



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2017

SZEPTEMBER

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2017
SZEPTEMBER

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 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 közgazdasági elemzésekért 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. szeptember 14-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	15
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	20
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	28
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	30
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	30
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	38
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség	42
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	43
3.5. Költségek és infláció	45
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	48
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	48
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	50
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	52
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	52
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	54
5.3. Költségvetési folyamatok	56
6. Kiemelt téma	60
6.1. A globális faktorok szerepe a hazai infláció alakulásában	60
7. A 2017. és 2018. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	64
Ábrák és táblázatok jegyzéke	65

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

1-1. keretes írás: A maginfláció emelkedésének okai	13
1-2. keretes írás: A mezőgazdaság teljesítménye várhatóan érdemi korrekciót mutat az idei évben	18
1-3. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	22
1-4. keretes írás: Modell alapú legyezőábra alkalmazása	26
3-1. keretes írás: Az EUR/USD árfolyam változását magyarázó tényezők	35
3-2. keretes írás: Tovább javuló beruházási alapfolyamatok	40
3-3. keretes írás: A kibocsátási rés becslését övező bizonytalanság	44

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 a júniusi előrejelzésben jelzett fél évvel későbbre kerülését követően a szeptemberi előrejelzés szerint további egy negyedévvvel később, 2019 közepére várható.

Az elmúlt hónapokban folytatódott a világgazdaság növekedése. A globális infláció év eleji emelkedése megtorpant, egyes régiókban a fogyasztóiár-index ismét csökkent. Az inflációs ráták a legtöbb jegybank esetén az árstabilitási cél alatt alakultak. Bár a nemzetközi pénzügyi hangulat enyhén romlott, a kelet-közép-európai régió befektetői megítélése általánosan javult.

2017 második negyedében folytatódott a világgazdaság és az eurozóna kibocsátásának bővülése. Az euroövezeti gazdaságok között fennálló növekedési különbségek a periféria országok érdemi élénkülésének köszönhetően mérséklődtek. Előretekintve az európai konjunktúra további erősödése várható. Az infláció tavaly év vége óta megfigyelt emelkedése az elmúlt hónapokban megtorpant és egyes régiókban ismét csökkent az árindex. A mérsékelt inflációs várakozásokkal összhangban a globálisan meghatározó jegybankok többségénél tartósan laza monetáris politikai környezet maradhat fenn. A közép-európai régió változatlanul dinamikus gazdasági bővülést mutatott, amivel összhangban a régió befektetői megítélése általánosan javult. Csehország kivételével a térség országaiban az inflációs ráta a jegybanki célértékek alatt volt. A cseh jegybank döntéshozói az alapkamat emelése mellett döntöttek, míg a többi régiós jegybank fenntartotta laza monetáris politikai irányultságát.

Az elmúlt negyedévben nyugodt kereskedés mellett a nemzetközi pénzügyi hangulat enyhén romlott. A piaci folyamatokat a geopolitikai kockázatok erősödése mellett a jegybanki döntések és nyilatkozatok, a Brexithöz kötődő tárgyalások, illetve egyes feltörekvő piacokkal kapcsolatos országspecifikus fejlemények befolyásolták. Az EKB lefelé módosította inflációs előrejelzését. A koreai feszültség hatására a kockázati mutatók kezdetben jelentősen emelkedtek, majd korrigáltak. A főbb kockázati mutatók enyhe romlást mutattak. A fejlett országok kötvénypiacain az amerikai állampapírok hozamai kis mértékben csökkentek, míg az eurozóna országainak állampapírhozamai emelkedtek. A részvényindexeket is divergencia jellemezte: az amerikai indexek enyhén tovább emelkedtek, míg az európai tőzsdéken kis mértékű esés volt megfigyelhető. Az elmúlt negyedévben az euro tovább erősödött a többi fejlett ország devizáihoz képest.

Az infláció fenntarthatóan várhatóan a júniusi előrejelzésben jelzett fél évvel későbbre kerülését követően további egy negyedévvvel később, 2019 közepére éri el az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket.

Az elmúlt hónapokban az infláció 2 százalék körül alakult, majd a júniusi Inflációs jelentés prognózisával összhangban a nyár végén 2,5 százalék fölé nőtt. A maginfláció emelkedett, amit a feldolgozott élelmiszerek áremelkedése és a dohány termékkört érintő jövedékiadó-emelés magyaráz. Az alapfolyamatot jellemző mutatók a várakozásainkkal összhangban a maginflációtól érdemben elmaradva 2 százalék körül alakultak. A foglalkoztatás bővülése, a feszes munkaerőpiac, valamint a minimálbér és a garantált bérminimum év eleji emelése a bérek általános, dinamikus növekedését okozták. Várakozásunkkal összhangban a bérek oldaláról érdemi inflációs hatás egyelőre nem azonosítható. A lakosság inflációs várakozásai továbbra is historikusan alacsony szinten alakulnak. Az euro számottevő erősödése Európában általánosan az importált infláció mérséklődése irányába hat. Az EKB várakozásai szerint az euroövezet inflációs rátája még 2019-ben sem éri el a 2 százalék körüli célértéket. Ezzel összhangban a magyar gazdaság esetében is a korábbiaknál visszafogottabb külső inflációs környezetre számíthatunk.

Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció a júniusi prognózisnál jövőre alacsonyabban alakulhat. 2017 végére az infláció a jegybanki céltól távolodva, újból a toleranciasáv aljára csökken. Az elkövetkező hónapokban folytatódik a maginfláció átmeneti növekedése, amit az elmúlt időszakhoz hasonlóan a dohány- és tejtermékek áremelkedése okoz. Az átmeneti hatások kifutásával a maginfláció a jövő év második felében mérséklődik. Az előrejelzési horizonton a dinamikus bérnövekedés költségemelő hatását az év eleji munkáltatói járulék-csökkentés és a vállalati nyereségadó csökkenése mérsékli. A hazai árszínvonal emelkedését a mérsékelt importált infláció és a historikusan alacsony inflációs várakozások mellett a jövő évre bejelentett áfakulcs-csökkentések is lassítják. A júniusi előrejelzésben az inflációs cél fenntartható elérése fél évvel későbbre, 2019 elejére került. A szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzése alapján az árstabilitási cél

elérése ehhez képest további egy negyedévvél később várható. Így az infláció 2019 közepére éri el fenntarthatóan az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket.

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

2017-ben 3,6 százalékos, míg az elkövetkező években 3-4 százalék közötti gazdasági növekedésre számítunk, amellyel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta tovább csökken és a beruházások tovább bővülnek. A beruházások a gazdasági növekedés meghatározó elemévé válnak. Az egyedi nagyberuházások mellett a vállalati beruházási alapfolyamatok erősödése, a lakáspiac élénkülése, valamint az uniós forrásfelhasználás felfutása hozzájárul a beruházások növekedéséhez. A bérek dinamikus emelkedése a vállalatokat hatékonyságnövelő beruházásokra ösztönzi. A vállalati hitelállomány növekedése és a lakáspiaci folyamatok is támogatják a beruházások emelkedését. A kkv-hitelezés bővülése 2015 végétől éves bázison az 5-10 százalékos sávban alakult, ami összhangban áll a fenntartható hitelbővülés mértékével. A teljes vállalati hitelezés folytatódó emelkedésére számítunk, amelyet az idei évben már a Piaci Hitelprogram második szakasza is támogat. A lakossági fogyasztás tartós bővülését az emelkedő foglalkoztatottság mellett a dinamikus reálbéremelkedés és a historikusan magas fogyasztói bizalom támogatja. Emellett a korábban felhalmozott nettó pénzügyi vagyon és a lakossági hitelezés élénkülése, valamint a lakáspiac fellendülésének másodkörös hatásai egyaránt hozzájárulnak a fogyasztásbővüléshez. Az előrejelzési horizonton összességében a költségvetés keresletösztönző hatással bír.

Legfontosabb exportpiacaink gyorsabb gazdasági növekedésére és a külső kereslet élénkebb bővülésére számítunk. 2018-tól kezdődően az új járműipari kapacitások kiépülése is támogatja a kivitel növekedését, 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.

Az EU-források bővülő felhasználása és a belső kereslet élénkülése mellett a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége elmarad a korábbi években tapasztalttól, de továbbra is magasan alakul, ami hozzájárul az ország külső sérülékenységének mérséklődéséhez.

A gazdaság külső finanszírozási képességének 2016 vége óta tartó mérséklődése 2017 első negyedévében is folytatódott. Ez az EU transferek alacsony felhasználásával és a külkereskedelmi egyenleg csökkenésével áll összefüggésben. Előretekintve az EU-források bővülő felhasználása mellett a transferegyenleg emelkedése várható, miközben a bővülő lakossági fogyasztás és beruházás hatására a folyó fizetési mérleg többlete csökken. E két hatás eredőjeként a külső finanszírozási képesség 2017-ben és 2018-ban a GDP 5 százaléka alatt alakul, majd az előrejelzési horizont végén újra emelkedik. A kedvező külső egyensúlyi pozíció továbbra is támogatja a gazdaság külső sérülékenységének csökkenését. A 2017. első félévi folyamatok alapján az államháztartási deficit idén kisebb lehet a tervezettnél. 2018-ban a költségvetési törvényben kitűzött célnak megfelelő hiányt várunk. A gazdasági növekedés és a mérsékelt államháztartási hiány által támogatott adósságcsökkenés folytatódik, és megfelel az Alaptörvény és az uniós jogszabályok által előírtaknak.

A hazai pénzügyi folyamatokat leginkább a kelet-közép-európai régió javuló befektetői megítélése határozta meg. Magyarország kedvező megítélését az S&P hitelminősítő kilátásjavítása is támogatta. A forint felértékelődött, az éven túli bankközi és állampapír-piaci hozamok kissé tovább csökkentek.

Bár a BUBOR-jegyzések, valamint a kamatcsere-ügyletek árazása nem változott érdemben, a határidős pénzügyi kamattjegyzegek enyhén lejjebb tolódtak. A devizaswap-piaci jegyzésekből számított forinthozamgörbe szintén lejjebb tolódott, ami az MNB devizaswap tendereihöz is köthető. Az állampapír-aukciókon a kereslet megfelelő volt, a másodpiaci tendenciákhoz hasonlóan a hozamok a hosszabb lejáratokon mérséklődtek, miközben terv feletti kibocsátásra szintén a hosszabb futamidejű papírok esetében került sor. Az időszak egészében a forint árfolyama felértékelődött az euróval szemben, elsősorban a régió javuló befektetői megítéléséhez, illetve a kedvező fundamentumokhoz kötődően. 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 szeptemberi Inflációs jelentés alappályája mellett lefelé mutató inflációs, és felfelé mutató növekedési kockázatokat érzékelt. A mérsékeltebb külső inflációt és a kelet-közép-európai régió befektetői megítélésének további javulását feltételező alternatív forgatókönyvek az alappályánál alacsonyabb inflációs pályát mutatnak, míg a növekedést nem befolyásolják érdemben. Az alappályában feltételezettnél nagyobb beruházási aktivitás a Monetáris Tanács megítélése szerint pozitív növekedési kockázatot jelent, ami gyorsabb gazdasági növekedést eredményez, míg inflációs szempontból mérsékelt hatású. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács a további kockázatok között a gyorsabb bérnövekedést és dinamikusabb fogyasztásbővülést, valamint az erősebb külpiazi 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 inflációs cél fenntartható elérése a júniusi előrejelzésben jelzett fél évvel későbbre kerülését követően további egy negyedévvél később, 2019 közepére várható. A Monetáris Tanács értékelése szerint a külső környezet továbbra is lefelé mutató inflációs kockázatot hordoz. A Monetáris Tanács megítélése szerint az inflációs cél fenntartható eléréséhez mind az alapkamat, mind a laza monetáris kondíciók tartós fenntartása szükséges.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2016	2017	2018	2019
	Tény		Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció	1,4	2,4	2,7	2,8
Indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció	1,3	2,2	2,7	2,8
Infláció	0,4	2,4	2,5	2,9
Gazdasági növekedés				
Háztartások fogyasztási kiadása	4,9	4,6	3,8	3,0
Kormányzat végső fogyasztása	0,6	-0,1	0,8	0,8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás ⁵	-12,6 (-15,5)	16,2	11,1	4,3
Belföldi felhasználás ⁵	1,8 (1,5)	4,8	4,5	2,8
Export	5,8	6,5	7,7	7,3
Import ⁵	5,8 (5,7)	8,2	8,8	7,2
GDP ⁵	2,2 (2,0)	3,6	3,7	3,2
Munkatermelékenység ⁶	-0,1 (-0,3)	1,5	2,9	2,9
Külső egyensúly¹				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	5,5	3,5	2,5	3,1
Külső finanszírozási képesség	5,5	5,0	4,8	6,2
Államháztartás^{1,4}				
ESA-egyenleg	-1,8	(-1,6) – (-1,8)	(-2,2) – (-2,4)	(-1,8) – (-2,0)
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ²	6,2	12,0	9,5	6,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	3,4	1,7	0,8	0,3
Versenyszféra bruttó átlagkereset ²	5,4	11,5	8,7	6,9
Versenyszféra foglalkoztatottság	3,4	2,2	1,6	0,6
Munkanélküliségi ráta	5,1	4,2	3,9	3,9
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	5,3	5,6	3,8	3,9
Lakossági reáljövedelem ³	4,2	5,2	4,1	2,5

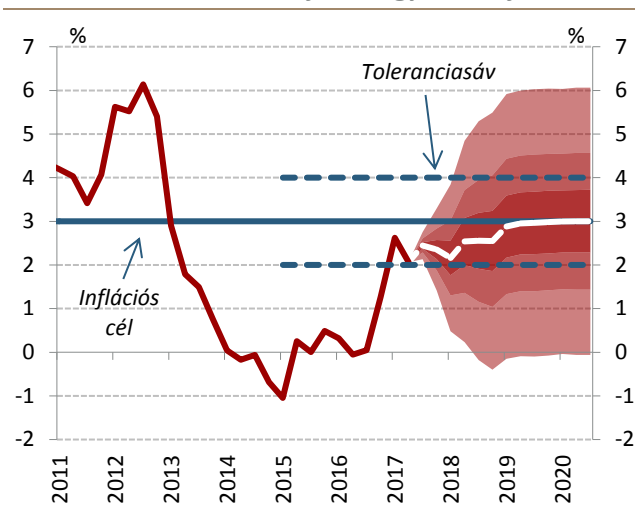
¹ A GDP arányában.² Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.³ MNB-becslés.⁴ Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélküli egyenleget jelöli.⁵ A 2016. évi adatok a várható rutinszerű (a módszertani változások hatását kiszűrve) revíziót figyelembe vevő értékeket mutatják. A zárójelben található értékek a KSH 2017. szeptemberi adatközlése során publikált adatok.⁶ Teljes gazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az inflációs cél elérése korábbi előrejelzésünkhöz képest egy negyedéssel későbbre került, az infláció fenntarthatóan várhatóan 2019 második negyedévében éri el az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket. Rövid távú előrejelzésünk érdemben nem változott a júniusi prognózishoz képest, az infláció várakozásaink szerint a következő hónapokban 2,5 százalék körül alakul, majd 2017 végére a jegybanki céltól távolodva ismét 2 százalék közelébe lassul. Középtávon a mérsékeltebb importált infláció miatt a júniusi prognózisnál alacsonyabb inflációs pályával számolunk. A maginfláció átmeneti hatások – adóváltozás, tejárak emelkedése – miatt 2018 közepéig emelkedik, majd ezek megszűnésével mérséklődik. Előrejelzésünkben a dinamikus bővülő lakossági fogyasztás hatására az adószűrt maginfláció fokozatosan emelkedik.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája

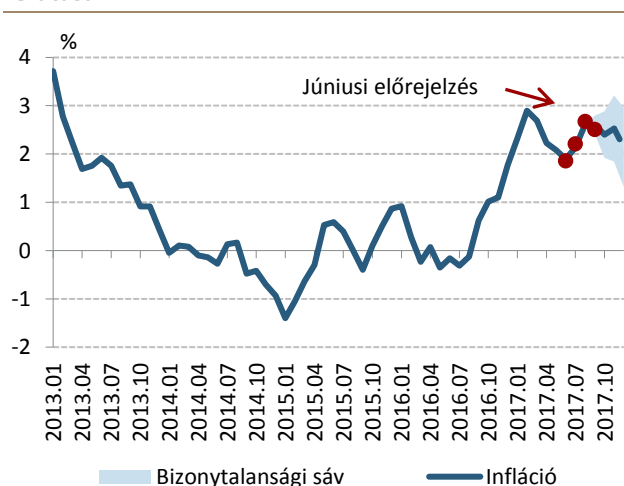


Forrás: KSH, MNB

Előrejelzésünkben a júniusi prognózisnál mérsékeltebb inflációs folyamatokat várunk 2018-ra és 2019-re vonatkozóan. Az előrejelzés változását elsősorban a korábbi várakozásunkhoz képest alacsonyabb importált infláció magyarázza, amit a visszafogottabb külső inflációs környezet, illetve a forint árfolyamának idén nyáron megfigyelt erősödésének árakba való lassú begyűrzése okoz. Az infláció várhatóan 2019 második negyedétől éri el fenntarthatóan a jegybanki 3 százalékos inflációs célt (1-1. ábra). A cél elérése korábbi előrejelzésünkhöz képest egy negyedéssel későbbre került.

Rövid távú előrejelzésünk alapján az infláció a következő hónapokban átmenetileg 2,5 százalék körül alakul, majd 2017 végére – a tavaly év végi üzemanyagár-emelkedés bázishatása következtében – a jegybanki céltól távolodva ismét 2 százalék közelébe lassul (1-2. ábra).

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



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

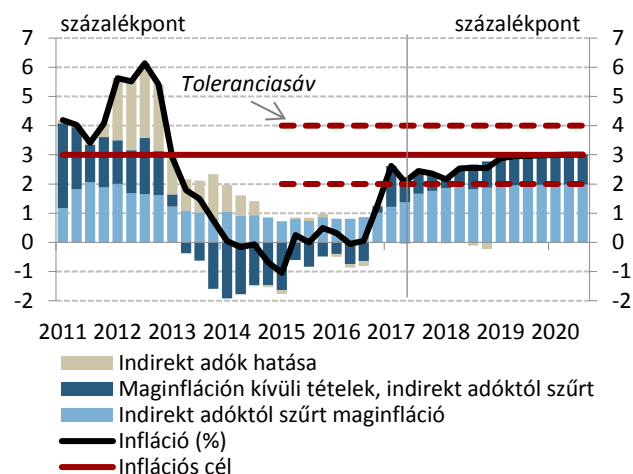
Forrás: KSH, MNB

Az előrejelzési horizonton az eurozóna inflációja változatlanul visszafogottan alakul, a mutató még 2019-ben is elmarad az Európai Központi Bank inflációs céljától. Az EKB legfrissebb előrejelzése alapján a várakozások mérséklődtek a júniusi fordulóhoz képest, amit elsősorban az euro dollárral szembeni erősödése magyaráz.

Az elkövetkező hónapokban folytatódik a maginfláció átmeneti növekedése, amit az elmúlt hónapokhoz hasonlóan a dohány- és tejtermékek áremelkedése okoz. Az egyedi hatások megszűnésével a maginfláció a jövő év második felében mérséklődik (a maginfláció alakulásával az 1-1. keretes írás foglalkozik részletesebben).

Az előrejelzési horizonton az indirekt adóktól szűrt maginfláció folytatódó emelkedésére számítunk (1-3. ábra). Várakozásaink szerint a dinamikus béremelések hatására bővülő lakossági fogyasztás növeli a vállalatok árazási mozgásterét. Ugyanakkor a válság óta megfigyelt hazai és nemzetközi tapasztalatok alapján a fogyasztás élénkülésének inflációs hatása mérsékelt marad. Az adminisztratív béremelések és a feszes munkaerőpiaci kondíciók hatására a versenyszféra bruttó átlagkeresetei az

1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

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

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

Forrás: MNB

elmúlt években tapasztaltnál erőteljesebben növekednek. **A munkaerőpiacról érkező inflációs hatás azonban továbbra is mérsékelt marad.** A béremelések költségnövelő hatását ellensúlyozza a szociális hozzájárulási adó és a TAO csökkentése, a fehéredési hatás, illetve a munkaerőköltség és az árak között a válság utáni időszakban meggyengült kapcsolat. A munkaerőpiacról érkező mérsékelt inflációs hatást támasztja alá, hogy az év eddigi részében nem volt megfigyelhető általános áremelkedés a **piaci szolgáltatások körében**. Csak egyes kisebb súlyú, munkaintenzív ágazatokban – vendéglátás és szálláshely-szolgáltatás – gyorsult az árak emelkedési üteme. A következő évben a magasabb bérdinamika költségoldalról jelentkező inflációs hatását az **addicionális járulékcsoökkentés is tompítja**. Összességében a **béremelkedés inflációs hatása mérsékelt marad**.

A maginfláción kívüli termékkör esetében visszafogott áremelkedés várható (1-1. táblázat). A termékkör árdinamikáját alapvetően meghatározó olajár esetében a határidős jegyzések alapján visszafogott áremelkedés valószínűsíthető. A nyers élelmiszerek esetében határidős jegyzésárak alapján fokozatos áremelkedésre számítunk. Prognózisunkban azt feltételezzük, hogy a szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig.

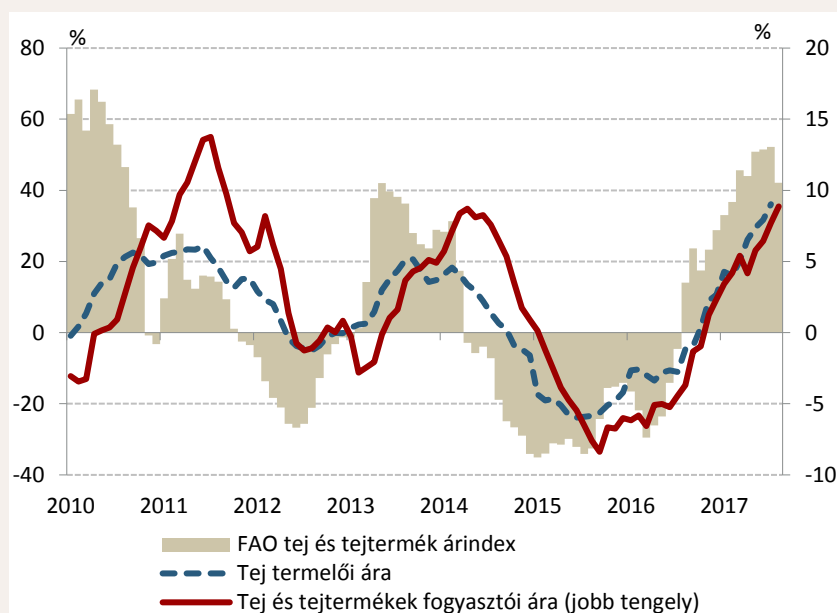
Az indirektadó-változások hatásai összességében 2017-ben kioltják egymást, míg 2018-ban az infláció enyhe csökkenésének irányába mutatnak. 2017-ben a dohány termékkört érintő – EU-s jogharmonizáció következtében megvalósuló – januári és júliusi jövedékiadó-változások inflációra gyakorolt hatását ellensúlyozzák a januárban életbe lépett áfacsökkentések, illetve az áprilistól a tavaly szeptemberi szintre csökkent üzemanyag-jövedékiadó is. 2018 januárjában az áfacsökkentések (internet, az éttermi szolgáltatások, hal, sertésbelsősegek) az árcsökkenés irányába hatnak.

1-1. keretes írás: A maginfláció emelkedésének okai

A maginfláció az inflációs alapfolyamatok elemzése során az egyik leggyakrabban használt mutató, így a változása mögött meghúzódó tényezők vizsgálata kiemelt kérdés. 2016 augusztusa óta a **maginfláció fokozatos emelkedése volt megfigyelhető**, a mutató 1,2 százalékról 2,8 százalékra növekedett egy év alatt. **Aktuális előrejelzésünkben rövid távon további emelkedésre számítunk.** Az **egyéb inflációs alapmutatók** (keresletérzékeny termékek inflációja és ritkán változó árú termékek inflációja) ugyanakkor a **maginflációtól továbbra is érdemben elmaradva 2 százalék körül alakulnak.** Az alábbi keretes írás a **maginfláció emelkedésének okait elemzi, illetve bemutatja, hogy az egyes tényezők mennyiben tekinthetők tartósnak.**

A maginfláció elmúlt időszaki emelkedésének jelentős részét a feldolgozott élelmiszerek áralakulása magyarázta. Az élelmiszerek áremelkedésének gyorsulása egy jól azonosítható termékkörhöz, a **tej és a tejtermékek áremelkedéséhez** kötődik, ami mögött elsősorban a termelői árak tavaly szeptember óta tartó növekedése áll. **2016 közepe óta a tej termelői ára több mint 30 százalékkal emelkedett a tej világpiacon a növekedésével összhangban** (1-4. ábra). Az uniós termelői tejkvóta 2015. évi eltörlését követően az akkor kialakuló túlkínálat miatt a tej tőzsdei és felvásárlási ára jelentősen csökkent, ami a termelőket a visszaeső jövedelmezőség miatt az állatállomány csökkentésére és a tejtermelés visszafogására ösztönzte. Mindez a tejárak emelkedését okozta, amit hazánkban tovább erősít, hogy a hazai felvásárlási árak jelentősen elmaradnak a külföldiektől. Előretekintve az árak emelkedése következtében a termelés növekedhet, ami a piac stabilizálásán keresztül az áremelkedés ütemének mérséklődését okozza. Ennek eredményeképpen **előrejelzésünk szerint a tej és tejtermékek maginflációhoz való hozzájárulása 2018 második felétől csökken** és a hosszú távú historikus átlag közelében alakul (1-5. ábra).

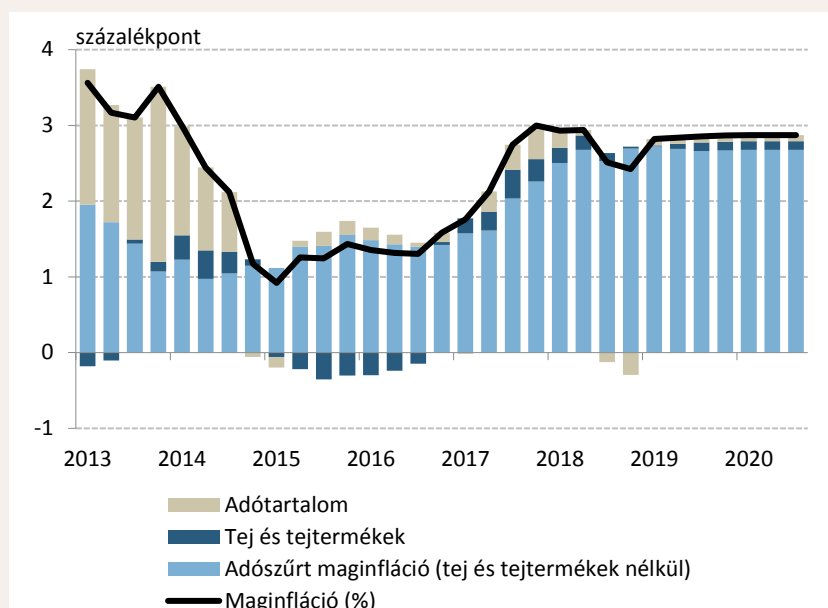
1-4. ábra: A tej termelői és fogyasztói árának éves változása



Forrás: KSH, FAO

A maginfláció elmúlt időszaki emelkedésében fontos szerepet játszik továbbá a **dohánytermékek jövedékiadó-emelés miatti árváltozása**. 2016 szeptemberében, illetve 2017 januárjában és júliusában európai uniós jogharmonizáció következtében több lépcsőben emelkedett a dohánytermékek jövedéki adója. Korábbi tapasztalatok alapján a jövedéki adó változásának hatása nem csak az adóváltozás életbe lépésének hónapjában jelentkezik, hanem elnyújtva több hónap alatt jelenik meg teljes mértékben a dohánytermékek árában. **A jövedékiadó-emelés a maginfláció fokozatos növekedését okozza** az idei év hátralévő részében. **Ez azonban átmeneti hatásnak tekinthető, a jövedékiadó-változás hatásainak begyűrését követően az adótartalom változásának maginflációs hatása 2018 elejétől fokozatosan mérséklődik.** 2018 második felétől az adótartalom alakulása már a maginfláció csökkenésének irányába hat, a 2018. januári áfacsökkentések (internet, éttermi szolgáltatások) hatása már meghaladja a jövedékiadó-emelésekből származó fokozatosan mérséklődő hatást.

