkor **a bizalmi indexek és a termelés közötti kapcsolat jelentősen fellazult** az elmúlt időszakban. Az alábbi keretes írás az elnyílás lehetséges okait mutatja be, amelyek óvatosságra hívják fel a figyelmet a nemzetközi konjunktúrahangulat értékelésekor.

Az elmúlt években legfőbb külkereskedelmi partnerünk, ez **eurozóna konjunktúrahangulata fokozatosan javult**, az üzleti bizalmi hangulatot megragadó ESI indikátor értéke a válság előtti átlaga fölé emelkedett (3-11. ábra, bal panel). Historikus összevetésben a bizalmi indexek jó leading indikátorainak bizonyultak a termelés változásának, a mutatók közötti korrelációs együttható jellemzően meghaladta a 0,9-es értéket, ami kifejezetten erős pozitív kapcsolatra utal (3-11. ábra,

jobb panel). A kedvező üzleti hangulattal ellentétben azonban az utóbbi években az **euroövezet ipari termelése csak visszafogottan emelkedett, így az idősorok közötti kapcsolat historikusan gyenge szintjére csökkent.**

A korreláció visszaesése magyar adatokon is azonosítható, azonban a mintanagyságból fakadóan a kapcsolatot egyedi hatások erősebben befolyásolhatják. A tavalyi évben a hazai járműgyárak átmeneti hatások (modellváltás, nem teljes műszakon termelés) következtében visszafogottan termeltek, ugyanakkor az üzleti bizalom magas szinten stabilizálódott.

3-11. ábra: Az eurozóna konjunktúrahangulatának és ipari termelésének alakulása (bal panel), illetve kapcsolata (jobb panel)



Megjegyzés: Az ipari termelés három havi mozgóátlaga. Hároméves gördülő korrelációk.

Forrás: Európai Bizottság, OECD, Eurostat

A bizalmi indikátorok a termelés alakulását illetően **gyengülő előrejelző képessége több tényezőre vezethető vissza:**

- **Módszertani tényezők:** A konjunktúrahangulat megragadására kialakított indikátorok a vállalatvezetők **szubjektív értékítéletén** alapulnak, így az idősorok által lefedett több évtized során mind a felmérésben részt vevő **vállalatok, mind a válaszokat adó menedzserek kicserélődhetnek.** A módszertani sajátosságokból fakadóan tehát két különböző időpontban megkérdezett vezető ugyanazt a makrogazdasági környezetet eltérően értékelheti. A bizalmi indexek és az ipari termelés kapcsolatának gyengülését a **válságokból fakadó mintaszelekció is befolyásolja.** A kedvezőtlen gazdasági helyzetben lévő és a piacot elhagyó vállalatoknak nincs lehetősége a kérdőívek megválaszolására, így a felmérések átmenetileg a kedvezőbb helyzetben lévő vállalatok értékelését mutatják be és felülbecsültek lehetnek⁶.
- **Közgazdasági megfontolások:** Az üzleti bizalom értékelésekor meghatározó továbbá a vállalatok **kapacitáskihasználtságának értékelése** is. A kapacitáskihasználtság rövid távú ingadozásait elsősorban a keresleti feltételek változása magyarázza, azonban az átlagos szintjét az adott gazdaság, társadalom struktúrája és normái határozzák meg, így **nem szükségszerű, hogy a vállalatok „normális” kapacitáskihasználtsága időben állandó legyen.** Emelheti az optimális kapacitáskihasználtság szintjét 1) ha felgyorsul a tőkejavakon keresztüli technológiai fejlődés üteme, hiszen ilyenkor érdemes elhasználni a régebbi, kevésbé termelékeny eszközöket, 2) ha nő a gazdasági kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság, mert ebben az esetben érdemes kivárni a beruházásokkal és inkább a meglévő eszközök intenzívebb használatával kielégíteni a kereslet élénkülését, 3) illetve, ha erősödnek a vállalat hitelfelvételi korlátai, ami szintén a beruházások elhalasztására és a meglévő eszközök intenzívebb használatára ösztönöz.⁷ **A kapacitáskihasználtság megítélése megváltozhat azokban az időszakokban, amikor a vállalatok intenzívebben használják meglévő kapacitásaikat, így az átmenetileg eltérhet a termelés alakulásától.**

⁶ Fantaccone, S. – Garalova-Stieg, P. – Malgarini, M. (2016): Is Business confidence still a good indicator for industrial production? Evidence from the EC survey, Confindustria CSC szeminárium (2016. május 12.).

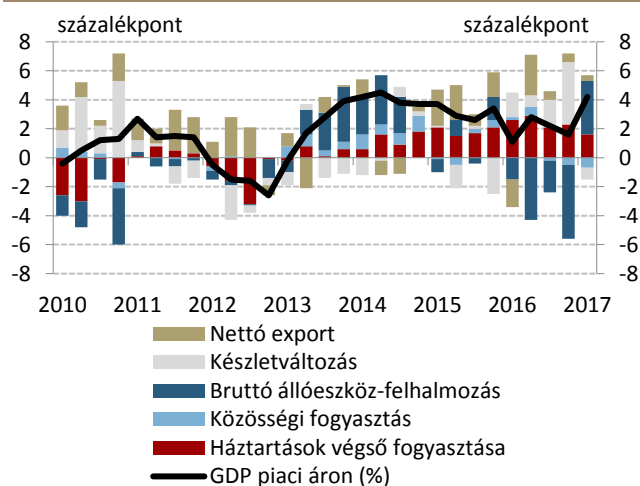
⁷ A 2015. júniusi Inflációs jelentés 3-4. (Miért tér el az MNB kibocsátási rés becslése az erőforrás-kihhasználtsági mutatótól?) keretes írása alapján.

A bizalmi indikátorok előrejelző képességének elmúlt időszakban tapasztalt mérséklődése tehát óvatosságra int a nemzetközi konjunktúrahangulat értékelését illetően. A nagy nemzetközi szervezetek (IMF, OECD, Európai Bizottság) az elmúlt hónapokban felfelé módosították a világgazdaság növekedésére vonatkozó várakozásaikat. Értékelésük szerint az élénkebb növekedés kedvezőbb beruházási aktivitás és külkereskedelem mellett valósulhat meg. A beruházások bővülésével párhuzamosan a vállalatok a kapacitáskihasználtságra és a konjunktúrára vonatkozó értékelése is megváltozhat, felerősítve a bizalmi indikátorok és termelési adatok együttmozgását.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

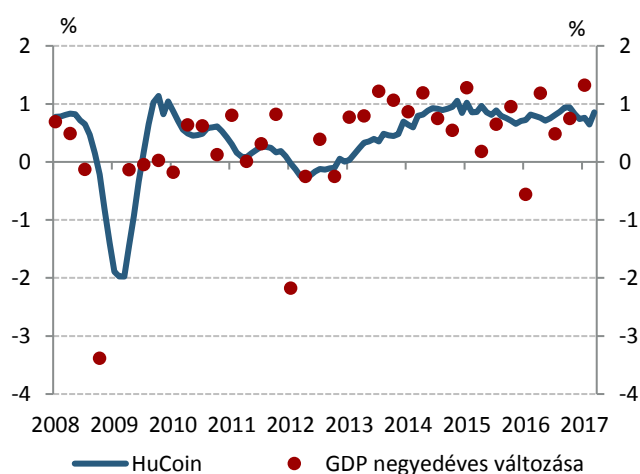
A KSH adatközlése alapján 2017 első negyedévében a bruttó hazai termék 4,2 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves összevetésben 1,3 százalékkal bővült a GDP volumene. A tavalyi visszafogottabb növekedést követően a hazai gazdaság dinamikusan bővült, amit továbbra is elsősorban az élénk belső kereslet támogatott a beruházások érdemi, valamint a fogyasztás folytatódó bővülésén keresztül. A GDP-növekedéshez felhasználási oldalon a beruházások és a fogyasztás mellett a nettó export is hozzájárult, termelési oldalon pedig az ipar, a szolgáltatások és az építőipar teljesítménye is támogatta a bővülést.

3-12. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



Forrás: KSH

3-13. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



Megjegyzés: A GDP adatrevíziója miatt a HuCoin indikátor múltbeli értékei is megváltozhattak.

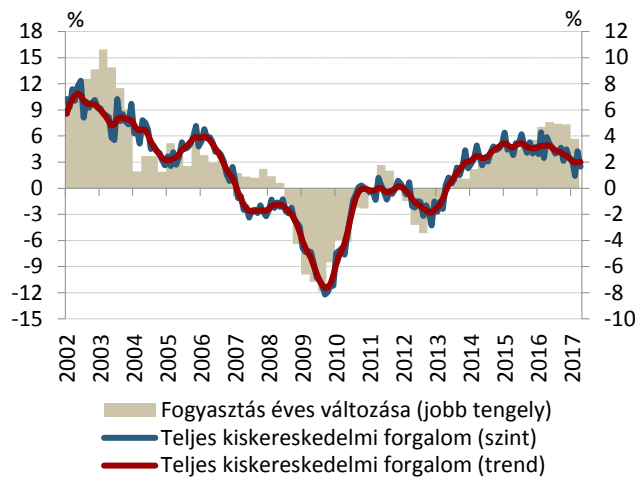
Forrás: KSH, MNB-számítások

A KSH közlése alapján 2017 első negyedévében a bruttó hazai termék 4,2 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves összevetésben 1,3 százalékkal bővült a GDP. A gazdaság dinamikus bővülését továbbra is elsősorban az élénk belső kereslet támogatta a beruházások érdemi, valamint a fogyasztás folytatódó bővülésén keresztül (3-12. ábra). Emellett – felvevőpiacaink év elején tapasztalt jelentős élénkülésével párhuzamosan – a nettó export is pozitívan járult hozzá a növekedéshez. A hazai gazdaság középtávú kilátásait tükröző HuCoin-indikátor alakulása alapján a konjunkturális alapfolyamatok javultak (3-13. ábra).

2017 első negyedévében folytatódott a lakossági fogyasztás bővülése, azonban a tavalyitól elmaradó ütemben. A háztartások fogyasztási kiadásának növekedését továbbra is támogatták a javuló reáljövedelmi alapfolyamatok. A kiskereskedelmi értékesítések volumene 3,0 százalékkal emelkedett az első negyedévben az előző év azonos időszakához képest. **A termékek széles körében az eladások élénkülését figyeltük meg,** ezen belül a magas helyreállítási potenciállal bíró **tartós és féltartós termékek vásárlásának érdemi élénkülése** a háztartási szektor gazdasági helyzetértékelésének további javulására utal (3-14. ábra). **A fogyasztás aktuális bővüléséhez a válságot követően az óvatossági megfontolások hatására felhalmozott, historikusan magas nettó pénzügyi vagyoni hozzájárul,** ami jelenleg a GDP 100 százaléka körül alakul és érdemben meghaladja a régiós országok átlagát (3-15. ábra).

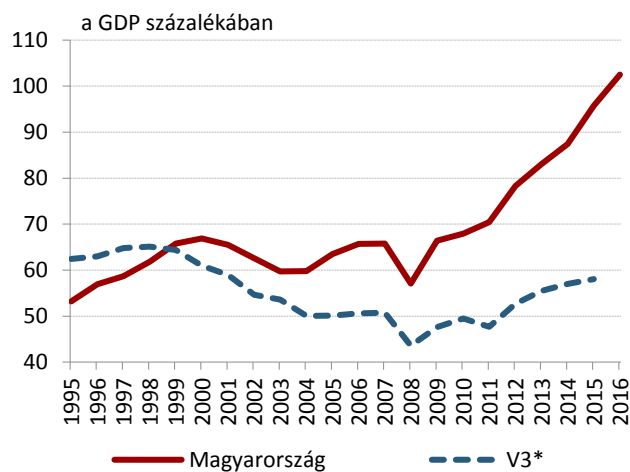
2017 első negyedévében tovább bővült a háztartási hitelállomány. A hitelintézetek háztartási hiteltranzakcióinak összege 4 milliárd forintot tett ki az év első negyedévében, így a szektor továbbra is nettó hitelfelvevő volt. A pozitív tranzakciókban jelentős szerepet játszott az önálló vállalkozók által felvett hitelek átmeneti

3-14. ábra: A teljes kiskereskedelmi forgalom és a fogyasztás volumenének alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok, éves változás.
 Forrás: KSH, MNB-számítás

3-15. ábra: A háztartások nettó pénzügyi vagyonának alakulása



Megjegyzés: * Lengyelország esetében 2003-tól állnak rendelkezésre adatok.
 Forrás: Eurostat

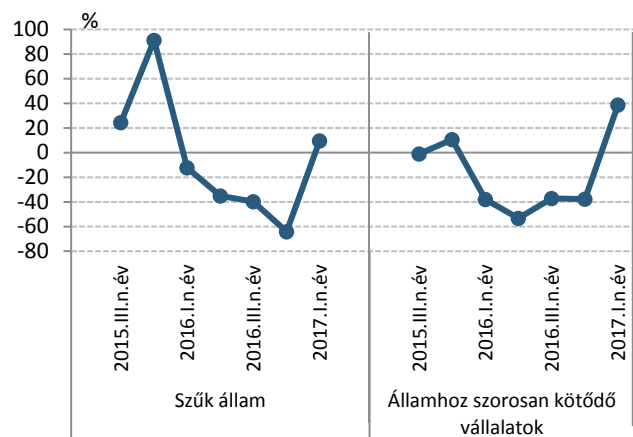
és nagymértékű bővülése. Ezen felül a lakossági hitelfelvételek és törlesztések egyenlege is javuló tendenciát mutat, amely főként az új hitelszerződések élénkülésének köszönhető. **Az új szerződéskötések volumene éves átlagban 49 százalékkal nőtt, ezen belül az új lakáshitelek kihelyezése 44 százalékkal bővült.** A háztartási hitelezés alapfolyamatainak élénkülését az alacsony kamatkörnyezet és az átlagkeresetek növekedése egyaránt támogatja. A kereslet emelkedését a Családi Otthontermelési Kedvezmény továbbra is segíti, az év első negyedévében az új kibocsátású lakáshitel-volumen 16 százaléka volt köszönhető a programnak.

A belső kereslet élénkülésével összhangban a piaci szolgáltatások az első negyedévben is érdemben támogatták a gazdasági növekedést. A szolgáltatások bővülését az alágazatok széles köre támogatta. A legnagyobb mértékben a kereskedelem, szálláshelyszolgáltatás és vendéglátás mellett az adminisztratív szolgáltatások járultak hozzá a növekedéshez. A vendégéjszakák száma éves összevetésben 6,6 százalékkal bővült az első negyedévben, amihez elsősorban a külföldi vendégek által eltöltött éjszakák számának emelkedése járult hozzá, emellett a háztartások javuló jövedelmi helyzetével összefüggésben a belföldi turisztikai kereslet is emelkedett.

Az első negyedév során a kormányzathoz kötődő fogyasztási tételek esetében jelentős csökkenést tapasztaltunk, így a közösségi fogyasztáshoz és a természetbeni társadalmi juttatásokhoz kapcsolódó lassulás mérsékelte a növekedést.

2017 első negyedévében 34,1 százalékkal bővültek a nemzetgazdasági beruházások, ami az ágazatok széles körét érintette. Az állami (egészségügy, közigazgatás, oktatás) és az állami szektorhoz szorosan kötődő ágazatok (energetika, vízellátás, szállítás) beruházásai érdemben bővültek, amihez az alacsony bázis mellett a 2014–2020-as EU-s költségvetési ciklus, valamint saját forrásból megvalósított beruházások is hozzájárultak (3-16. ábra). Az élénk beruházási aktivitással párhuzamosan az építőipar kibocsátása is érdemben javult az első negyedévben. A vállalatok beruházási aktivitása is érdemben emelkedett. A belföldre termelő és szolgáltató vállalatok esetében elsősorban a kereskedelem és gépjárműjavítás ágazat beruházásainak emelkedése támogatta a bővülést. A külföldre termelő vállalatok beruházásainak növekedése főleg a nagy súlyú feldolgozóipar beruházási aktivitásának számottevő emelkedéséhez kötődött (3-17. ábra).

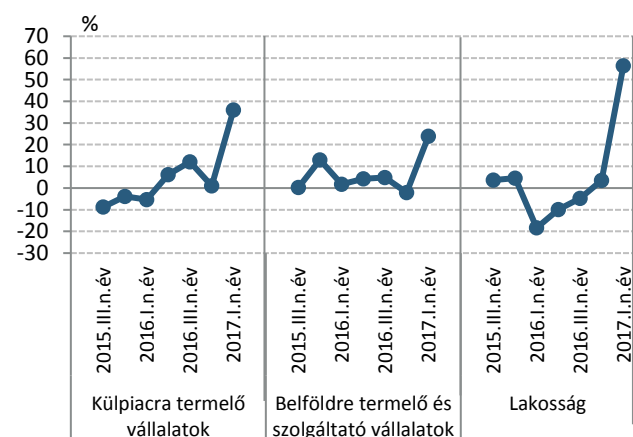
3-16. ábra: Államhoz kapcsolódó beruházások



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: KSH

3-17. ábra: Nem államhoz kapcsolódó beruházások



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: KSH

3-18. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: A vállalati szektor időszora tranzakciók alapján. A kkv-idősr a 2013. negyedik negyedévtől becsült tranzakciók alapján készült.