1-5. ábra: A maginfláció felbontása



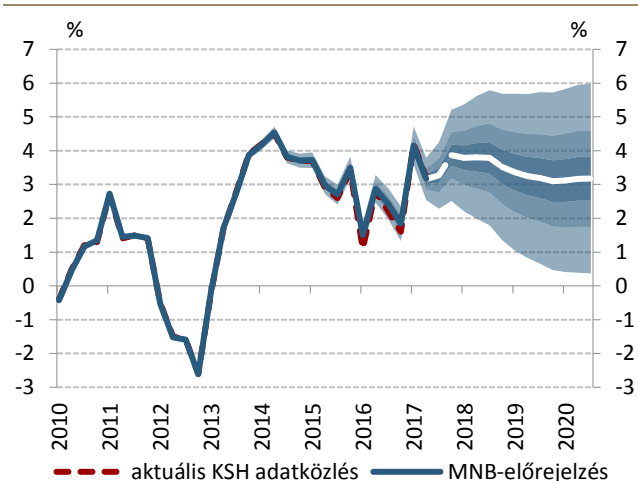
Forrás: KSH, MNB

Az átmeneti hatásoktól eltekintve az adósúlyozott maginfláció fokozatos emelkedése várható. Az iparcikkek inflációja visszafogott szinten tartózkodik, amit elsősorban a mérsékelt nemzetközi inflációs környezet magyaráz. **A piaci szolgáltatások esetében a korábbi éveknek megfelelő árdinamika tapasztalható,** az év első felét jellemző dinamikus béremelkedés hatása csak egyes kisebb súlyú, munkaintenzív szolgáltatások árazásában – vendéglátás és szálláshelyszolgáltatás – jelentkezett és nem tekinthető általánosnak. Összességben az várható, hogy **a maginfláció 2018 közepéig emelkedik, majd ezt követően az átmeneti hatások – adóváltozás, tejárak emelkedése – megszűnésével mérséklődik.**

1.2. Reál gazdasági előrejelzésünk

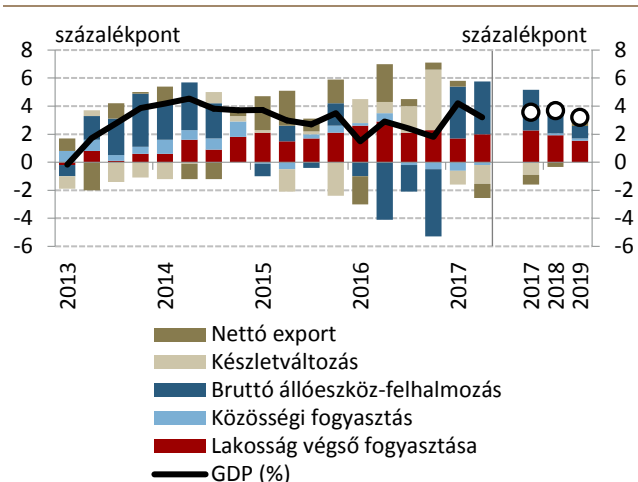
2017-ben 3,6, 2018-ban 3,7, míg 2019-ben 3,2 százalékos gazdasági növekedésre számítunk. Előrejelzésünk szerint az idei év második felében a GDP növekedési üteme fokozatosan gyorsul, ugyanakkor az év hátralévő részében technikai hatások (munkanaphatás, mezőgazdasági teljesítmény várható korrekciója, járműipari gyárleállások) lassítják a gazdaság bővülését. A növekedésben továbbra is jelentős szerep jut a belföldi kereslet erősödésének, amelyben meghatározó a beruházások és a lakossági fogyasztás bővülése. Előretekintve a beruházások éveken átívelő, dinamikus bővülésére számítunk. A bejelentett egyedi nagyberuházások mellett a vállalati szektor beruházási alapfolyamatai várakozásaink szerint tovább javulnak, amit a jegybanki programok és a kvv-hitelek jelentős bővülése is ösztönöz. A lakossági beruházások emelkedését a kedvező jövedelmi és hitelezési folyamatok, míg az állami beruházások bővülését az uniós és saját forrásból megvalósuló projektek egyaránt támogatják. A lakossági fogyasztás növekedését a dinamikus reálbéremelkedés, a magas nettó pénzügyi vagyon, a lakossági hitelezés élénkülése, valamint a lakáspiac fellendülésének másodkörös hatásai egyaránt ösztönzi. A fogyasztás növekedését a historikusan magas szinten stabilizálódó lakossági bizalom is támogatja. A költségvetés keresletbővítő hatása élénkíti a hazai gazdasági növekedést. A külső kereslet javulása mellett a hazai exportteljesítményt az év hátralévő részében átmenetileg lassíthatják a járműipari modellváltáshoz kötődő gyárleállások. Az új kapacitások termelőre fordulásával 2018-tól a kivitel dinamikusabb bővülésére és az exportpiaci részesedésünk emelkedésére számítunk. Az importigényes belső keresleti tételek (beruházások, fogyasztás) felfutásával a nettó export idén és jövőre lassítja a gazdasági növekedést.

1-6. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: A várható rutinrevíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés. Forrás: KSH, MNB

1-7. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához



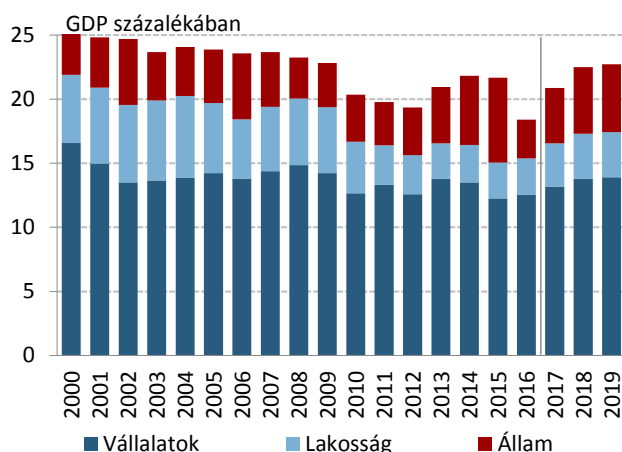
Megjegyzés: A várható rutinrevíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés. Forrás: KSH, MNB

Előrejelzésünk szerint az elkövetkező években **3–4 százalékos közötti gazdasági növekedés** valósulhat meg, 2017-ben a GDP 3,6, 2018-ban 3,7, míg 2019-ben 3,2 százalékos bővülésére számítunk (1-6. ábra). A növekedésben **rövid távon továbbra is jelentős szerep jut a belföldi kereslet erősödésének**, amelyben meghatározó a magánberuházások és a lakossági fogyasztás bővülése (1-7. ábra).

Prognózisunkban a **beruházások általános, dinamikus bővülésére számítunk**, összhangban a magánszektor és az állam beruházási aktivitásának együttes növekedésével. A nemzetgazdasági beruházások bővülése az év első felében bekövetkezett jelentős emelkedést követően a következő években is folytatódik. Az elkövetkező években a nemzetgazdasági **beruházási ráta emelkedik és tartósan 20 százalék felett alakul** (1-8. ábra).

A **vállalati szektor beruházási alapfolyamatai várakozásaink szerint tovább javulnak**, összhangban az emelkedő belső kereslettel, az alacsony kamatkörnyezettel, a piaci alapú hitelezés ösztönzését szolgáló jegybanki lépésekkel (mint a Piaci Hitelprogram második fázisa), a bankadó fokozatos kivezetésével, valamint a kvv-hitelek jelentős bővülésével (1-9. ábra). Előrejelzésünk szerint a kis- és közepes vállalatok hitelállományának növekedése a fenntartható 5–10 százalékos sávban alakul. A korábban bejelentett jelentős járműipari kapacitásbővítések mellett a MOL eddigi történetének egyik legnagyobb méretű organikus beruházását valósítja meg a következő években. A **nagyberuházások nemcsak közvetlenül, hanem a másodkörös, tovagyrúzó hatásokon keresztül is támogatják a hazai GDP bővülését**.

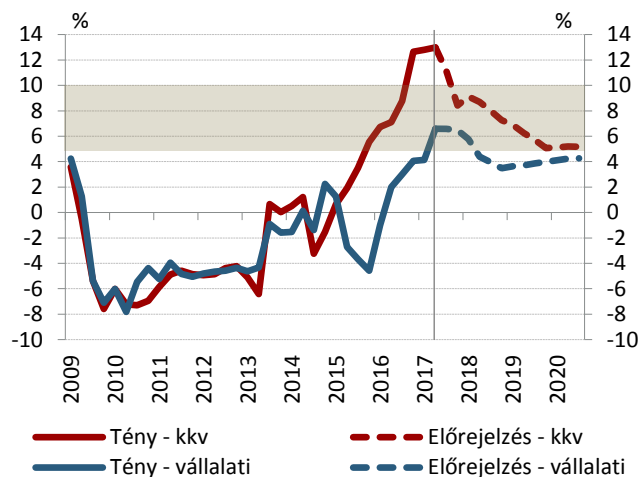
1-8. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Megjegyzés: A várható rutinrevíziók hatását is figyelembe véve.

Forrás: KSH, MNB

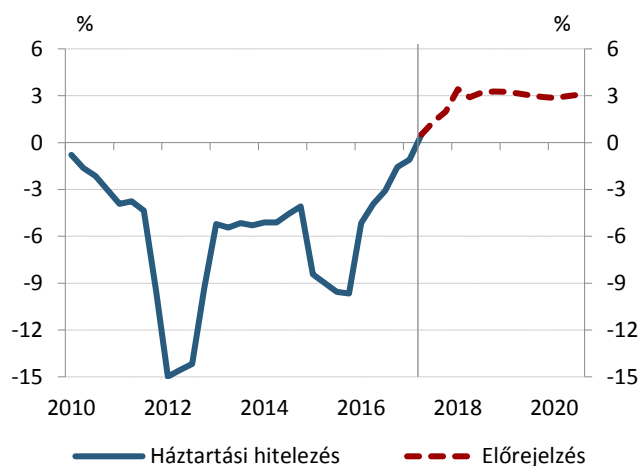
1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú, éves változás.

Forrás: MNB

1-10. ábra: A háztartási hitelezés éves változása



Forrás: MNB

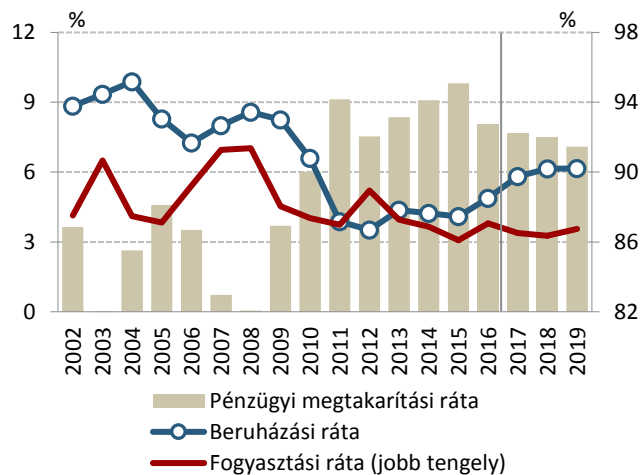
Előrejelzésünkben az uniós és saját forrásból megvalósuló állami beruházások bővülését várjuk. A 2014-2020-as uniós költségvetési ciklus az állam beruházási teljesítményének érdemi bővülése mellett a vállalati beruházásokra is élénkítő hatású, hiszen az új ciklusban a gazdaságfejlesztés nagyobb hangsúllyal szerepel. A paksi nagyberuházás első munkálatai már 2018-ban megkezdődnek, azonban a beruházások érdemi felfutása csak a rákövetkező éveket érinti.

A háztartások beruházási aktivitásának emelkedését a stabil munkaerőpiaci kilátások, a javuló jövedelmi folyamatok, az otthonteremtési program keresletösztönző hatása, illetve a fogyasztóbarát lakáshitelek is támogatják. Az elmúlt időszakban jelentősen bővülő építési engedélyek, a CSOK igénybevétele, illetve a lakossági hitelezés élénkülése a háztartások beruházási aktivitásának emelkedését vetíti előre (1-10. ábra). A hazai lakáspiacon azonosítható érdemi növekedési tartalék alátámasztja a lakáspiac élénkülésének várt folytatódását. A következő években a lakosság beruházási rátájának emelkedésére számítunk.

Előrejelzésünkben a lakossági fogyasztás folytatódó bővülésére számítunk. A fogyasztás emelkedését az élénk bérdinamikával és a foglalkoztatás folytatódó bővülésével összefüggő **kedvező jövedelmi folyamatok** támogatják, emellett a korábban felhalmozott magas nettó pénzügyi vagyon, valamint a lakossági hitelezés élénkülése egyaránt hozzájárulnak a háztartások fogyasztásának emelkedéséhez. A fogyasztás növekedését a **historikusan magas szinten stabilizálódó bizalom** is támogatja. Előretekintve a hitelezési folyamatok egészséges szerkezetben megvalósuló tartós élénkülésére számítunk a háztartási szektorban, mivel a túlhitelezési kockázatnak a jegybank adóssághék 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. A fogyasztás bővülésének irányába mutat a válság időszakában, illetve az azt követően elhalasztott fogyasztásból származó **helyreállítási potenciál**, amit a historikus összevetésben mérsékelt szinten tartózkodó fogyasztási ráta és a tartós termékek vásárlásának régiós összehasonlításban alacsony szintje is alátámaszt.

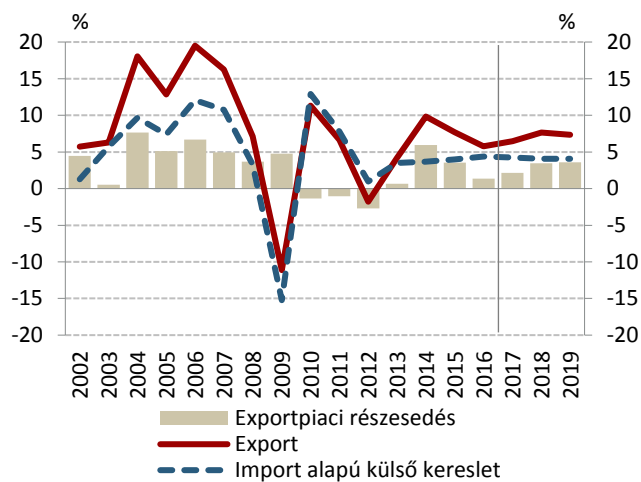
Várakozásaink szerint az **élénk bérdinamika előretekintve a fogyasztás mellett a lakosság beruházási és megtakarítási döntéseiben is megmutatkozik.** Feltevéseink szerint a háztartások a kedvező jövedelmi folyamatok hatására magasabb megtakarításokat halmoznak fel, ezzel

1-11. ábra: A lakosság rendelkezésre álló jövedelmének felhasználása



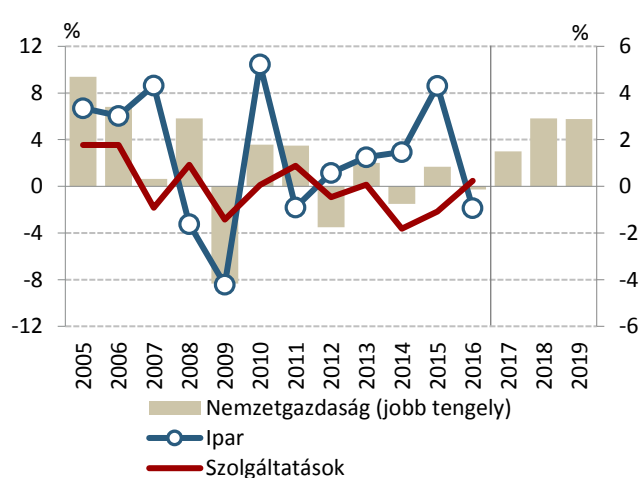
Forrás: KSH, MNB

1-12. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Forrás: KSH, MNB

1-13. ábra: A munkatermelékenység éves változása



Megjegyzés: A GDP termelésében foglalkoztatottak, nemzeti számlás adatok.

Forrás: KSH, MNB

elősegítve későbbi lakásvásárlásait. Aktuális prognózisunk szerint a megtakarítási ráta a korábbi előrejelzéshez képest magasabban alakul – azonban előretekintve továbbra is csökken a jelenlegi magas szintjéről. A beruházási ráta emelkedése a lakáspiaci ciklus felfutásával párhuzamosan folytatódik, míg a fogyasztás a jövedelmekkel arányosan emelkedik (1-11. ábra).

A világgazdaság teljesítményére vonatkozó előrejelzések összességében felfelé módosultak az elmúlt időszakban és **egy erősödő európai konjunktúra kibontakozását vetítik előre**. Előretekintve a **közép-kelet-európai régió dinamikus gazdasági teljesítménye** is támogatja az európai növekedést. Összességében a kedvező konjunkturális kilátások nyomán a júniusi feltevéseinkhez képest a **külső kereslet enyhén magasabb bővülésre számítunk**, ugyanakkor a **főbb felvevőpiacaink kedvezőbb növekedése elsősorban a belső keresleti tételekhez köthető**, ami kevésbé előnyös a hazai exportszerkezet szempontjából. A külső kereslet javulása mellett a hazai exportteljesítményt az év hátralevő részében **átmenetileg lassíthatják a modellváltásához kötődő járműipari gyárleállások**, amit a visszafogott júliusi ipari termelés is alátámaszt. Az új kapacitások termelőre fordulásával 2018-tól a kivitel dinamikusabb bővülésére és az exportpiaci részesedésünk további emelkedésére számítunk (1-12. ábra). A gazdasági ciklusoktól és külső finanszírozástól kevésbé függő szolgáltatás-kereskedelem folytatódó emelkedését várjuk, ami így pozitívan járul hozzá a külkereskedelmi egyenleghoz. 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**.

Várakozásunk szerint a tavalyi év kiemelkedő mezőgazdasági teljesítményét követően az ágazat az idei évben érdemi korrekciót mutat. A mezőgazdasági terméseredményekről még nem állnak rendelkezésre részletes adatok, de az előzetes információk alapján és termésbecslések alapján a kukorica, a búza, illetve egyéb fő szántóföldi növények termésmennyisége is érdemben elmaradhat a tavalyi évi historikusan magas szinttől. Előrejelzésünk szerint az ágazat hozzáadott értéke érdemben visszaeshet és közel **0,5 százalékponttal mérsékelheti az idei gazdasági növekedést**.

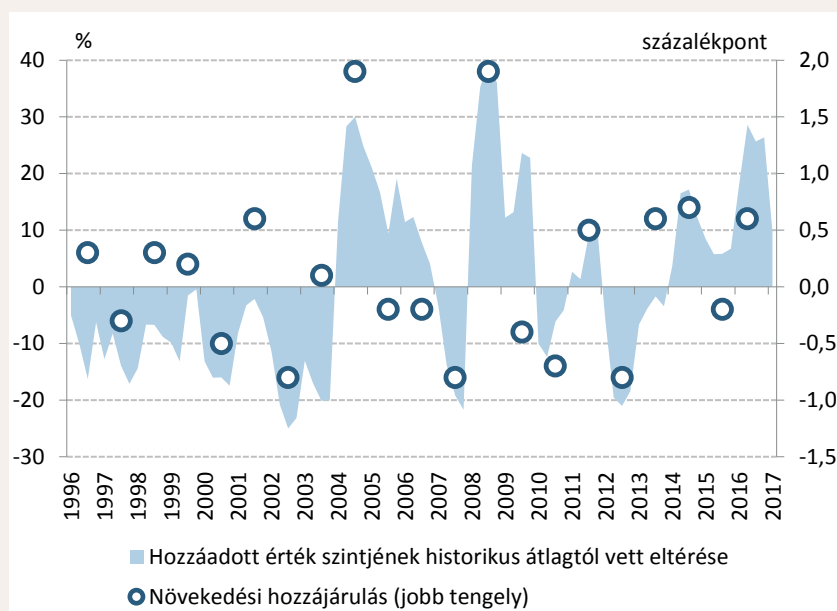
A potenciális növekedés az előrejelzési horizonton élénkül, amit elsősorban a magánberuházások bővülése és a munkaerőpiaci aktivitás trendszerű emelkedése okoz. A kapacitások bővítését célzó vállalati beruházások dinamikus növekedését – és így a tőkeállomány emelkedését – a

Növekedéstámogató Program, a mérséklődő bankadó és a vállalatok által lehívható EU-források egyaránt elősegítik. **Előrejelzésünkben a munkatermelékenység javulására számítunk (1-13. ábra).** Az élénkülő magánberuházások a fejlett berendezések üzembe helyezése és a modern ipari létesítmények felépítése mellett a magasabb hozzáadott értékű termeléshez szükséges tudás átvétele által is emelik a termelékenységet. A bejelentett nagyberuházások és a beszállítói hálózat kapacitásbővítései pozitív visszacsatolást indítanak el a magasabb hozzáadott értékű piaci szolgáltatások körében.

1-2. keretes írás: A mezőgazdaság teljesítménye várhatóan érdemi korrekciót mutat az idei évben

A tavalyi évben az agrárium teljesítménye historikus összevetésben is kedvezően alakult, a legfontosabb növényi kultúrák betakarított termésmennyisége több esetben is megközelítette a historikus csúcst. Az ágazat hozzáadott értéke 16,8 százalékkal bővült, aminek eredményeként érdemben – 0,6 százalékponttal – járult hozzá a GDP növekedéséhez (1-14. ábra). Historikus tapasztalatok, valamint a jelenleg rendelkezésre álló adatok alapján azonban **az idei évben korrekció várható az ágazat teljesítményében.** Az idei év első felében az agrárium hozzáadott értéke 10,1 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához viszonyítva.

1-14. ábra: A mezőgazdaság teljesítményének alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított és kiegyensúlyozott adatok alapján.

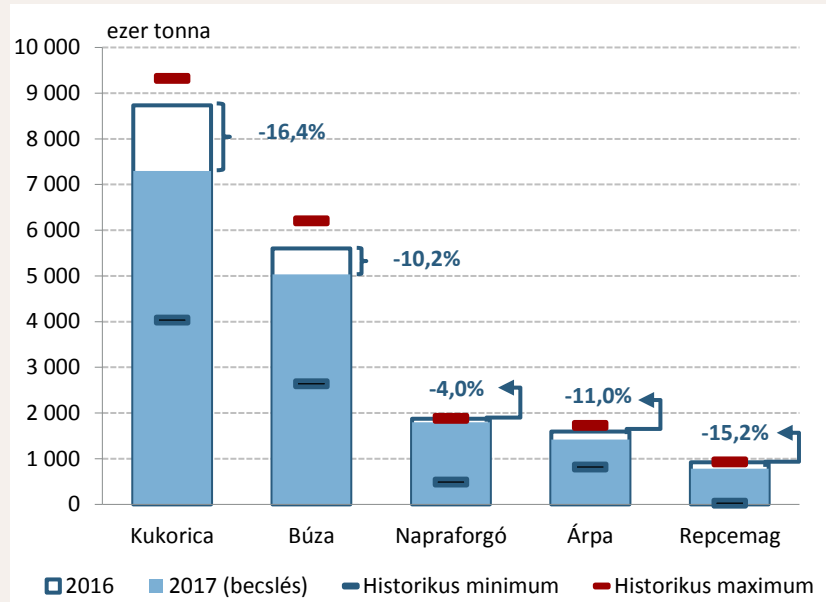
Forrás: KSH

A hazai mezőgazdasági kibocsátás – az Európai Unió tagországaival összehasonlítva is – jelentős ingadozást mutat, így teljesítményének előrejelzése különösen nehéz. Ugyanakkor **historikus tapasztalatok alapján a kedvező időszakokat többnyire visszafogottabb évek követték.** 1996 és 2015 között hat évben volt jelentős – 0,5 százalékpontot elérő vagy meghaladó – az ágazat növekedési hozzájárulása. A hat esetben ötször lassította az ágazat a GDP növekedését a következő évben. A tavalyihoz hasonlóan kiugróan jó mezőgazdasági teljesítményt hozott a 2004-es és a 2008-as év, mindkét esetben gyengébb agrárteljesítmény jellemezte a rákövetkező éveket.

Az ágazat hozzáadott értékének érdemi volatilitása mögött elsősorban az időjárási viszonyoknak közvetlenül kitett növénytermesztés relatíve magas súlya áll, a hazai állattenyésztés hozzáadott értéke jellemzően stabilan alakult az elmúlt évtizedben. A mezőgazdaság teljesítményére így elsősorban a kibocsátásban nagy súlyú gabonatermés várható alakulása alapján lehet következtetni.

A korábbi évek tapasztalatai, valamint az eddig rendelkezésre álló terméseredmények alapján az idei gabonatermés elmaradhat a tavalyi historikusan magas szintjétől (1-15. ábra). A gyengébb termést érdemben befolyásolhatta a tavalyitól elmaradó teljes termőterület, valamint bizonyos országrészekben a kedvezőtlen időjárás (év eleji fagyok, nyáron kevés csapadék) is. A termés minőségében és a hozamokban jelentős különbségek figyelhetők meg országszerte.

1-15. ábra: A fontosabb szántóföldi növények betakarított termésmennyisége



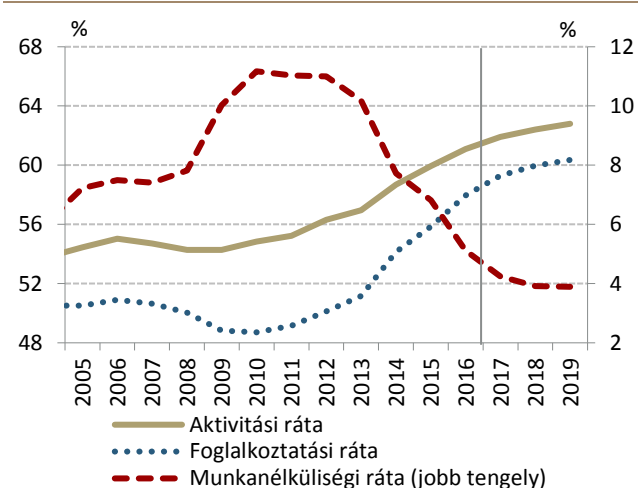
Forrás: KSH, AKI

A növénytermesztés 2017-ben valószínűsíthető visszafogottabb teljesítményét az állattenyésztés csak részben enyhítheti. Egyfelől a hazai agrárium szerkezetében a súlya elmarad a növénytermesztésétől, másfelől teljesítménye jellemzően stabilabban alakul.

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

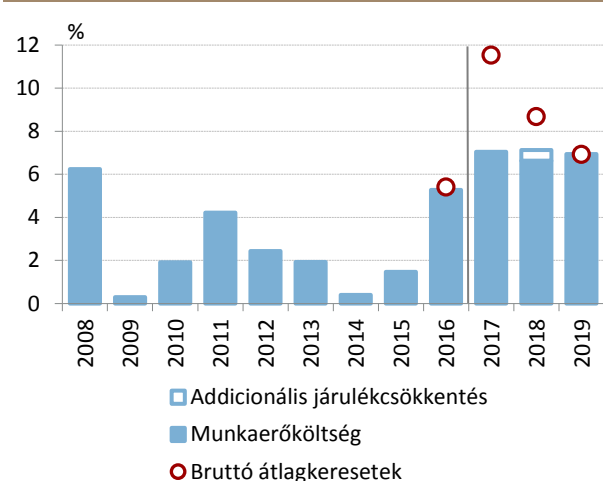
Előrejelzési horizontunkon a nemzetgazdaság és a versenyszféra foglalkoztatottsága is lassuló ütemben emelkedik tovább, míg a jelenleg is historikusan alacsony munkanélküliségi ráta csökkenése tovább folytatódik. A versenyszféra magas munkaerő-kereslete és a szűkülő szabad munkaerő-kapacitások a bérek dinamikus növekedését okozzák, amihez az év eleji jelentős minimálbér- és garantált bérminimum-emelések is érdemben hozzájárulnak. A feszes munkaerőpiac és a bérmegállapodás együttes hatása az elmúlt években tapasztaltnál erőteljesebb nominális bérdinamikát eredményez a versenyszférában.

1-16. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH, MNB

1-17. ábra: A munkaerőköltség és a bruttó átlagkereset éves változása a versenyszférában



Forrás: KSH, MNB

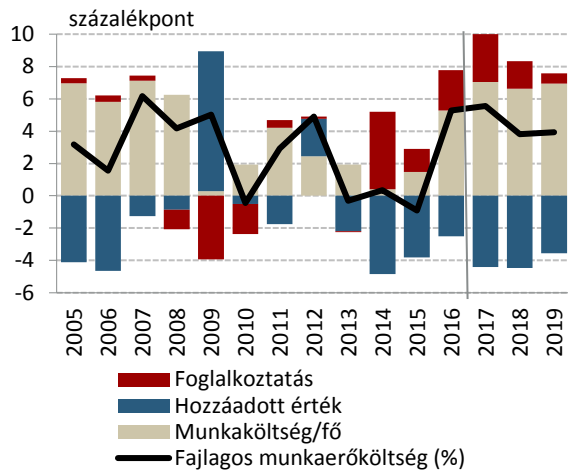
Várakozásunk szerint a munkaerő-kínálat emelkedése az elmúlt időszakban tapasztaltnál enyhébb lehet az elkövetkező években. Az aktivitás bővülése a foglalkoztatás emelkedése és a munkanélküliség további csökkenése mellett valósul meg. Az aktívák számának növekedéséhez a munkaerőpiachoz szorosabban kötődő inaktív munkaerőpiacra áramlása járul hozzá, ugyanakkor a demográfiai folyamatok előretételek egyre inkább korlátot jelentenek a munkaerő-kínálat bővülésének (1-16. ábra).

A 2018-ban érvénybe lépő, **közfoglalkoztatást szűkítő kormányzati intézkedések** és a 2018-ra tervezett költségvetési keretszűkítés következtében a közfoglalkoztatottak száma harmincezer fővel csökken az előrejelzési időszakban. A programból kikerülők egy része fokozatosan visszaáramolhat az elsődleges munkaerőpiacra. Várakozásaink szerint az élénk béremelkedés következtében a szakképzett munkaerő külföldre vándorlása mérséklődhet, valamint a közfoglalkoztatotti és a versenyszférában elérhető keresetek közötti különbség emelkedése nagyobb ösztönzést jelenthet a közfoglalkoztatottak számára, hogy megjelenjenek a piaci alapú foglalkoztatásban.

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 tovább.** A foglalkoztatottság folytatódó emelkedésével a **munkanélküliség jelenleg is historikusan alacsony szintje tovább csökken.**

Az év eleji adminisztratív intézkedések érdemben befolyásolják a bérezési folyamatokat 2017–2018-ban. A **minimálbér és a garantált bérminimum emelése** a munkavállalók jelentős hányadát közvetlenül érinti, továbbá a bértorlódás elkerülése miatt a magasabb kereseti kategóriákban **érdemi átgűrűző hatásra** is számítunk. A szűkülő szabad munkaerő-kapacitások következtében a gazdasági ágazatok és a vállalatok között is egyre erőteljesebb bérverseny alakul ki a munkaerő pótlása és megtartása érdekében.

1-18. ábra: A fajlagos nominális munkaerőköltség növekedésének felbontása a versenyszférában



Forrás: KSH, MNB

Előrejelzésünkben a júniusi prognózisnál magasabb bérnövekedésre számítunk. Várakozásunk szerint a versenyszféra nominális bérdinamikája 2017. január-szeptemberben az előző év azonos időszakához képest meghaladja a 11 százalékot, ami a bérmegállapodás értelmében az eredeti két százalékpont mellett a munkáltatói járulék további fél százalékpontos csökkenését eredményezi. Az addicionális járulékcsökkenés ösztönözheti a vállalatokat, hogy az idei év végére tervezett prémiumkifizetéseket 2018 elejére halasszák. A dinamikus béremelkedés költségekre gyakorolt hatását 2018-ban mérsékli a munkáltatói járulék addicionális csökkenése, így a munkaerőköltség a bruttó átlagkereseteknél visszafogottabb mértékben emelkedik (1-17. ábra).

A versenyszféra fajlagos munkaerőköltsége az elkövetkező években csak mérsékeltebb ütemben emelkedik, összhangban az élénkülő gazdasági teljesítménnyel és a versenyszférában foglalkoztatottak számának enyhébb növekedésével (1-18. ábra).

1-3. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

Magyarország egy kis nyitott gazdaság, így a legfontosabb makrogazdasági változókra készített előrejelzéseink 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		
	Június	Aktuális	Június	Aktuális	Június	Aktuális	2017	2018	2019
EUR/USD	1,10	1,13	1,12	1,20	1,12	1,20	2,7%	7,1%	7,1%
Olajár (USD/hordó)	51,9	52,3	52,1	53,9	52,1	54,4	0,8%	3,5%	4,4%
Élelmiszerárak									
Búza (USD/véka)	4,40	4,42	5,04	5,01	5,42	5,41	0,5%	-0,6%	-0,2%
Kukorica (USD/véka)	3,73	3,64	4,02	3,89	4,13	4,14	-2,4%	-3,2%	0,2%
Eurozóna inflációja (%)	1,5	1,5	1,3	1,2	1,6	1,5	0,0 szp.	-0,1 szp.	-0,1 szp.
Felvetőpiacaink növekedése*(%)	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	0,1 szp.	0,1 szp.	0,1 szp.

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

Forrás: CBT, Bloomberg, OECD, Consensus Economics, MNB, EKB

Az elmúlt időszakban a Brent nyersolaj hordónkénti ára jelentős ingadozást mutatva 45–55 dollár között alakult. Jelenleg az olajárak az elmúlt hetek emelkedését követően a sáv felső részében tartózkodnak, amihez az Egyesült Államok déli részét sújtó hurrikánok okozta átmeneti áremelkedés is hozzájárult. Az árak növekedését – az átmeneti hatásoktól eltekintve – a kereslettől elmaradó kitermelés következtében csökkenő nyersolajkészletek is magyarázzák. A csökkenő készletek ellenére a jelenlegi előrejelzések szerint a piacon tapasztalható túlkínálat még 2018-ban is fennmarad és **a piaci egyensúly elérése csak 2019-ben várható**. Az árak jövőbeli alakulását továbbra is jelentős bizonytalanság övezi. Az elmúlt időszakban megnövekedett geopolitikai kockázatok (észak-koreai konfliktus, venezuelai belpolitikai válság, Iránt érintő szankciók esetleges visszaállítás) az árak emelkedését okozhatják. Ezzel szemben azonban számottevő mértékű lefelé mutató kockázatok is azonosíthatók, ugyanis az OPEC tagok termeléskorlátozási megállapodásának való csökkenő arányú megfelelés és kitermelés-növekedés az olajárak emelkedése ellen hathat. **Össességében a határidős jegyzésárak alapján a dollárban kifejezett olajárak magasabban alakulnak a júniusi feltevésünknél és előretekintve lassan emelkedő pályát vetítenek előre.**

Az elmúlt időszakban mind euro-, mind dollárspecifikus tényezők az euro erősödése irányába hatottak (az EUR/USD árfolyam változásának okaival részletesebben a 3.1. keretes írás foglalkozik). Ezzel összhangban aktuális feltevésünk alapján az **EUR/USD** keresztárfolyamára vonatkozóan **a júniusi feltevésünknél enyhén magasabb pályára számítunk**. Az euro dollárral szembeni erősödése ellensúlyozta a magasabb olajárak hatását, így összességében az **euróban mért olajárakra vonatkozó feltevések mérséklődtek júniushoz képest**.

Az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzésében mérsékelte az euroövezet inflációjára vonatkozó várakozását. Az alacsonyabb infláció oka elsősorban az euro dollárral szembeni elmúlt időszakban megvalósuló erősödése. **Az eurozóna inflációja továbbra is cél alatt alakul** a következő években. Az előrejelzési horizonton az eurozóna inflációja a 2017-re prognosztizált 1,5 százalékról 2018-ban érdemben 1,2 százalékra csökken az olajár-alakuláshoz kapcsolódó bázishatás következtében, melynek megszűnése 2019-re várható. Ezt követően főként a gazdasági konjunktúra élénkülése, illetve az egyre feszesedő munkaerőpiac felől érkező költségoldali hatások (erősödő nominális bérdinamika) növekedése következtében az infláció 1,5 százalékra emelkedik.

A kedvező európai konjunkturális kilátások nyomán a júniusi feltevéseinkhez képest a külső keresletünk enyhén magasabb növekedésére számítunk. A világgazdaság teljesítményére vonatkozó előrejelzések összességében felfelé módosultak az elmúlt időszakban és egy erősödő európai konjunktúra kibontakozását vetítik előre. Előretekintve a közép-kelet-európai régió dinamikus gazdasági teljesítménye is támogatja az európai növekedést. Össességében a kedvező konjunkturális kilátások nyomán a júniusi feltevéseinkhez képest a külső kereslet enyhén magasabb növekedésére számítunk.

A határidős jegyzések alapján a búza és a kukorica esetében is fokozatos áremelkedés várható, ami ütemét tekintve lényegében megegyezik a júniusi Inflációs jelentés feltevésével.

A költségvetési folyamatokra vonatkozó ismereteink és feltevéseink nem változtak érdemben a júniusi Inflációs jelentéshez képest. Számottevő költségvetési hatással bíró új intézkedések bejelentésére nem került sor. Az uniós támogatások kifizetését elősegíti a kiadási keretek kormányhatározat által történt megemlése. Ugyanakkor változott a feltevésünk a 2018-ban esedékes addicionális 0,5 százalékpontos szociális hozzájárulási adókulcs csökkentése kapcsán. **Várakozásunk szerint az év első kilenc hónapjában a versenyszféra bruttó átlagkereseteinek emelkedése meghaladja a 11 százalékot, ezért előrejelzésünk tartalmazza az ennek nyomán életbe lépő kulcscsökkentést 2018-ra vonatkozóan.**

A tényadatok arra utalnak, hogy az adóbevételek meghaladják korábbi várakozásunkat, az EU-támogatások effektív felhasználása pedig kismértékben elmaradhat attól. Elsősorban a keresettömeg várakozáson felüli emelkedése okozhatta, hogy a személyi jövedelemadó és a járulékbévételek az elmúlt hónapokban kissé magasabban alakultak a júniusi várakozásunknál. A makropályában tartósnak feltételezett béremelkedés a teljes előrejelzési horizonton növeli az adóbevételeket. A kohéziós és strukturális alapokból kapott uniós támogatások pénzforgalmi kifizetése élénk ütemben halad, de a támogatások effektív felhasználása még nem érte el a várakozásunkat, így tényleges felhasználásra vonatkozó becslésünket 2017-ben kissé lefelé, 2019-ben hasonló mértékben felfelé módosítjuk.

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

	2016	2017		2018		2019	
	Tény	Előrejelzés					
		Június	Aktuális	Június	Aktuális	Június	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció	1,4	2,3	2,4	2,8	2,7	2,9	2,8
Indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció	1,3	2,1	2,2	2,8	2,7	2,9	2,8
Infláció	0,4	2,4	2,4	2,8	2,5	3,0	2,9
Gazdasági növekedés							
Háztartások fogyasztási kiadása	4,9	4,4	4,6	3,7	3,8	3,0	3,0
Kormányzat végső fogyasztása	0,6	0,5	-0,1	1,0	0,8	1,0	0,8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás ⁵	-12,6 (-15,5)	15,8	16,2	11,1	11,1	4,3	4,3
Belföldi felhasználás ⁵	1,8 (1,5)	5,1	4,8	4,6	4,5	2,9	2,8
Export	5,8	7,2	6,5	7,4	7,7	7,0	7,3
Import ⁵	5,8 (5,7)	9,3	8,2	8,6	8,8	6,9	7,2
GDP ⁵	2,2 (2,0)	3,6	3,6	3,7	3,7	3,2	3,2
Munkatermelékenység ⁶	-0,1 (-0,3)	1,3	1,5	2,9	2,9	2,9	2,9
Külső egyensúly¹							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	5,5	3,1	3,5	1,8	2,5	2,2	3,1
Külső finanszírozási képesség	5,5	5,1	5,0	4,2	4,8	4,8	6,2
Államháztartás^{1,4}							
ESA-egyenleg	-1,8	(-1,8) – (-2,1)	(-1,6) – (-1,8)	(-2,4) – (-2,6)	(-2,2) – (-2,4)	(-2,0) – (-2,2)	(-1,8) – (-2,0)
Munkaerőpiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ²	6,2	10,0	12,0	8,9	9,5	6,6	6,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	3,4	1,9	1,7	0,8	0,8	0,3	0,3
Versenyszféra bruttó átlagkereset ²	5,4	10,0	11,5	7,5	8,7	6,9	6,9
Versenyszféra foglalkoztatottság	3,4	2,3	2,2	1,6	1,6	0,5	0,6
Munkanélküliség ráta	5,1	4,2	4,2	3,8	3,9	3,8	3,9
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	5,3	4,8	5,6	3,6	3,8	3,9	3,9
Lakossági reáljövedelem ³	4,2	4,7	5,2	3,8	4,1	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 nélküli egyenleget jelöli.⁵ A 2016. évi adatok a várható rutinszerű (a módszertani változások hatását kiszűrve) revíziót figyelembe vevő értékeket mutatják. A zárójelben található értékek a KSH 2017. szeptemberi adatközlése során publikált adatok.⁶ Teljes gazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

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

	2017	2018	2019
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2017. szeptember)	2,4	2,5	2,9
Consensus Economics (2017. augusztus) ¹	2,2 – 2,4 – 2,9	1,7 – 2,9 – 3,8	
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. szeptember) ¹	2,3 – 2,4 – 2,5	1,9 – 2,8 – 3,8	2,1 – 3,0 – 3,9
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2017. szeptember)	3,6	3,7	3,2
Consensus Economics (2017. augusztus) ¹	3,0 – 3,7 – 4,0	2,5 – 3,3 – 4,2	
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. szeptember) ¹	3,5 – 3,8 – 4,0	2,5 – 3,5 – 4,2	
Folyó fizetési mérleg egyenleg³			
MNB (2017. szeptember)	3,5	2,5	3,1
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. szeptember)	(-1,6) – (-1,8)	(-2,2) – (-2,4)	(-1,8) – (-2,0)
Consensus Economics (2017. augusztus) ¹	(-0,4) – (-2,3) – (-3,0)	(-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. szeptember) ¹	(-1,7) – (-2,3) – (-3,0)	(-2,3) – (-2,4) – (-2,8)	
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2017. szeptember)	4,2	4,1	4,0
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. szeptember)	2,3	2,4	2,5
Consensus Economics (2017. augusztus) ²	2,4	2,3	
Európai Bizottság (2017. május) ²	2,2	2,3	
IMF (2017. július) ²	2,3	2,1	2,1
OECD (2017. június) ²	2,3	2,2	

¹ A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középítő 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 nélküli egyenleget jelöli.

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

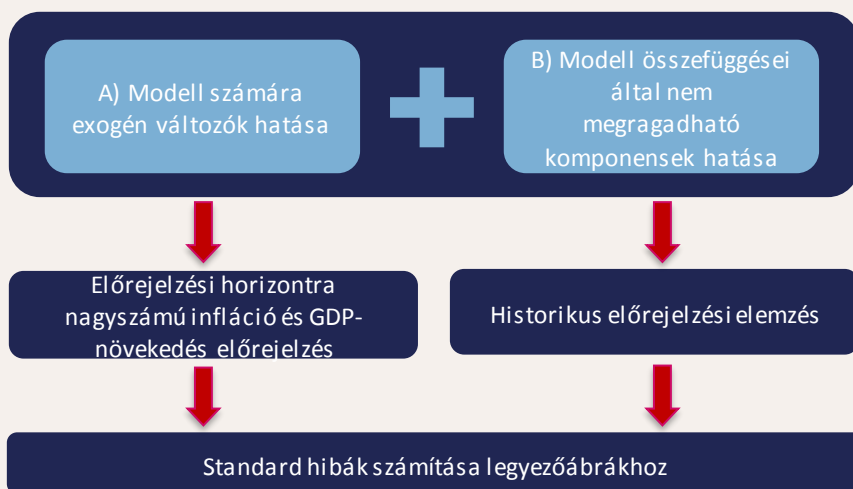
1-4. keretes írás: Modell alapú legyezőábra alkalmazása

A jegybanki prognózisokban az előrejelzés bizonytalanságát leggyakrabban ún. legyezőábrával (angolul fan chart) szokás szemléltetni (az inflációs előrejelzés alappályáját, illetve az azt övező bizonytalanságot az 1-1., míg a GDP-re vonatkozó prognózist az 1-6. legyezőábra mutatja be). A legyezőábrák egy bizonyos valószínűség melletti bekövetkezést jelenítenek meg az adott makrogazdasági változóra nézve. **Az MNB korábbi módszertanából fakadóan a legyezőábra alapvetően a teljes bizonytalanságot szemléltette, de annak komponenseit nem. Az általunk használt legyezőábra az előrejelzési módszertanból következően szimmetrikus.¹ Az aktuális keretes írásban röviden ismertetjük a továbbfejlesztett fan chart módszertanát, ami már a komponensek számszerűsítésére is alkalmas.**

A legyezőábrák alapja az előrejelzett változók és a tényadatok közötti különbségekből számolt eltérés. Ez a gyakorlat – már az egyszerűségénél fogva is – az egyik legelterjedtebb módszer és az előrejelzés körüli bizonytalanság megragadására jelleménél fogva alkalmas. Ugyanakkor – és szintén egyszerűségénél fogva – önmagában ennél többre sajnos nem alkalmazható. A módszer továbbá kérdést vet fel abban is, hogy ha magyar adatokra implementáljuk, akkor összemoshatunk kétféle előrejelzési módszertan eltéréseit. 2011-et megelőzően változatlan kamat- és árfolyamfeltevés mellett készültek előrejelzések, míg később endogén kamat és árfolyampályával. A jelenlegi előrejelzői gyakorlatra ugyanakkor nem állnak rendelkezésre nagy számú megfigyelések (alig 6 év adatai), hogy abból robusztus sztenderd hibákat számíthatnánk a legyezőábrák készítéséhez.

Egy modell alapú makrogazdasági előrejelzés alapvetően két tényező miatt térhet el a később megvalósult tényértékektől. Egyrészt **a modell számára külső ún. exogén tényezők eltérnek a feltevésekben használttól**, másrészt **a modell összefüggései által nem megragadható, egyéb tényezők hatásai miatt**. A fentiek figyelembevételével egy **új módszertan alapján készítjük a legyezőábrákat**. Gyakorlatunkban e két tényezőre bontjuk szét az előrejelzési eltéréseket, majd ezek aggregálásából adódik a teljes eltérés (1-19. ábra).

1-19. ábra: A módszer lépései



Forrás: MNB

Az exogén változók általában nehezen előrejelezhető, illetve a központi modellben közvetlenül nem modellezett tényezőket jelentenek. Ilyen például a nemzetközi olajárak alakulása, az egyéb világpiaci nyersanyagárak változása, a külső keresletünk alakulása stb. Az ezekből eredő bizonytalanság számszerűsítéséhez a következő gyakorlatot alkalmazzuk:

- Az exogén változókra vonatkozó múltbeli feltevések és a később megvalósult tények közötti átlagos eltéréseket számolunk minden egyes negyedévre.
- Előretekintve e szórások felhasználásával normális eloszlású véletlen számokat generáltunk minden egyes exogén változóra a teljes előrejelzési horizontra, az előrejelzés alappályája körül.

¹ Előretekintve a valós folyamatok és az aktuálisan érzékelt releváns kockázatok esetleges aszimmetriáját a 2. fejezetben, az „Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre” című fejezetben tárgyaljuk, ahol a Monetáris Tanács néhány kiemelt kockázatot külön tárgyal.

- Az új exogén pályákkal pedig egy új előrejelzést készítünk, amiből kapunk egy – az alappályától az exogének véletlenszerű alakulása miatt eltérő – új makropályát.

Ezt a gyakorlatot nagyon nagy számban elvégezzük, magas ismétlésszámmal generálunk exogén változó értékeket, amelyből így több százezer inflációs és GDP-növekedés előrejelzési pályát kapunk. Mind az infláció, mind pedig a GDP-növekedés esetén a szimulációkat fel tudjuk használni, hogy azok átlagosan hogyan szóródnak az alappálya körül. Az így származtatott eltéréseket hívjuk az exogén változók miatti eltéréseknek.

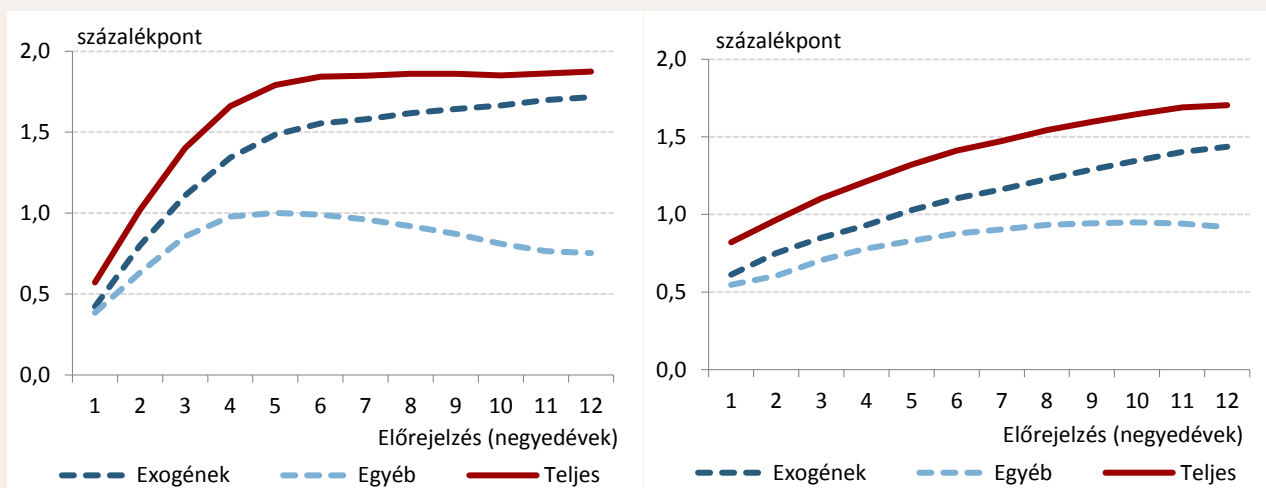
Az exogéneken túl az **egyéb tényezők** között minden más olyan hatás szerepel, amik az exogéneken túl befolyásolhatják az előrejelzés pontosságát:

- Hazai változókban bekövetkező, nem szisztematikus változások
- Bizonytalanság a kezdeti értékek meghatározásánál
- Előretekintve változhatnak a paraméterek
- Nem megfigyelhető változókra vonatkozó becslési bizonytalanság
- Véletlenszerű komponensből adódó eltérések

Az egyéb hatások jelentette bizonytalanság számszerűsítéséhez historikus előrejelzési elemzést alkalmazunk. Ennek a gyakorlatnak a lényege, hogy múltbeli előrejelzéseket készítünk a modellel, és vizsgáljuk az előrejelzett endogén változók (esetünkben infláció és GDP-növekedés) és a tényértékek közötti eltéréseket a mindenkor előjelzési horizonton. A szimulációkat a múltra úgy készítjük, hogy valamennyi – a modell számára exogén – változót fixálunk tényértéken, így kiszűrjük az exogének által okozott előrejelzési eltéréseket (hiszen ezeket a fenti módszerrel már meghatároztuk), így kifejezetten az egyéb eltéréseket tudjuk számszerűsíteni.

A teljes előrejelzési eltéréseket a különböző negyedévekre a fenti kettőből számíthatjuk, feltéve, ha két tényező egymástól független, az alábbi képlet segítségével: $\sigma_{F,t} = \sqrt{\sigma_{A,t}^2 + \sigma_{B,t}^2}$, ahol $\sigma_{A,t}^2$ az exogének miatti varianciák, a $\sigma_{B,t}^2$ pedig az egyéb tényezők miatti varianciát mutatja, míg a $\sigma_{F,t}$ az előrejelzés teljes átlagos eltérését mutatja az egyes t negyedévekre.

1-20. ábra: Infláció (bal panel) és GDP-növekedés (jobb panel) esetében az előrejelzési eltérések szórása



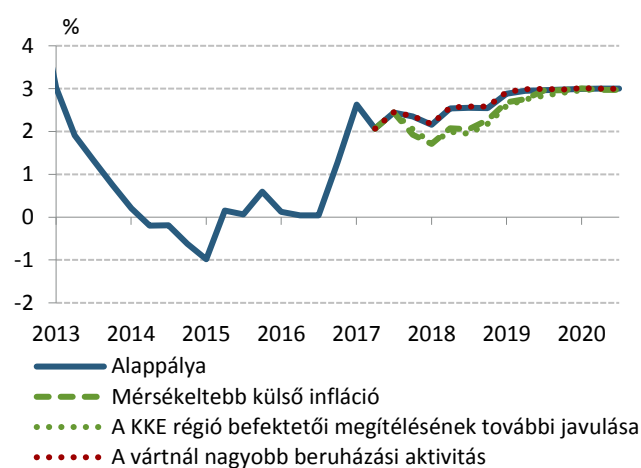
Forrás: MNB

Mind az inflációs, mind pedig a GDP-növekedés prognózisok előrejelzési bizonytalanságát legnagyobb részt az exogén tényezők okozzák (1-20. ábra). Ez alapvetően intuitív, hiszen Magyarország egy kis nyitott gazdaság, így a külső tényezők alakulásának jelentős hatása van a hazai makrogazdasági folyamatokra. Az egyéb tényezők miatti előrejelzés hibák az infláció esetében előretekintve még némileg csökkennek is, a GDP-növekedésnél pedig a negyedik negyedévtől érdemben nem változnak.

2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

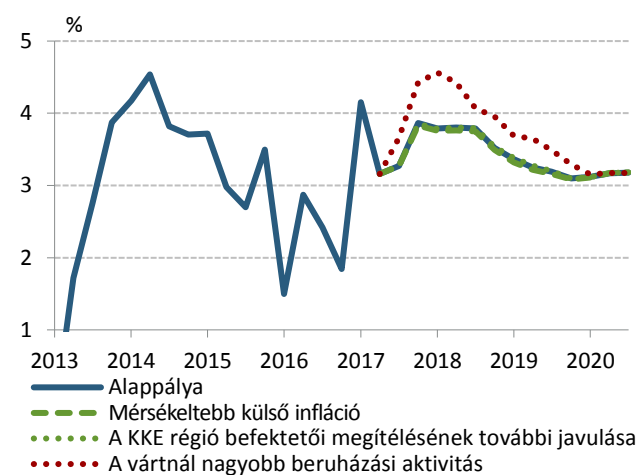
A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet emelt ki, amelyek összességében az alappályához képest az inflációban lefelé, míg a hazai gazdasági növekedésben felfelé mutató eltéréseket jelentenek. A mérsékeltbb külső inflációt és a kelet-közép-európai régió befektetői megítélésének további javulását feltételező alternatív forgatókönyvek az alappályánál alacsonyabb inflációs pályát jelentenek, míg a GDP-növekedést nem befolyásolják érdemben. A vártnál nagyobb beruházási aktivitást feltételező pálya mérsékelt inflációs hatást mutat be, míg a hazai gazdasági növekedés magasabb ebben az esetben az alappályában előrejelzetté. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács a gyorsabb bérnövekedést és dinamikusabb fogyasztásbővülést, valamint az erősebb külföldi keresletet valószínűsítő forgatókönyveket tárgyalta.

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



Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB

Mérsékeltbb külső infláció

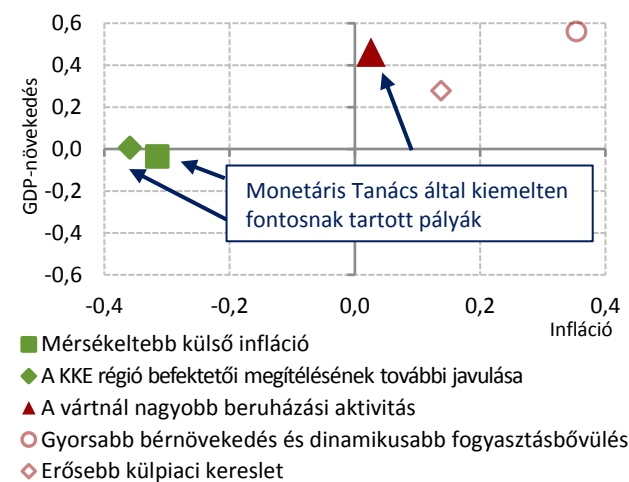
Az elmúlt időszakban erősödő együttmozgás figyelhető meg az Európai Unió országainak árindexei között. A globalizáció, és ezzel együtt a globális folyamatokba történő integráltság (globális értékláncok szerepe) felerősítette a nemzetközi üzleti ciklusok inflációra gyakorolt hatását és elősegítette az inflációs ráták egymáshoz történő konvergenciáját. 2012 óta a **globális tényezők szerepe egyre jelentősebbé vált a hazai infláció alakulásában is.** A külső tényezők a külföldi kibocsátási rés hatásán, illetve a külső makrogazdasági környezet alakulásán keresztül befolyásolják a hazai árdinamikát. Előretekintve az eurozóna inflációja elmarad az Európai Központi Bank 2 százalékos közelében meghatározott céljától, így a külső inflációs környezet továbbra is visszafogott marad. A külső inflációs környezet hazai inflációra gyakorolt hatása markánsabb lehet a globális tényezők szerepének növekedésével.

Az alternatív pálya feltevése szerint a globális tényezők egyrészt a külső kibocsátási rés hazai inflációra gyakorolt hatásán, másrészt a külső infláció szintjén keresztül **az alappályánál erősebben fékezhetik a hazai infláció emelkedését** (2-1., 2-2. és 2-3. ábra). Feltevésünk szerint az importált infláció alacsonyabb szintje mellett az inflációs cél elérését lazább monetáris politika biztosítja.

A kelet-közép-európai régió befektetői megítélésének további javulása

A kelet-közép-európai régió kiemelkedő gazdasági növekedése és a pozitív kilátások hatására a régió befektetői megítélése tovább javulhat. Az elmúlt időszakban érdemben nőtt a régióba irányuló tőkeáramlás. A kedvező régiós makrogazdasági fundamentumok és javuló kockázati megítélés hatására a régiós tőzsdeindexek az elmúlt időszakban a fejlett piaci indexeket felülmúlóan emelkedtek. A csökkenő kockázatok az idején hitelminősítési döntésekben is láthatók. Magyarországon idén augusztusban tovább folytatódott a pozitív hitelminősítési pálya, amikor az S&P pozitívrá változtatta a korábbi stabil kilátást. Régióinkban a többi országnál is jellemzően pozitív hitelminősítési lépések történtek.

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 horizont 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

Az amerikai részvényindexek az elmúlt félévben folyamatosan historikus csúcson alakultak. Egyes befektetők ugyanakkor egy korrekciótól és a dollár árfolyamának további gyengülésétől tartva portfóliójuk átsúlyozásába kezdhettek az európai és más részvénytőzsdék irányába. A kötvénytőzsdéken hasonló kiáramlás indulhatott meg az amerikai papírokból.

Az alternatív pálya feltételezése szerint a kedvező makrogazdasági fundamentumok hatására a kelet-közép-európai régió befektetési megítélésének javulása következtében tovább mérséklődhet a hazai kockázati prémium. A hazai eszközárak emelkedése következtében a fogyasztóiár-index alacsonyabb lehet az alappályánál (2-1., 2-2. és 2-3. ábra), így összességében az inflációs cél elérését lazább monetáris kondíciók biztosítják.