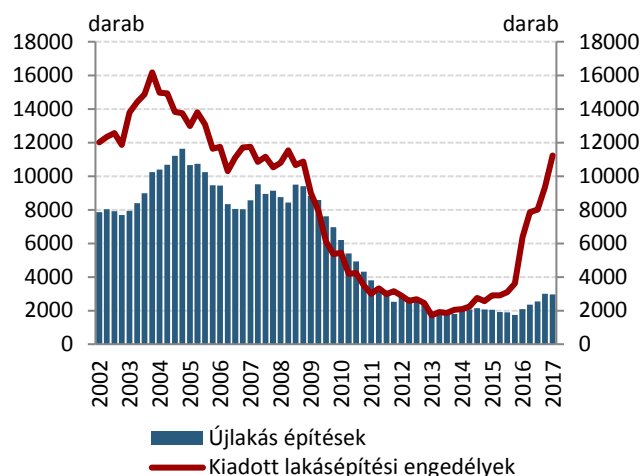
Forrás: MNB

2017 első negyedévében a vállalati hitelezésben folytatódott a 4 százalékos éves tranzakciós bővülés. A nem pénzügyi vállalatok hitelállománya közel 108 milliárd forinttal bővült a negyedév során a folyósítások és törlesztések hatására, éves összevetésben pedig 260 milliárd forinttal emelkedett tranzakciós alapon. A vizsgált időszakban a Növekedési Hitelprogram forinthitelezése mellett a piaci alapú forinthitelek is számottevő mértékben bővültek, összesen 285 milliárd forint értékben. A belföldi keresletre jobban ráutalt **kkv-szegmens hitelezésének bővülése 8 százalék, míg az önálló vállalkozókat is figyelembe véve közel 13 százalék volt éves összevetésben.** A vállalati hitelezés felfutását támogatta többek között az építőipar dinamikus bővülése, valamint az ipari termelés növekedése, ez utóbbit a járműiparban tapasztalt fokozódó termelés magyarázza (3-18. ábra).

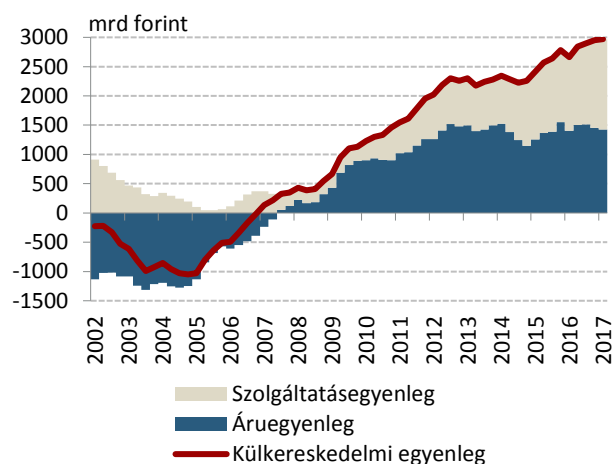
A lakossági beruházási aktivitás tovább emelkedett az első negyedévben. A kedvező keresleti feltételekkel összhangban az újlakásépítések hosszú idő után dinamikus bővülést mutatnak. A korábban kiadott építési engedélyekkel párhuzamosan az átadott újépítésű lakások száma jelentősen megugrott, éves összevetésben 45 százalékot meghaladó bővülést regisztráltak az első negyedévben. Emellett folytatódott a kiadott építési engedélyek számának érdemi bővülése (3-19. ábra). **Az élénk kereslet hatására tovább emelkedő lakásárak meghaladták a válság előtti szintjüket** az MNB lakásárindexe alapján. A használt lakások piacán változatlanul áremelkedés figyelhető meg, emellett az új lakások piacán is az árak jelentős bővülését tapasztaltuk.

A nettó export a felvevőpiacaink év elején tapasztalt jelentős élénkülésével párhuzamosan az első negyedévben ismét pozitívan járult hozzá a hazai gazdaság növekedéséhez. Az áruexport teljesítménye érdemben emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, összhangban a nagy súlyú gépipari alágazatok jelentős bővülésén keresztül élénkülő ipari termeléssel. Emellett az export jelentős bővülése részben a tavalyi évi gyenge bázis, illetve a 2017. eleji pozitív munkanaphatás következménye is. A termelés bővülésével párhuzamosan az ipari értékesítések is érdemben emelkedtek. Az áruexport bővülésével egy időben az árubehozatal bővülése is élénkült éves összevetésben, amit elsősorban a belső kereslet emelkedő importigénye magyaráz.

A külkereskedelmi áruforgalom alakulásából származó negatív egyenleget a szolgáltatás egyenleg ellensúlyozta. **Mind a szolgáltatásexport, mind a szolgáltatásimport bővülése folytatódott az első negyedévben.** Összességében a szolgáltatások egyenlege, és a

3-19. ábra: Az újlakás építések és építési engedélyek alakulása


Forrás: KSH

3-20. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása


Megjegyzés: Szezonálisan igazított, 4 negyedéves kumulált értékek, 2005-ös áron.

Forrás: KSH

külkereskedelmi többlet egyaránt támogatta a GDP növekedését az első negyedévben (3-20. ábra). A tavalyi évre vonatkozó adatok alapján a hazai külkereskedelmi szektor súlya fokozatosan bővül a globális szolgáltatáskereskedelmen belül. 2017 első negyedévében tovább romlott a cserearány az előző év azonos időszakához képest, elsősorban a fokozatosan emelkedő nyersanyagáraknak köszönhetően.

A mezőgazdaság teljesítménye csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az idei évi terméseredmények csak az év második felében lesznek elérhetőek, ami alapján a KSH az első negyedévi növekedési hozzájárulást revidálhatja. A mezőgazdaság tavalyi kedvező teljesítményét követően ugyanakkor idén negatív irányú korrekcióra számítunk.

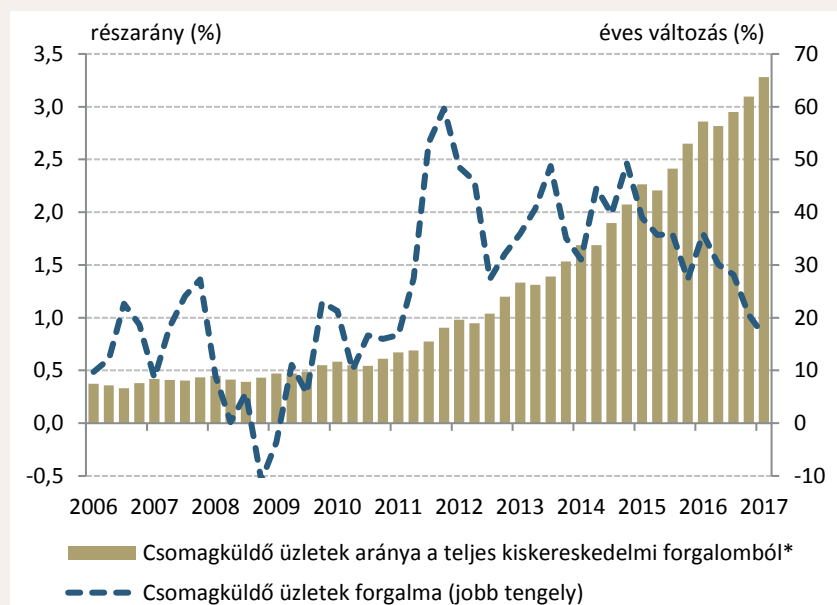
A tavalyi évhez képest visszafogott mezőgazdasági teljesítménnyel összhangban a készletek alakulása az előző évi magas bázis után az első negyedévben lassította a gazdasági növekedést.

3-2. keretes írás: A hazai e-kereskedelem alakulása

A számítástechnikai eszközök és az internet elterjedésével párhuzamosan **az elmúlt években egyre jelentősebb értékesítési csatornává vált az e-kereskedelem**. Mind a lakosság, mind a vállalatok körében folyamatosan nő az internetes kereskedelmet folytatók száma, amiben jelentős szerepet játszanak a digitális újítások és eszközök (okostelefonok, applikációk, online fizetés) és a fogyasztóvédelmi szabályozások. Az internetes vásárlás a fogyasztók számára szélesebb körű ár- és termék-összehasonlítást, tájékozódást, valamint kényelmes és folyamatos vásárlást tesz lehetővé. A vállalatok számára emellett lehetőség nyílik a fogyasztói szokások elemzésére, célzott marketing tevékenység folytatására és költséghatékonyabb működésre.

A hazai e-kereskedelem alakulására a kiskereskedelmi értékesítéseken belül elsősorban a csomagküldő és internet tevékenységcsoport alapján tudunk következtetni. Emellett az átalakuló fogyasztói szokások (külföldi honlapokról való vásárlás) következtében az áruimport is tartalmazhat e-kereskedelemhez kötődő értékesítéseket. **A csomagküldő üzletek forgalma és értékesítéseinek aránya a teljes kiskereskedelmi forgalomból érdemben emelkedett az elmúlt években** (3-21. ábra). Az e-kereskedelem 2012 és 2016 között 30-60 százalékkal bővült évente, és összértéke **a tavalyi évben már meghaladta a 300 milliárd forintot**. A csomagküldő kereskedelem részaránya a 2000-es évek első felében 0,3 százalék körül alakult, majd 2010-től dinamikusan bővült és jelenleg a kiskereskedelmi forgalom több mint 3 százalékát teszi ki. Az elmúlt negyedevekben a lassulás ellenére is érdemi, 20 százalék körüli növekedési ütemben bővült.

3-21. ábra: A csomagküldő üzletek forgalmának és részarányának alakulása



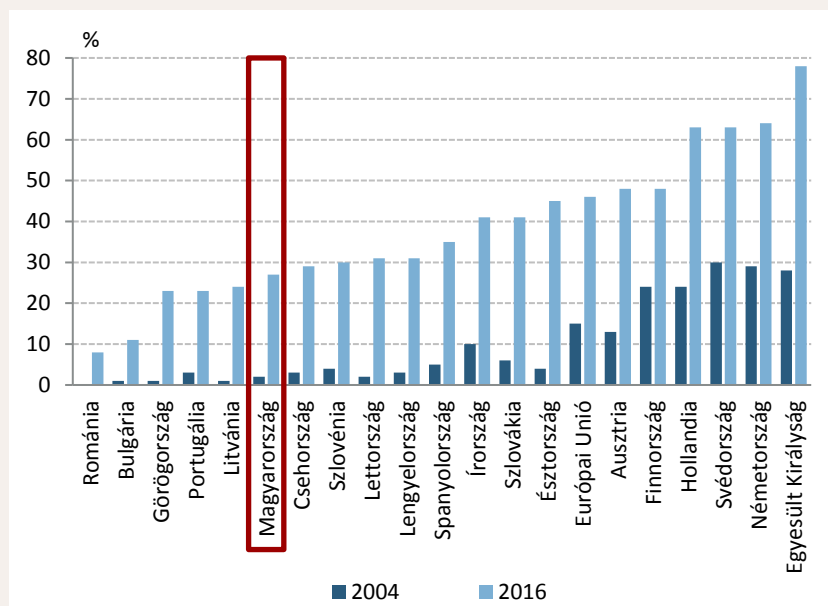
Megjegyzés: * Három negyedéves mozgóátlag.

Forrás: KSH, MNB-számítás

Az e-kereskedelmet összetétel szerint vizsgálva megállapítható, hogy elsősorban elektronikai eszközöket, ruházati és sportszereket, könyveket, jegyeket vásárolnak online a fogyasztók. Megfigyelhető emellett, hogy az év utolsó hónapjaiban az e-kereskedelem forgalma érdemben, átlagosan másfélszer magasabb az év megelőző hónapjaihoz viszonyítva, ami a karácsonyi vásárlásokkal magyarázható.

A hazai e-kereskedelem elmúlt években tapasztalt számottevő bővülése nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedő. EU-s összevetésben **azonban több tényező esetében is azonosítható elmaradás**, mind a lakossági, mind a vállalati felhasználás tekintetében. A lakosság körében internetet vásárlásra használók aránya az e-kereskedelem térnyerésével párhuzamosan jelentős ütemben bővült, ugyanakkor a mutató a tagállamok rangsorában kedvezőtlenül alakul (3-22. ábra). Emellett hazánk az online vásárlások feltételének tekinthető lakossági internethozzáférés és internethasználat tekintetében is elmarad az Európai Unió átlagától. Az online értékesítő és vásárló hazai vállalatok aránya bár emelkedett az elmúlt években, azonban továbbra is elmarad az EU-s átlagtól. A honlappal rendelkező vállalatok arányának folyamatos emelkedése előretételezve ugyanakkor támogatja az e-kereskedelem folytatódó bővülését.

3-22. ábra: Internetet vásárlásra használók aránya a lakosság körében



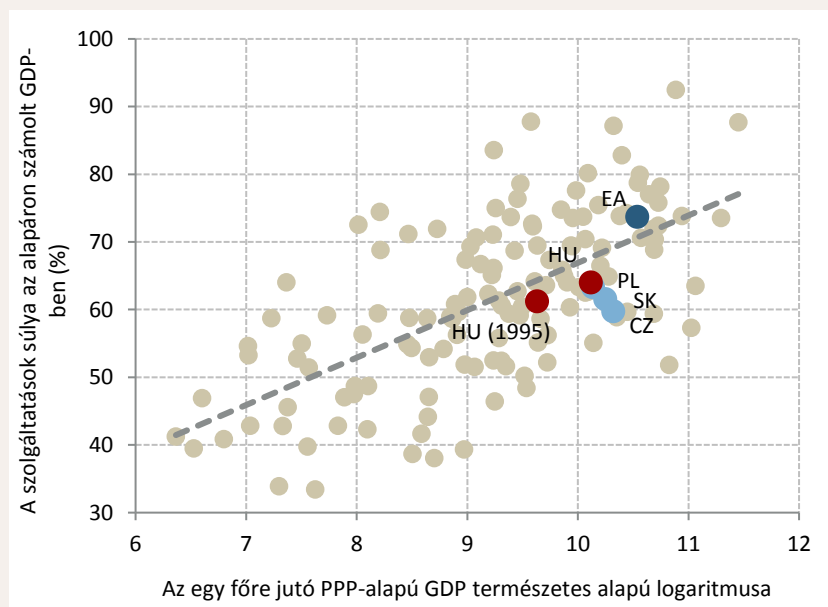
Megjegyzés: Azon egyének aránya, akik az elmúlt 3 hónapban vásároltak online.

Forrás: Eurostat

3-3. keretes írás: A szolgáltatások szerepe a fogyasztásban és a külkereskedelemben

Egy ország fejlődésének velejárója a gazdaság szerkezetének fokozatos átalakulása. Ahogy a gazdaság magasabb fejlettségi szintre jut, a mezőgazdaság (primer szektor) visszaszorulásával párhuzamosan bővül előbb az ipar (szekunder), majd a szolgáltatás (tercier) szektorok súlya. Megfigyelhető, hogy **a terciér szektor súlyának emelkedésével együtt nő a gazdasági fejlettség** (3-23. ábra).

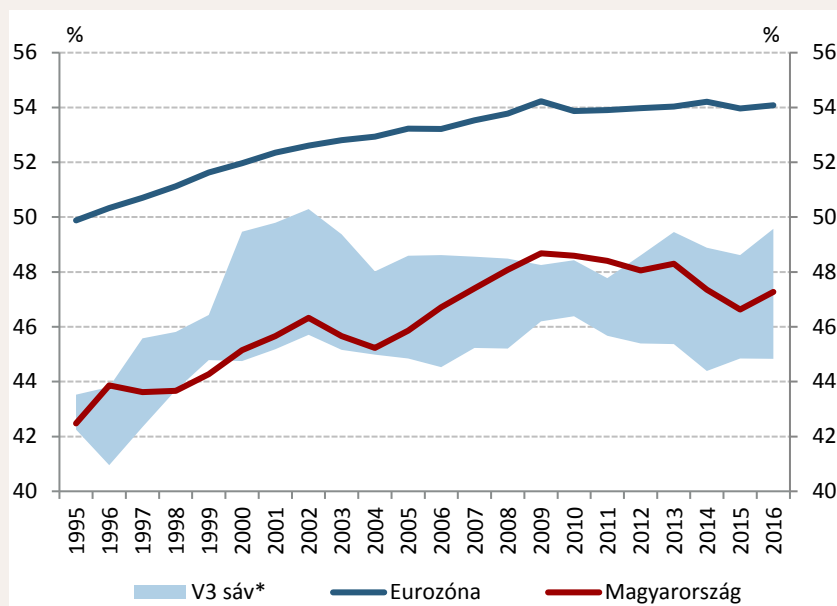
3-23. ábra: A szolgáltatások súlya a GDP-ben és a fejlettség szintje közötti kapcsolat (2015)



Forrás: Világbank

Hazánkban a válságot megelőzően emelkedett a szolgáltatások hozzáadott értéken belüli aránya, 2008-at követően azonban enyhén mérséklődött. Jelenleg a piaci szolgáltatások hozzáadott értéken belüli súlya meghaladja a 47 százalékot, ami elmarad az eurozóna átlagától, a visegrádi országok átlagához azonban hasonlóan alakul (3-24. ábra). A szolgáltatások arányának csökkenésével párhuzamosan a mezőgazdaság súlya érdemben nem változott, míg az ipar hozzáadott értéken belüli aránya emelkedett, ami **elsősorban a járműipar felfutó termelésével magyarázható az elmúlt években.**

3-24. ábra: A piaci szolgáltatások súlya a GDP-ben



Megjegyzés: Alapáron számolt GDP. * Lengyelország esetében 2000-től állnak rendelkezésre adatok.