Vártnál nagyobb beruházási aktivitás

A gazdasági kilátások javulásával párhuzamosan számottevően javult a vállalatok helyzetértékelése, amit a historikus csúcspontokhoz közelítő bizalmi indikátorok is alátámasztanak. Mindemellett az Európai Uniótól kapott források is támogatják a beruházások dinamikáját. A nagy volumenű járműipari fejlesztések méretükből, illetve több éves átfutási idejükből adódóan meghatározó szerepet játszanak az elkövetkező évek beruházásaiban is. Mindezek következtében megnőtt az igény a járműipari beszállítói hálózat bővülésére is. Számos iparág, így elsősorban a műanyaggyártásban és -felhasználásában érdekelt ágazatok (építőipar, bútortermelés és járműgyártás) beruházási aktivitása tovább élénkülhet. A bejelentett beruházások és azok másodköros hatásai mellett a kis- és középvállalati szektor hiteleinek jelentős bővülése is erősíti a magánszektor beruházási aktivitását.

Az alternatív pálya feltételezése szerint az egyedi beruházások a beszállítói hálózat fejlesztésének vártnál erőteljesebb bővülését okozzák és az iparágak szélesebb körét érintik. Az alappálya előrejelzésénél a beruházási alapfolyamatok erősebb javulása következtében magasabb beruházási aktivitás valósulhat meg. Az előrejelzési horizonton a beruházások emelkedése gyorsabb növekedést eredményez, ugyanakkor az inflációra mérsékelt hatást gyakorol (2-1., 2-2. és 2-3. ábra), így **összességében a monetáris kondíciók nem térnek el érdemben az alappályában feltételezettől.**

További alternatív forgatókönyvek

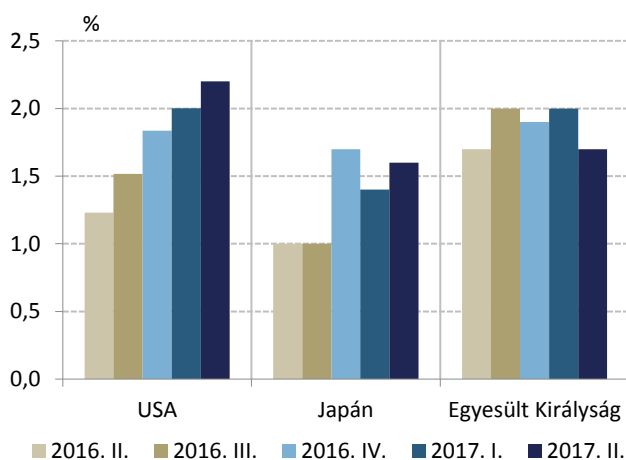
A kiemelt mellett a Monetáris Tanács további két forgatókönyvet mérlegelt. A gyorsabb bérnövekedést és dinamikusabb fogyasztásbővülést feltételező alternatív forgatókönyv gyorsabb gazdasági növekedés és magasabb infláció irányába mutat. Az erősebb külpiazi kereslet esetén a GDP alappályánál erőteljesebb bővülése valósulhat meg.

3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2017 második negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése. A korábban heterogén európai növekedési mintázatok közeledtek egymáshoz és egy erősödő európai konjunktúra kibontakozását vetítik előre. A kelet-közép-európai régió továbbra is dinamikus bővülést mutatott. A globális infláció a tavalyi év végi, idei év eleji emelkedést követően megtorpant, az infláció egyes régiókban ismét mérséklődött. Eközben a javuló konjunktúrális kilátásokkal összhangban a korábban az inflációs főszámától többnyire elmaradó maginfláció néhány fejlett 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 a korábbi időszakhoz képest 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

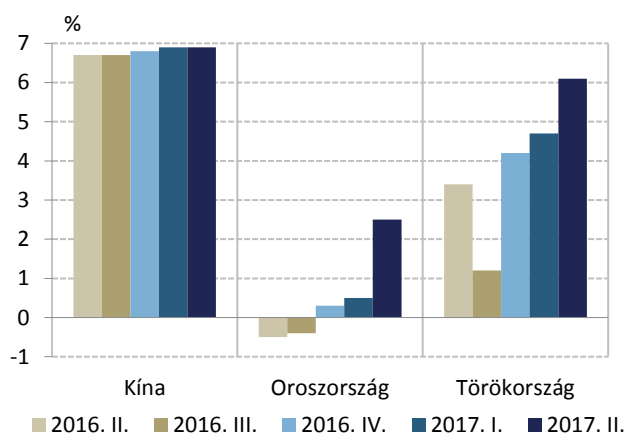
3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

Az Egyesült Államokban 2017 második negyedében a GDP tovább bővült. Az erősödő háztartási fogyasztás és a kormányzati kiadások emelkedése ellensúlyozták az export lassulását, bár a korábban bejelentett fiskális élénkítés elmaradása miatt mérséklődtek az amerikai gazdasági növekedésre vonatkozó várakozások. **Az Egyesült Királyság negyedéves növekedését a fogyasztás, illetve a beruházások emelkedése támogatta.** Az EU-ból való kilépés, illetve annak pontos körülményeinek tisztázatlansága továbbra is érdemben rontják a középtávú növekedési kilátásokat. **A japán gazdaság teljesítménye élénkült az előző negyedévhez viszonyítva.** Elsősorban a fogyasztás vezérelte a növekedést, de a beruházások és a kormányzati kiadások növekedési hozzájárulása is pozitív volt (3-1. ábra).

A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasága 2017 második negyedében éves összevetésben 6,9 százalékkal bővült. A növekedést a szolgáltatások és az ipari termelés támogatták. A második negyedéves adatok alapján javultak a kínai gazdaságra vonatkozó középtávú kilátások, de a növekedés lassulása és a gazdaságot övező kockázatok továbbra is kétségessé teszik a globális konjunktúra stabilitását. Az orosz gazdaság esetében jelentősen gyorsult a növekedés az előző negyedévhez képest, míg Törökországban az elemzői várakozásoktól némileg elmaradva emelkedett a kibocsátás (3-2. ábra).

A globális infláció a tavalyi év végi, idei év eleji emelkedést követően megtorpant, egyes régiókban ismét mérséklődött az infláció (3-3. ábra). Az elmúlt hónapokban az infláció a vizsgált országok többségében a jegybanki cél alatt tartózkodott (3-4. ábra). A javuló konjunktúrális kilátásokkal összhangban a korábban az inflációs főszámától többnyire elmaradó maginfláció néhány fejlett országban némileg emelkedett.

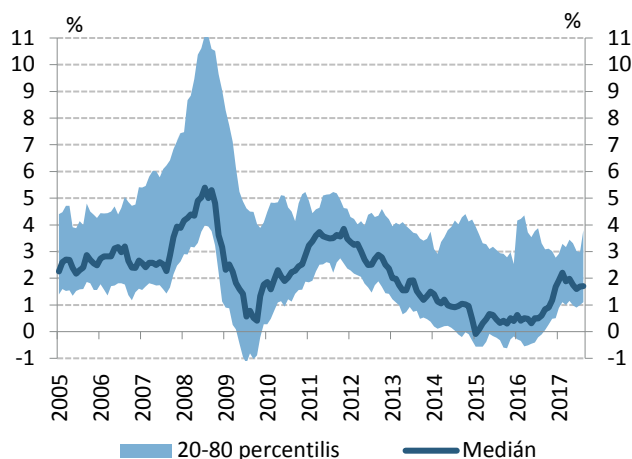
3-2. ábra: GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban



Megjegyzés: Kína és Törökország esetén szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD, Trading Economics

3-3. ábra: Globális inflációs folyamatok



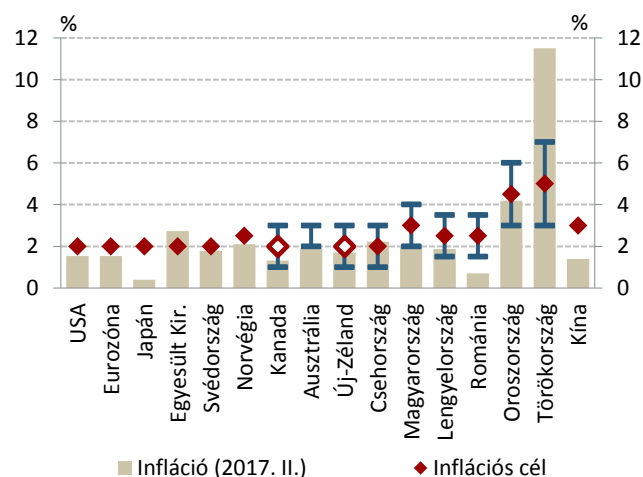
Megjegyzés: Százalékos változás az előző év azonos időszakához képest, 43 fejlett és fejlődő ország adatait figyelembe véve.

Forrás: OECD

A Fed döntéshozói júliusi ülésükön az irányadó rátát egyhangúlag az 1,00-1,25 százalékos sávban tartották. Az FOMC a gazdasági kilátásokat érintő rövidtávú kockázatokat kiegyensúlyozottnak ítéli. Hangsúlyozták, hogy a monetáris politika továbbra is támogató környezetet biztosít a munkaerőpiac folytatódó javulásához, valamint ahhoz, hogy az infláció fenntarthatóan visszatérjen a 2 százalékos célhoz. A közlemény monetáris politikai irányultságra vonatkozó bekezdése nem változott. Az FOMC az inflációs folyamatokat a szimmetrikusan értelmezett inflációs célhoz mérten fogja vizsgálni. Továbbra is úgy tartják, hogy a gazdasági folyamatok fokozatos kamatemelést fognak indokolni. Az FOMC egyelőre nem változtatott az újrabefektetési politikán. A döntéshozók várakozása szerint, amennyiben a beérkező makrogazdasági adatok a vártak megfelelően alakulnak, viszonylag hamar megkezdődik a mérleg leépítése a júniusi vonatkozó közleményben ismertettek szerint. A piaci várakozások szerint a Fed 2018 márciusában folytathatja a kamatemelést.

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.

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



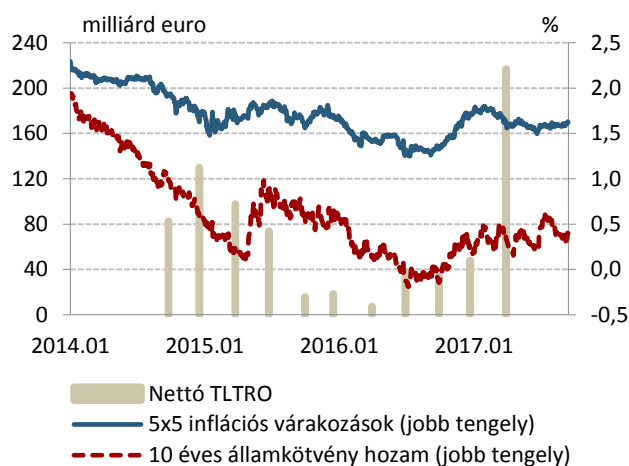
Megjegyzés: A kék vonalak Ausztrália, Kanada és Új-Zéland esetében az inflációs célsávot jelölik, míg a többi ország esetében a cél körüli toleranciasávot. Kanada és Új-Zéland esetében hangsúlyos a sávközép, amit üres rombuszal jelöltünk.

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania

A Bank of England döntéshozói változatlanul hagyták a monetáris kondíciókat az elmúlt negyedév során. Szeptemberi ülésükön az irányadó kamattartása és a 2016 augusztusában bejelentett intézkedések változatlan formában történő folytatása mellett döntöttek. A döntéshozók megítélése szerint a monetáris politika nem akadályozhatja meg a brit gazdaság Brexit után szükséges alkalmazkodását, sem a reáljövedelmek következő években várható gyengébb növekedését. Amennyiben a gazdasági növekedés a várt pályán halad, akkor a következő hónapokban a támogató monetáris kondíciók kismértékű visszavonása biztosíthatja az inflációs cél fenntartható elérését. Minden döntéshozó egyetértett abban, hogy a kamatemelések fokozatosak lesznek. Az infláció a következő három évben a 2 százalékos jegybanki cél felett maradhat.

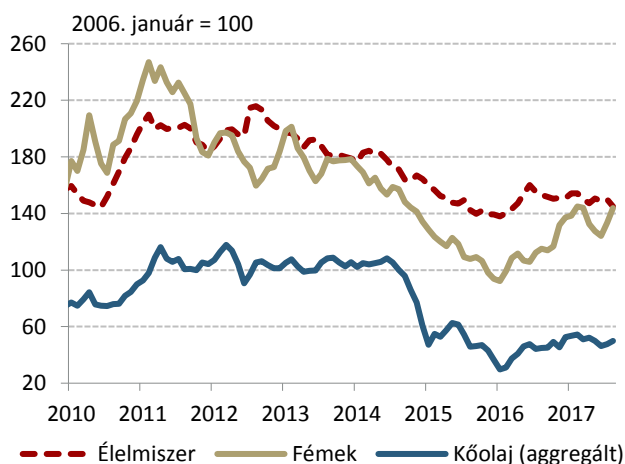
Szeptemberi kamatdöntő ülésén a svéd jegybank igazgatótanácsa az inflációs célváltozó cseréjéről döntött, aminek értelmében a korábbi CPI mutató helyett mostantól a 2 százalékos inflációs célt a CPIF (fix kamatokkal számolt

3-5. ábra: Inflációs várakozások és hosszú hozamok az eurozónában



Forrás: Bloomberg

3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása



Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árból számítva.

Forrás: Világbank

fogyasztóiár-index) mutatóban mérik. **A pontcél köré ± 1 százalékpontos toleranciasávot is bevezettek**, ami érzékelteti a bizonytalanságot, illetve azt, hogy bizonyos, nem túl nagy eltérések a pontcélról még tolerálhatóak. Stefan Ingves jegybankelnök kiemelte, hogy a változások nem lesznek hatással a monetáris politikai irányultságra. A Riksbank a CPIF alakulását évek óta figyelemmel kíséri, mint operatív célváltozót, tehát a CPIF formális elfogadása csupán megerősíti ezt a gyakorlatot.

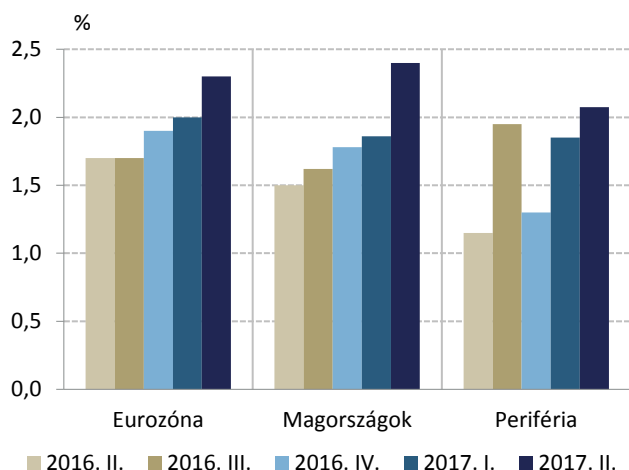
Az elmúlt negyedévben nyugodt kereskedés mellett enyhén romlott a hangulat a nemzetközi pénzügyi piacokon. A piaci folyamatokat a geopolitikai kockázatok erősödése mellett a jegybankárok nyilatkozatai, a Brexittel kapcsolatos tárgyalások, illetve egyes feltörekvő piacokkal összefüggő országspecifikus fejlemények befolyásolták. A koreai feszültség hatására a kockázati mutatók kezdetben jelentősen emelkedtek, majd korrigáltak. A főbb kockázati mutatók enyhe emelkedést mutattak, a VIX index nagyjából 2 százalékponttal nőtt és a kötvénypiaci kockázati mutatók is enyhén emelkedtek. A fejlett kötvénypiacokon az amerikai hozamok enyhén csökkentek, míg az eurozóna állampapírhozamai emelkedtek (3-5. ábra). A részvényindexek esetében is divergencia mutatkozott: az amerikai indexek kismértékben tovább emelkedtek, míg az európai tőzsdék esetén korrekció volt megfigyelhető.

A meghatározó jegybankok közül az **EKB esetében az elemzők először az eszközvásárlási program lassítására számítanak.** A várakozások szerint az **első kamatemelésre csak jóval később, 2019-ben kerülhet sor**, ami júniushoz képest a várakozások kitolódására utal. Hasonlóan mérséklődtek a Fed esetében is a kamatvárakozások: a **következő emelést már csak jövőre árazzák a piacok.** Az elmúlt negyedévben az euro tovább erősödött a többi fejlett devizával szemben (az EUR/USD árfolyam alakulásával a 3.1. keretes írás foglalkozik részletesebben). A régiós devizák az euróhoz képest is erősödést mutattak, míg a többi feltörekvő piaci deviza vegyesen teljesített a dollárral szemben. Az olajárak emelkedéssel zárták az időszakot, amely főként az amerikai felhasználás növekedésével és Nigéria termeléskorlátozáshoz való csatlakozásával magyarázható (3-6. ábra).

3.1.2. Az eurozóna folyamatai

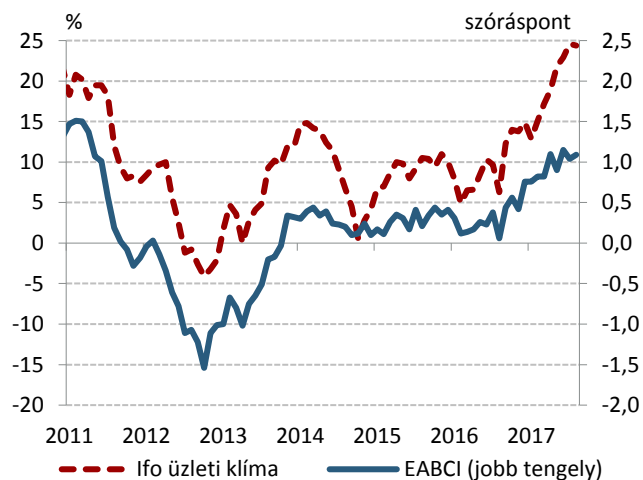
2017 második negyedévében tovább folytatódott az eurozóna gazdasági növekedése (3-7. ábra). A legfontosabb kereskedelmi partnerünknek számító német gazdaságot a háztartási fogyasztás erősödése, valamint a beruházások és a kormányzati kiadások emelkedése támogatta. Az eurozóna magországok gyorsuló növekedését elsősorban a holland és osztrák gazdaság dinamikus bővülése támogatta. Hollandia

3-7. ábra: A GDP éves változása az eurozónában



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok. Periféria (Portugália, Olaszország, Görögország, Spanyolország), Magországok (Belgium, Németország, Franciaország, Hollandia, Ausztria). Forrás: Eurostat

3-8. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok



Forrás: Európai Bizottság, Ifo

várakozásokat felülmúló növekedését elsősorban a lakossági fogyasztás és az export kedvező teljesítménye magyarázta. Az eurozóna növekedését továbbra is kockázatok övezik, amelyek többek között az Egyesült Királyság EU-ból való kilépéséhez, valamint globális tényezőkhöz köthetők.

A periféria országok gazdasági növekedése érdemi élénkülést mutatott a második negyedévben, amelyet elsősorban a belső keresleti tényezők határoztak meg az elmúlt időszakban.

Az előretekintő konjunktúraindikátorok tovább emelkedtek az elmúlt időszakban (3-8. ábra). Az euroövezet kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EABC) a korábbi hónapokhoz hasonló szinten alakult, míg a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) erősödtek. Historikus összevetésben mindkét mutató magas szinten áll.

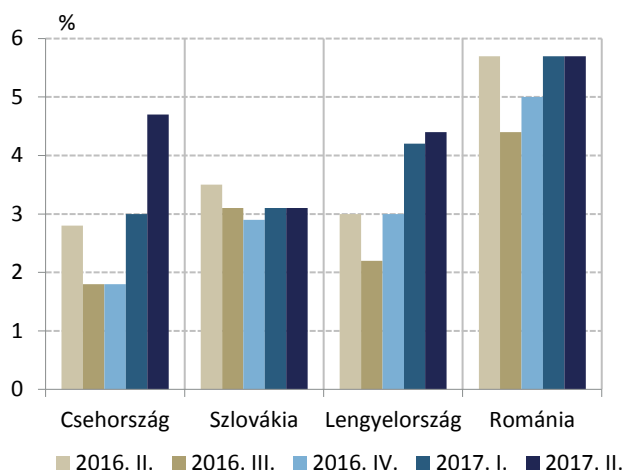
Az infláció – hasonlóan a globális folyamatokhoz – az eurozónában is kismértékben csökkent az elmúlt negyedévben. Az infláció a legtöbb tagállam esetében elmarad a jegybanki célértéktől. Az eurozónában az 5 év múlva kezdődő 5 éves inflációs várakozás nem változott érdemben, továbbra is 1,5 százalék körül alakul. Az inflációs várakozások továbbra is elmaradnak az EKB inflációs céljától (3-4. ábra).

Az EKB Kormányzótanácsa szeptemberi ülésén nem változtatott a kamatokon. Ugyanakkor inflációs előrejelzését kismértékben lefelé, míg növekedési előrejelzését felfelé módosította. A Kormányzótanács megerősítette szándékát, hogy a nettó eszközvásárlásokat a mostani 60 milliárd eurós havi ütemben 2017. december végéig folytatja, illetve szükség esetén ennél is tovább, mindenesetre addig, amíg az inflációs pályának a testület inflációs céljával összhangban álló, tartós korrekcióját nem tapasztalja. Amennyiben a kilátások kedvezőtlenebbé válnak, a Kormányzótanács készen áll rá, hogy a programot méret és/vagy időtartam tekintetében kibővítsen. A döntést követő sajtótájékoztatón Mario Draghi, az EKB elnöke elmondta, hogy a Kormányzótanács nem tárgyalta a mennyiségi lazítás kivezetésének ütemét és megismételte, hogy nem fog sor kerülni kamatemelésre az eszközvásárlások befejezése előtt.

3.1.3. A kelet-közép-európai régió folyamatai

Továbbra is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának, a régiós országok GDP bővülésének üteme gyorsult az előző időszakhoz képest (3-9. ábra). Lengyelországban és Romániában az élénk gazdasági teljesítményhez a lakossági fogyasztás dinamikus bővülése járult hozzá. Csehországban a növekedés üteme jelentősen emelkedett, amit elsősorban az erősödő

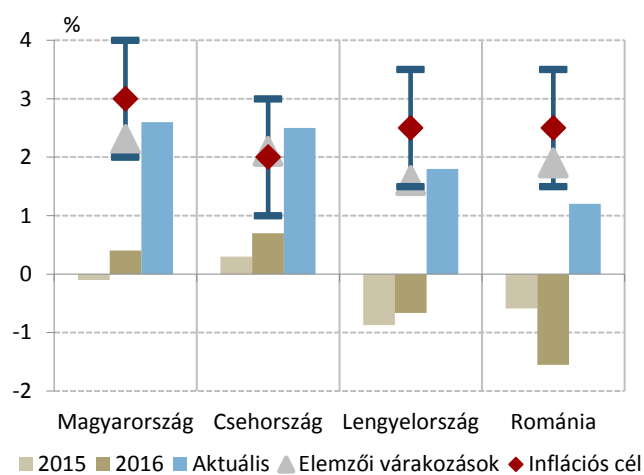
3-9. ábra: GDP éves változása Kelet-közép-Európában



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

Forrás: Eurostat

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

háztartási fogyasztás és a vállalatok növekvő beruházásai támogattak. A növekedést Szlovákiában is leginkább a fogyasztás erősödése segítette.

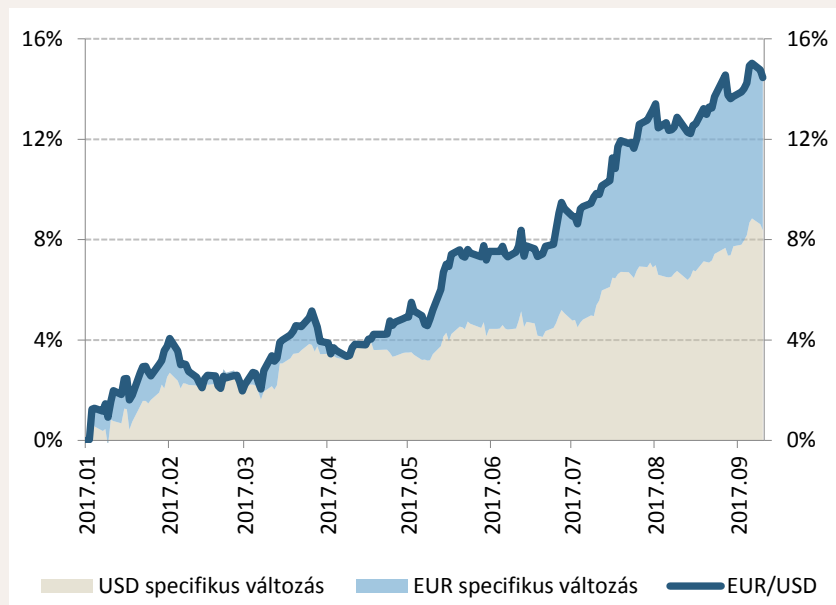
Az infláció a régióban többnyire a jegybanki célértékek alatt alakul (3-10. ábra). A **maginfláció** Románia és Lengyelország esetében elmarad a céltól, míg Szlovákiában megközelíti, Csehországban pedig meghaladja azt.

A kelet-közép-európai országok jegybankjai közül a cseh jegybank döntéshozói az alapkamat emelése mellett döntöttek, miközben a régió többi országának jegybankja fenntartotta a laza monetáris kondíciókat. A cseh jegybank döntéshozói augusztusban egyhangúlag, 20 bázisponttal, 0,25 százalékra emelték az irányadó rátát. A jegybank előrejelzése alapján az elkövetkező két évben egy további kamatemelés várható. A döntés alapjául a legújabb makrogazdasági előrejelzés szolgált. Az inflációs kilátásokra vonatkozó előrejelzés alapján az infláció az év végéig a toleranciasáv felső felében marad, majd a következő év elején tér vissza várhatóan a 2 százalékos célra. Az előrejelzés alapján folytatódik a korona felértékelődése az euróval szemben, főként a cseh gazdaság reálkonvergenciája, az euroövezettel szembeni pozitív kamatkülönbözete, valamint az EKB eszközvásárlási programja következtében. 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. A döntéshozók megítélése szerint 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 az elmúlt időszakban nem változtattak a monetáris kondíciókon. Megítélésük szerint az infláció fokozatosan emelkedik az előrejelzési horizonton és némileg magasabban alakulhat a májusi előrejelzésnél. Az előrejelzést övező kockázatok mind belső, mind külső tényezőkből fakadnak.

3-1. keretes írás: Az EUR/USD árfolyam változását magyarázó tényezők

Az idei évben az euro több mint 14 százalékkal erősödött a dollárral szemben. Az erősödés lefutását tekintve folyamatosnak tekinthető, egy-egy kisebb átmeneti korrekciótól eltekintve. Az euro és a dollár nomináleffektív árfolyamának (exportpartnerek devizaárfolyamainak súlyozott átlagának) mozgása alapján **az euro erősödésének irányába mind euro-, mind dollárspecifikus tényezők hatottak az elmúlt időszak során** (3-11. ábra). Az EUR/USD emelkedése mögött ugyanakkor különböző okok állhattak az első és a második negyedév során: az év első hónapjaiban főként a dollár általános **globális gyengülése** volt megfigyelhető, míg a második negyedévben már az **eurozónából érkező fejlemények** is egyre erősebben az euro felértékelődése irányába hatottak. Az Egyesült Államok és az euroövezet fejleményeit vizsgálva az év eleje óta megfigyelt EUR/USD árfolyammozgások mögött alapvetően az alábbi tényezők azonosíthatók: **gazdaságpolitikai és geopolitikai fejlemények, a makrogazdasági környezetben és inflációs folyamatokban megfigyelhető tendenciák, valamint a Fed és az EKB kommunikációja és a monetáris politikájukkal kapcsolatos piaci várakozások alakulása.**

3-11. ábra: Az EUR/USD árfolyam alakulásának felbontása EUR és USD specifikus részre



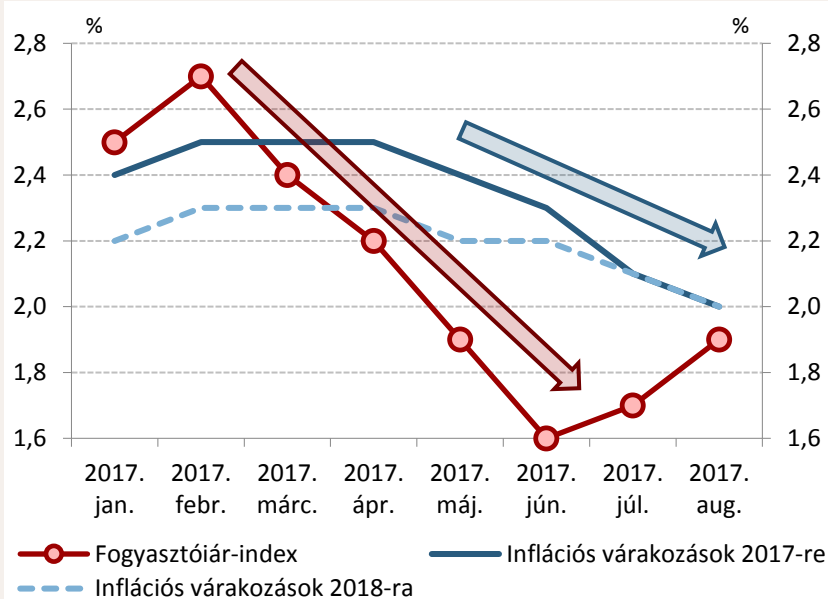
Megjegyzés: Az emelkedés az euro erősödését jelenti a dollárral szemben. A felbontás az euro és a dollár nomináleffektív árfolyama (exportpartnerek devizaárfolyamainak súlyozott átlaga) alapján készült. Ez alapján azt tekintettük dollárspecifikus euroerősödésnek, ami más devizákkal szemben nem következett be (tehát a dollár minden más devizával szemben gyengült). Eurospecifikus euroerősödés esetén pedig az euro minden más devizával szemben erősödött (tehát a dollár árfolyama a többi devizával szemben nem változott).

Forrás: Bloomberg

A gazdaságpolitikai és geopolitikai tényezőket illetően az **Egyesült Államokban** több kiemelt kérdésben (pl. egészségügyi reform) sem sikerült megegyezésre jutni a törvényhozásban, illetve a **korábban bejelentett fiskális expanzióra irányuló lépések** is egyelőre elmaradtak a piaci várakozásoktól. Emellett az Egyesült Államokat érintő **geopolitikai kockázatok is emelkedtek** az időszak során, ami összességében szintén a gyengébb dollár irányába hatott a piaci bizonytalanság növekedése miatt. Ezzel szemben **az eurozónával kapcsolatban érzékelt politikai kockázatok mérséklődtek**: év eleje óta érdemben **csökkentek az eurozóna szétesésével kapcsolatban beárazott kockázatok**, emellett enyhültek azok a piaci félelmek is, amelyek szerint a Brexit jelentős negatív hatással lehet az eurozónára és az EU-ra.

A makrogazdasági környezet alakulását tekintve **az elmúlt időszakban megjelenő makroadatok alapján romlottak az USA növekedési kilátásai.** A konjunkturális kép romlása a piaci felmérések és az IMF előrejelzéseinek lefelé revideálásában is tükröződött. Emellett az Egyesült Államokban **az inflációs adatok is jellemzően elmaradtak a piaci várakozásoktól.** A folyamatosan mérséklődő inflációval párhuzamosan az inflációs várakozások is csökkentek az elmúlt időszakban (3-12. ábra).

3-12. ábra: Infláció és inflációs várakozások alakulása az Egyesült Államokban



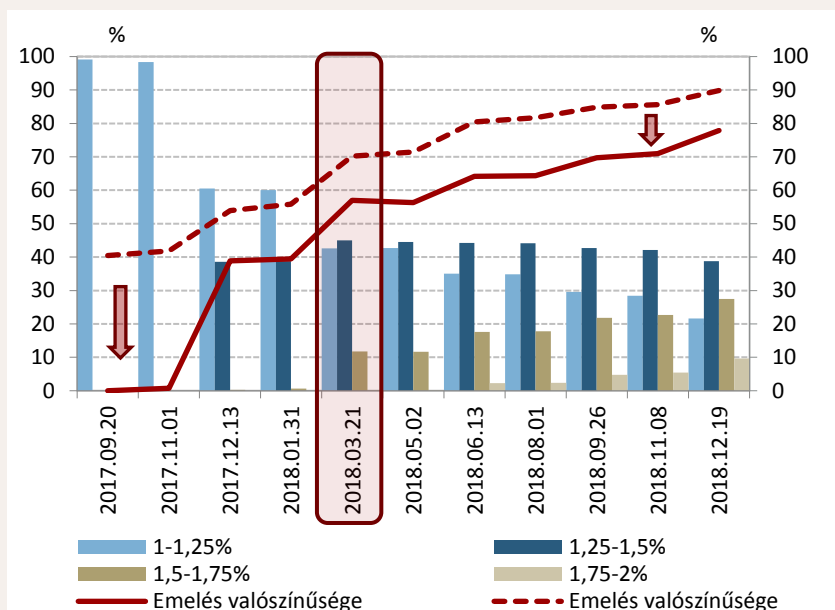
Forrás: Consensus Economics, Bureau of Labor Statistics

Ezzel szemben az eurozóna növekedésével kapcsolatos kép javult az elmúlt hónapokban. Az USA mutatóival ellentétben az utóbbi időben inkább felfelé lepték meg a piacot az eurozónás adatközlések. Emellett mind az EKB, mind a nemzetközi szervezetek felfelé módosították az eurozónára vonatkozó növekedési prognózisait. **Az infláció ugyan az euroövezetben is mérséklődött az elmúlt hónapokban, a csökkenés azonban jellemzően nem volt olyan jelentős, mint amire a piaci szereplők számítottak.** Az inflációs várakozások alakulása vegyes képet mutat: míg az idei évre vonatkozóan enyhén mérséklődtek, addig a jövő évre vonatkozóan némileg emelkedtek az éves inflációra vonatkozó várakozások.

A makrogazdasági folyamatokkal összhangban **a Fed és az EKB kommunikációja, valamint a monetáris politikájuk jövőbeli alakulásával kapcsolatos piaci várakozások** is összességében az **euro dollárral szembeni erősödése irányába hatott.** A Fed döntéshozói júniusi előrejelzésük alapján az idei évre további egy, 25 bázispontos emelést valószínűsítene, amit három-három kamatemelés követhet 2018-ban és 2019-ben. Ugyanakkor **a kamatemelésekre vonatkozó piaci várakozások érdemben elmaradnak a jegybank által kommunikált pályától** (3-13. ábra). A piaci árazások alapján az elmúlt hónapokban a decemberi kamatemelés 2018 márciusára került, ráadásul ezt leszámítva nem várnak jövőre több kamatemelést a Fed-től a piaci szereplők. Árnyalja azonban a képet, hogy **a Fed kommunikációjában a mérlegleépítés megkezdésére tett utalások az ellenkező irányba változtak:** korábban az „idén” megfogalmazást használták, a júliusi közleményben azonban már a „viszonylag hamar” kifejezés szerepelt, ami több elemző szerint a szeptemberi ülésre utalhat.

Az EKB esetében az elmúlt időszak jegybanki kommunikációját (elsősorban Mario Draghi sintra-i beszédét) **úgy értékelték a piacon, hogy a jegybank elkezdheti fokozatosan előkészíteni az eszközvásárlások kivezetését,** ami szintén az **euro erősödésének irányába hatott.** Az alapkamat tekintetében a Kormányzótanács továbbra is arra számít, hogy az EKB irányadó kamatai tartósan a jelenlegi szinteken maradnak. A nemkonvencionális monetáris politikai intézkedéseket illetően az eszközvásárlási programot 2017. december végéig havi 60 milliárd eurós ütemben folytatja a jegybank, illetve szükség esetén addig, amíg a döntéshozók az infláció pályájának inflációs céllal összhangban álló, tartós korrekcióját nem tapasztalják. **Változást jelent azonban a kommunikációban, hogy a júniusi közlemény óta nem szerepel a további lehetséges kamatcsökkentésre vonatkozó utalás.** Mario Draghi, EKB elnök június végi, **sintra-i beszédében úgy fogalmazott, hogy eltűntek a gazdaságban a deflációs kockázatok.** A beszédet követően érezhetően megemelkedtek a kamatemelésre vonatkozó piaci várakozások, később azonban korrekció volt megfigyelhető.

3-13. ábra A Fed kamatemelésére vonatkozó piaci várakozások



Megjegyzés: Szaggatott vonallal a piac által várt korábbi (2017.05.11-i) kamatemelési valószínűségeket, míg folytonos vonallal az aktuális (2017.09.13-i) piaci várakozásokat jelöltük.

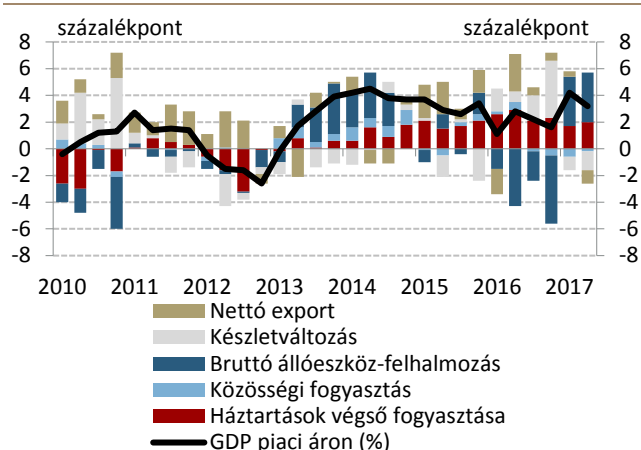
Forrás: Bloomberg

Össességében az elmúlt időszakban tapasztalt EUR/USD árfolyammozgások mögött számos összetevő szerepet játszhatott, amelyek közül a fent említett faktorok releváns meghatározó tényezők lehetnek. Az euro dollárral szembeni erősödését tehát mind euro-, mind dollárspecifikus tényezők befolyásolták.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

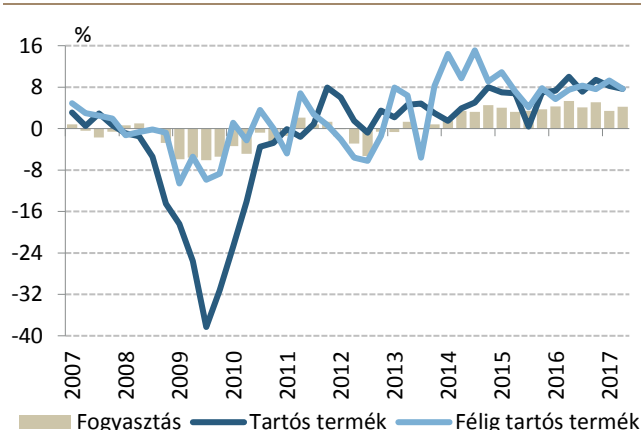
2017 második negyedévében a bruttó hazai termék az MNB várakozásaival összhangban 3,2 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves összevetésben 0,9 százalékkal bővült a GDP volumene. A gazdaság bővülését továbbra is elsősorban a belső kereslet támogatta, az első negyedévhez képest alacsonyabb növekedési ütemet elsősorban a negatív munkanaphatás magyarázta. A GDP bővüléséhez felhasználási oldalon elsősorban a beruházások és a fogyasztás, termelési oldalon pedig a szolgáltatások, az építőipar és az ipar teljesítménye járult hozzá.

3-14. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



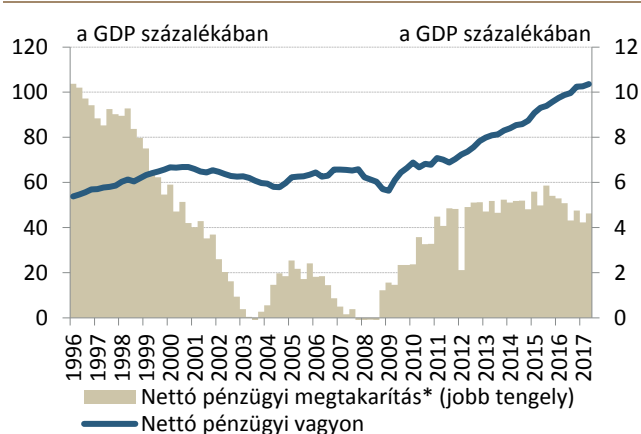
Forrás: KSH

3-15. ábra: Fogyasztási csoportok éves változása



Forrás: KSH

3-16. ábra: A háztartások megtakarításai és vagyona



Megjegyzés: Szezonálisan igazított, korrigált adat.

Forrás: MNB

A KSH közlése alapján 2017 második negyedévében a bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához viszonyítva, 3,2 százalékkal, míg negyedéves összevetésben 0,9 százalékkal bővült. A gazdaság növekedését továbbra is elsősorban a belső kereslet támogatta a beruházások érdemi, valamint a fogyasztás folytatódó bővülésén keresztül. A nettó export negatívan járult hozzá a növekedéshez (3-14. ábra).

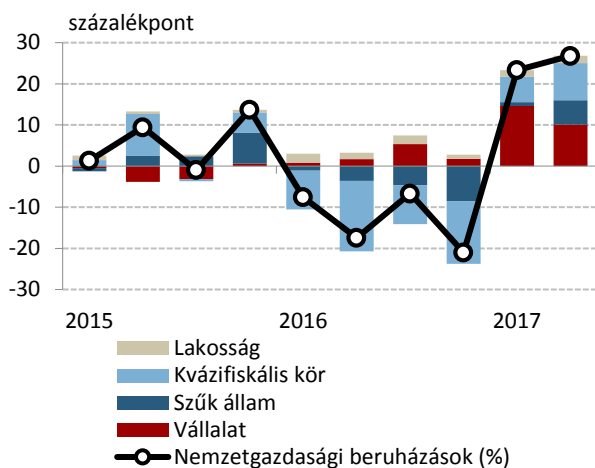
2017 második negyedévében folytatódott a lakossági fogyasztás több éve tartó bővülése, az első negyedévinél élénkebb ütemben. A jelentős helyreállítódási potenciállal rendelkező tartós és félig tartós termékek vásárlására fordított kiadások növekedése továbbra is meghaladta a fogyasztás aggregált bővülését (3-15. ábra). A háztartások fogyasztási kiadásának növekedését támogatták a béremelések következtében dinamikusan javuló reáljödvelmi alapfolyamatok, valamint a lakossági bizalom és nettó pénzügyi vagyon historikusan magas szintje. A fogyasztás folytatódó emelkedését a kiskereskedelmi értékesítések növekedése is alátámasztja, júliusban 4,1 százalékos emelkedés volt megfigyelhető éves összevetésben.

A háztartások folyó áron vett nettó pénzügyi megtakarítása és vagyona is emelkedett 2017 második negyedévében (3-16. ábra). A háztartások nettó pénzügyi vagyona jelenleg a GDP 100 százaléka körül alakul és érdemben meghaladja a régiós országok átlagát.

2017 második negyedévében a háztartási hitelezés a válság óta nem látott mértékben bővült, a hiteltranzakciók értéke 86 milliárd forintot tett ki. Az új szerződéskötések volumene éves átlagban 46 százalékkal emelkedett, amihez az új lakáshitelek (+35 százalék) és az új személyi kölcsönök (+51 százalék) egyaránt hozzájárultak. A háztartási hitelezés alapfolyamatainak élénkülését az alacsony kamatkörnyezet és a fogyasztói bizalom javulása is támogatta. A kereslet emelkedéséhez hozzájárult a Családi Otthontermelési Kedvezmény is, a második negyedév új kibocsátású lakáshitel-volumen 16 százaléka kötődött a programhoz.

A belső kereslet növekedésével összhangban a piaci szolgáltatások a második negyedévben is érdemben támogatták a gazdasági növekedést. A piaci szolgáltatók

3-17. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



Forrás: KSH

ágazatok mindegyikében emelkedett a hozzáadott érték, míg a közösségi szolgáltatások enyhén mérséklődtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. A legnagyobb mértékben a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágazat mellett az adminisztratív szolgáltatások járultak hozzá a növekedéshez, azonban jelentős volt az információ-kommunikáció ágazat kontribúciója is. **A vendégéjszakák száma éves összevetésben 1,5 százalékkal bővült júliusban**, 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.

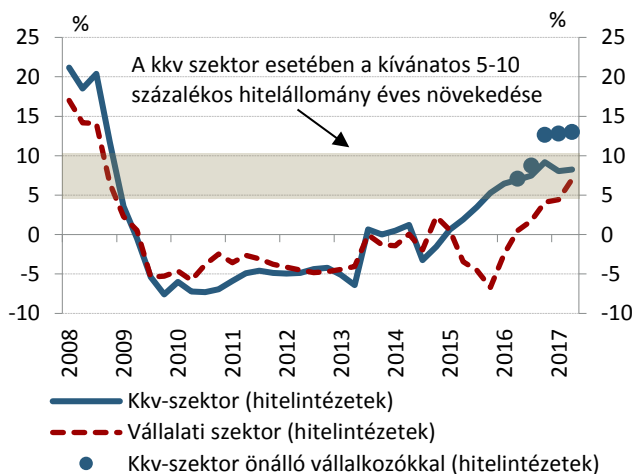
Az első negyedévhez hasonlóan folytatódott a közösségi fogyasztás és a kormányzattól kapott természetbeni társadalmi juttatások mérséklődése.

2017 második negyedévében 26,8 százalékkal bővültek a nemzetgazdasági beruházások, amihez az ágazatok széles köre hozzájárult (3-17. ábra). A vállalatok beruházási aktivitása érdemben emelkedett. A belföldre termelő és szolgáltató vállalatok esetében elsősorban a már másfél éve bővülő kereskedelem és gépjárműjavítás ágazat beruházásainak emelkedése támogatta a bővülést. A külpiacra termelő vállalatok beruházásainak növekedése főleg a nagy súlyú feldolgozóipar beruházási aktivitásának számottevő emelkedéséhez kötődött. Az állami (egészségügy, közigazgatás, oktatás) és az állami szektorhoz szorosan kötődő ágazatok (energetika, vízellátás, szállítás) beruházásai érdemben bővültek, amihez a 2014–2020-as uniós cikusból megvalósuló projektek felfutása mellett a saját forrásból finanszírozott beruházások is hozzájárultak. Az élénk beruházási aktivitással összhangban folytatódott az építőipar kibocsátásának érdemi javulása a második negyedévben.

2017 második negyedévében a vállalati hitelezés bővülése közel 7 százalékot ért el éves összevetésben. A nem pénzügyi vállalatok hitelállománya 152 milliárd forinttal növekedett a negyedév során a folyósítások és törlesztések hatására, éves összevetésben pedig 460 milliárd forinttal emelkedett tranzakciós alapon. A szűken értelmezett kkv-szegmens hitelállománya 8,3 százalékkal, önálló vállalkozókkal kiegészítve 13 százalékkal bővült éves összevetésben. Az építőipari és az ipari termelés élénkülésével összhangban folytatódott a vállalati hitelezés növekedése a második negyedévben (3-18. ábra).

Folytatódott a lakossági beruházási aktivitás emelkedése a második negyedévben. Dinamikusabban bővültek a lakásépítések, összhangban a kedvező keresleti feltételekkel. A korábban kiadott építési engedéllyel

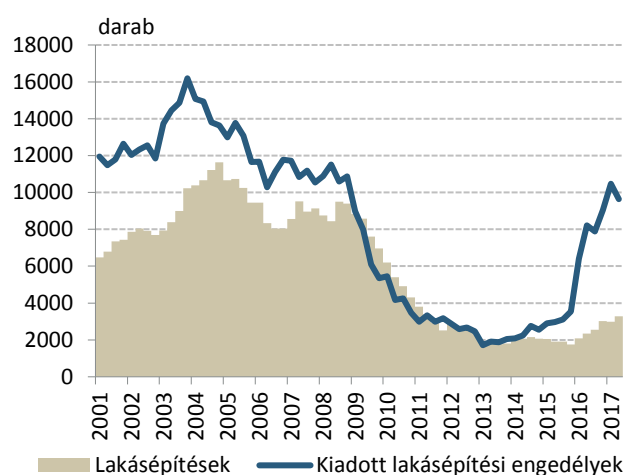
3-18. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



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

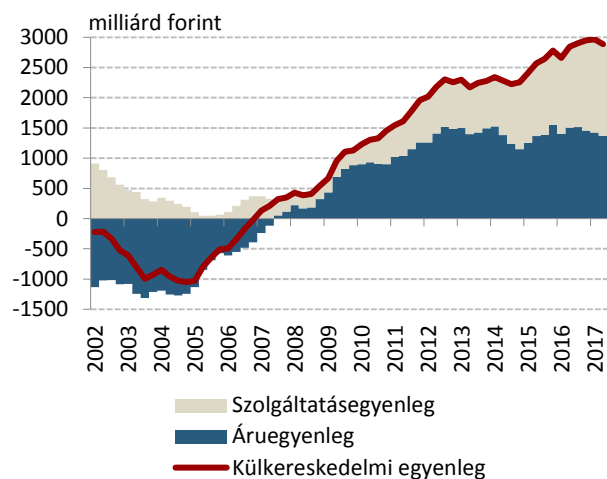
Forrás: MNB

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adat. Forrás: KSH

3-20. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



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

Forrás: KSH

párhuzamosan az átadott új építésű lakások száma jelentősen megugrott, éves összevetésben 45 százalékot meghaladó bővülést regisztráltak a második negyedévben is. Ezzel párhuzamosan folytatódott a kiadott építési engedélyek számának bővülése is, bár az erős tavalyi évi bázis mellett a dinamika mérsékeltebben alakult (3-19. ábra). **Az élénk kereslet hatására tovább emelkedő lakásárak emelkedését lassítja a kínálati oldal fokozatos alkalmazkodása.** A lakásárak emelkedéséhez pozitívan járult hozzá mind a használt lakások, mind az új lakások piaca.

A nettó export a második negyedévben mérsékelte a hazai gazdaság növekedését. Az áruexport az ipari termelés alakulásával összhangban az első negyedévben regisztrálnál visszafogottabban bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-20. ábra). A szolgáltatás-egyenleg éves összevetésben csökkent, miközben a szolgáltatásimport bővülése folytatódott a második negyedévben. **Az export éves dinamikáját meghaladta az import növekedése,** amit a belső keresleti tételek (lakossági fogyasztás, beruházások) bővülése is támogatott. 2017 második negyedévében megállt a cserearány romlása az előző év azonos időszakához képest, amit elsősorban a gép- és szállítóeszközök relatív árának változása magyaráz.

Az idei mezőgazdasági terméseredményekről még nem állnak rendelkezésre széles körben részletes adatok, de az előzetes információk alapján a búza betakarított termése 5 millió tonna körül alakulhatott, ami több mint 10 százalékkal marad el a tavalyi évi magas bázistól. A kukorica és az egyéb fő szántóföldi növények termésmennyisége is elmaradhat a tavalyi évben regisztrált, historikus csúcs közeli szintjétől. **A tavalyi erős mezőgazdasági teljesítménnyel összhangban az idei évben korrekcióra számítunk.**

A tavalyi évhez képest visszafogottan alakuló mezőgazdasági teljesítmény, valamint a magas előző évi bázis hatására a készletváltozás a második negyedévben lassította a gazdasági növekedést.

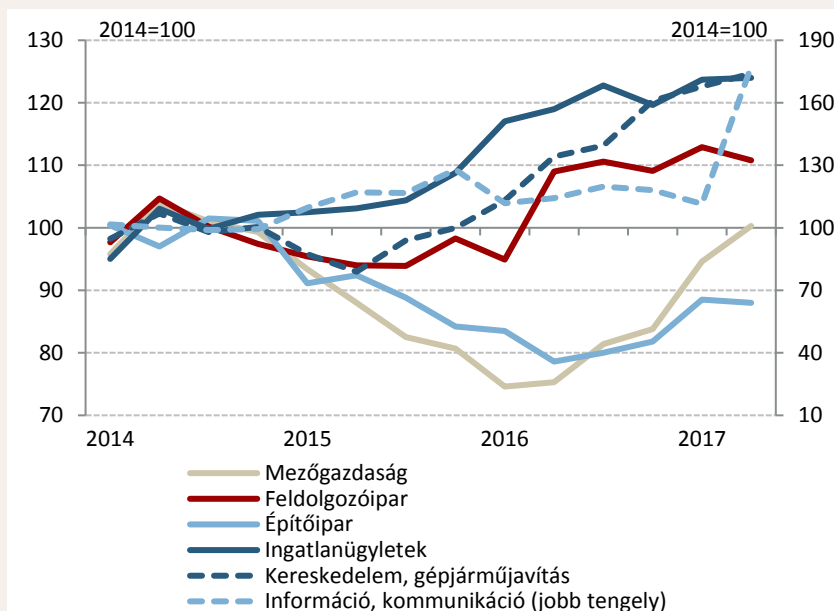
3-2. keretes írás: Tovább javuló beruházási alapfolyamatok

A 2017 első felére rendelkezésre álló adatok alapján mindhárom gazdasági szektor (vállalatok, lakosság, állam) pozitívan járult hozzá a nemzetgazdasági beruházások bővüléséhez, ami a gazdasági növekedés érdemi támaszává válhat az elkövetkező időszakban. A tavalyi indult bővülést nem csak egyedi nagyberuházások támogatják, a **beruházási alapfolyamatok számottevő javulására utal** a nemzetgazdasági ágazatok széles körében megfigyelhető általános élénkülés. Az alábbi keretes írás a hazai beruházások alakulását mutatja be, kiemelt figyelmet szentelve az erősödő alapfolyamatok elemzésének.

A hazai beruházások jelentős részét adó vállalati szektor beruházásainak élénkülése már 2016-ban elindult. A tavaly bejelentett hazai nagy **járműipari kapacitásbővítések** (többek között Mercedes, Samsung, Dana, BYD) **fontos pillérei a nemzetgazdasági beruházások dinamikus bővülésének**. A közelmúltban számos beruházási bejelentés látott napvilágot a járműipar kis és közepes méretű szereplőitől, akik különböző – többnyire kapacitásbővítéssel kapcsolatos – beruházási döntéseiket ismertették. A **MOL idén eddigi történetének egyik legnagyobb méretű organikus beruházását jelentette be**, ami – a járműiparhoz hasonlóan – a beszállítói hálózat fejlődéséhez vezethet a vegyiparban és kapcsolódó ágazatokban, tovább erősítve ezzel a vállalati beruházásokat emelkedését.

A beruházási alapfolyamatok javulását jelzi, hogy a beruházások élénkülése nem néhány ágazatra koncentrálódik, hanem az **ágazatok széles körében megfigyelhető** jelenség (3-21. ábra). A gazdasági kilátások javulásával párhuzamosan számottevő mértékben erősödött a vállalatok helyzetértékelése, amit a historikus csúcsokat közelítő bizalmi indikátorok is alátámasztanak. A jegybanki programoknak köszönhetően csökkenő finanszírozási költségek a kvv-hitelezés bővüléséhez vezettek, továbbá előretekintve a vállalati (és kvv-) hitelezés érdemi emelkedése várható. A beruházási döntéseket támogathatja a társasági és a bankadó mérséklése is. Emellett a szűk munkaerő-kapacitások a vállalatokat helyettesítő beruházásokra ösztönözheti.

3-21. ábra: Beruházások alakulása az egyes ágazatokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adat. Forrás: KSH, MNB

A nemzetgazdasági beruházások élénküléséhez a lakossági és az állami szektor is jelentősen hozzájárul. A lakáshitelezés és a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének bővülése egyaránt hozzájárul a háztartások beruházási aktivitásának emelkedéséhez, amit a javuló lakáspiaci folyamatok is megerősítenek. Az állami beruházások bővülése várható a 2014-2020-as uniós költségvetési ciklus által biztosított források lehívásának gyorsulásával, illetve a saját forrásból megvalósított beruházásokkal összhangban.

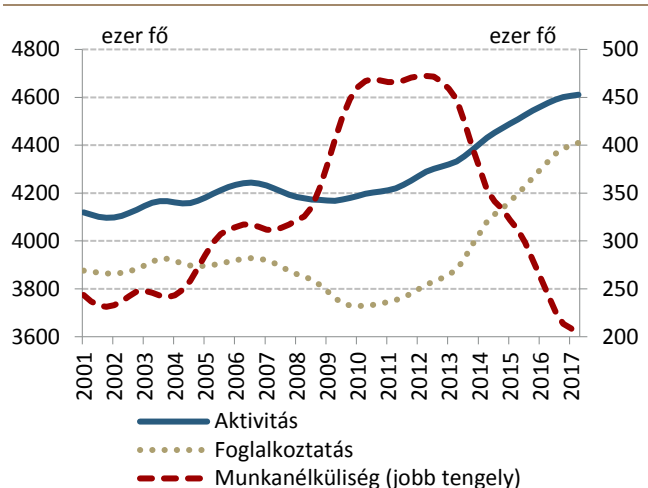
Az uniós források felhasználása előretekintve tovább erősítheti a vállalati beruházási alapfolyamatokat. **A kormányzat elköteleződése alapján a 2014-2020-as uniós költségvetési ciklusban rendelkezésre álló forrásoknak az előző ciklushoz képest lényegesen nagyobb, megközelítőleg 60 százalékos arányát tervezi közvetlen gazdaságfejlesztésre fordítani.** Az operatív programok keretében a kvv-szektor a bankszektortól függetlenül is képes lesz forrást bevonni számos céllal, várhatóan a beruházásaik finanszírozására is.

Összességében a beruházások széleskörű, éveken átívelő élénkülése várható, aminek következtében a **beruházási ráta érdemben emelkedhet**. A nemzetgazdasági beruházások **egészséges szerkezetben történő bővülése előretekintve nem csak a gazdasági növekedést támogathatja, hanem a hazai termelékenység növekedéséhez, így a reálgazdasági felzárkózás gyorsulásához is hozzájárulhat.**

3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

2017 második negyedében tovább bővült a versenyszféra foglalkoztatottsága. A szektoron belüli létszámnövekedéshez elsősorban a feldolgozóipar és az építőipar járult hozzá. Az aktivitás folytatódó emelkedésével összhangban a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 4,3 százalékon alakult a második negyedében.

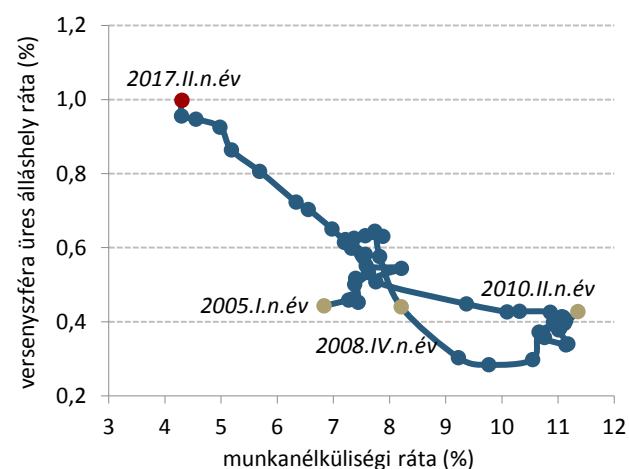
3-22. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Szezonális mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3-23. ábra: Beveridge-görbe alakulása



Megjegyzés: A versenyszféra üres álláshely ráta a versenyszféra üres álláshelyeket az aktívák arányában jelöli.