Forrás: Eurostat, MNB-számítás

A szolgáltató szektor szerepének emelkedésével együtt a lakossági fogyasztáson belül is egyre jelentősebbé vált a szolgáltatásokra költött kiadások aránya, ami a 2000-es években kezdett fokozatosan emelkedni. Nemzetközi összehasonlításban hazánkban a szolgáltatások fogyasztása elmarad az eurozónától, kismértékben meghaladja azonban a régiós versenytársaink átlagát. **A szolgáltatások fogyasztáson belüli súlya stabilan alakult az elmúlt években**, és a válság ezen fogyasztási kiadásokat érintette a legkevésbé, szemben az áruk fogyasztására költött kiadásokkal. Emellett a dinamikus bővülése következtében **a szolgáltatások fogyasztása egyre nagyobb mértékben járult hozzá a lakossági fogyasztás bővüléséhez az elmúlt negyedévekben** (3-25. ábra).

3-25. ábra: A háztartások fogyasztásának éves változása a kiadások szerkezete szerint

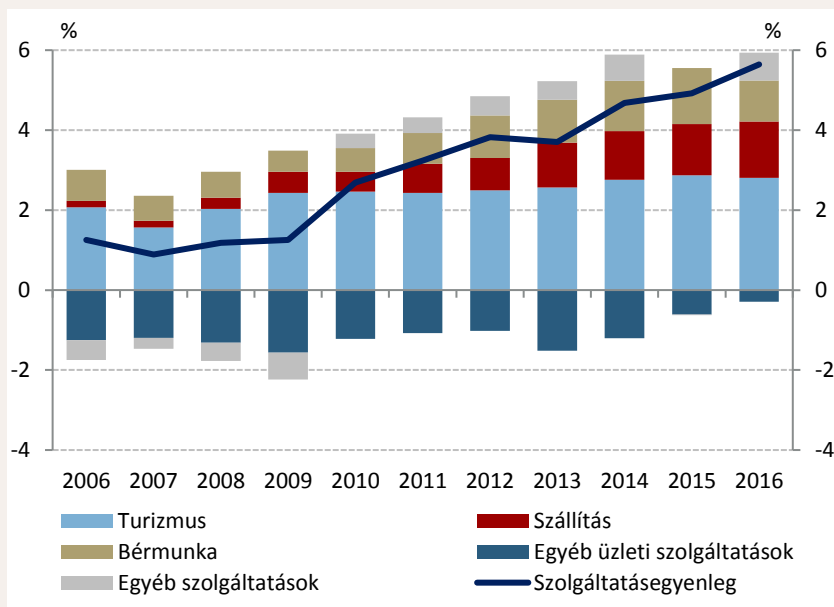


Forrás: KSH, MNB-számítás

A szolgáltatások külkereskedelemben betöltött szerepét vizsgálva megállapítható, hogy **a szolgáltatás- külkereskedelem kevésbé érzékeny a konjunktúraciklusok változására, mint az áru- külkereskedelem**, mely a válság éveiben nagyobb visszaesést mutatott. Így **a szolgáltatásegyenleg javulásának a külkereskedelmi többlet növekedésében is meghatározó szerepe van** – ezen belül a turizmust, szállítást és bér munkát érdemes kiemelni. Magyarország külkereskedelmi

egyenlegének többlete a GDP több mint 10 százalékát tette ki 2016 során, aminek több mint fele a szolgáltatások nettó exportjához kötődött. A szolgáltatásegyenleg többlete a válság előtt a GDP 1 százaléka közelében alakult, és 2009-et követően indult érdemi emelkedésnek (3-26. ábra). A többlet magas szintjét döntően a turizmus, valamint a bérmunka magyarázza. A többlet válság óta tartó emelkedését ugyanakkor elsősorban a szállítás és bérmunka mellett több kisebb ágazat — mint például a szellemi termékek használata, a szórakoztatással kapcsolatos szolgáltatások, valamint az egyéb üzleti szolgáltatások — bővülése okozta. Hazánk szolgáltatásegyenlegének többlete jelentősen meghaladja a régiós országokban megfigyelt szintet, ami főként a turizmus magasabb egyenlegének köszönhető. Uniós összevetésben megfigyelhető, hogy a szolgáltatásegyenleg többlete a gazdasági fejlettséggel mérséklődik, amiben szerepe lehet a nagyobb egy főre eső jövedelemmel rendelkező országokban jellemző magasabb árszínvonalnak is.

3-26. ábra: A szolgáltatásegyenleg tételeinek alakulása a GDP arányában

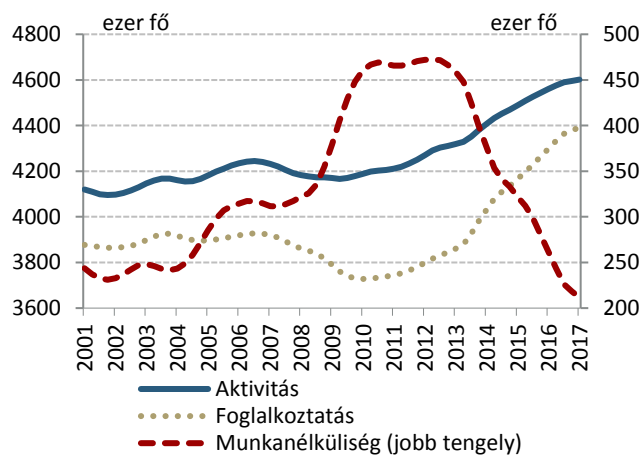


Forrás: MNB, KSH

3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

2017 első negyedében folytatódott a versenyszféra foglalkoztatásának bővülése. Az emelkedéshez a feldolgozóipar járult hozzá jelentősen. A munkaerőpiac folyamatos feszesedésével párhuzamosan a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 4,2 százalékra csökkent az első negyedében.

3-27. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Szezonális mozgóátlagok.

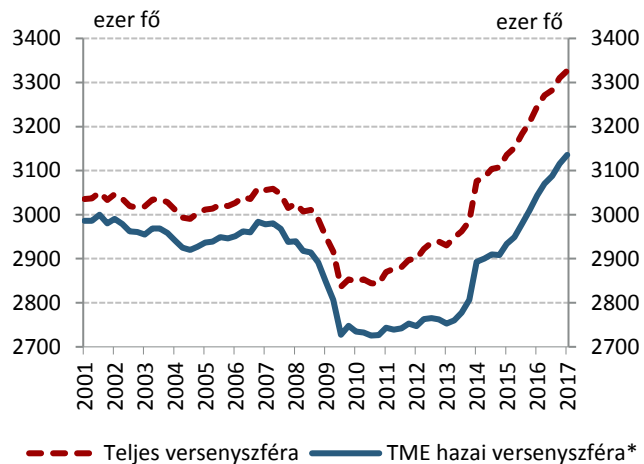
Forrás: KSH

2017 első negyedében érdemben nem változott az aktivitás (3-27. ábra), a 15–74 éves korosztályra vonatkozó aktivitási ráta meghaladta a 61,1 százalékot. A 15–64 éves népességben az aktívák aránya 70,3 százalékot tett ki.

Folytatódott a nemzetgazdasági foglalkoztatottság emelkedése, köszönhetően a versenyszféra hozzájárulásának, míg az állami szférában dolgozók létszáma enyhén csökkent. Az állami szférán belül a közfoglalkoztatás változása pozitívan járult hozzá a foglalkoztatás emelkedéséhez.

A versenyszférán belül a feldolgozóiparban figyelhetünk meg jelentős bővülést, ugyanakkor a piaci szolgáltató szektorban is historikusan magas szinten tartózkodott a foglalkoztatás. A külföldi telephelyen dolgozók létszáma kismértékben csökkent. Nőtt a ledolgozott munkaerő tömege, valamint a túlórák száma is, amely arra utal, hogy a vállalatok

3-28. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása



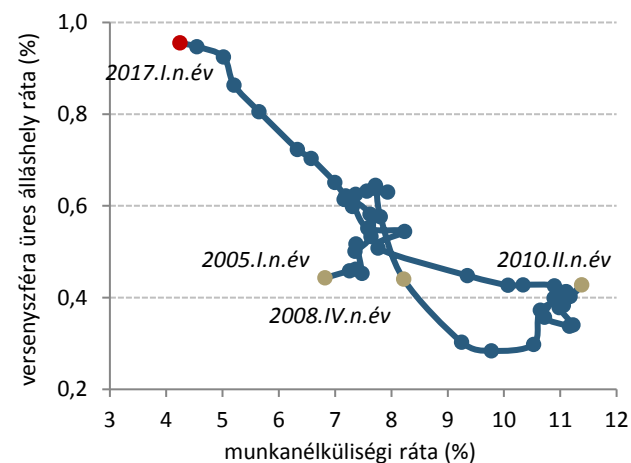
Megjegyzés: *Összes ledolgozott munkóra a teljes munkaidősök heti átlagójával osztva, külföldi telephelyen dolgozók nélkül.

Forrás: KSH, MNB

intenzív oldalon is alkalmazkodtak a feszes munkaerőpiaci környezethez. Összességében így a teljes munkaidő egyenértékes létszám a versenyszféra foglalkoztatottságánál enyhén magasabb ütemben emelkedett (3-28. ábra).

A régiós országokhoz hasonlóan a **historikusan alacsony munkanélküliség tovább csökkent** 2017 első negyedében, a **szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 4,2 százalékra mérséklődött**. Az üres álláshelyek száma alapján mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltató szektorban magas szinten alakult a vállalatok munkaerőkereslete. A Beveridge-görbe alapján a **munkaerőpiac feszsége historikus csúcson alakult** (3-29. ábra).

3-29. ábra: Beveridge-görbe alakulása



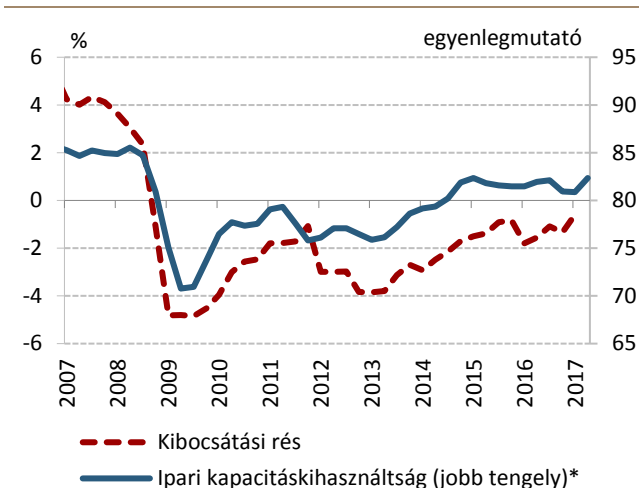
Megjegyzés: A versenyszféra üres álláshely ráta a versenyszféra üres álláshelyek az aktívak arányában.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A kibocsátási rés becslésünk alapján 2017 első negyedévében is a negatív tartományban alakult. A tavalyi évi átmeneti lassulással párhuzamosan a kibocsátási rés enyhén nyitottabbá vált, majd az idei év elején a dinamikus GDP-bővüléssel együtt ismét záródott becslésünk szerint.

3-30. ábra: A kibocsátási rés és az ipari kapacitáskihasználtság alakulása



Megjegyzés: *Trend.

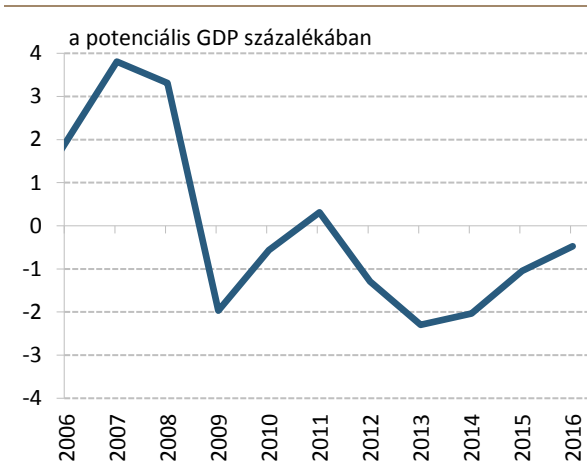
Forrás: MNB-számítás, ESI felmérés

Becslésünk szerint a kibocsátási rés 2017 első negyedévében is negatív tartományban alakult, a gazdaság teljesítménye elmaradt a potenciális szinttől. (3-30. ábra). A gazdaság ciklikus pozíciója záródott az első negyedévben az erős év eleji növekedéssel párhuzamosan, amihez a fogyasztás folytatódó bővülésén és a privát beruházások javuló alapfolyamatain keresztül az élénk belső kereslet járult hozzá. Emellett az újrainduló EU-forrásbeáramlás is támogatta a kibocsátási rés záródását. Az Európai Bizottság becslése alapján a legfőbb külkereskedelmi partnereinket magába foglaló **eurozóna kibocsátási rése kis mértékben, de továbbra is negatív tartományban alakul** (3-31. ábra).

A vállalati **konjunktúrahangulatot** és kapacitáskihasználtságot **megragadó felmérések többsége az elmúlt időszakhoz hasonlóan tovább emelkedett**, ami a kibocsátási rés fokozatos záródására utal. A munkaerő a vállalatok válasza alapján szűk keresztmetszetként jelentkezett az elmúlt negyedévekben. A historikusan alacsony munkanélküliségi ráta is arra enged következtetni, hogy a **munkatényező kihasználtsága érdemben növekedett az elmúlt időszakban**.

A foglalkoztatás jelentős emelkedése, ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta csökkenése hozzájárult a kapacitások erőteljesebb használatához az elmúlt években. A kibocsátási rés becslésünk ugyanakkor változatlanul negatív, számításaink szerint a tőke kapacitáskihasználtsága elmarad a normális szintjétől.

3-31. ábra: Az eurozóna kibocsátási részének alakulása

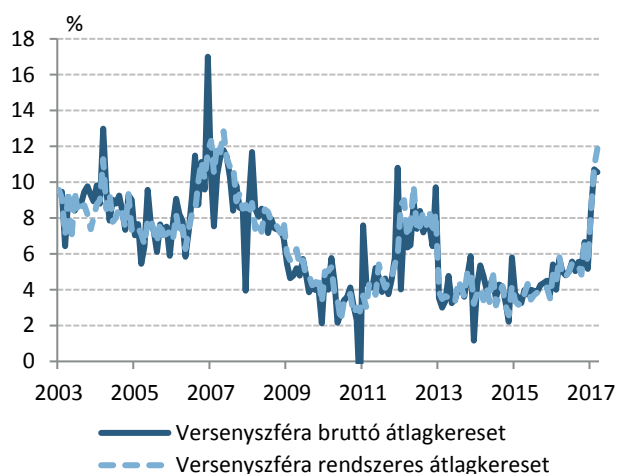


Forrás: Európai Bizottság

3.5. Költségek és infláció

A várakozásainknak megfelelően a tavaszi hónapokban az infláció csökkent az év eleji szintjéről. Az infláció csökkenéséhez döntően az üzemanyag termékkör bázishatások miatti mérséklődése járult hozzá. Összességében 2017 első negyedévében az infláció 2,6, míg a maginfláció 1,8 százalékon alakult. 2017 első negyedévében a feszebb munkaerőpiac és az adminisztratív béremelések következtében a bruttó átlagkereset 9,9 százalékkal emelkedett a versenyszférában.

3-32. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereseteinek éves változása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

3-33. ábra: A versenyszféra korrigált bérhányada



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

3.5.1. Bérek

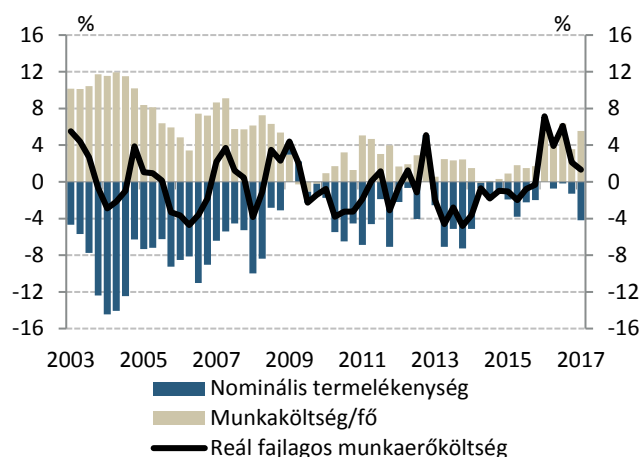
2017 első negyedévében a bruttó átlagkereset 9,9 százalékkal emelkedett a versenyszférában (3-32. ábra). A magas bérdinamikát a feszes munkaerőpiaci környezet és az év eleji minimálbér- és garantált bérminimum-emelések magyarázzák. Az erős bérezési folyamatokat támogatta, hogy a január elsejétől érvényes minimálbér- és garantált bérminimum-emelések hatása a magasabb bérkategóriákba is átgyűrűzött, amit a járulékcsoökkentés is segített. Az adminisztratív intézkedések hatására a vállalatok enyhén visszafogták a prémium-kifizetéseket. A bérezési alapfolyamatok megítélhetőségét jelentősen befolyásolja, hogy a hatósági béremelések következtében a január elseje előtt szürkén fizetett munkajövedelmek fehéredése csupán statisztikailag emelhetette az éves indexet, így a valós keresetemelkedés a mértnél alacsonyabb lehet. A fehéredési hatás, a járulékcsoökkentés, illetve az erős konjunktúrafolyamatok eredményeként a bérhányad nem emelkedett (3-33. ábra).