Forrás: KSH, MNB

2017 második negyedében emelkedett a gazdaságilag aktívák száma (3-22. ábra). A 15–74 éves korosztály aktivitási rátája 61,8 százalékon alakult, míg a 15–64 éves népességen belül az aktívák aránya meghaladta a 71 százalékot.

A versenyszféra foglalkoztatás növekedésének köszönhetően folytatódott a nemzetgazdasági foglalkoztatottság emelkedése, míg az állami szférában dolgozók létszáma enyhén csökkent. Az állami létszám mérséklődését a közfoglalkoztatásban dolgozók csökkenő száma magyarázta.

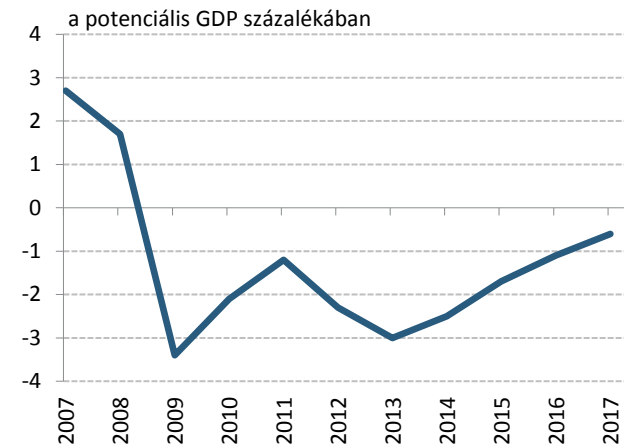
A versenyszférán belül a feldolgozóiparban és az építőiparban volt számottevő létszámbővülés, emellett a piaci szolgáltató szektorban is emelkedett a foglalkoztatottak száma. A külföldi telephelyen dolgozók létszáma érdemben nem változott. A szűk keresztmetszetek mellett a vállalatokat intenzív oldali alkalmazkodás is jellemzi, a munkaóratömeg és a ledolgozott túlórák száma egyaránt emelkedett. Összességében a teljes munkaidő egyenértékes létszám a versenyszféra foglalkoztatottságánál enyhén magasabb ütemben emelkedett a második negyedében is.

A régió többi országaihoz hasonlóan a munkanélküliség historikusan alacsony, 2017 második negyedében a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 4,3 százalékon alakult. Az üres álláshelyek emelkedő száma alapján mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltató szektorban nőtt a vállalatok munkaerőkereslete. A Beveridge-görbe alapján a munkaerőpiac feszsége historikus csúcson alakult (3-23. ábra).

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

Becslésünk alapján a kibocsátási rés 2017 második negyedében is negatív tartományban maradt, azonban az idei év első felében a belső kereslet és a foglalkoztatás bővülésével összhangban záródott. A hazai kibocsátási rés alakulását külföldi piacaink nyitott ciklikus pozíciója és a hazai termelőegységek emelkedő kapacitáskihasználtsága együttesen határozta meg.

3-24. ábra: Az eurozóna kibocsátási résének alakulása

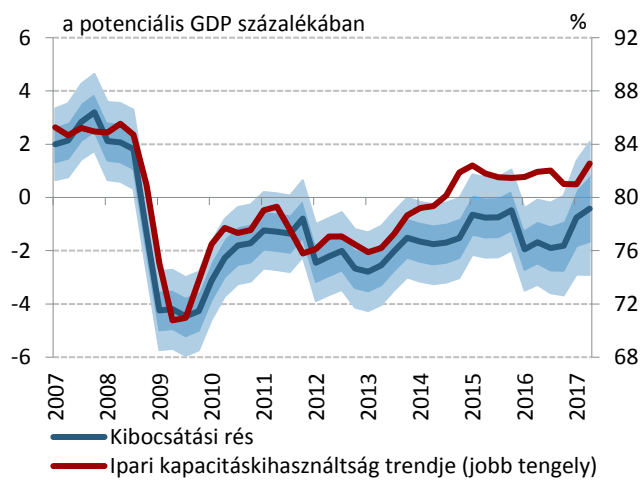


Forrás: Európai Bizottság

Becslésünk szerint a kibocsátási rés 2017 második negyedében is a negatív tartományban maradt, a gazdaság teljesítménye elmaradt a potenciális szintjétől. A hazai kibocsátási rés szintjét és alakulását is befolyásolja a legfőbb külkereskedelmi partnereink ciklikus pozíciója. Az eurozóna kibocsátási rése kis mértékben, de továbbra is negatív tartományban alakul (3-24. ábra).

A vállalati konjunktúrahangulatot és kapacitáskihasználtságot megragadó felmérések többsége az elmúlt időszakhoz hasonlóan tovább emelkedett, ami a kibocsátási rés fokozatos záródására utal. Az elmúlt negyedekkel összhangban a munkaerő a vállalatok válasza alapján szűk keresztmetszetként jelentkezett. Az ipar esetén 2017 harmadik negyedében historikus csúcsra emelkedett azon vállalatok aránya, amelyek munkaerőt jelölték meg mint a termelést akadályozó tényező.

3-25. ábra: A kibocsátási rés és az ipari kapacitáskihasználtság alakulása



Megjegyzés: A bizonytalansági sáv széle az egy szórásnyi hibát mutatja.

Forrás: MNB, ESI-felmérés

A historikusan alacsony munkanélküliségi ráta is arra enged következtetni, hogy a munkatényező kihasználtsága érdemben növekedett az elmúlt időszakban és historikus összevetésben is magas. A foglalkoztatás jelentős emelkedése és ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta csökkenése hozzájárult a kapacitások erőteljesebb kihasználásához az elmúlt években (3-25. ábra).

3-3. keretes írás: A kibocsátási rés becslését övező bizonytalanság

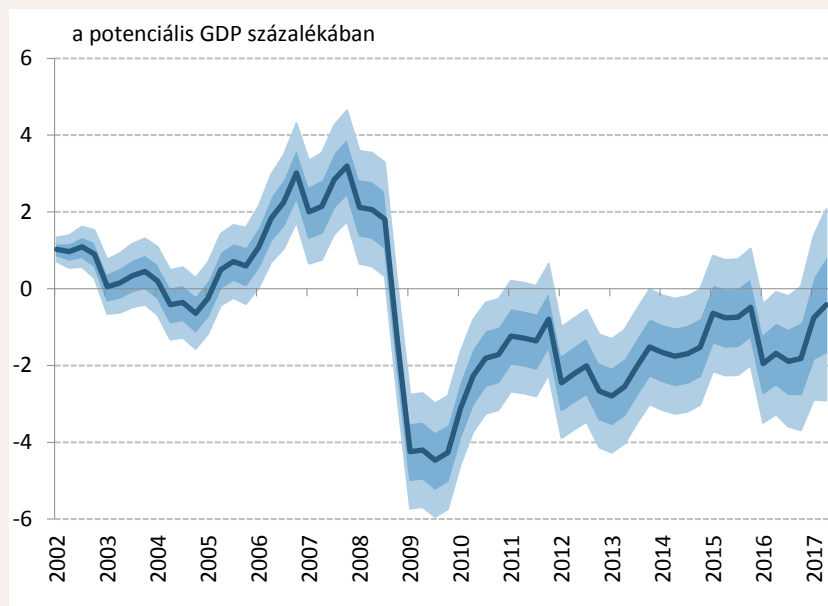
Az üzleti ciklusok a gazdasági teljesítmény időbeli hullámzásai. **A gazdaság ciklikus pozíciója a GDP hosszú távú potenciális szintje körüli rövid távú ingadozásokat jeleníti meg. A gazdaságpolitika számára kiemelt jelentőségű a gazdaság ciklikus pozíciójának értékelése.** A ciklikus helyzetről alkotott kép elsődleges fontosságú a keresleti oldali inflációs nyomás, valamint a ciklikusan kiigazított költségvetési egyenleg megítélésének szempontjából.

A potenciális GDP a gazdasági teljesítmény azon szintjét jelöli, ami mellett a gazdaság hosszú távon is fenntartható módon tud növekedni az inflációs alapfolyamatok érdemi változása nélkül. A gazdaság ciklikus helyzetét az úgynevezett **kibocsátási rés megbecslésével** tudjuk megragadni, ami a tényleges és a potenciális gazdasági teljesítmény eltéréséből adódik. A kibocsátási rés előjele és mértéke kiemelten fontos a jegybankok számára, hiszen ennek segítségével állapítható meg, hogy **a reálgazdaság felől milyen hatások érhetik az inflációt.** A tartósan pozitív kibocsátási rés a termelőkapacitások fenntarthatónál nagyobb kihasználására utal, így többletinflációt eredményezhet, míg negatív kibocsátási rés esetén a visszafogott kereslet deflációs hatással van a gazdaságra.

A kibocsátási rés, illetve a potenciális GDP közvetlenül nem megfigyelhető makrogazdasági változók, de becslésükre számos statisztikai és közgazdasági megfontolásokat is figyelembe vevő módszer áll rendelkezésre. Az egyik **legegyszerűbb statisztikai módszertannak a Hodrick-Prescott szűrő** (röviden HP-szűrő) tekinthető. Az eljárás hátránya a **jelentős végponti bizonytalanság** – azaz, hogy új információ beépítésével a becslés eredményei visszamenőlegesen is jelentősen megváltozhatnak –, így ez a módszer nehezen használható a ciklikus helyzet valós idejű megbecslésére. Ennél elterjedtebb módszer a **Kálmán-szűrő** használata, amelynek komoly előnye, hogy **közgazdasági összefüggések felhasználásával jóval eredményesebben és kisebb végponti bizonytalansággal tud becslést adni a ciklikus pozíció helyzetére.**

A Magyar Nemzeti Bank többváltozós, strukturális alapokon nyugvó Kálmán-szűrő segítségével ad becslést a kibocsátási rés szintjére. Módszertanunk az infláció és a reálgazdaság (Phillips-görbe), a munkanélküliség és a reálgazdaság (Okun-törvény), a bérek és a munkanélküliség (bér Phillips-görbe) között fennálló közgazdasági kapcsolatokat használja fel a gazdaság ciklikus pozíciójának számszerűsítésére. Magyarország egy kis nyitott gazdaság, így a fő külkereskedelmi partnereink gazdasági teljesítménye jelentősen befolyásolja a hazai ciklikus pozíciót. **Modellünk figyelembe veszi a kibocsátási rés megbecslésénél külföldi gazdasági helyzetét, illetve a kívülről importált inflációt is.** Ugyan a végponti bizonytalanság tekintetében a Kálmán-szűrő kiemelkedően jól teljesít, a közgazdasági összefüggések megbecslése miatt az eljárás **becslési bizonytalanságot** tartalmaz. **A kibocsátási rés egy becslés útján előállított változó, így helyzetének értékelésénél – és a gazdaságpolitikai döntéshozatalnál – érdemes a változó körüli bizonytalansági sávot is figyelembe venni** (3-26. ábra).

3-26. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv



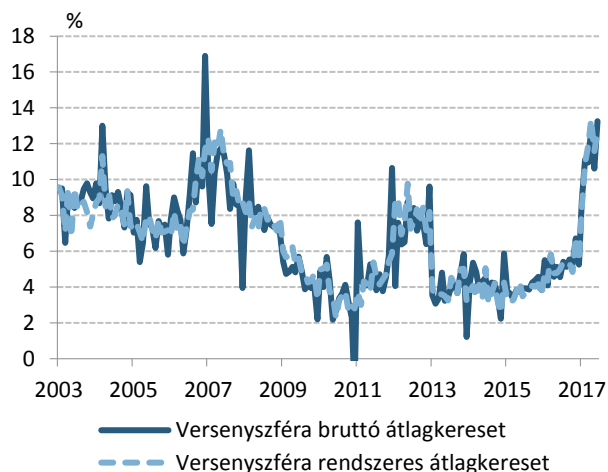
Megjegyzés: A bizonytalansági sáv széle az egy szórásnyi hibát mutatja.

Forrás: MNB

3.5. Költségek és infláció

Az elmúlt hónapokban az infláció várakozásainknak megfelelően 2 százalék körül alakult, majd a nyár végére bázishatások következtében 2,5 százalék fölé emelkedett. A maginfláció átmeneti hatások következtében emelkedett. A tartósabb tendenciákat megragadó inflációs alapmutatók továbbra is érdemben elmaradnak a maginflációtól. A maginfláció növekedését a tejárak emelkedése és a dohány termékkört érintő jövedékiadó-emelés magyarázza. A feszes munkaerőpiaci kondíciók és a bérmegállapodás következtében a versenyszféra bruttó átlagkeresetek 12,2 százalékkal emelkedtek a második negyedévben.

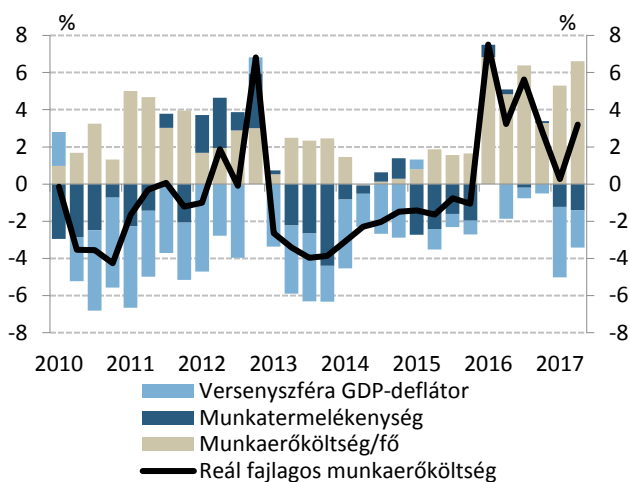
3-27. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereseteinek éves változása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

3-28. ábra: A reál fajlagos munkaerőköltség éves változásának dekompozíciója



Megjegyzés: Szezonálisan igazított, nemzeti számlás adatok.

Forrás: KSH, MNB

3.5.1. Bérek

2017 második negyedévében a bruttó átlagkeresetek 12,2 százalékkal emelkedtek a versenyszférában (3-27. ábra). A minimálbér és a garantált bérminimum év eleji jelentős emelése tartósan erős átgűrűzést okozhatott. **A vállalatok a historikusan feszes munkaerőpiaci környezetben, a szociális hozzájárulási adó és a társasági adó csökkenése mellett a magasabb bérkategóriákban is számottevően emelhetik a kereseteket.** A kétszámjegyű bérnövekedéshez az állami cégeket érintő keresetrendezések is hozzájárultak. A prémiumkifizetéseket érdemi volatilitás jellemezte az utóbbi hónapokban, összességében az első félévet tekintve a vállalatok enyhén mérsékeltek a prémiumok arányát az előző év azonos időszakához képest. Az adminisztratív béremelések következtében az előző évben szürkén fizetett munkajövedelmek fehéredése nehezíti a bérezési alapfolyamatok megítélését, a statisztikában regisztrált növekedés felülbecsülheti a tényleges keresetemelkedést.

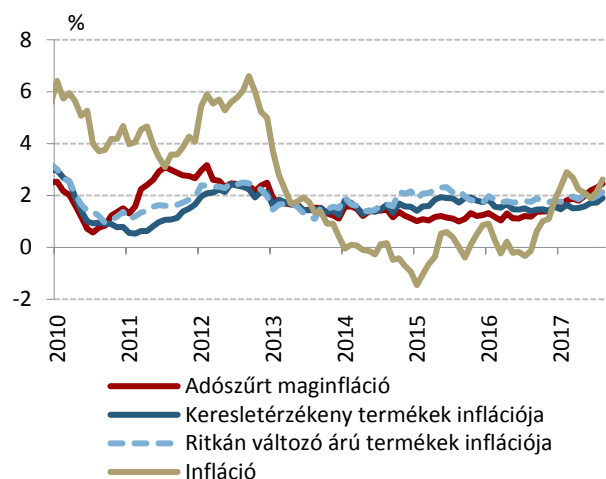
A fajlagos munkaerőköltség éves dinamikája továbbra sem haladja meg az előző évben tapasztalt mértéket. Az egy főre jutó munkaerőköltség élénkülését a munkatermelékenység és GDP-deflátor együttes emelkedése részben ellensúlyozta a második negyedévben (3-28. ábra).

3.5.2. Termelői árak

A mezőgazdasági termelői árak 2017 második negyedévében éves összevetésben mérsékelten emelkedtek, amit továbbra is a tej és a vágósertés árának emelkedése magyaráz. A tej termelői árának tavalyhoz képest megvalósuló több, mint 30 százalékos emelkedését a vilápiaci árak növekedése magyarázza. A szezonális termékek árai összességében mérséklődtek, a friss zöldségek és a burgonya árának csökkenését csak részben ellensúlyozta a gyümölcsök kedvezőtlen terméseredmények miatti áremelkedése. A gabona termelői ára enyhén emelkedett.

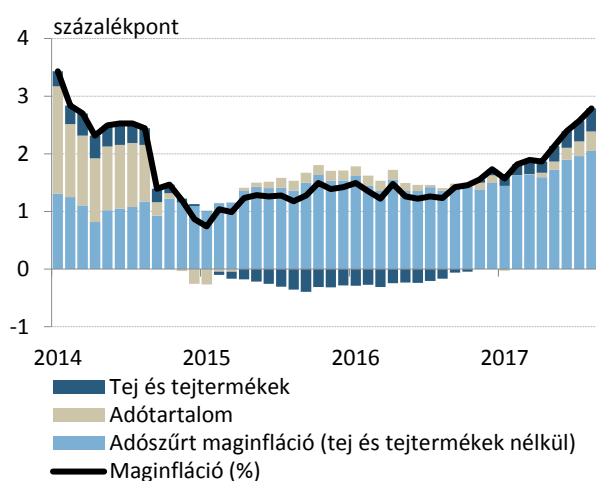
Az ipar belföldi értékesítési árai és a fogyasztási cikkek árai is emelkedtek az előző év azonos időszakához képest.

3-29. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók



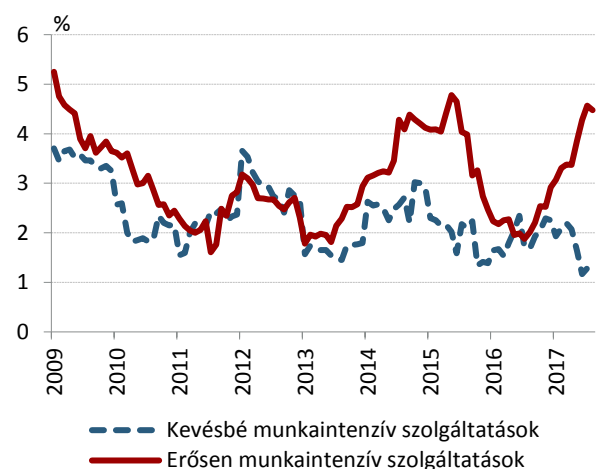
Forrás: KSH, MNB

3-30. ábra: A maginfláció felbontása



Forrás KSH, MNB

3-31. ábra: Piaci szolgáltatások árváltozása



Megjegyzés: Az erősen munkaintenzív szolgáltatások csoportjába az üdülést, oktatást, illetve az éttermi, egészségügyi és testápolási szolgáltatásokat soroltuk. Forrás: KSH, MNB

3.5.3. Fogyasztói árak

Az elmúlt hónapokban az infláció várakozásainknak megfelelően 2 százalék körül alakult, majd a tavalyi augusztusi üzemanyagár-csökkenés bázishatása következtében nyár végére 2,5 százalék fölé emelkedett (3-29. ábra). A maginfláció fokozatosan emelkedett az éveleje óta (3-30. ábra), amit főként a feldolgozott élelmiszerek áremelkedése és a dohány termékkört érintő januári és júliusi jövedékiadó-emelés magyaráz (lásd 1-1. keretes írásunkat).

A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók (a keresletérzékeny, illetve a ritkán változó árú termékek inflációja) továbbra is a maginflációtól érdemben elmaradva 2 százalék körül alakultak.

Az iparcikkek visszafogott árdinamikát mutattak az elmúlt hónapokban. A termékcsoporton belül a tartós termékek – szezonálisan igazított – árai csökkentek, míg a nem tartós iparcikkek árai enyhén emelkedtek. Az iparcikkek árait továbbra is a mérsékelt importárak és a folyamatosan élénkülő belső kereslet egymást ellensúlyozó hatása alakítja.

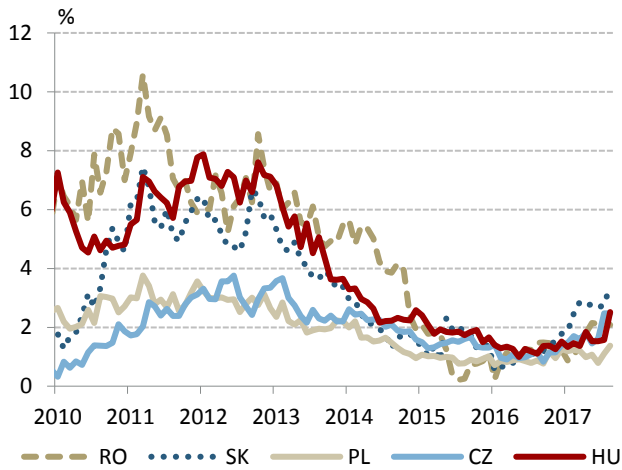
A piaci szolgáltatások inflációja lényegében nem változott és 2,5 százalék körül alakult. A termékkör év eddigi részében megfigyelt árváltozásai lényegében megfeleltek az elmúlt években tapasztaltaknak. A bérek év első felében tapasztalt érdemi növekedésének hatása csak egyes kisebb súlyú munkaintenzív szolgáltatások – vendéglátás és szálláshely-szolgáltatás – esetében jelentkezett és nem tekinthető általánosnak a szolgáltatások körében (3-31. ábra).

Az élelmiszerek esetében a feldolgozott élelmiszerek – szezonálisan igazított és indirekt adók hatásától szűrt – árai emelkedtek az elmúlt hónapokban, amit főként a tej és tejtermékek fogyasztói árainak termelői árakkal párhuzamosan megvalósuló emelkedése okozott. A feldolgozatlan élelmiszerek árai mérsékelt növekedést mutattak.

Az üzemanyagok árszintje a nyári hónapokban csökkent a forintban kifejezett olajárak mérséklődése következtében. A termékkör éves inflációja az elmúlt időszakban változékonyságban alakult, összhangban a tavalyi árcsökkenésből eredő bázishatásokkal. A szabályozott árú termékeknél nem volt számottevő mértékű árváltozás az elmúlt hónapokban.

A nyári hónapokban az infláció és a maginfláció lényegében megegyezett a júniusi Inflációs jelentés előrejelzésével.

3-32. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

3.5.4. Inflációs várakozások

A hazai lakosság inflációs várakozásai továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak. A lakossági várakozások elmúlt időszaki alakulása arra utal, hogy az utóbbi negyedévekben a várakozások horgonyzottabbá váltak. A hazai várakozások összhangban alakultak a régió korábban is tartósan alacsony inflációval jellemezhető országaiban tapasztalható várakozásokkal (3-32. ábra).

A kiskereskedelmi szektor szereplőinek árakra vonatkozó várakozása az év elejéhez hasonlóan alakult.

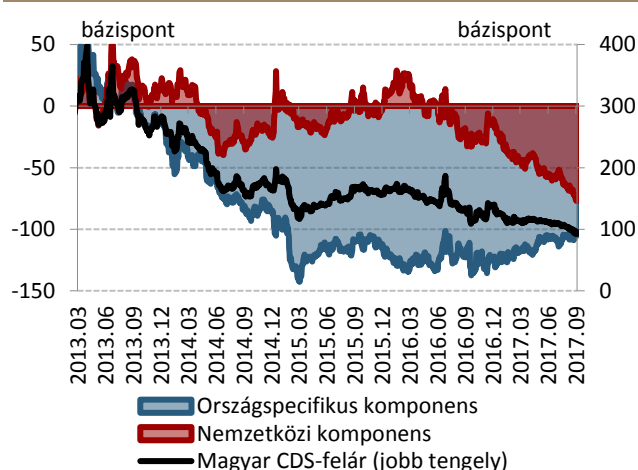
4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben nyugodt kereskedés mellett enyhén romlott a hangulat a nemzetközi pénzügyi piacokon, különösen az időszak végén erősödő geopolitikai kockázatok miatt. Ennek megfelelően a kockázati mutatók kezdetben jelentősen emelkedtek, majd korrigáltak. A fejlett kötvénypiacokon az amerikai hozamok enyhén csökkentek, míg az eurozóna állampapír-hozamai emelkedtek. Az elmúlt negyedévben az euro tovább erősödött a többi fejlett devizával szemben, mely mögött leginkább az eurozónában megjelent kedvező makroadatok álltak.

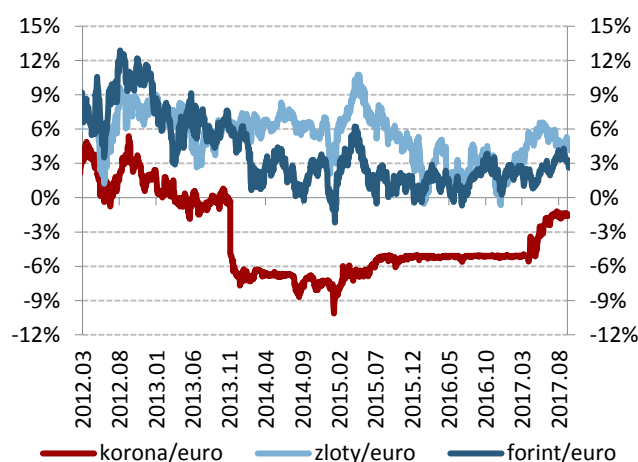
A hazai pénzügyi folyamatokat a régióval kapcsolatos pozitív várakozások határozták meg, melyet országspecifikusan az S&P hitelminősítő kilátásjavítása is támogatott. A kiegyensúlyozott kereskedés mellett a forint enyhén felértékelődött, az éven túli bankközi és állampapír-piaci hozamok kissé tovább süllyedtek. A pénzügyi kondíciók a jegybanki kommunikációval összhangban kissé tovább lazultak: bár a rövid bankközi hozamok nem változtak érdemben, a határidős pénzügyi kamatteljesítések enyhén lejjebb kerültek. A devizaswap jegyzésekből számított forint hozamgörbe szintén lejjebb kerültek, ami az MNB devizaswap tendereihez is köthető. Az állampapír-aukciókon megfelelő volt a kereslet, a hozamok a másodpiaci tendenciákhoz hasonlóan a hosszabb lejáratokon mérséklődtek.

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

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

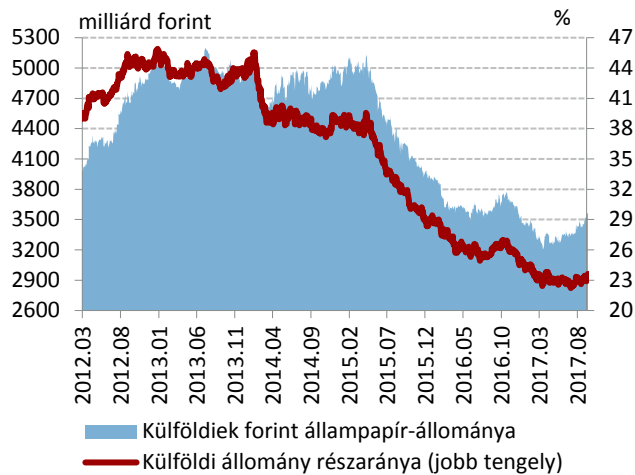
Június közepéhez képest hazánk kockázati mutatói érdemben javultak (4-1. ábra). A magyar 5 éves szuverén CDS-felár az időszak során folyamatosan csökkent, és historikus összevetésben is alacsony szinten, 94 bázisponton zárt. A magyar CDS-felár nemzetközi tényezők, köztük a régió kockázati megítélésének javulása miatt csökkent, míg a hazai komponens nem változott érdemben 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 az eurozónában és a régióban tapasztalt emelkedéssel szemben enyhén mérséklődtek. A régiós országokban a hosszú hozamok enyhén emelkedtek, különösen a román hozamok esetében. Míg a régiós hozamemelkedés összhangban van a német hozamok emelkedésével, a magyar hozam alakulását elsősorban hazai tényezők, így a kedvezőbb befektetői megítélés, valamint a piac által várt lazább monetáris politikai környezet határozta meg.