A munkaerőpiac felől érkező inflációs nyomást mutató reál fajlagos munkaerőköltség dinamikája az előző évinél alacsonyabban alakult az idei év első negyedévében, amiben a változatlan egy alkalmazottra jutó munkaerőköltség-dinamika mellett erőteljesebb nominális termelékenység játszott szerepet (3-34. ábra).

3.5.2. Termelői árak

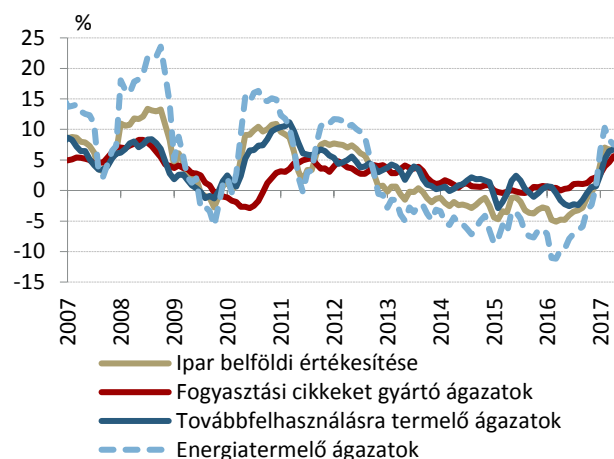
A mezőgazdasági termelői árak 2017 első negyedévében enyhén emelkedtek, melyet elsősorban a tej és a vágósertés termelői árának folytatódó emelkedése magyaráz. A szezonális termékek árai az év elején főként a friss zöldségek, gyümölcsök és a burgonya áralakulásának köszönhetően csökkentek. A gabona – szezonálisan igazított – termelői ára az elmúlt időszakban enyhén emelkedett.

Az ipar belföldi értékesítési árai tovább emelkedtek az előző év azonos időszakához képest (3-35. ábra). A rendeltetés szerinti csoportosítást tekintve az energiatermelő-, a továbbfelhasználásra termelő- és a fogyasztási cikket gyártó ágazatok esetében az éves index egyaránt emelkedett. Az ágazatokban megfigyelhető áremelkedéshez részben bázishatások is hozzájárultak. A hazai termelői árak összhangban alakultak az eurozónában megfigyelt folyamatokkal.

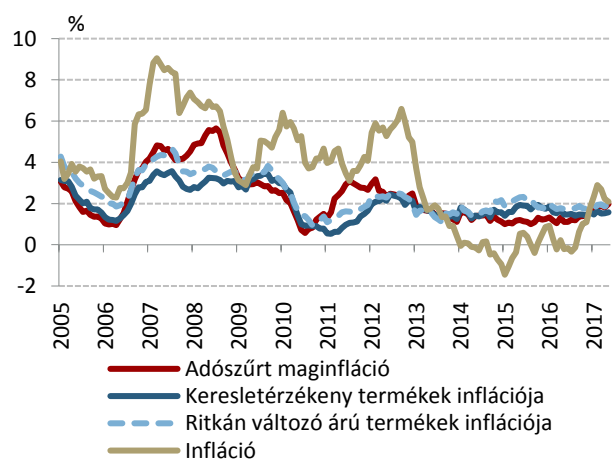
3-34. ábra: A reál fajlagos munkaerőköltség éves változásának dekompozíciója


Megjegyzés: Szezonálisan igazított, nemzeti számlás adatok.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

3-35. ábra: Az ipari termelői árak éves változása


Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-36. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók


Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3.5.3. Fogyasztói árak

A várakozásainknak megfelelően a tavaszi hónapokban az infláció csökkent az év eleji szintjéről. A márciusi adatok beérkezésével 2017 első negyedévében az infláció 2,6, míg a maginfláció 1,8 százalékon alakult (3-36. ábra). Éves összehasonlításban az infláció csökkenéséhez döntően az üzemanyag termékkör bázishatások miatti mérséklődése járult hozzá. A maginflációs tételek közül az alkohol, dohány termékkör márciusi árindexe a dohánytermékeket érintő jövedékiadó-emelések ellenére csökkent, továbbá az áralakulást befolyásolta, hogy a korábbi 19 szál helyett már lényegében csak 20 szál cigaretta kapható a dohányboltokban.

A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók (a keresletérzékeny, illetve a ritkán változó árú termékek inflációja) nem mutattak érdemi elmozdulást a téli hónapokhoz képest, így azok továbbra is stabilan 1,5–2,0 százalék között alakulnak.

Az iparcikkek visszafogott árdinamikát mutattak az elmúlt hónapokban. A termékcsoporton belül a tartós és a nem tartós iparcikkek – szezonálisan igazított – áraiban sem volt megfigyelhető számottevő elmozdulás, ugyanakkor a nem tartós iparcikkek esetében meghatározó volt a volatilis árazású repülőjegyárak alakulása. Az iparcikkek árait továbbra is a mérsékelt importárak árleszorító hatása, valamint a folyamatosan élénkülő belföldi kereslet kettős hatása alakítja.

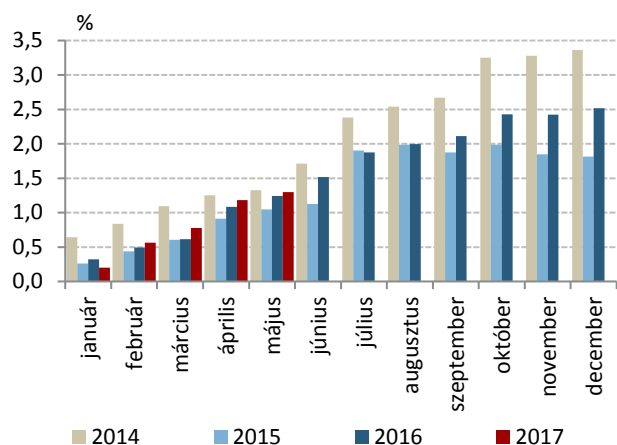
A piaci szolgáltatások árindexe összességében enyhén emelkedett, mely a korábbi években tapasztaltaknál csak enyhén magasabb (3-37. ábra). A termékkör árazását alapvetően meghatározó bérköltség év eleji emelkedése ellenére a szolgáltatások árindexe továbbra is visszafogott szinten tartózkodik.

Az élelmiszerek esetében a feldolgozott élelmiszerek – szezonálisan igazított és indirekt adóktól szűrt – árai a kenyér márciusi áralakulásának köszönhető emelkedést követően lényegében nem változtak. A feldolgozatlan élelmiszerek – szezonálisan igazított és indirekt adóktól szűrt – árdinamikáját elsősorban a friss zöldségek árcsökkenése, továbbá az ezt ellensúlyozó sertéshús áremelkedése határozta meg, így a termékcsoport esetében érdemi elmozdulást nem figyelhettünk meg.

Az üzemanyagok inflációja csökkent, amit bázishatások mellett az áprilistól életbe lépett jövedékiadó-csökkenés magyaráz. A szabályozott árú termékeknél nem volt számottevő mértékű árváltozás az elmúlt hónapokban.

Várakozásainknak megfelelően a tavaszi hónapokban az éves bázisú infláció mérséklődött az év eleji szintjéről,

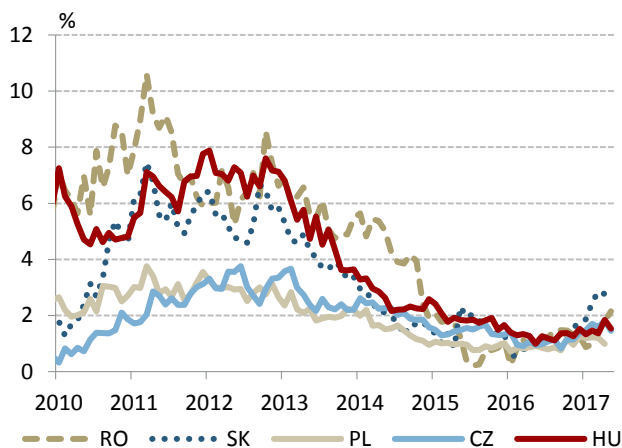
3-37. ábra: A piaci szolgáltatások inflációjának alakulása



Megjegyzés: Indirekt adók hatásától szűrt adatok. Százalékos változás előző év decemberéhez képest.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-38. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

3-4. keretes írás: A régiós inflációs folyamatok bemutatása

Az elmúlt években a hazai infláció érdemben mérséklődött, és jelenleg a régiós országok átlagos értéke közelében alakul.

Keretes írásunkban megvizsgáljuk, hogy szerkezetét tekintve az elmúlt időszakban hogyan közeledtek egymáshoz a régió országainak árindexei. Elsősorban a gazdasági ciklussal és a várakozásokkal jobban együttmozgó tételek áralakulására fókuszálunk.

Régiós összehasonlításban a maginflációs tételek árindexei 2010-et követően fokozatosan közelebb kerültek egymáshoz, amit az egyes főcsoportok esetében eltérő tényezők magyaráznak. **A piaci szolgáltatások árváltozásai esetében** régiós összehasonlításban **együttmozgás és egymáshoz közeledés jellemző** (3-39. ábra, jobb panel). Míg a válság előtt a termékkör hazai inflációja meghaladta a viseigrádi országok átlagát, a válságot követő években a régiós átlag közelében alakult. Ennek hátterében elsősorban az inflációs várakozások alakulása húzódik meg (3-38. ábra). A lakossági inflációs várakozások az elmúlt 5 évben – az infláció alakulásával összhangban – folyamatosan csökkentek, így jelenleg alacsony szinten tartózkodnak. Ez arra utal, hogy az inflációs várakozások horgonyzottabbá váltak. A régiót tekintve a hazai várakozások jelenleg összhangban alakulnak a régió korábban is tartósan alacsony inflációval jellemezhető országaiban tapasztalható várakozásokkal.

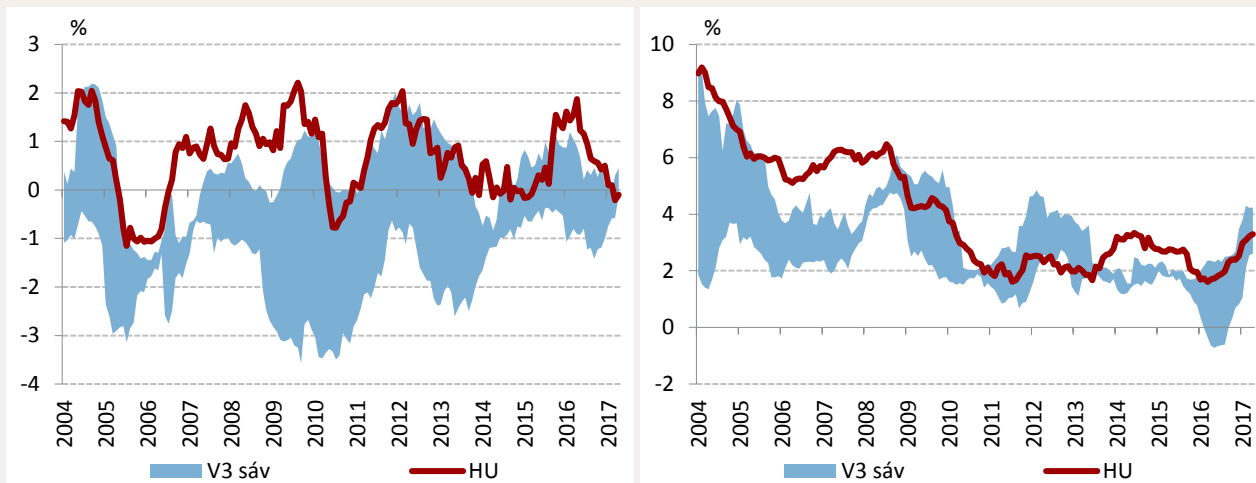
mértékét tekintve ugyanakkor elmaradt a márciusi Inflációs jelentés prognózisától. Az eltérést a maginfláció esetében a dohány termékkör – a jövedéki adó emelés ellenére – mérsékelt havi árdinamikája, a maginfláción kívüli termékkör esetében a nagy volatilitású szezonális élelmiszerek várttól elmaradó dinamikája magyarázza.

3.5.4. Inflációs várakozások

A hazai lakosság inflációs várakozásai lényegében nem változtak, továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak. A lakossági várakozások elmúlt időszaki alakulása arra utal, hogy az utóbbi negyedekben a várakozások horgonyzottabbá váltak. A hazai várakozások összhangban alakultak a régió korábban is tartósan alacsony inflációval jellemezhető országaiban tapasztalható várakozásokkal (3-38. ábra).

A kiskereskedelmi szektor szereplőinek árakra vonatkozó várakozása emelkedett, melyet a mérséklődő infláció ellenére a költségek fokozatos emelkedése magyaráz.

3-39. ábra: Az iparcikkek (bal panel) és a piaci szolgáltatások (jobb panel) inflációja a régióban (éves változás)



Forrás: Eurostat

Az iparcikkek hazai árindexe 2010 előtt alapvetően a magasabb inflációs várakozások miatt a régióban megfigyelhető viszonyítva magasabb volt, ugyanakkor a 2015 második felétől 2016 második feléig tartó időszakot leszámítva 2010-et követően a régió országaival összhangban alakult (3-39. ábra, bal panel). A 2015-ös eltérést a 2015 közepétől Magyarországon a régiós átlagnál gyorsabb ütemben emelkedő gépkocsik ára magyarázza. Ezt részben alátámasztják a KSH új és használt gépjármű kiskereskedelmi eladási forgalomra vonatkozó statisztikai és a használtautó-árindex alakulása is.

A feldolgozott élelmiszereknél egészen 2012-ig jellemző volt, hogy a hazai árindex a régiónál erősebben reagált a főcsoportot érintő változásokra. Az elmúlt években azonban a feldolgozott élelmiszerek hazai árindexe a régiós átlag közelében alakult.

A régió jegybankjainak aktuális előrejelzései alapján a maginfláció fokozatosan emelkedik a növekvő belső keresletnek köszönhetően. A gazdasági növekedés szerkezetének és dinamikájának a hasonló mintázata miatt arra számítunk, hogy előretételezve a régiós inflációs folyamatok együttmozgása fennmaradhat.

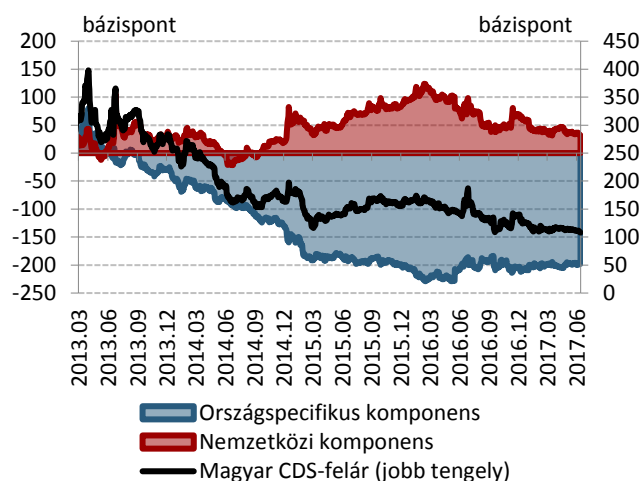
4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A nemzetközi pénzpiacokat enyhén javuló befektetői hangulat jellemezte. A francia elnökválasztás, az OPEC termeléskorlátozásának kiterjesztése, az EKB júniusi kamatdöntését megelőző befektetői várakozások, valamint a Fed júniusi kamatemelése befolyásolta leginkább a piaci tendenciákat. A főbb részvénypiaci és kötvénypiaci kockázati mutatók is a befektetői kedv erősödését mutatták. A részvényindexek tovább emelkedtek a kedvező hangulatban, és új csúcsokat értek el. A fejlett hosszú kötvényhozamok összességében csökkentek. Az elmúlt negyedévben az euro erősödése volt meghatározó a nemzetközi devizapiacokon, mely elsősorban a francia elnökválasztás piacnyugtató eredményéhez köthető. Az euróval szemben lényegében csak a régiós devizák mutattak erősödést.

A hazai pénzpiaci folyamatokat a nemzetközi befektetői hangulat mellett elsősorban a jegybanki lépések befolyásolták. A három hónapos betét mennyiségének további csökkentése mérséklő hatással volt a BUBOR hozamokra, melyet az új FX-swap eszközök is támogattak. A forint a lengyel zlotyhoz és cseh koronához hasonlóan az időszak során erősödött az euróhoz képest, ugyanakkor a forint erősödése kisebb mértékű volt a másik két régiós devizához hasonlítva. Az állampapír hozamok eltérően alakultak a rövid és hosszú lejáratú szegmensekben. A rövid hozamok továbbra is alacsony szinten stagnáltak, amely inkább hazai tényezőkhöz köthető. A hosszú hozamok a nemzetközi tendenciáknak megfelelően 40-80 bázisponttal csökkentek. A külföldiek forint állampapír-állománya mintegy 150 milliárd forinttal emelkedett, így részarányuk 22,8 százalékra növekedett.

4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



Megjegyzés: Az alkalmazott dekompozíciós módszer leírása megtalálható Kocsis–Nagy (2011): Szuverén CDS-felárak dekompozíciója c. MNB Szemle cikkben.

Forrás: Bloomberg

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

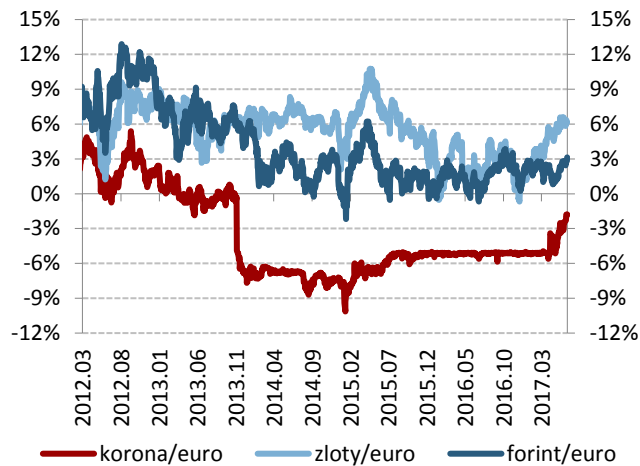
Március közepéhez képest hazánk kockázati mutatói kissé javultak (4-1. ábra). Az EMBI Global kötvényfelár magyar alindexe 33 bázisponttal csökkent az időszakban, amely a hazai ország kockázat mérséklődésére utal. A magyar 5 éves szuverén CDS-felár az időszak során folyamatosan alacsony szinten, egy szűk sávban mozgott (108-118 bázispont), és az időszak végén 108 bázisponton zárt, amely az elmúlt négy év egyik legalacsonyabb szintje. A magyar CDS-felár nemzetközi tényezők hatására csökkent, míg a hazai komponens enyhe emelkedést mutatott az időszakban. A nemzetközi tendenciához való illeszkedést jól mutatja, hogy a régiós felárakban is alacsony volatilitás volt tapasztalható a magyar CDS-felárhoz hasonlóan.

A hosszú állampapír-piaci hozamok, elsősorban nemzetközi hatásra, de a fejlett piacoknál érdemben nagyobb mértékben csökkentek. A régiós országokban a hosszú hozamok szintén csökkentek, és a hazai hozamokkal szorosabban együtt mozgó lengyel hozamok a hazaihoz hasonló mértékű, érdemi mérséklődést mutattak. A közös nemzetközi hatások közül az európai kedvező hangulat mellett az amerikai reflációs folyamatok visszafordulása és a tengerentúli hosszú hozamok ennek köszönhető ugyancsak látványos mérséklődése emelhető ki.

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint euróval szembeni árfolyama az időszak során mintegy 1,2 százalékos felértékelődést mutatott, a régiós mozgásokkal összhangban. A forint árfolyama a 306-314-es szintek között mozgott. Április közepéig a 314-es szintig

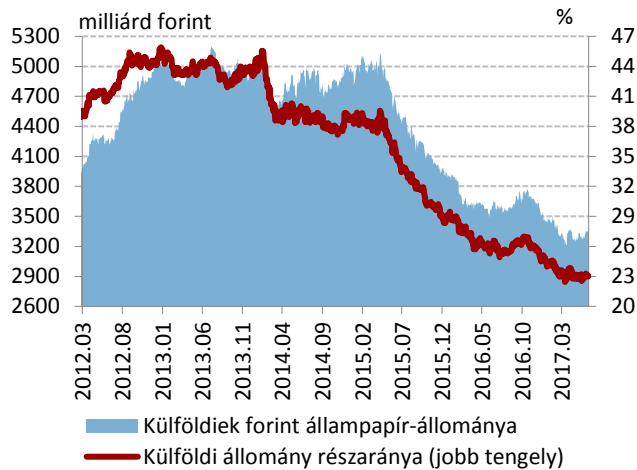
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



Megjegyzés: 2012. év elejéhez viszonyított változás. A pozitív értékek a régiós deviza felértékelődését jelölik.

Forrás: Bloomberg

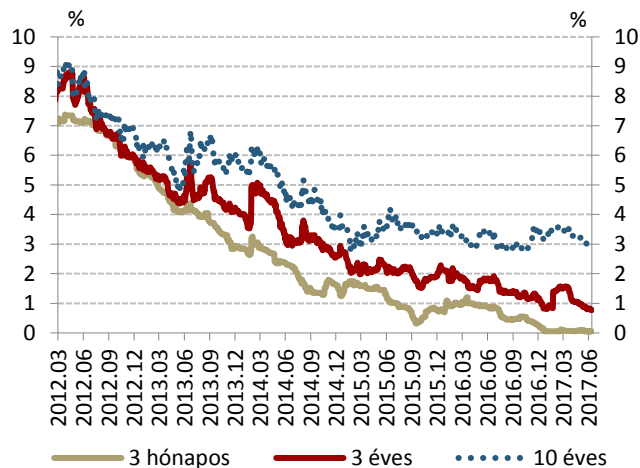
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra kizárólag diszkontkincstárjegyek és állampapírok állományát mutatja.

Forrás: MNB

4-4. ábra: Az állampapírpiacon referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

gyengült a hazai deviza, majd május végétől erősödött és a 306-307-es sávban zárta a vizsgált időszakot (4-2. ábra).

A forint kismértékű erősödése részben összhangban volt a régiós folyamatokkal és tükrözte az erősödő nemzetközi kockázatvállalási tendenciákat. Ugyanakkor az eltérő irányú régiós monetáris politikai és gazdaságpolitikai tényezők is hatottak a devizaárfolyamra, melynek hatására a forint a negyedév egészében kisebb mértékben erősödött, mint a lengyel zloty és a cseh korona. Ez arra utal, hogy portfólió átsúlyozások és pozíció felvételek történtek a három régiós deviza között.

4.1.3. Állampapírpiacon és hozamalakulás

Emelkedett a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben. A nem rezidensek forint állampapír-állománya a 2015 óta tartó folyamatos csökkenést követően 2016 közepén stabilizálódott, majd 2016. októbertől 2017. február végéig ismét csökkent. Az elmúlt 3 hónapban azonban kisebb korrekció ment végbe, és mintegy 150 milliárd forinttal emelkedett az állomány, így a külföldiek tulajdoni részaránya 22,8 százalékra nőtt (4-3. ábra).

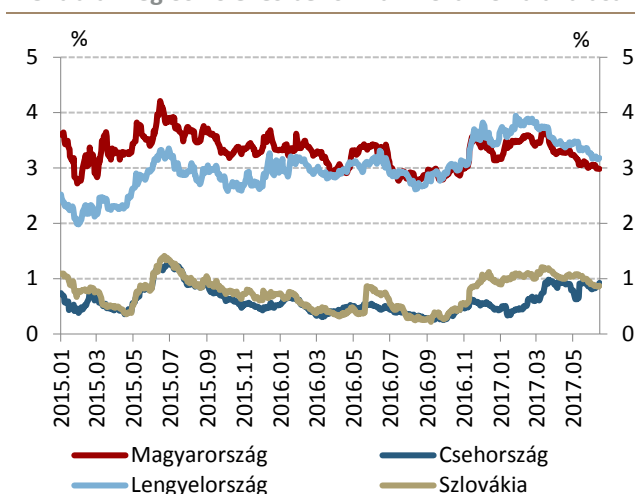
Az állampapírok elsődleges piacán megfelelő volt a kereslet, a hosszabb papírok esetében terv feletti kibocsátásokra is sor került. A rövid kincstárjegyhozamok továbbra is alacsony szinten stagnáltak, amelyhez a jegybanki nemkonvencionális lazítás fenntartása is hozzájárult. A hosszabb papíroknál az erős kereslet mellett a nemzetközi folyamatok miatt csökkentek jelentősen az aukciós hozamok.

A másodpiaci állampapír-piaci hozamgörbe laposabbá vált az elmúlt negyedév során. Az aukciós hozamokkal összhangban a rövid lejáratú másodpiaci hozamok lényegében stagnáltak, míg a hozamgörbe éven túli szakasza 40-80 bázisponttal tolódott lejjebb. A rövidebb futamidőkön az eszköztár átalakítása miatti likviditásbővítő hatások következtében maradtak alacsonyan a hozamok, míg a hosszú futamidőkön a csökkenő nemzetközi hozamkörnyezet éreztette hatását. A 10 éves hozam az időszak végén 3 százalék körül ingadozott, míg a 3 hónapos és 1 éves hozam 5, illetve 11 bázisponton alakult (4-4. ábra).

A 3 hónapos jegybanki betéti korlát újabb csökkentésének és az új FX-swap eszközök bevezetésének hatására a rövid bankközi hozamok stagnáltak, míg a hosszabb szegmensben további kisebb csökkenés volt tapasztalható, amelynek hatására a bankközi hozamgörbe laposabbá vált. Az elmúlt negyedévben az implikált forint swap hozamok is csökkentek és a DKJ hozamok is alacsony szinten stabilizálódtak.

A hosszú hozamok a régióban többségében mérséklődtek. A forint és a zloty hozamok alapvetően együtt mozogtak, de a

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

román, a szlovák és a szlovén 10 éves hozamok is csökkenést mutattak. A cseh hozam ugyanakkor kissé emelkedett (4-5. ábra).

4-1. keretes írás: A pénzügyi és állampapírpiazi hozamok alakulása a jegybanki eszköztár átalakítását követően

A jegybanki eszköztár-átalakítás 2016. július 12-i bejelentésének első lépéseként **2016 augusztusától az addigi heti gyakoriság helyett havonta egy alkalommal kerül sor a három hónapos jegybanki betéti eszköz tenderére.**

Az eszköztár-átalakítás második lépése a három hónapos jegybanki betéti eszköz mennyiségi korlátozása volt, amelynek során 2016 szeptemberében 900 milliárd forintban korlátozta a Monetáris Tanács a három hónapos betét 2016 év végén fennálló állományát és jelezte, hogy **a bevezetett korlátot, illetve annak változtatását a monetáris politikai eszköztár szerves részének tekinti.** Ezt követően 750, majd 500 milliárd forintban korlátozta a Tanács a betéti eszköz 2017 első, illetve második negyedév végén fennálló állományát.

Az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését figyelembe véve, **a mennyiségi korlátozással a jegybank célja** – az alapkamat aktuális szintjének tartós fenntartása mellett – **kezdetben a monetáris kondícióknak a pénzügyi hozamok mérséklődésén keresztül történő lazítása volt.** Az eszköztár módosításának bejelentését követően tehát különös figyelmet érdemelnek a bankközi és állampapírpiazi folyamatok. Az eszköztár-átalakítás 2016. július 12-i bejelentése **után jelentős mértékben lefelé tolódtak a hozamgörbék, amely csökkenés tartósan bizonyult** (4-1. táblázat).

4-1. táblázat: A különböző hozamok alakulása az eszköztár-átalakítást követően

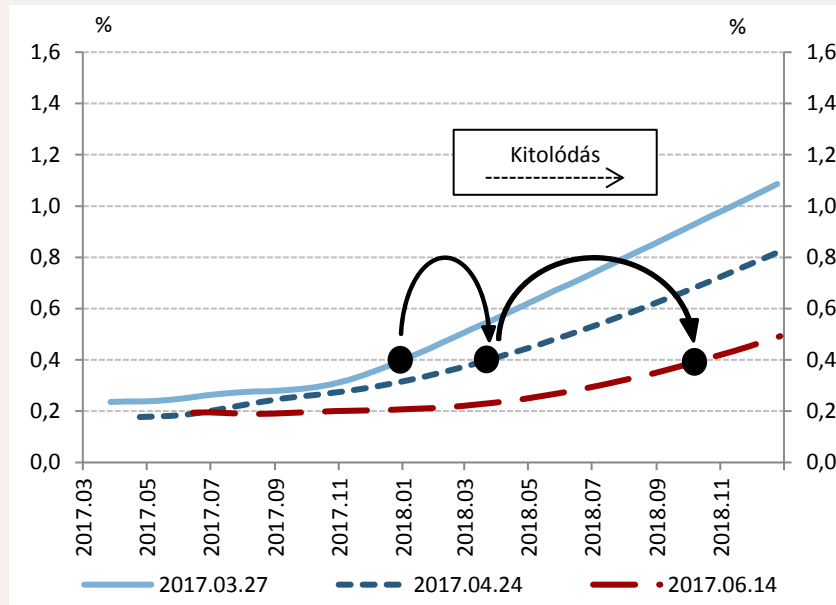
Mértékegység	2016. július 11. Százalék	2017. június 14. Százalék	Változás Bázispont	
Alapkamat	0,90	0,90	0	
BUBOR	1 hónap	1,00	0,15	-85
	3 hónap	1,02	0,15	-87
	6 hónap	0,96	0,22	-74
	12 hónap	0,95	0,29	-66
Állampapírhozam	3 hónap	0,80	0,05	-75
	12 hónap	0,98	0,10	-88
	3 év	1,63	0,78	-85
FX-swap jegyzések implikált forint kamata	1 hét	0,91	0,11	-80
	1 hónap	1,03	0,16	-87
	3 hónap	1,12	0,18	-94
	12 hónap	1,33	0,41	-92
FRA - 3x6	0,87	0,16	-71	

Forrás: MNB, ÁKK, Bloomberg, Reuters

Az éven belüli BUBOR hozamok érdemben és tartósan az alapkamat jelenlegi szintje alá mérséklődtek, emellett az állampapírpiazi hozamok esetében is számottevő csökkenés volt megfigyelhető. Az FX-swap ügyletek implikált forint kamatai és az FRA hozamok ugyancsak nagymértékben csökkentek az időszak során.

A hozamok jelentős mértékű csökkenését követően 2017 márciusában a Monetáris Tanács változtatott előretekinthető iránymutatásán, amely szerint a „jegybanki előrejelzések feltételeinek teljesülése mellett az alapkamat aktuális szintjének és a jegybanki eszköztár átalakításával elért laza monetáris kondícióknak a tartós fenntartása összhangban van az inflációs cél középtávú elérésével és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzésével.” Az elért laza monetáris kondíciók tartós fenntartásának üzenetét követően a BUBOR hozamok piac által várt emelkedésének időpontja későbbre tolódott (4-6. ábra).

4-6. ábra: A három hónapos bankközi kamatláb implikált pályája



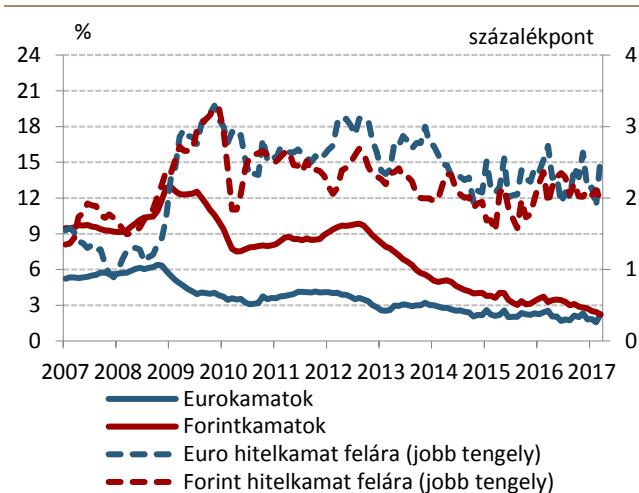
Forrás: MNB, Reuters

A márciusi előretekinthető iránymutatást, valamint a jegybanki eszköztár hosszabb, 6 és 12 hónapos forintlikviditást nyújtó FX-swapokkal történő kibővítését követően laposabbá vált a hozamgörbe, majd a következő hónapokban fokozatosan kitolódta a három hónapos BUBOR alacsony szinten maradására vonatkozó piaci várakozások: áprilisban három, majd májusban és júniusban együttesen további hat hónappal tolódtak ki a várakozások. Jelenleg 2017 végére 0,21 százalékos, míg 2018 végére 0,49 százalékos 3 hónapos BUBOR-t áraznak a piacon. 2018 októberéig valószínűsítene 0,4 százalék alatti 3 hónapos BUBOR-t a piaci szereplők, tehát több mint egy évig számítanak arra, hogy a jelenlegi szint közelében marad a bankközi kamat.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2017 első negyedévében a hitelezési feltételek mind a vállalati, mind a háztartási hitelek esetében enyhültek. Az enyhítéshez továbbra is elsősorban a piaci versenyhelyzet fokozódása és a gazdasági kilátások javulása járult hozzá, és döntően az árjellegű feltételeket érintette a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok szerint. Az egyéves előretekintő reálkamat a negyedévben tovább csökkent.