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

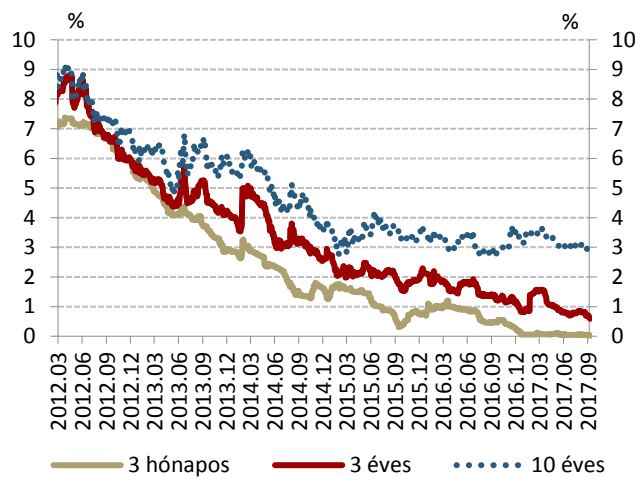
A forint euróval szembeni árfolyama az időszak során összességében mintegy 0,3 százalékos felértékelődést mutatott, hasonlóan a cseh korona erősödéséhez, míg a lengyel zloty hasonló nagyságrendben gyengült (4-2. ábra). A forint árfolyama a 303-310-es szintek között mozgott. Az időszak nagyrésztében, augusztus végéig a forint kissé felértékelődött, majd az időszak végén enyhén gyengült. Az eltérő irányú régiós monetáris politikai és gazdaságpolitikai tényezők továbbra is divergenciát okoznak az árfolyamok alakulásában, ami portfólió-átsúlyozásokra és pozíciófelvételekre utal. A forint erősödése mögött hazai tényezőként a stabilan kedvező

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



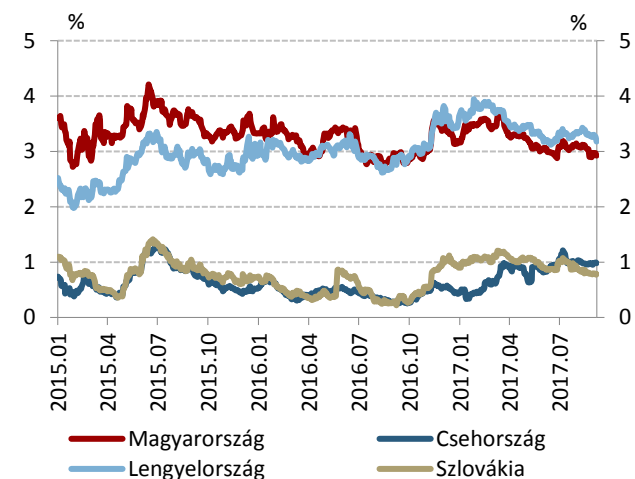
Megjegyzés: Az ábra kizárólag diszkontkincstárjegyek és állampapírok állományát mutatja. Forrás: MNB

4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

makrofundamentumok mellett az S&P hitelminősítő nem-várt kilátásjavítása emelhető ki, míg nemzetközi tényezőként az EKB eszközvásárlási programjának kivezetésével kapcsolatos bizonytalanság növekedése.

4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

Tovább emelkedett a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben (4-3. ábra). 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 viszont mintegy 200 milliárd forinttal emelkedett az állomány, így a külföldiek tulajdoni részaránya 23 százalékra nőtt.

Az állampapírok elsődleges piacán megfelelő volt a kereslet, a hosszabb papírok esetében terv feletti kibocsátásokra is sor került. A rövid kincstárjegyhozamok kissé tovább mérséklődtek, melynek eredményeképpen negatív aukciós átlaghozam is előfordult.

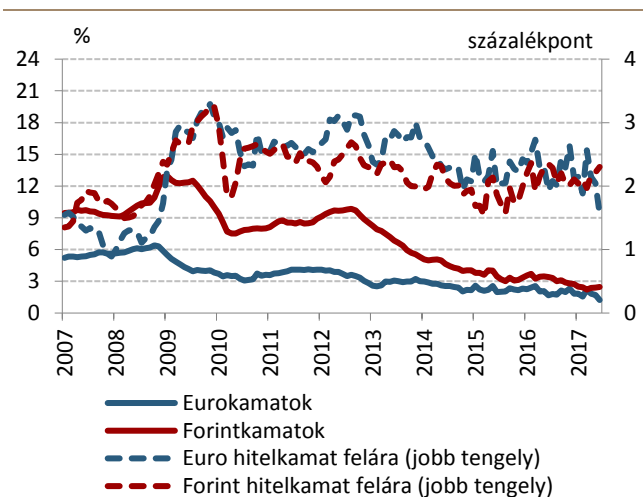
A másodpiaci állampapír-piaci hozamgörbe meredeksége érdemben nem változott az elmúlt negyedév során, ugyanakkor a 3-5 éves lejáratok esetében jelentősebb hozamcsökkenés volt megfigyelhető (4-4. ábra). Az aukciós hozamokkal összhangban a rövid lejáratú másodpiaci hozamok csak kis mértékben csökkentek, míg a hozamgörbe éven túli szakasza 15-20 bázisponttal került lejjebb, míg a tízéves hozam is nagyjából 10 bázisponttal csökkent. A rövidebb futamidőkön az eszköztár átalakítása miatti likviditásbővítő hatások következtében maradtak alacsonyan a hozamok, míg a hosszú futamidőkön a nemzetközi folyamatoknak megfelelően nem érvényesült jobban a hozamcsökkenés. A 10 éves hozam az időszak végén 2,88 százalék körül ingadozott, míg a 3 hónapos és 1 éves hozam 3, illetve 2 bázisponton alakult. A hosszú hozamok tekintetében is divergencia volt jellemző a régióban. Míg a forint tízéves hozamok kissé csökkentek, a lengyel a román és a cseh enyhén emelkedett (4-5. ábra). A román hosszúhozam jelentősen, csaknem 20 bázisponttal emelkedett, míg a lengyel 3 bázisponttal, szemben a magyarral, ami 5 bázispontot mérséklődött.

A 3 hónapos jegybanki betéti korlát újabb csökkentésének hatására a rövid bankközi hozamok stagnáltak, míg a hosszabb szegmensben további kisebb csökkenés volt tapasztalható, amelynek hatására a bankközi hozamgörbe laposabbá vált. Ugyanakkor a határidős jegyzésekben érdemi, 10-15 bázispontos mérséklődés volt megfigyelhető, különösen a hosszabb lejáratokon. Az elmúlt negyedévben a devizaswapokból számított forint hozamok is enyhén tovább csökkentek, ami a jegybanki swap-eszközök hatásához is köthető.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2017 második negyedében a vállalati hitelfeltételek enyhültek minden vállalati méretkategóriában, míg a háztartási hitelek esetében egyik szegmensben sem változtak érdemben. A vállalati hitelek finanszírozási költsége devizanem szerint heterogén módon alakult, a lakáshitelek és a fogyasztási hitelek átlagos felára csökkent a vizsgált időszakban. Az egyéves előretekintő reálkamat kissé emelkedett a negyedévben.

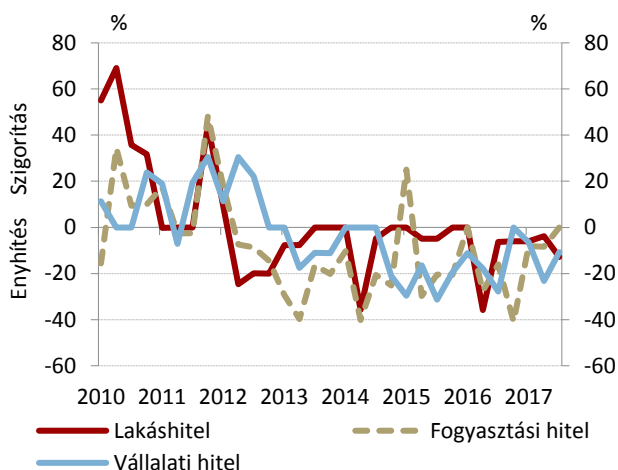
4-6. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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. 2015. januártól a money market ügyletek kiszűrésével.

Forrás: MNB

4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2017 második félévére.

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

A kisösszegű vállalati forinthitelek finanszírozási költsége tovább csökkent 2017 második negyedében. A változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással² rendelkező új forinthitelek átlagos kamatszintje – a money market ügyletek kiszűrésével – 0,2 százalékponttal 2,5 százalékra emelkedett a második negyedévben (4-6. ábra). A nagyösszegű hitelkamatok átlagosan 0,2 százalékponttal emelkedtek, a kisösszegűek pedig 0,1 százalékponttal csökkentek. A felárak hitelméret szerint szintén heterogén módon alakultak: az 1 millió euro feletti hitelek felára nőtt, míg az ez alatti hitelek átlagos felára változatlan maradt. Ennek eredményeként a vállalati forinthitelek átlagos felára 0,3 százalékponttal emelkedett a vizsgált időszakban. Az euróhitelek kamata és felára is átlagosan 1 százalékponttal csökkent, így a simított kamatok szintje 1,2 százalékot, a feláraké 1,6 százalékpontot tett ki június végén. A kamatok mind a nagyösszegű, mind a kisösszegű hitelek esetében mérséklődtek, bár a nagyösszegű hitelek esetében nagyobb mértékben, ami részben magyarázható egy-egy kiemelt ügyfélnek nyújtott kedvező kamatozású hitel folyósításával.

Tovább enyhültek a vállalati hitelfeltételek, és az év második felére is enyhítés várható. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok nettó értelemben vett³ negyede enyhített a vállalati hitelek feltételein, és ez a nagyvállalati-, a kkv- és az üzleti célú ingatlan hitelek kondícióit is érintette (4-7. ábra). A lazítást a bankok a gazdasági kilátások javulásával és a piaci versenyhelyzet további fokozódásával indokolták. Az enyhítés legnagyobb arányban a felárakban, a hitelnyújtásért felszámított díjakban és a futamidők hosszabbodásában jelentkezett. Előretekintve a bankok nettó értelemben vett 11 százaléka jelzett további lazítást, elsősorban a felárakban, és nagyobb arányban a kis- és mikrovállalati hitelek esetében.

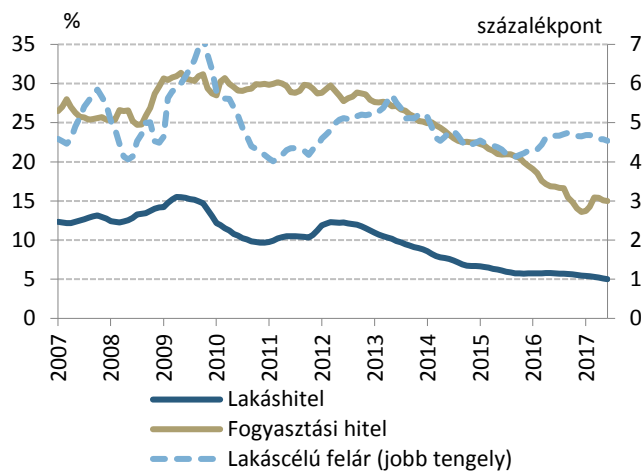
4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A lakáshitelek felára csökkent a negyedévben. Az új kibocsátású lakáshitelek teljes hitelköltsége 0,2 százalékponttal 5,1 százalékra csökkent a vizsgált

² A Növekedési Hitelprogram keretén belül folyósított hitelek többsége éven túli hitel, így az általunk vizsgált kamatok elsősorban a programon kívül eső hitelezési folyamatokat tükrözik.

³ A nettó arány a szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

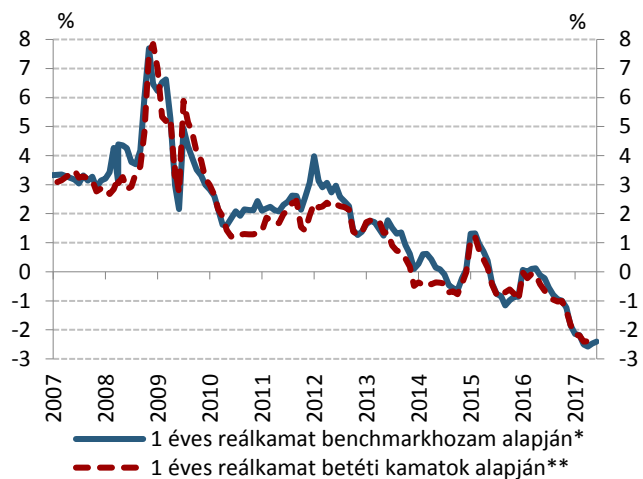
4-8. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára



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

4-9. 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

időszakban (4-8. ábra). A kamatozás módja szerint mind a fix-, mind a változó kamatkonstrukciójú hitelek THM-szintje mérséklődött. A felárak átlagos szintje 0,1 százalékponttal csökkent, és június végén 4,5 százalékponton állt. A fogyasztási hitelek kamatszintje fedezettség szerint heterogén módon alakult: a szabad felhasználású jelzáloghitelek hitelkamata és kamatfelára emelkedett, míg a fedezetlen fogyasztási hitelek esetében csökkent.

Sem a lakáscélú-, sem a fogyasztási hitelek feltételei nem változtak érdemben. A Hitelezési felmérésben válaszadó bankok nettó értelemben vett 4 százaléka lazított a lakáshitelek feltételein (4-7. ábra). A részfeltételeket tekintve ugyanakkor jelentős arányban jelezték változtatást az intézmények: a felárak csökkentése, a futamidők hosszabbítása és a jövedelemarányos törlesztőrészek szigorítását is jelezték a felmérésben részt vevők. Az év második felére a bankok 13 százaléka tervez enyhíteni a hitelfeltételeken, amit a piaci részesedési célok, a lakáspiaci folyamatok és a likviditásbőség indokolnak. A fogyasztási hitelek feltételein a bankok nettó értelemben vett 8 százaléka enyhített, ami elsősorban a felárak csökkenésében mutatkozott meg – ebben a hitelszegmensben azonban a következő fél évben a bankok nem jelezték további változást.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

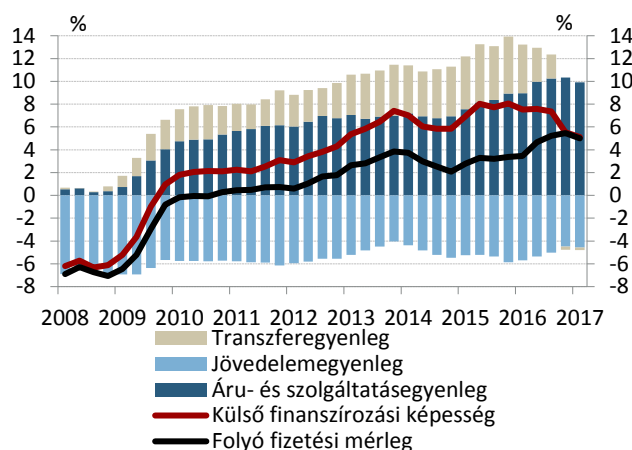
Az egy évre előretekintő reálkamat kissé emelkedett a második negyedévben. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamatszint 2017 második negyedévében az állampapírpiazi hozamokból becsült hozam alapján 0,9 százalékponttal emelkedett az előző negyedévhez képest, így -2,4 százalékot tett ki az időszak végén. A betéti kamatok alapján számított reálkamat azonos mértékben nőtt, és ennek hatására -2,3 százalékos szinten állt június végén (4-9. ábra). A reálkamatlábak emelkedését az inflációs várakozások mérséklődése magyarázta a vizsgált időszakban.

5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciója 2017 első negyedében a GDP 5 százalékára mérséklődött, ami elsősorban a külkereskedelmi egyenleg többletének enyhe csökkenésével áll összefüggésben. Az áruegyenleg mérséklődéséhez az élénkülő beruházás és fogyasztás importnövelő hatása és a cserearány romlása is hozzájárult. Emellett a transferegyenleg enyhén mérsékelte a gazdaság külső finanszírozási képességét, miközben a jövedelemegyenleg hiánya mérsékelt maradt. A finanszírozási oldal szerint folytatódott a nettó FDI-beáramlás, miközben az adósságjellegű források nagyobb mértékben csökkentek. A nettó adósságkiáramlás az MNB-vel konszolidált államháztartáshoz és a nem pénzügyi vállalatokhoz kötődött, miközben a bankrendszer nettó külső adóssága a külföldiek által elhelyezett betétek emelkedése miatt nőtt. Az adósságmutatók javulása 2017 első negyedében is folytatódott: a nettó külső adósság a GDP 18,4 százalékára, a bruttó külső adósság 69 százalékra mérséklődött. Az előzetes havi adatok alapján a második negyedévben az EU-transzferek növekvő felhasználása mellett érdemben javult a külső egyensúlyi pozíció, míg a finanszírozási oldalon az adósság jellegű források tovább mérséklődtek.

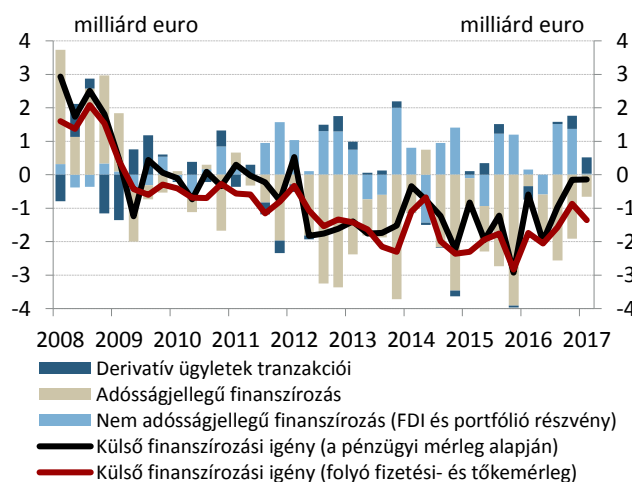
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponentjei



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

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

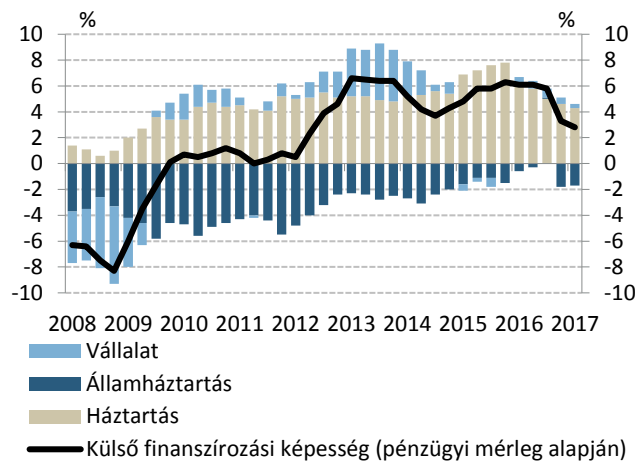
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

2017 első negyedében a magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg egyenlege egyaránt a GDP 5 százalékára mérséklődött, ami főként a külkereskedelmi többlet enyhe csökkenésére vezethető vissza (5-1. ábra). A külkereskedelmi egyenleg 2016 végi historikus csúcsról történő csökkenésének háttérében az áruegyenleg mérséklődése állt, amit a cserearányok romlása mellett az érdemben emelkedő beruházás és fogyasztás importnövelő hatása is befolyásolt. A javuló ipari teljesítmény ugyanakkor az exportdinamika bővülésének irányába hatott, így a nettó export növekedési hozzájárulása a jelentős belföldi felhasználás mellett is pozitív maradt. A **transzferegyenleg** – az EU források visszafogott beáramlása mellett – 2017 első negyedében is enyhén mérsékelte a külső finanszírozási képességet, míg a **jövedelemegyenleg** hiánya a külföldi munkavállalói jövedelmek csökkenésének és a kamategyenleg javulásának eredményeként stabilizálódott. Az előzetes havi adatok alapján a második negyedévben érdemben emelkedett a külső finanszírozási képesség, amit elsősorban a transferegyenleg EU-források beáramlásához köthető emelkedése támogatott.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

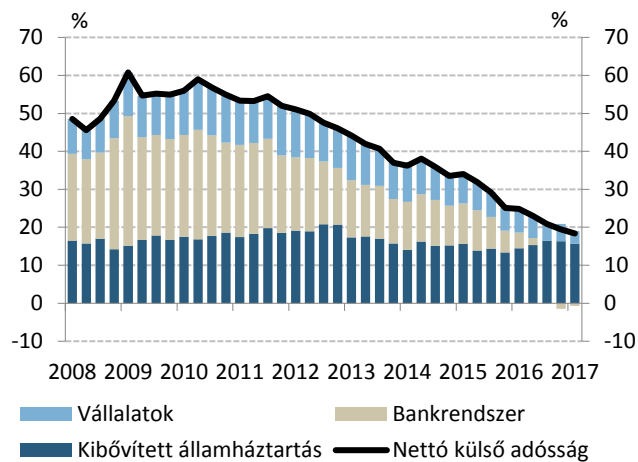
A finanszírozási oldali folyamatok szerint folytatódott a nettó FDI-beáramlást meghaladó adósságcsökkenés, ugyanakkor a külső egyensúlyi pozíció 2017 első negyedében is elmaradt a reálgazdasági megközelítés alapján számítottól. A pénzügyi mérleg alapján a folytatódó enyhe forráskiáramlás a 0,3 milliárd eurós nettó FDI-beáramlást meghaladó 0,7 milliárd eurós adósságcsökkenés mellett valósult meg (5-2. ábra). Az adósságjellegű források kiáramlása az első negyedévekben szokott módon lelassult, szektorális alakulása pedig változott. Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adóssága elsősorban a

5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



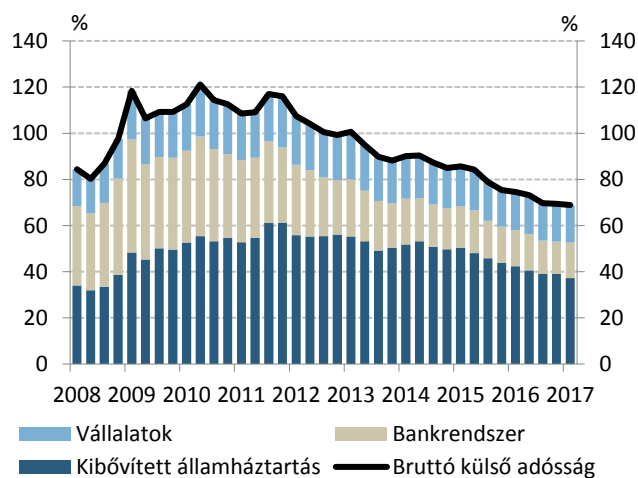
Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.
Forrás: MNB

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül, a GDP százalékában.
Forrás: MNB

5-5. ábra: A bruttó külső adósság alakulása



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül, a GDP százalékában.
Forrás: MNB

külföldiek állampapír-eladásával összefüggésben csökkent, és folytatódott a nem pénzügyi vállalatok adósságának mérséklődése is. A bankszektor külső adóssága azonban – az előző évben jellemző, részben a forintosításhoz köthető csökkenés után – 2017 elején nőtt, ami a külföldi betételhelyezés érdemi emelkedéséhez kötődött. Az előzetes havi adatok alapján a második negyedévben tovább mérséklődtek az adósságjellegű források – a nettó külső adósság csökkenését az államháztartás EU-val szembeni követeléseinek EU-forrás felhasználáshoz kapcsolódó – emelkedése is támogatta.

2017 első negyedévében a szektorok megtakarítása szerinti finanszírozási képesség enyhén mérséklődött, amelyhez elsősorban a magánszektor pénzügyi megtakarításának csökkenése járult hozzá (5-3. ábra). Az államháztartás finanszírozási igénye az első negyedévben a GDP 2 százaléka alá mérséklődött. A kedvező költségvetési folyamat a fogyasztás bővüléséhez és a magasabb foglalkoztatottsághoz kötődően emelkedő adóbevételekkel, illetve a mérséklődő kamatkidadásokkal magyarázható. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása az első negyedévben tovább mérséklődött, ami az élénkülő hitelkereslettel és bővülő fogyasztással áll összefüggésben. Emellett a vállalati szektor nettó finanszírozási képességének mérséklődése is folytatódott, ami a jövedelmek enyhe csökkenéséhez, illetve a beruházások és a készletfelhalmozás emelkedéséhez kapcsolódik.

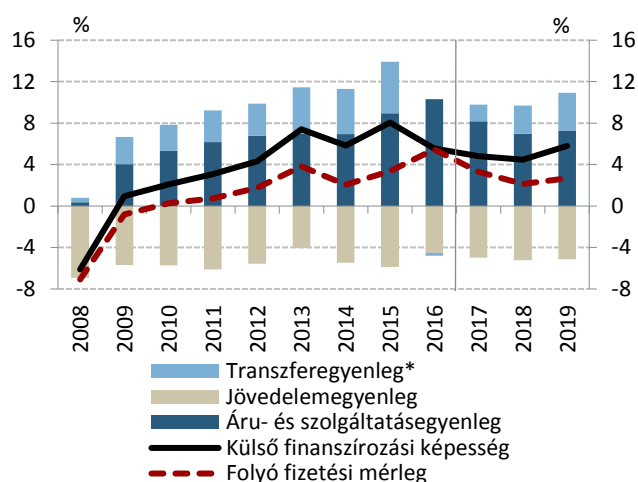
2017 első negyedévében az ország nettó külső adóssága a GDP 18,4 százalékára mérséklődött (5-4. ábra). A nettó külső adósság csökkenését az adósságeneráló források enyhébb kiáramlása mellett a GDP növekedése és az átértékelődési hatások is támogatták. Az előzetes havi adatok alapján a második negyedévben folytatódott a nettó külső adósság tranzakciókból eredő csökkenése, amit az államháztartás külföldi követeléseinek emelkedése és a vállalatok külföldi tartozásainak mérséklődése is támogatott, miközben a bankok külső adóssága enyhén emelkedett.

A gazdaság bruttó külső adóssága az első negyedév végén a GDP 69 százalékát tette ki (5-5. ábra). A GDP-arányos bruttó külső adósság 2017 első negyedévi mérséklődése az állomány tranzakciókból eredő emelkedése mellett valósult meg, amit a GDP bővülésének és a forintárfolyam euróval szembeni erősödésének hatása ellensúlyozott. A szektorok közül az állam bruttó külső adóssága mérséklődött, ugyanakkor a magánszektorné – a bankrendszerhez kötődően – enyhén emelkedett.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

Előretekintve a gazdaság külső finanszírozási képessége a mérséklődő külkereskedelmi többlet és az emelkedő transzferegyenleg eredőjeként 2017-2018-ban a GDP 5 százaléka alá mérséklődik, majd az előrejelzési horizont végén az EU-transzferek fokozatosan emelkedő felhasználása mellett újra emelkedik. A külkereskedelmi egyenleg főként a bővülő fogyasztás és beruházás miatt emelkedő import hatására mérséklődik, ugyanakkor továbbra is fontos szerepet játszik a magas nettó finanszírozási képesség kialakulásában. A külföldi tulajdonú vállalatok profitjának emelkedése növeli a jövedelemegyenleg hiányát, ami szintén hozzájárul a folyó fizetési mérleg többletének mérséklődéséhez. Ennek hatását mérsékli az EU-transzferek felhasználásának 2017-től várható fokozatosan növekedése, ami a külső finanszírozási képesség emelkedésének irányába hat. 2019-ben a termelőkapacitás bővülésének, illetve a belföldi felhasználás lassulásának következtében a külkereskedelmi többlete újból emelkedik, aminek hatására a folyó fizetési mérleg egyenlege is javulhat az előrejelzési horizont végén. A szektorok megtakarítását tekintve a hitelezés élénkülésével párhuzamosan a háztartások nettó pénzügyi megtakarításának lassú csökkenése várható, az emelkedő adóbevételekkel és csökkenő kamatkiadással az államháztartás finanszírozási igénye tartósan alacsony marad, a vállalatok finanszírozási képessége pedig a jövedelmezőség javulása és az EU-transzferek bővülő felhasználása mellett tovább bővül. A kedvező külső egyensúlyi pozíció hatására csökkenő külső adósságmutatók továbbra is támogatják a gazdaság külső sérülékenységének mérséklődését.

5-6. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

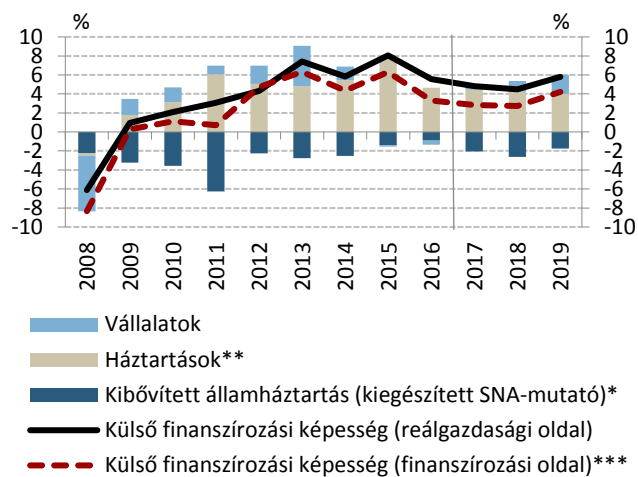
Forrás: MNB

A gazdaság külső finanszírozási képessége átmenetileg a GDP 5 százaléka alá csökken, majd 2019-ben a folyó fizetési mérleg bővülése mellett újra emelkedik

(5-6. ábra). Az előrejelzési horizont elején enyhén mérséklődő, de továbbra is kedvezően alakuló külső egyensúlyi pozíció a külkereskedelmi többlet csökkenésének és a transzferegyenleg bővülésének eredőjeként alakul ki. A nettó export csökkenése egyrészt a belső felhasználás bővülése miatti magasabb importtal, másrészt a cserearányok romlásával áll összefüggésben. Az új járműipari kapacitások felfutásával összhangban az exportdinamika élénkülése várható, így az exportpiaci részesedés tovább emelkedik. A 2019-re lassuló belföldi felhasználás és az exportbővülés együttes hatásaként az előrejelzési horizont végén a külkereskedelmi egyenleg újra emelkedik. A gazdaság külső egyensúlyi pozíciójának javulását így 2019-ben az EU-forrás felhasználásnak köszönhetően bővülő transzferegyenleg mellett már a folyó fizetési mérleg többletének emelkedése is támogatja. A külföldi tulajdonú vállalatok profitja a gazdasági növekedés és a társasági adó csökkentésének hatására várhatóan emelkedik 2017-2018-ban, ami átmenetileg növeli a jövedelemegyenleg hiányát, miközben a külső adósság csökkenésének köszönhetően mérséklődő kamatkiadás részben ellensúlyozza ezt a hatást.