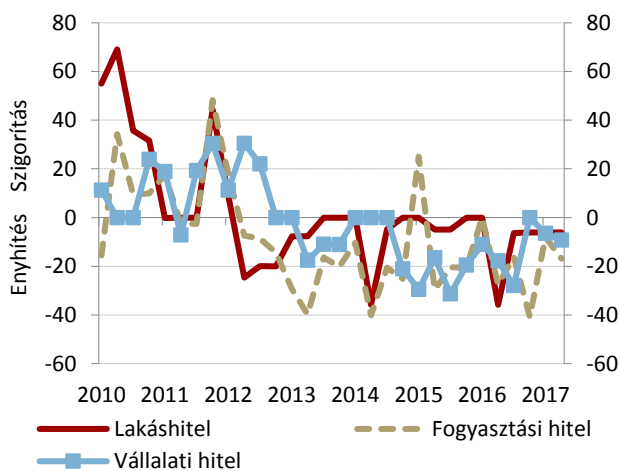
4-7. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



Megjegyzés: A havi kamatadatok 3 havi mozgóátlaga. A felárak a 3-hónapos EURIBOR, illetve BUBOR kamat feletti felár 3 havi mozgóátlaga. Változó kamatozású vagy maximum 1 évig rögzített kamatok.

Forrás: MNB

4-8. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2016 első félévére.

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

A vállalati forintbitelek finanszírozási költsége mérséklődött 2017 első negyedévében. A változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással⁸ rendelkező új forintbitelek átlagos kamatszintje – a money market ügyletek kiszűrésével – 0,5 százalékponttal 2,2 százalékra csökkent a vizsgált időszakban (4-7. ábra). Hitelméret szerint csökkent mind a nagy-, mind pedig a kisösszegű forintbitelek átlagos kamatszintje. Összességében a nagyösszegű, 1 millió euro feletti hitelek felárscsökkenésének és a kisösszegű hitelfelárak emelkedésének eredményeként 14 bázisponttal csökkentek az átlagos felárak. Az eurohitelek kamata átlagosan 0,4 százalékponttal 2,2 százalékra emelkedett a negyedév során, melyet a felárak azonos mértékű növekedése kísért. Március végén a kamatfelárak átlagos szintje az új forintbitelek esetében 2 százalékpontot, míg az eurohitelek esetében 2,5 százalékpontot tett ki.

Enyhültek a vállalati hitelfeltételek, és előretekintve további lazítás várható. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok nettó értelemben vett 6 százaléka számolt be a vállalati hitelfeltételek enyhítéséről (4-8. ábra). A lazítást a válaszadó bankok elsősorban a versenyhelyzettel, a javuló gazdasági kilátásokkal, valamint a megfelelő likviditásellátottsággal magyarázták. Előretekintve a bankok nettó értelemben⁹ vett 9 százaléka jelzett további lazítást, és változatlanul az ár jellegű feltételekben kívánják ezt érvényesíteni.

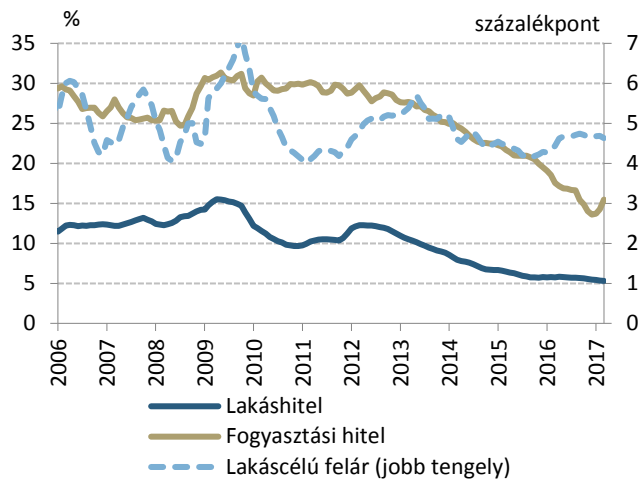
4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A lakáscélú hitelek költsége enyhén csökkent 2017 első negyedévében. Az új folyósítású fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége 1,9 százalékponttal 15,5 százalékra emelkedett az elmúlt negyedévhez képest (4-9. ábra). A lakáshitelek teljes hitelköltsége a negyedév során 16 bázisponttal mérséklődött, így március végén 5,3 százalékot tett ki. A negyedév végén a változó kamatozású lakáshitel-termékek átlagos THM-szintje 4,0 százalékot, a fix kamatozásúaké 6,2 százalékot tett ki. A vizsgált időszakban a lakáscélú hitelek átlagos felára 2 bázisponttal 4,6 százalékpontra csökkent,

⁸ A Növekedési Hitelprogram keretén belül folyósított hitelek többsége éven túli hitel, így az általunk vizsgált kamatok elsősorban a programon kívül eső hitelezési folyamatokat tükrözik.

⁹ A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

4-9. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára



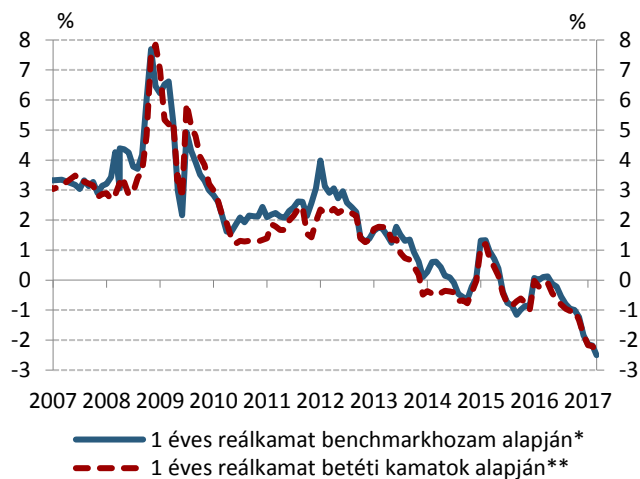
Megjegyzés: A változó vagy legfeljebb 1 évig fixált kamatozású lakáscélú hitelek esetében a 3 havi BUBOR, míg az éven túl fixált lakáshitelek esetében a 3 éves IRS feletti, THM-alapú simított felár.

Forrás: MNB

míg a szabadfelhasználású jelzáloghiteleké 0,4 százalékponttal 6,4 százalékpontra nőtt.

A fogyasztási és lakáshitel-standardok közel azonos mértékben enyhültek a negyedév során. A Hitelezési felmérésben válaszadó bankok nettó értelemben vett 8 százaléka lazított a fogyasztási hitelek feltételein, leginkább az alkalmazott felárakon. A fogyasztási szegmensben a gazdasági kilátások javulása, a bankok piaci részesedési céljai, valamint az érzékelt verseny fokozódása támogatja a hitelkondíciók mérséklését. A lakáshitelek esetében a bankok 6 százaléka lazított a standardokon összességében, azonban a részfeltételeket tekintve nagyobb arányú enyhítés is történt. Az enyhítés a bankok válaszai alapján elsősorban a felárakat érintette. Előretekintve a bankok nettó értelemben vett 34 százaléka gondolja úgy, hogy a lakáshitelezési folyamatok alakulására ösztönző hatással lesznek a bankok kedvező likviditási kilátásai, továbbá 27 százaléka a lakáspiaci folyamatok kedvező alakulását is megemlítette, mint hitelezést támogató tényezőt. A fogyasztási hitelek tekintetében a bankok nettó értelemben vett 17 százaléka jelzett további lazítást, amely elsősorban a jövedelemarányos törlesztőrészekre, valamint a minimálisan megkövetelt hitelképességi szintre irányulna.

4-10. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása



Megjegyzés: * Az 1 éves zérókuponhozam és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretekintő elemzői inflációs várakozások alapján. ** Legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretekintő elemzői inflációs várakozások alapján.

Forrás: MNB, Reuters poll

4.2.3. Reálkamatok alakulása

Az egy évre előretekintő reálkamat csökkent 2017 első negyedévében. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint az állampapírpiazi hozamokból becsült hozam alapján 0,7 százalékponttal csökkent az előző negyedévhez képest, így $-2,5$ százalékot tett ki az időszak végén. A betéti kamatok alapján számított reálkamat hasonló módon 0,6 százalékpontos csökkenéssel $-2,4$ százalékos szintet ért el márciusban (4-10. ábra). A reálkamatlábak csökkenését nagyobb részben az inflációs várakozások emelkedése, kisebb részben pedig a betéti kamatok csökkenése magyarázza.

5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

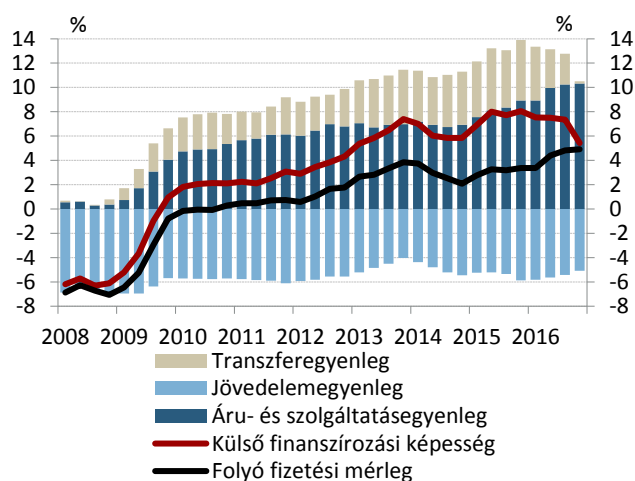
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciója a reálgazdasági megközelítés szerint 2016 negyedik negyedében a GDP 5,4 százalékára csökkent, ami elsősorban az EU transferek visszaeső beáramlására vezethető vissza. Emellett azonban a külkereskedelmi egyenleg magas szinten stabilizálódó többlete, valamint a jövedelemegyenleg mérséklődő hiánya az ellenkező irányba hatott, így a folyó fizetési mérleg historikus csúcsra emelkedett. A negyedik negyedében a finanszírozási oldal szerinti finanszírozási képesség is mérséklődött, ami az adósságjellegű források számottevő csökkenése és a nem adósságjellegű források jelentős beáramlása mellett alakult ki. Az adósságkiáramlás főként a bankrendszerhez kötődött. Az adósságráták tovább javultak a negyedik negyedében, a nettó külső adósság a GDP 20 százaléka alá, míg a bruttó külső adósság a GDP 70 százaléka alá mérséklődött. Az előzetes havi adatok alapján az első negyedében a külkereskedelmi egyenleg továbbra is magas szinten alakult, miközben az EU transzfer felhasználás is emelkedett, ami a külső finanszírozási képesség növekedését eredményezte. A finanszírozási oldalon az előzetes adatok alapján az első negyedében a nettó FDI beáramlás és az adósságkiáramlás is jelentősen mérséklődött.

5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

A gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége 2016 végén a GDP 5,4 százalékára csökkent, ami elsősorban az EU transferek visszaesésével volt összefüggésben, miközben a folyó fizetési mérleg többlete enyhén emelkedett (5-1. ábra). A külkereskedelmi többlet a negyedik negyedében historikus csúcsot elérve a GDP 10 százaléka körül alakult, melyet a cserearány javulása és az ipari termeléssel párhuzamosan lassuló, de továbbra is emelkedő áruexport támogatott. Az előzetes havi adatok alapján az első negyedében a nyersanyagárak növekedése romló cserearányt eredményezett, amit azonban az ipari termelés felfutásával növekvő export ellensúlyozott. Bár az egyre bővülő fogyasztás az import élénkülésével járt, összességében a külkereskedelmi többlet az első negyedében is magas szinten alakult. Az év végén visszaeső **transzferegyenleg** elsősorban az EU-transzfer kifizetések csökkenésével volt összefüggésben. Az előzetes havi adatok alapján az első negyedében bővülő EU-kifizetéseknek köszönhetően a transzferegyenleg többlete ismét érdemben járult hozzá a külső finanszírozási képesség többletéhez. A mérséklődő kamatkidadások hatására a **jövedelemegyenleg** hiányának 2016 folyamán tapasztalható mérséklődése az előzetes havi adatok alapján az első negyedében is folytatódott.

5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei a GDP arányában



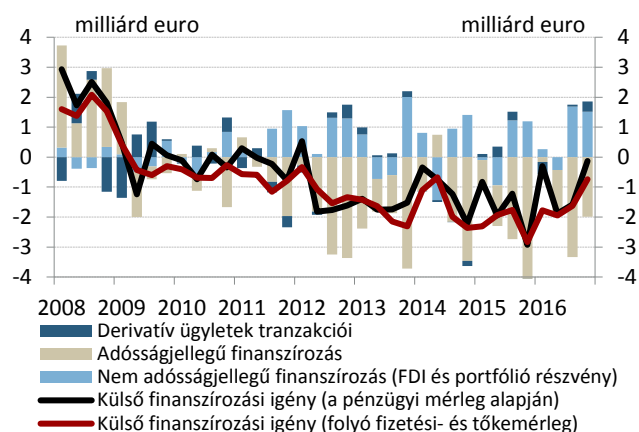
Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek.

Forrás: MNB

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A finanszírozási oldali külső pozíció 2016 végén jelentősen elmaradt a reálgazdasági oldal szerinti adattól – az adósságcsökkenést a nettó FDI-beáramlás nagyjából ellensúlyozta (5-2. ábra). 2016 negyedik negyedében a nettó külső adósság elsősorban a bankszektorban köszönhetően 2 milliárd euróval tovább csökkent, miközben a nem adósság jellegű források 1,5 milliárd euróval emelkedtek. Az előzetes havi adatok alapján 2017 első negyedében a nettó FDI beáramlás érdemben

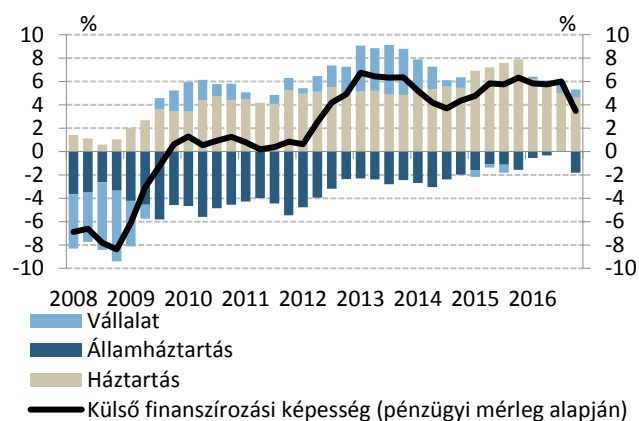
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



Megjegyzés: Az alulról számított finanszírozási igény megegyezik a külső finanszírozási igény és a fizetésimérleg-statisztika tévedések és hiba egyenlegének összegével.

Forrás: MNB

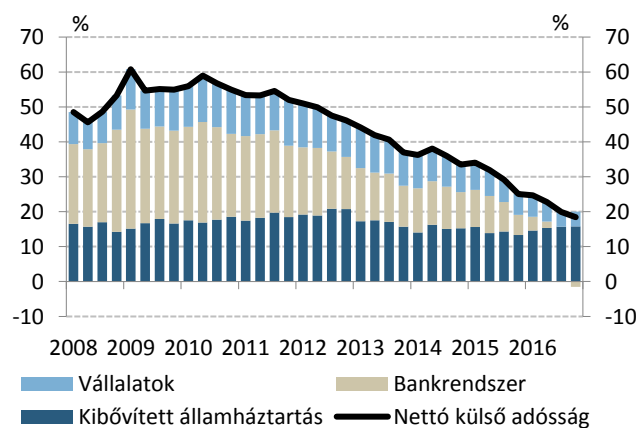
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint, GDP-arányos értékek



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek.

Forrás: MNB

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása a GDP arányában



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül.

Forrás: MNB

mérséklődött. Ezzel párhuzamosan a nettó adósságjellegű források kiáramlása is lassult, ami főként az év végi csökkenés korrekciójaként érdemben növekvő banki nettó külső adósság eredményeként alakult ki. Az előzetes adatok alapján az első negyedévben az állam nettó külső adóssága mérséklődött, ami a külföldiek állampapír állományának folytatódó mérséklődéséhez köthető, azonban ennek hatását csökkentette a forintosításhoz kapcsolódó swapügyletek lejárata miatt csökkenő devizatartalék.

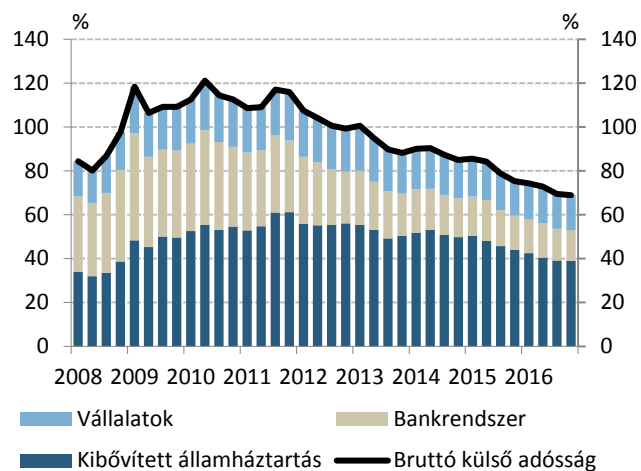
2016 negyedik negyedévében a szektorok megtakarítása szerinti finanszírozási képesség számottevően csökkent, amelyhez mindegyik szektor hozzájárult (5-3. ábra). Az állam finanszírozási igénye 2016 végén megközelítette a GDP 2 százalékát, és az első negyedévben is ekörül alakult. A költségvetés kedvező folyamata elsősorban az emelkedő foglalkoztatás és fogyasztás hatására bővülő adóbevételnek volt köszönhető. Ezzel egyidejűleg a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása 2016 folyamán fokozatosan csökkent, és ez a folyamat az első negyedévben is folytatódott. A finanszírozási képesség csökkenését a lakossági hitelezés élénkülése eredményezte, ami a növekvő bérek és foglalkoztatás hatására bővülő fogyasztási és beruházási kiadással volt összefüggésben. A vállalati szektor finanszírozási képessége 2016 második felében is viszonylag alacsony volt, ami az év végén felfutó beruházással és készletfelhalmozással volt összefüggésben.

2016 végén az ország nettó külső adóssága a GDP 18,4 százalékára süllyedt (5-4. ábra). Az év végén a nettó külső adósság csökkenése egyrészt a nagyobb mértékű forráskiáramlásra, valamint a GDP növekedésére volt visszavezethető. Az előzetes adatok alapján az első negyedévben a nettó külső adósság csökkenésének dinamikája lelassult, ugyanis a tranzakciókból eredően érdemben csökkent az adósságkiáramlás. A bankrendszer nettó külső adóssága a tranzakciós folyamatokból adódóan ismét emelkedett, míg az állam és a vállalatok mutatója mérséklődött.

A gazdaság bruttó külső adóssága 2016 végére a GDP 68 százalékára csökkent, az első negyedévben azonban ismét bővíthetett (5-5. ábra). Az önfinszírozási program és a lakosság jelentős mértékű állampapírvásárlásainak köszönhetően az állam bruttó külső adóssága az elmúlt év végére a GDP 40 százaléka alá csökkent. 2016 végén érdemben csökkent a bankok adóssága, míg az államé és a vállalaté nem változott. Az előzetes adatok alapján az állam bruttó adósságállománya a forráskiáramlás alapján (amely nem tartalmazza az átértékelődési és GDP hatást) az első negyedévben tovább mérséklődött, míg a bankrendszer

mutatója – a negyedik negyedéves csökkenés korrekciójaként – számottevően emelkedett.

5-5. ábra: A bruttó külső adósság alakulása a GDP arányában



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül.

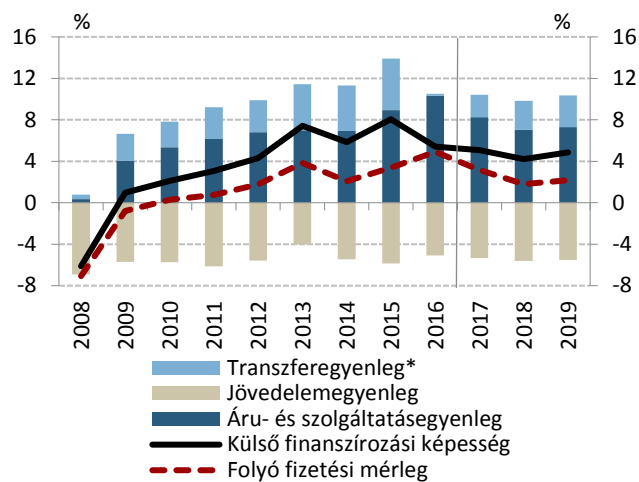
Forrás: MNB

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

Előretekintve a gazdaság külső finanszírozási képessége a csökkenő külkereskedelmi egyenleg és növekvő transzferegynleg eredőjeként stabilan a GDP 5 százaléka körül alakul, miközben a folyó fizetési mérleg az előrejelzési horizont elején várható mérséklődés után 2019-ben enyhén emelkedik. Az alacsonyabb külkereskedelmi egyenleg elsősorban a belső felhasználás gyorsulásának hatására élénkülő importtal magyarázható. Az exportpiaci részesedésünk várható növekedése mellett továbbra is a külkereskedelmi egyenleg magas többlete támogatja leginkább a magas nettó külső finanszírozási képességet. Az EU transzfer felhasználás 2017-től várható bővülésével a transzferegynleg ismét érdemben járul hozzá a gazdaság külső pozíciójához. A külföldi tulajdonú vállalatok profitabilitásának javulásával a jövedelemegyenleg hiányának 2018-ig tartó átmeneti bővülése prognosztizálható, amit az előrejelzési horizont végén a csökkenő kamatkidadások ellensúlyozhatnak. A folyó fizetési mérleg 2017-18-ban várható fokozatos csökkenése a külkereskedelmi többlet csökkenése, valamint a jövedelemegyenleg hiányának emelkedésének eredményeként alakul ki. A szektorok megtakarítását tekintve a háztartások nettó megtakarítása a hitelezés felfutásával fokozatosan mérséklődik, az állam finanszírozási igénye a 2016-os historikusan alacsony szint után számottevő mértékben bővül, miközben a vállalatok finanszírozási képessége a javuló jövedelmezőség és a bővülő EU transzfer felhasználás hatására érdemben emelkedik. Így összességében a finanszírozási oldal szerinti stabilizálódó finanszírozási képesség tovább javuló külső sérülékenységi mutatókat eredményez.

A gazdaság külső finanszírozási képessége előretekintve a GDP 5 százaléka körül alakul, míg a folyó fizetési mérleg többlete érdemi mérséklődés után 2019-ben enyhén emelkedik (5-6. ábra). Az előrejelzési horizonton tartósan magas szinten alakuló külső finanszírozási képesség a külkereskedelmi egyenleg – a 2016-os kiugró érték utáni – érdemi mérséklődése és a transzferegynleg többletének számottevő bővülése mellett alakul ki. A külkereskedelmi többlet csökkenése részben külső, részben belső tényezőkre vezethető vissza: a cserearány romlása mellett az érdemben bővülő lakossági fogyasztás és beruházás eredményeként az import növekedésének gyorsulása is az alacsonyabb – de továbbra is igen magas szintet elérő – külkereskedelmi többlet irányába hat. Az előrejelzési horizonton tovább emelkedő exportpiaci részesedést az új

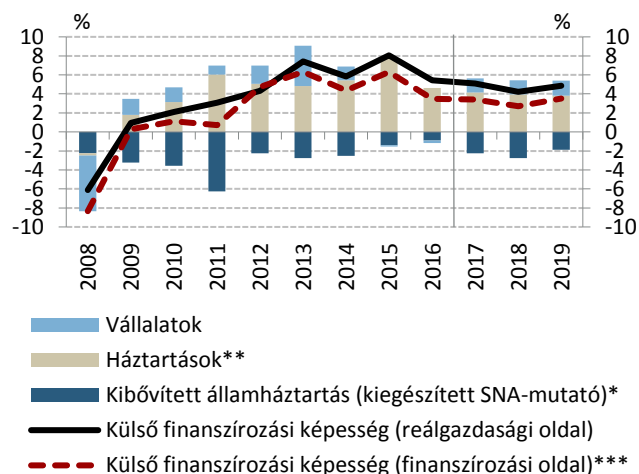
5-6. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (a GDP százalékában)



Megjegyzés: * A viszonytalan folyó átutalások és a tőkemérleg egyenlegének összege.

Forrás: MNB

5-7. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (a GDP százalékában)



Megjegyzés: * A kibővített államháztartásba az állami költségvetésen túl az önkormányzatok, az MNV Zrt., a kvázifiskális feladatokat ellátó intézmények (MÁV, BKK) és az MNB tartoznak. A kiegészített SNA-mutató figyelembe veszi a magánnyugdíjpénztári megtakarítást. **A háztartások SNA-mutatóval konzisztens nettó finanszírozási képessége, nem tartalmazza az átlépők nyugdíj-megtakarításait. A pénzügyi számlában szereplő érték eltér az ábrán jelzettől. ***A NEO esetében azt feltételezzük, hogy fokozatosan visszatér a historikus szintjéhez.

Forrás: MNB

járműipari kapacitások felfutása is támogatja, ami a 2019-re lassuló belföldi felhasználás-növekedéssel együtt már enyhén bővülő külkereskedelmi egyenleget eredményez. Mindeközben a kormányzati szándékkal összhangban az uniós forrásfelhasználás ismét növekszik, ami a transzferegyenleg stabilan magas szintjét eredményezi. A gyorsuló gazdasági növekedés, valamint a társasági adó csökkentése az előrejelzési horizont elején javítja külföldi tulajdonú vállalatok profitját, ami a jövedelemegyenleg hiányának emelkedésében tükröződik, amiben a csökkenő külső adósságműveletekkel párhuzamosan mérséklődő kamatkidadások is tükröződnek.

A gazdaság finanszírozási oldali nettó finanszírozási képessége az előrejelzési horizonton a 2016-os szint körül stabilizálódik, ami a szektorok eltérő megtakarítási folyamatainak eredménye. A háztartások mérséklődő nettó megtakarításának, illetve az állam növekvő finanszírozási igényének nettó megtakarítás csökkentő hatását a vállalatok bővülő finanszírozási képessége ellensúlyozza (5-7. ábra).

Az államháztartás finanszírozási igénye előretekintve a 2016-os szintről emelkedik, azonban mérsékelt marad. A 2016-os alacsony költségvetési hiány a bővülő bértömeg hatására növekvő adóbevételekkel, valamint a visszaeső kormányzati kiadásokkal magyarázható. Az emelkedő költségvetési hiány 2017-ben a bevételi oldalon a társasági adó és a munkát terhelő járulékok csökkentéséhez kötődik, míg a kiadási oldalon a beruházások emelkedésére vezethető vissza. A 2018-ban tovább emelkedő költségvetési hiány részben a Növekedési Adóhitel kiesésével, valamint az EU-transzfer felhasználáshoz kötődő beruházások emelkedő önrészeivel van összefüggésben. 2019-ben a kamatkidadások további csökkenése és a pénzügyi transzferek lassabb bővülése összességében alacsony hiány irányába mutatnak.

A vállalatok érdemben emelkedő, míg a háztartások enyhén csökkenő finanszírozási képessége összességében a magánszektor bővülő nettó megtakarítását eredményezi. A háztartások alapfolyamatok szerinti nettó finanszírozási képességének lassú mérséklődése az előrejelzési horizonton fokozatosan tovább folytatódik. A minimálbér emelés és a továbbra is magas bértörvény hatására gyorsuló fogyasztás az állami beruházás ösztönzők mellett a hitelezés lassú felfutását eredményezi, ami a lakosság csökkenő, de továbbra is magas finanszírozási képességben tükröződik. A vállalati szektorban a társasági adókulcs csökkenés és az emelkedő EU transzfer felhasználás javítja a vállalatok jövedelmezőségét, ami az

előrejelzési horizonton tartósan növeli a szektor finanszírozási képességét.

A gazdaság külső sérülékenysége az előrejelzési horizonton tovább mérséklődik, köszönhetően a magas finanszírozási képesség eredményeként csökkenő külső adósságmutatóknak. A továbbra is tartósan magas külső pozíció mellett a nettó külső adósság mérséklődő szintje prognosztizálható. Az államadósság devizaarányának várható mérséklődése sérülékenység szempontjából szintén kedvezőnek tekinthető.

5.3. Költségvetési folyamatok

Előrejelzésünk alapján a következő években is alacsony lehet a költségvetés hiánya, ami a dinamikus gazdasági növekedéssel együtt a GDP-arányos államadósság-ráta folyamatos csökkenését eredményezi. A prognózisunk szerint 2017-ben az ESA-hiány 1,8-2,1 százalék között alakul, míg 2018-ban a költségvetési hiány az Országvédelmi Alap törlése esetén 2,4 százalék lesz. Az adócsökkentések, a beruházási kiadások emelése és az életpályamodellek folytatása révén idén és jövőre is keresletbővítő lehet a fiskális politika. Prognózisunk szerint a GDP-arányos maastrichti államadósság-mutató csökkenő trendje tovább folytatódik, így idén mintegy 73 százalékra mérséklődik az adósságráta, majd a horizont végére megközelíti a 71 százalékos értéket.

5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában)

	2017	2018	2019
ESA-egyenleg	(-1,8) – (-2,1)	(-2,4) – (-2,6)	(-2,0) – (-2,2)
Elsődleges ESA-egyenleg	0,5 – 0,8	(-0,2) – 0,0	0,1 – 0,3
Fiskális keresleti hatás*	1,2 – 1,6	0,4 – 0,5	(-0,6) – (-0,8)

Megjegyzés: Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki. *A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.

Forrás: KSH, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

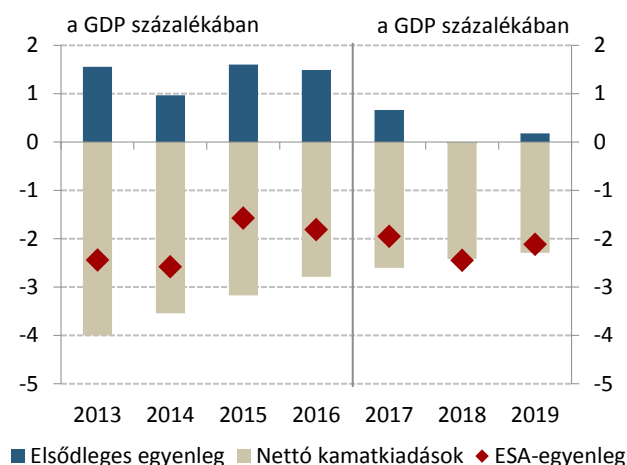
Prognózisunk szerint a GDP-arányos ESA-hiány 2017-ben 1,8-2,1 százalék között lesz, míg 2018-ban az Országvédelmi Alap törlése esetén a 2,4 százalékos céllal összhangban alakul (5-1. táblázat). Technikai kivetítésünk alapján 2019-ben a költségvetési hiány 2,0-2,2 százalék lesz. A kamatkidadások elmúlt években végbement érdemi csökkenése miatt nulla közeli elsődleges egyenleg mellett két százalék körül stabilizálódhat a költségvetési hiány értéke (5-8. ábra). A gazdasági növekedés hatása az egyenlegre a következő években pozitív lehet, ugyanis erőteljes a munkaerő-piaci konjunktúra, amelyhez az adóbevételek jelentős része kapcsolódik.

Előrejelzésünk alapján 2017-ben és 2018-ban egyaránt keresletélénkítő lesz a fiskális politika (5-9. ábra). A szociális hozzájárulási adó kulcsának több lépcsőben történő csökkentése, a célzott áfa-csökkentések, illetve a társasági- és a bankadó mérséklése egyaránt növeli az aggregált keresletet a következő években. A háztartások rendelkezésre álló jövedelmét évről-évre növeli a családi adóalap kedvezmény emelkedése. Kiadási oldalon folytatódnak az állami életpályamodellek, valamint a kormányzat saját forrású beruházásainak növelése is további keresletélénkítést generál. A 2017-2018-as impulzushoz hozzájárul a 2016. év végén végrehajtott kiadások fokozatos felhasználása.

5.3.2. A 2017. évi egyenleg

Előrejelzésünk szerint az államháztartás ESA-hiánya 2017-ben a GDP 1,8-2,1 százaléka lesz, ami kissé

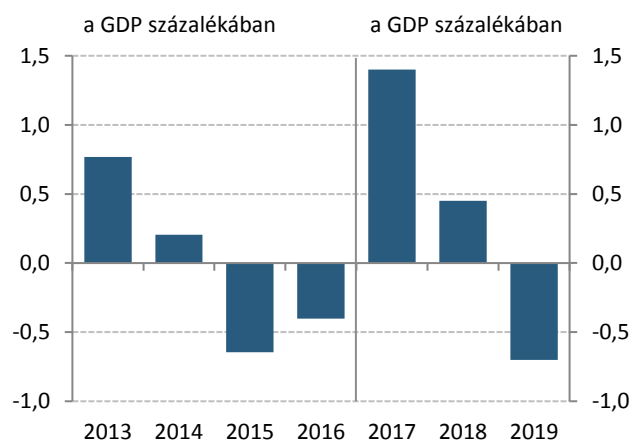
5-8. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidások alakulása



Megjegyzés: Az előrejelzett értékek 2017-ben és 2019-ben az előrejelzési sávok közepén helyezkednek el, míg 2018-ban az Országvédelmi Alap törlése esetén kialakuló hiányt ábrázoltuk. Az adatok a nyugdíj-rendszer átalakítása miatt 2012-től jelentkező imputált kamatkidásokat nem tartalmazzák.

Forrás: Eurostat, MNB

5-9. ábra: A fiskális keresleti hatás (a GDP százalékában)



Megjegyzés: A fiskális keresleti hatás a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása. A fiskális keresleti hatás az EU támogatások hatását csak a költségvetési önrész mértékéig tükrözi. Pozitív előjel keresletbővítést, negatív előjel keresletszűkítést jelent.

Forrás: MNB

magasabb a márciusi prognózisunknál (5-2. táblázat). A bevételi folyamatokat meghatározza a munkaerő-piaci konjunktúra, amelynek következtében az adóbevételek magasabbak a márciusi előrejelzésünkénél.

Kiadási oldalon a májusban benyújtott költségvetési törvénymódosítás indokolja prognózisunk változtatását.

A 2017. évi költségvetési törvénymódosítás – reagálva a kialakult mozgástérre – a közútfejlesztések bővítését, a beruházások előkészítésének felgyorsítását és a tartalékok növelését tartalmazza. Emellett a kórházak tartozásállományának növekedését is figyelembe vettük, mint az ESA-hiányt növelő tétel.

Hiányprognózisunk 0,3-0,6 százalékponttal alacsonyabb a 2,4 százalékos GDP-arányos hiányt tartalmazó törvényi előirányzatnál (5-3. táblázat).

A költségvetési szervek kiadásainak eltérése nagyrészt az uniós támogatások effektív felhasználására vonatkozó prognózisok jelentős különbségére vezethető vissza. Az első öt hónap alapján mérsékelt igénybevétellel és így alacsonyabb önrésszel számolunk, mint az előirányzatok. Ugyanakkor így is számottevő az uniós felhasználások várható éves emelkedése 2016-hoz képest. A START munkaprogramnál a munkaerőpiac feszessége miatt azzal számolunk, hogy a költségvetés tervezésekor feltételezettnél kevesebb résztvevője lesz a programnak. Az általános forgalmi adóból származó előrejelzésünk elmarad az előirányzattól, melyet főként a mérsékelt EU forrásfelhasználás miatti alacsonyabb állami beruházás, illetve a fahéredési hatás eltérő megítélése okozhatja. A gazdálkodó szervezetek befizetésénél az előirányzathoz képest több kisebb tényező okoz eltérést. Prognózisunkban figyelembe vettük a reklámadó szabályozását érintő módosítást is és az ebből fakadó ideai adóvisszatérítést.

5.3.3. A 2018. évi és 2019. évi költségvetési egyenleg

A 2018-as költségvetési törvény az államháztartás ESA hiányát a GDP 2,4 százalékában határozza meg, ami megegyezik a 2017-es előirányzattal. Előzetes technikai feltevéseinkhez képest a 2018-as költségvetési törvény magasabb kiadásokat tartalmazott, elsősorban a beruházásokat érintően, ami kissé növelte az általunk várt hiányt. A szociális hozzájárulási adó további csökkentése, illetve több termék áfa-kulcsának mérséklése növeli a magánszektor elkölthető jövedelmét, a gazdaság bővüléséből fakadóan a GDP-arányos bevételek pedig emelkednek 2018-ban.

Előrejelzésünk szerint a törvényben kitűzött 2,4 százalékos hiánycél az Országvédelmi Alap zárolása esetén érhető el. A törvényhez képest alacsonyabb

5-2. táblázat: A 2017. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a márciusi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)

	Gazdasági alapfolyamatok	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	0,2	0,0
Munkát terhelő adók	0,2	
II. Központi kiadások	0,0	-0,5
Költségvetési szervek kiadásai		-0,4
Kórházak tartozásállománya		-0,1
III. Egyéb hatások	0,0	0,1
Egyéb tételek		0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,2	-0,4

Megjegyzés: A pozitív előjel hiánycsökkentő, a negatív előjel hiánynövelő tételt jelez. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2017. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	-0,5
Gazdálkodó szervezetek befizetései	-0,2
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,3
Munkát terhelő adók	-0,1
II. Központi kormányzat kiadásai	0,6
EU támogatásokhoz kapcsolódó kiadások	0,4
START munkaprogram	0,2
III. Egyéb hatások	0,2 - 0,5
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 - 0,3
Önkormányzatok	0,2
Összesen (I.+II.+III.)	0,3 - 0,6

Megjegyzés: A pozitív előjel hiánycsökkentő, a negatív előjel hiánynövelő tételt jelez. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

költségvetési bevételekre számítunk, ami főként a makropályák közötti eltérésekre vezethető vissza. Az általános forgalmi adóbevétel esetében a különbség nagy részét a 2017-es eltérő bázis indokolja. A munkát terhelő adóknál és a gazdálkodó szervezetek befizetéseinél a különbséget az adóalapok növekedési ütemére vonatkozó eltérő várakozás okozza (5-4. táblázat).

A költségvetési szervek nettó kiadásainál és a nyugellátások esetében egyaránt alacsonyabb kiadásokra számítunk. Megítélésünk szerint az uniós kifizetések effektív felhasználása 2018-ban alacsonyabb lehet a törvényben szereplőnél, ami kisebb önrészt igényel. A nyugdíjkiadások esetében a különbség fő oka, hogy a költségvetés magasabb GDP növekedési előrejelzéssel számol, és ezzel összhangban nagyobb nyugdíjprémium kifizetését tervezi.

Technikai kivetítésünk alapján a 2018-as évhez képest enyhén csökkenhet a költségvetés hiánya 2019-ben. A tartósan alacsony hozamkörnyezet és az adósság átárazódásának hatására a GDP arányában tovább csökken a nettó kamatkiadások értéke.

5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

Prognózisunkban a legnagyobb bizonytalanságot továbbra is az uniós források effektív felhasználása és kifizetése jelenti. Előrejelzésünkben az uniós támogatások kifizetése és azok felhasználása érdemben eltér egymástól. Alappályánkban a pénzforgalmi kifizetés 2017-2018-ban a legnagyobb, ugyanakkor a valós felhasználás 2018-2019-re koncentrálódik. Prognózisunknál gyorsabb forrásfelhasználás a gazdasági növekedésre kedvező hatással lenne, ugyanakkor az önrész növekedésén keresztül a költségvetés hiányát is növelné.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

2017 első negyedévének végén a GDP-arányos államadósság-ráta az MNB előzetes pénzügyi számlás adatai alapján 74,6 százalék volt. Az előző év azonos időszakához képest jelentős mértékben, 2 százalékponttal csökkent a ráta értéke. Az év első három hónapját követően a költségvetés többletes volt, így a nettó adósság-kibocsátás az állam likvid betéteinek növekedését eredményezte. Az év hátralévő részében ugyanakkor alacsonyabb nettó kibocsátásra, illetve a betétek fokozatos csökkentésére számítunk.

Előrejelzésünk alapján 2019 végéig – változatlan, 2016. végi forint árfolyamot feltételezve – az államadósság-ráta tovább csökkenhet, teljesítve az Alaptörvényben rögzített adósságszabályt. Prognózisunk alapján a

5-4. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2018. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)

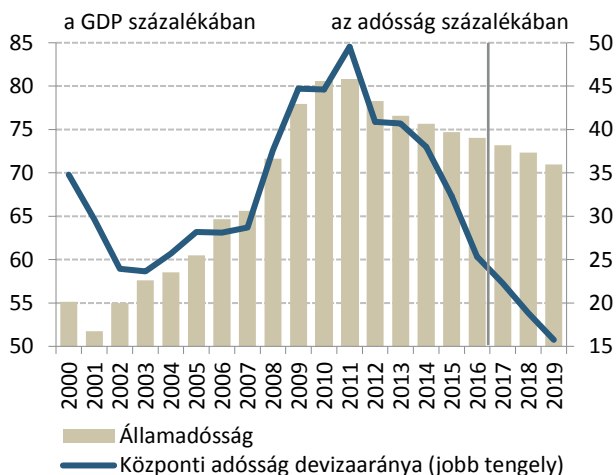
	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	-0,9
Gazdálkodó szervezetek befizetései	-0,1
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,5
Munkát terhelő adók	-0,3
II. Központi kormányzat kiadásai	0,6
Költségvetési szervek kiadásai	0,4
Nyugdíjkiadások	0,2
III. Egyéb hatások	0,0 - 0,2
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 - 0,2
Összesen (I.+II.+III.)	(-0,2) - 0,0

Megjegyzés: A pozitív előjel hiánycsökkentő, a negatív előjel hiánynövelő tételt jelez. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

következő években az adósságráta mintegy 1 százalékpontos csökkenése várható (5-10. ábra), amit az alacsony finanszírozási igény mellett, a dinamikus gazdasági növekedés is támogat. Előrejelzésünk szerint 2017. év végére a ráta értéke 73 százalék közelébe mérséklődik, míg 2018-ban 72,3 százalék körül alakul, az előrejelzési horizont végére pedig megközelíti a 71 százalékot. A negatív nettó deviza kibocsátás következtében az államadósság devizaarányának további mérséklődése várható, ami hozzájárul a gazdaság külső sérülékenységének csökkenéséhez.

5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2016. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

6. A 2017. ÉVI ÁTLAGOS FOGYASZTÓIÁR-INDEX FELBONTÁSA

6-1. ábra: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra (százalékpont, illetve százalék)

	Inflációs hatás 2017-re		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,1	0,1
Piaci	0,8	1,5	2,3
Indirekt adók és intézkedések	0,2	-0,2	0,0
Infláció	1,0	1,4	2,4

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi átváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új átváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzó és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirektadó-intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

6-2. ábra: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)

	2017				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	0,2	0,0	3,2	-1,1	2,3
nem feldolgozott	-1,6	0,0	4,7	-2,5	0,6
feldolgozott	1,0	0,0	2,6	-0,5	3,1
Ipari termékek	0,2	0,0	0,6	0,0	0,8
tartós	-0,4	0,0	1,1	0,0	0,7
nem tartós	0,4	0,0	0,6	0,0	1,0
Piaci szolgáltatások	1,0	0,0	1,8	-0,2	2,6
Piaci energia	1,0	0,0	2,9	0,0	3,9
Alkohol, dohány	0,3	0,6	1,9	1,6	4,4
Üzemanyag	5,9	1,7	1,1	-1,5	7,2
Szabályozott árak	0,2	0,0	0,3	0,0	0,5
Infláció	0,8	0,2	1,6	-0,2	2,4
Maginfláció	0,6	0,1	1,5	0,1	2,3

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi átváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új átváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzó és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedésekből adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	11
1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója	12
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	14
1-5. ábra: A GDP éves változása	14
1-6. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	15
1-7. ábra: A háztartási hitelezés alakulásának előrejelzése	15
1-8. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként	16
1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	16
1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	16
1-11. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	17
1-12. ábra: A nominális fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása a versenyszférában	17
1-13. ábra: Munkaköltség és átlagbérek éves változása a versenyszférában	18
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	22
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	22
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	23
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban	24
3-2. ábra: GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban	24
3-3. ábra: Globális inflációs folyamatok	25
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	25
3-5. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása	26
3-6. ábra: GDP éves változása az eurozónában	26
3-7. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása	27
3-8. ábra: Inflációs várakozások és hosszú hozamok az eurozónában	27
3-9. ábra: GDP éves változása a kelet-közép-európai országokban	28
3-10. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások	28
3-11. ábra: Az eurozóna konjunktúrahangulatának és ipari termelésének alakulása (bal panel), illetve kapcsolata (jobb panel)	29
3-12. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	30
3-13. ábra: A HuCoin-mutató alakulása	30
3-14. ábra: A teljes kiskereskedelmi forgalom és a fogyasztás volumenének alakulása	31
3-15. ábra: A háztartások nettó pénzügyi vagyonának alakulása	31
3-16. ábra: Államhoz kapcsolódó beruházások	32
3-17. ábra: Nem államhoz kapcsolódó beruházások	32
3-18. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	32
3-19. ábra: Az újlakás építések és építési engedélyek alakulása	33
3-20. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása	33
3-21. ábra: A csomagküldő üzletek forgalmának és részarányának alakulása	34
3-22. ábra: Internetet vásárlásra használók aránya a lakosság körében	35
3-23. ábra: A szolgáltatások súlya a GDP-ben és a fejlettség szintje közötti kapcsolat (2015)	35
3-24. ábra: A piaci szolgáltatások súlya a GDP-ben	36
3-25. ábra: A háztartások fogyasztásának éves változása a kiadások szerkezetére	36
3-26. ábra: A szolgáltatásegyenleg tételeinek alakulása a GDP arányában	37
3-27. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	37
3-28. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása	38
3-29. ábra: Beveridge-görbe alakulása	38

3-30. ábra: A kibocsátási rés és az ipari kapacitáskihasználtság alakulása	39
3-31. ábra: Az eurozóna kibocsátási részének alakulása	39
3-32. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereseteinek éves változása	40
3-33. ábra: A versenyszféra korrigált bérhányada.....	40
3-34. ábra: A reál fajlagos munkaerőköltség éves változásának dekompozíciója	41
3-35. ábra: Az ipari termelői árak éves változása	41
3-36. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók.....	41
3-37. ábra: A piaci szolgáltatások inflációjának alakulása	42
3-38. ábra: Inflációs várakozások a régióban	42
3-39. ábra: Az iparcikkek (bal panel) és a piaci szolgáltatások (jobb panel) inflációja a régióban (éves változás).....	43
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	44
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	45
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	45
4-4. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok alakulása	45
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	46
4-6. ábra: A három hónapos bankközi kamatláb implikált pályája.....	47
4-7. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban	48
4-8. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben	48
4-9. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára	49
4-10. ábra: Az előretékintő reálkamatlábak alakulása	49
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei a GDP arányában	50
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	51
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint, GDP-arányos értékek.....	51
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása a GDP arányában.....	51
5-5. ábra: A bruttó külső adósság alakulása a GDP arányában	52
5-6. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (a GDP százalékában).....	53
5-7. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (a GDP százalékában).....	53
5-8. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása.....	55
5-9. ábra: A fiskális keresleti hatás (a GDP százalékában)	55
5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretékintve változatlan, 2016. végi árfolyamon számítva	57
6-1. ábra: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék)	58
6-2. ábra: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)	58

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	12
1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	20
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	21
4-1. táblázat: A különböző hozamok alakulása az eszköztár-átalakítást követően	46
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában).....	54
5-2. táblázat: A 2017. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a márciusi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)	56
5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2017. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	56
5-4. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2018. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	57

Hunyadi Mátyás

(1443. február 23. – 1490. április 6.)

1458 és 1490 között uralkodott, mint magyar király, 1469-től cseh király, 1486-tól Ausztria hercege. A magyar hagyomány az egyik legnagyobb magyar királyként tartja számon, akinek emlékét sok népmese és monda őrzi. Nevezik Corvin Mátyásnak, igazságos Mátyás királynak, hivatalosan I. Mátyásnak, de a köznyelv egyszerűen csak Mátyás királyként emlegeti.

Apja Hunyadi János kormányzó, a középkori Magyar Királyság egyik legkiemelkedőbb hadvezére, aki győztesen vívta meg az 1456-os nándorfehérvári csatát. Mátyás anyja Szilágyi Erzsébet, testvére pedig Hunyadi László. Hunyadi János kisebbik fiát, a későbbi királyt hatéves koráig anyja és dajkája nevelte, majd tanítók felügyelete alá került. Hunyadi János nem lovagi műveltséget szánt a fiának: előbb Szánoki Gergely lengyel humanista, majd Vitéz János vezette be a gyermeket a tudás birodalmába. Mátyást humanista szellemben, sokoldalú, érdeklődő emberré nevelték, tanították egyház- és államjogra, művészetekre, latinra. A magyar mellett németül és csehül is beszélt.

V. László halála után nagybátyja, Szilágyi Mihály és a Hunyadi-párt fegyveres erejének nyomására 1458. január 24-én Mátyást királlyá választották. Már uralkodásának elején gondja támadt mind a főurakkal, mind pedig III. Frigyes német-római császárral. Mivel a király még kiskorú volt, az országgyűlés Szilágyi Mihályt nevezte ki mellé kormányzónak. Mátyás azonban nem tűrte a gyámkodást és háttérbe szorította nagybátyját, aki erre összeesküvést szőtt a király ellen. A törökkel vívott csatából hazatérő király a pártütőket elfogatta, nagybátyját pedig várfogságra ítélte, amit Szilágyinak Világos várában kellett letöltenie.

Mátyás trónra kerülésekor a kincstár éves bevétele nem sokkal haladhatta meg a 110-120 ezer forintot. Harminckét éves uralkodása alatt a király elérte, hogy az adóbevétel a korábbinak sokszorosára emelkedjen. Az ismert adókvetések átlagát alapul véve, illetve a cseh és osztrák tartományokból származó bevételek nélkül ez az összeg évi 628 ezer forint körül lehetett, a leggazdagabb években pedig elérhette a 900 ezer aranyforintot is. Ez még így is jóval szerényebb összeg volt, mint a kor nyugati nagyhatalmainak éves bevétele. Ahhoz, hogy a kincstár alacsony bevételeit emelhesék, reform jellegű, átfogó pénzügyi intézkedésekre volt szükség. Mátyás felismerte, hogy megoldást csak egy központosított, az egész országra kiterjedő pénzügyi rendszer jelenthet, a királyi jövedelmeknek egy kézbe, a kincstartóhoz kell befutnia. Mátyás reformjait az országgyűlés elfogadta, és rendeleteit 1467. március 25-én ki is hirdették.

A királyi udvarban zajló, az akkori Európa műveltségének legjavát képviselő kulturális életről képet kaphat az utókor a feltárt és részben helyreállított visegrádi palotában. Mátyás ránk maradt művelődéstörténeti hagyatékának legjelentősebb darabjai az egykori királyi könyvtár fennmaradt, gazdagon illusztrált kötetei, a corvinák.

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2017. június

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