A magánszektor pénzügyi megtakarítása a vállalatok emelkedő és a háztartások mérséklődő finanszírozási képessége mellett stabilan magas szintet ér el, miközben az állam finanszírozási igénye átmenetileg emelkedik (5-7. ábra). A kedvező munkapiaci körülmények és a dinamikus béremelkedés következtében javuló jövedelmi folyamatok hatására érdemben emelkedő lakossági fogyasztás és a hitelezés élénkülése a háztartások nettó pénzügyi megtakarításának magas szintről történő enyhe

5-7. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában. *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

mérséklődése irányába hat. Az előrejelzési horizonton a háztartások alapfolyamatok szerinti nettó finanszírozási képességének csökkenése várható. A vállalati szektor finanszírozási képessége a társasági adó csökkenésével és az EU-transzferek emelkedésével összefüggésben javuló jövedelmezőség hatására várhatóan emelkedik. 2017-ben az államháztartás ESA hiánya hasonlóan alakulhat, mint 2016-ban, de az Európai Unió kohéziós és strukturális támogatásainak megelőlegezése következtében a finanszírozási igénye emelkedik. Emellett az állam bevételeit növelik a jelentős bérdinamikával összefüggésben emelkedő adóbevételek, amit kiadási oldalon a beruházási aktivitás gyorsulása ellensúlyoz. A kormányzati beruházás növekedése, a folytatódó adócsökkentések és az EU-transzferek bővülő felhasználása 2018-ban a kormányzati szándékkal összhangban átmenetileg a hiány és a finanszírozási igény enyhe emelkedésének irányába hatnak.

A kedvező külső egyensúlyi pozíció hatására csökkenő külső adósságmutatók támogatják a gazdaság külső sérülékenységének mérséklődését. A gazdaság külső finanszírozási képessége az előrejelzési horizonton elmarad a korábbi években tapasztalt magas értéktől, azonban továbbra is kedvezően alakul, ami a nettó külső adósság mérséklődését eredményezi. Emellett az államadósság devizaarányának várható csökkenése is hozzájárul az ország külső sérülékenységének mérséklődéséhez.

5.3. Költségvetési folyamatok

Előrejelzésünk szerint a következő években is alacsony lehet a kormányzati szektor hiánya, ami a dinamikus gazdasági növekedéssel együtt a GDP-arányos államadósság-ráta folyamatos csökkenését eredményezi. Prognózisunk szerint 2017-ben az ESA-hiány 1,6–1,8 százalék között alakul, míg 2018-ban a költségvetési hiány az Országvédelmi Alap felhasználása esetén 2,4 százalék lehet. Az adócsökkentések, a beruházási kiadások emelése, az életpályamodellek folytatása és a bérmegállapodás végrehajtása révén mindkét évben keresletbővítő a fiskális politika. Prognózisunk szerint a GDP-arányos maastrichti államadósság-mutató csökkenő trendje tovább folytatódik, így idén 72,5 százalékra mérséklődik az adósságráta, majd az időhorizont végére 70 százalék alá csökken. Az államháztartás ESA egyenlegére és az adósságrátára vonatkozó nemzeti és európai uniós költségvetési szabályokat a magyar költségvetés teljesíti az előrejelzési horizonton.

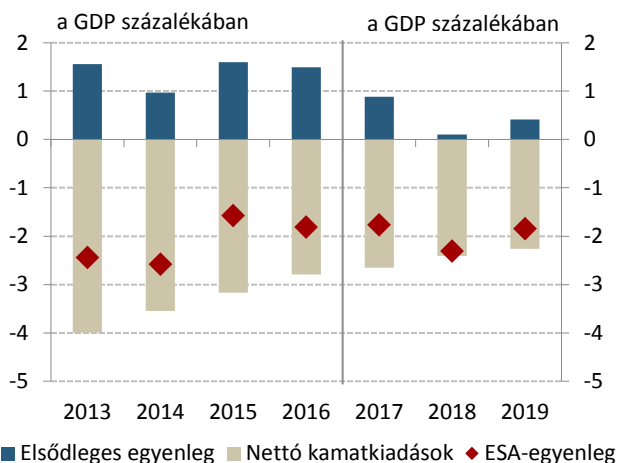
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2017	2018	2019
ESA-egyenleg	(-1,6) – (-1,8)	(-2,2) – (-2,4)	(-1,8) – (-2,0)
Elsődleges ESA-egyenleg	0,9 – 1,1	0,0 – 0,2	0,3 – 0,5
Fiskális keresleti hatás*	1,2 – 1,4	0,4 – 0,6	(-0,5) – (-0,7)

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

Forrás: KSH, MNB

5-8. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások 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 nyugdírendszer átalakítása miatt 2012-től jelentkező imputált kamatkiadásokat nem tartalmazzák.

Forrás: Eurostat, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

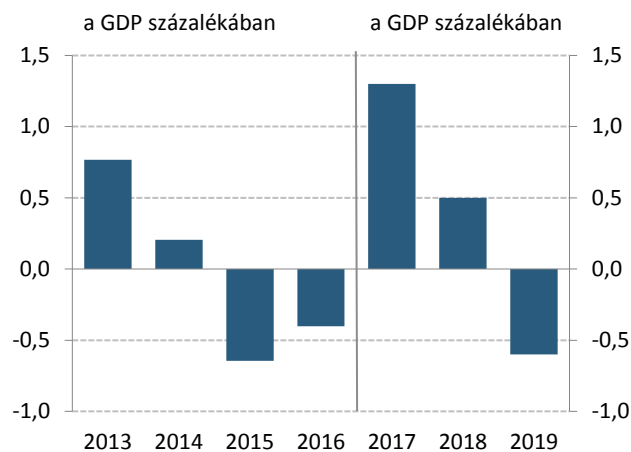
Prognózisunk szerint a GDP-arányos ESA-hiány 2017-ben 1,6-1,8 százalék között lesz, míg 2018-ban az Országvédelmi Alap felhasználása esetén a 2,4 százalékos hiánycéllal összhangban alakul (5-1. táblázat). Technikai kivetítésünk szerint 2019-ben a költségvetési hiány 1,8–2,0 százalék lesz, azaz az Országvédelmi Alap törlése esetén elérhető lesz a Konvergencia Programban megfogalmazott hiánycél. Az alacsonyabb elsődleges egyenleg többletet ellensúlyozza a kamatkiadások elmúlt években végbement csökkenése, így két százalék körül stabilizálódhat a következő két évben a kormányzati szektor hiánya (5-8. ábra). A gazdaság ciklikus pozíciójának hatása a költségvetés egyenlegére a következő években semleges lehet.

2017-ben és 2018-ban egyaránt keresletélénkítő lesz a fiskális politika (5-9. ábra). Növeli az aggregált keresletet a szociális hozzájárulási adó kulcsának két lépcsőben történő csökkentése, a célzott áfa-csökkentések, illetve a társasági- és a bankadó mérséklése. A háztartások rendelkezésre álló jövedelmét évről-évre növeli a családi adóalap kedvezmény kiterjesztése, valamint a fiskális csatornákon kívül a tavaly kötött bérmegállapodás. Kiadási oldalon bővülnek az állami életpályamodellek, valamint a minimálbér-emelés is érezteti hatását. A kormányzat saját forrású beruházásainak növelése is keresletélénkítést generál. A 2017–2018-as impulzushoz hozzájárul a 2016. év végén kifizetett költségvetési támogatások fokozatos felhasználása is.

5.3.2. A 2017. évi egyenleg

Előrejelzésünk szerint az államháztartás ESA-hiánya 2017-ben a GDP 1,6–1,8 százaléka lesz, ami kismértékben alacsonyabb a júniusi prognózisunknál (5-2. táblázat). A bevételi folyamatokat meghatározza a munkaerőpiaci konjunktúra, amelynek következtében az adóbevételek magasabbak a júniusi előrejelzésünkénél, és ellensúlyozzák a júniusban elfogadott költségvetési törvénymódosítás kiadásnövelő intézkedéseit. A várt feletti nemzetgazdasági bérdinamika elsősorban a munkához kapcsolódó adóbevételeket növelte, de hatott a fogyasztási, forgalmi adókra is.

5-9. ábra: A fiskális keresleti hatás



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

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

	Gazdasági alfolyamatok	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	0,2	0,0
Munkát terhelő adók	0,2	
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,1	
II. Központi kiadások	0,0	-0,1
Saját forrású beruházások		-0,1
Céltartalékból többletkiadás (bérintézkedések)		-0,1
EU-támogatások felhasználása		0,1
III. Egyéb hatások	0,0	0,1
Egyéb tételek		0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,2	0,0

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

Forrás: MNB

Kiadási oldalon a költségvetés bérköltségének és a saját forrású beruházások növekedése okozza prognózisunk változtatását, ugyanis a frissen beérkezett beruházási statisztikák azt mutatják, hogy az államháztartás beruházási aktivitása érdemben gyorsult a második negyedévben.

Hiányprognózisunk 0,6–0,8 százalékponttal alacsonyabb a 2,4 százalékos GDP-arányos hiánnyal számoló törvényi előirányzatnál (5-3. táblázat). A költségvetési szervek kiadásainak eltérése alapvetően az uniós támogatások effektív felhasználására vonatkozó prognózisok különbségére vezethető vissza. Az év első nyolc hónapja alapján mérsékelt igénybevétellel és ezért alacsonyabb önrésszel számolunk, mint az előirányzatok. A START munkaprogramnál a munkaerőpiac feszessége miatt továbbra is azzal számolunk, hogy a korábban 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 fehéredési hatás eltérő megítélése okoz. A gazdálkodó szervezetek befizetésénél júniushoz képest nem érzékelünk jelentősebb változást.

A pénzügyi számlák előzetes adatközlése alapján a kormányzati szektor első félévi ESA-egyenlege többletet mutatott. Mindezt az adóbevételek korábban vártnál gyorsabb ütemű emelkedése, a tervezettnél alacsonyabb effektív uniós forrásfelhasználás és az önkormányzatok magas első félévi többlete okozta.

A központi kormányzat pénzforgalmi hiányának alakulása számottevően eltér az ESA-egyenleg alakulásától. Az eltérés fontosabb tényezői: az uniós kifizetéseken belül magas az előlegfizetési arány, amely a kormányzati szektoron belüli kedvezményezettek esetében nem befolyásolja az ESA hiányt; az önkormányzatok és a kormányzati szektorba besorolt vállalatok magas első félévi többlete; valamint az adók és a kamatfizetések eredményszemléletű korrekciója. Az eredményszemléletű és a teljes körű államháztartási folyamatokra nézve az államháztartás finanszírozási igénye az irányadó mutató, ami arra utal, hogy a kitűzött célnél kisebb hiány alakulhat ki.

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 határozta meg. A 2017. évre várható költségvetési folyamatok megfelelő kiindulópontot jelentenek a jövő évi hiánycél teljesítéséhez – a tervezett kiadásnövekedést és adócsökkentést ellensúlyozzák a dinamikus bővülő adóbevételek.

Előrejelzésünk szerint a törvényjavaslatban kitűzött 2,4 százalékos hiánycél elérhető lesz. A törvényjavaslathoz

5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2017. évi költségvetési törvény előirányzataitól

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	-0,3
Gazdálkodó szervezetek befizetései	-0,2
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,2
Munkát terhelő adók	0,1
II. Központi kormányzat kiadásai	0,7
EU-támogatásokhoz kapcsolódó kiadások	0,5
START munkaprogram	0,2
III. Egyéb hatások	0,2 – 0,4
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 – 0,2
Önkormányzatok	0,2
Összesen (I.+II.+III.)	0,6 – 0,8

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

Forrás: MNB

5-4. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2018. évi költségvetési törvény előirányzataitól

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	-0,6
Gazdálkodó szervezetek befizetései	-0,1
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,5
Munkát terhelő adók	-0,1
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.)	0,0 – 0,2

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

Forrás: MNB

képezt alacsonyabb forgalmi adóbevételre számítunk, mely különbség egy részét a 2017-es eltérő bázis indokol. A többi adónemnél az előirányzatnál kismértékben alacsonyabb bevétellel számolunk, melyet a makrogazdasági pályák kisebb eltérései indokolnak. Előrejelzésünk szerint a versenyszektor bérdinamikájának közelmúltbeli alakulása arra utal, hogy teljesül a – vélhetően 2018 januárjától életbe lépő – további 0,5 százalékpontos szociális hozzájárulási adó csökkentésének a bérmegállapodásban rögzített feltétele, így ezzel számolunk előrejelzésünkben.

A kiadásoknál két helyen számítunk megtakarításra. Várakozásunk szerint az uniós kifizetések effektív felhasználása 2018-ban is alacsonyabb lehet a törvényi előirányzatnál, ide értve a korábban megelőlegezett uniós programok teljesülését is. A nyugdíjkiadások esetében a különbség fő oka az, hogy a költségvetés magasabb gazdasági növekedéssel számol, mint a jegybank, és ezzel összhangban magasabb összegű nyugdíjprémium kifizetését tervezi.

Technikai kivétítésünk alapján a 2018-as évhez képest 0,4 százalékponttal csökkenhet a költségvetési hiány 2019-ben. Így a Konvergencia Programban felvázolt hiánycél teljesülhet az Országvédelmi Alap törlesztésével. A tartósan alacsony hozamkörnyezet és az adósság átárazódásának hatására a GDP arányában tovább csökkenhetnek a nettó kamatkidadások.

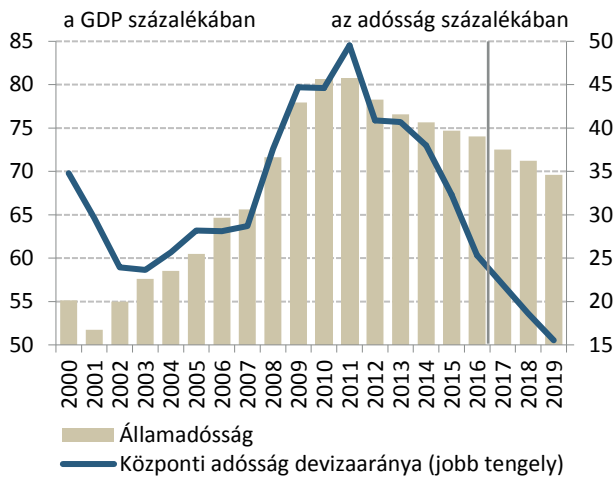
5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

Prognózisunkban a legnagyobb bizonytalanságot továbbra is az uniós források effektív felhasználása és kifizetése jelenti. Előrejelzésünkben 2017–2018-ra több százmilliárd forintos előleg kifizetéssel számolunk, így a pénzforgalmi kifizetések érdemben eltérnek az effektív forrásbevonás összegétől. Amennyiben az előleg kifizetések és a számlás kifizetések várható részaránya eltér az aktuális prognózisunktól, akkor az eltérés irányától függően csökkenhet vagy növekedhet az általunk várt megtakarítás a költségvetési szervek kiadásainál (5-4. táblázat). Alappályánkban a pénzforgalmi kifizetés 2017-ben lesz a legmagasabb, ugyanakkor a kifizetések tényleges felhasználása továbbra is 2018–2019-re koncentrálódhat. A prognózisunknál gyorsabb forrásfelhasználás az önrész kifizetések növekedése miatt emelné a kiadásokat, másrészt a gazdaság élénkítésén keresztül a bevételeket is növelné.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

2017 második negyedévének végén a GDP-arányos államadósság-ráta az MNB előzetes pénzügyi számlás adatai alapján 74,0 százalék volt. Az előző év azonos

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



Forrás: MNB

időszakához képest 1 százalékponttal csökkent a ráta értéke, így tavaly év végi értéke alá mérséklődött. A nettó kibocsátás növelte, míg a devizaadósság átértékelődése mérsékelte a második negyedévben az adósság értékét. Az év első félévében a finanszírozási igénynél nagyobb mértékben bocsátott ki állampapírokat az adósságkezelő, ami az állam teljes likvid betéeteinek emelkedését okozta.

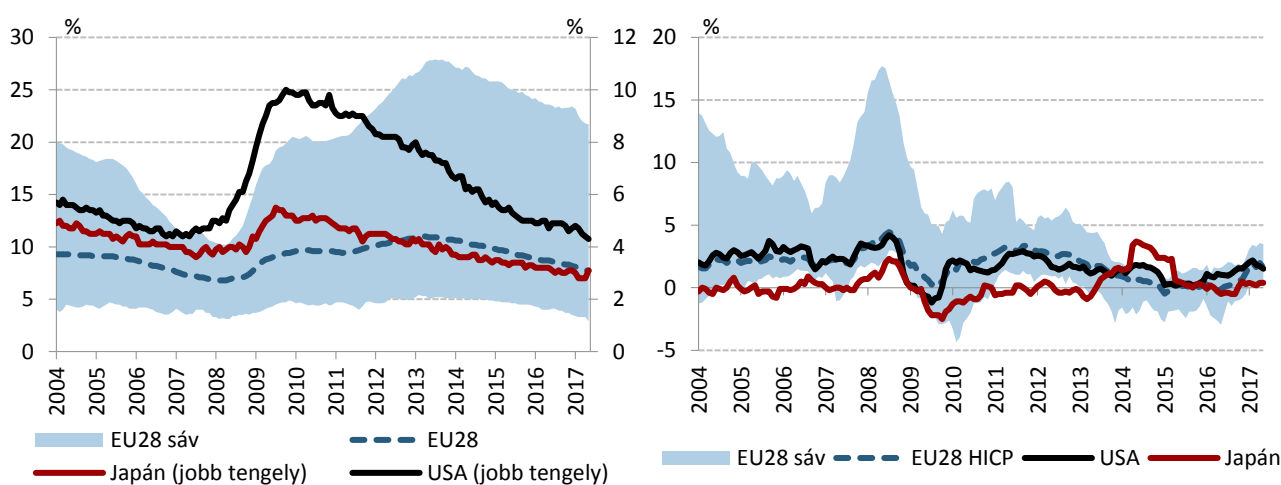
Előrejelzésünk alapján 2019 végéig – változatlan, 2016. végi forint árfolyamot feltételezve – az államadósság-ráta tovább csökkenhet, teljesítve az Alaptörvényben rögzített adósságszabályt. Prognózisunk alapján a következő években az adósságráta évenkénti 1,5 százalékpont körüli csökkenése várható, ami az alacsony finanszírozási igény melletti dinamikus gazdasági növekedésből adódik. Előrejelzésünk szerint 2017. év végére a ráta értéke 72,5 százalékra csökken, míg 2018-ban 71,2 százalék körül alakul, az előrejelzési horizont végére pedig 70 százalék alá csökken GDP-arányosan (5-10. ábra).

6. KIEMELT TÉMA

6.1. A globális faktorok szerepe a hazai infláció alakulásában

A visszafogott világgazdasági konjunktúra, a mérséklődő energia- és nyersanyagárak, a megjelenő új technológiai innovációk, illetve a világszerte historikusan alacsony szinten horgonyzott inflációs várakozások 2013 óta globális szinten az inflációs ráták csökkenésének irányába hatottak. A globális inflációs folyamatok 2016 végén emelkedésnek indultak, összhangban az alacsony szinten tartózkodó nyersanyagárak emelkedésével. Ennek eredményeként az inflációs ráták elmozdultak a nulla közeli tartományból, de továbbra is jellemzően elmaradnak a jegybanki céloktól. A válság óta az egyes régiókat eltérő gazdasági teljesítmény jellemzi, amit a munkanélküliségi ráták jelentősen különböző szintje is alátámaszt (6-1. ábra, bal panel). A konjunktúrában meglévő eltérő mintázatok ellenére ugyanakkor az inflációban nem figyelhetünk meg divergenciát, az inflációs ráták továbbra is általánosan visszafogott szinteken tartózkodnak (6-1. ábra, jobb panel). Ezzel kapcsolatban felvetődik a kérdés, hogy a világszinten közös tényezők milyen szerepet játszhatnak a folyamatban.

6-1. ábra: A munkanélküliségi ráták (bal panel) és az inflációs ráták (jobb panel) alakulása az EU-ban és néhány fejlett országban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok. A sáv a munkanélküliségi ráták tartományát jelöli.

Forrás: Eurostat

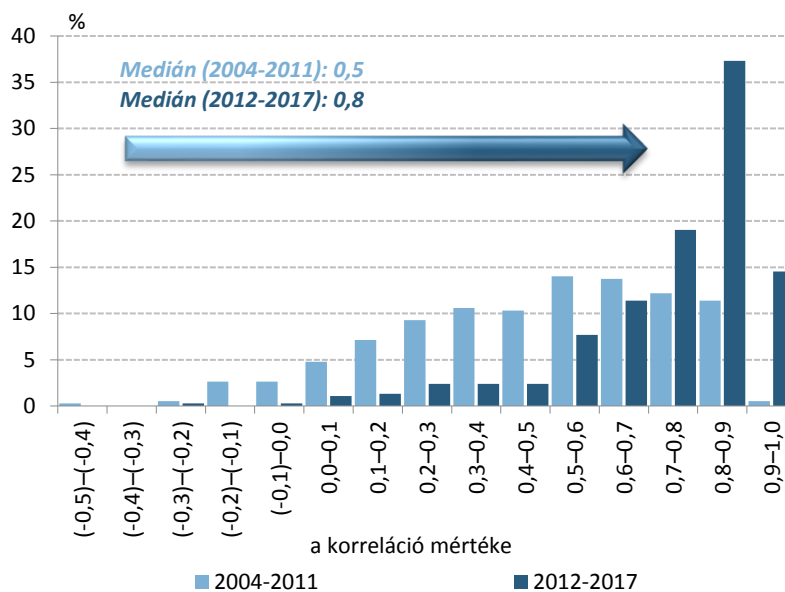
Megjegyzés: Éves változás. A sáv az inflációs ráták tartományát jelöli. Az USA esetében az infláció a fogyasztási kiadásokat mérő PCE mutató felel meg.

Forrás: Eurostat, OECD, St. Louis Fed

Az inflációs ráták erősödő korrelációját magyarázhatja a **globalizáció és ezzel együtt a globális termelési folyamatokba történő integráltság** (globális értékláncok szerepe), ami **felerősíthette a nemzetközi üzleti ciklusok inflációra gyakorolt hatását**. A globalizáció hatása több csatornán keresztül jelentkezik. A nagyobb kereskedelmi nyitottság, a gazdasági integrációnak köszönhetően fokozódó verseny, a globális munkamegosztás, illetve a termelési láncokban megjelenő alacsony költségű új munkaerő egyaránt a visszafogottabb árdinamika és a nemzeti inflációs ráták nagyobb együttmozgása irányába hat.

Magyarország esetében a szűkebb globális környezetet az Európai Unió jelenti – mivel külkereskedelmi forgalmunk megközelítőleg 80 százalékát az EU-val bonyolítjuk –, így érdemes áttekinteni az uniós inflációs ráták historikus alakulását. **Az elmúlt években érdemben megnövekedett a korreláció az Európai Unió országainak árindexei között** (6-2. ábra). Míg 2012 előtt közepes korrelációt figyelhettünk meg, addig 2012 után a korrelációs együttható 0,8 fölé emelkedett.

6-2. ábra: Az Európai Unió országainak inflációs rátái közötti páronkénti korreláció megoszlása



Megjegyzés: Relatív gyakoriság. Az ábra az országok közötti páronkénti korrelációk eloszlását mutatja. A 0,9-es korrelációs mértéket például úgy kell értelmezni, hogy míg 2004–2011 között a párosítások 11 százalékát jellemezte 0,9-es korreláció, addig ez az arány 2012 után 37 százalékra emelkedett.

Forrás: Eurostat, MNB

A globális tényezők szerepe egyre jelentősebbé válhatott a hazai infláció alakulásában is. A globális tényezők hazai inflációra gyakorolt hatását főkomponens-elemzés segítségével vizsgáltuk meg, ami a hazai infláció varianciáját globális, regionális és országspecifikus hatásra bontja. A globális tényezők az EU-tagországok inflációs rátáinak a hazai árindexre gyakorolt hatását ragadják meg és magukba foglalják az olajár alakulásának hatását is. A felbontáshoz Krusper (2012) által Stock–Watson (2002) alapján kialakított módszertant alkalmaztuk.⁴ A hazai inflációra a becült globális és közös tényezőkkel felírt egyenlet:

$$\pi_t = \beta_1 \text{globális}_t + \beta_2 \text{regionális}_t + \varepsilon_t$$

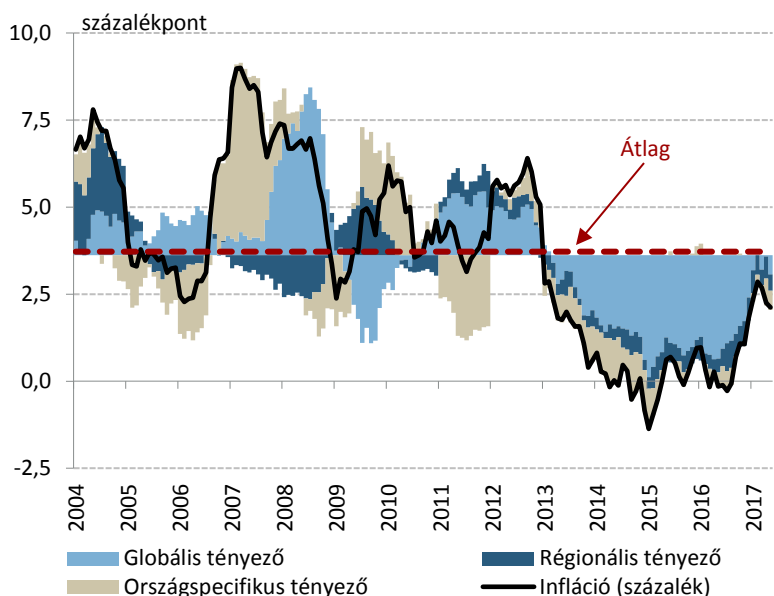
ahol a π_t a hazai tényinflációt (HICP), az ε_t pedig az országspecifikus tényezőt jelöli. A módszertan hasznos eszköz a külső és az egyedi tényezők inflációs hozzájárulásának elkülönítésére. Ugyanakkor nem ad strukturális magyarázatot az inflációs folyamat alakulására, mivel a különféle inflációs idősorok közötti korrelációt elemzi.

Az infláció hosszú távú átlagától vett eltéréseit elsősorban globális hatások magyarázzák az elmúlt években, az országspecifikus és régiós tényezők jelentősége jelentősen mérsékeltebb. A régiós tényezők hatása nagyobb mértékben az uniós csatlakozás időszakában jelentkezett. **Az országspecifikus tényezők hozzájárulását elsősorban az adók és szabályozott árak változása magyarázza, azonban ezek hatása az elmúlt években érdemben mérséklődött. A hazai infláció alakulását 2012 után döntően (70–80 százalékban) a globális faktor határozza meg, összhangban a nemzetközi inflációs ráták erősebb együttmozgásával** (6-3. ábra).

⁴ Krusper, B. (2012) „The role of external and country specific factors in Hungarian inflation developments”, MNB Working Papers 2012/5., Magyar Nemzeti Bank.

Stock, J. H. és Watson, M. W. (2002) „Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes”, Journal of Business & Economic Statistics, Vol. 20 (2), 2002. április. pp. 147-162.

6-3. ábra: Az infláció dekompozíciója globális, regionális és egyedi tényezők szerint



Megjegyzés: Éves változás. A faktorok a tényinfláció (HICP) 2004-2017 közötti átlagától való eltérését magyarázzák.

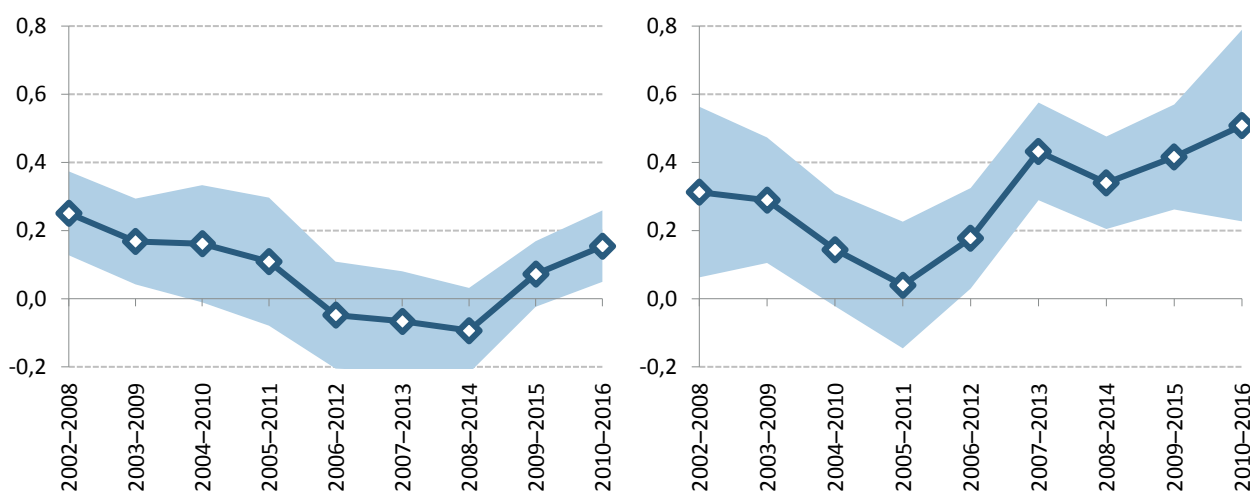
Forrás: Eurostat, MNB

A külső tényezők szerepének erősödését igazolja a globális változókkal kiegészített Phillips-görbe becslés együtthatóinak alakulása is (6-4. ábra). Mivel a teljes infláció számos volatilis összetevőt tartalmaz, a becslésben az indirekt adóktól szűrt **maginflációt vizsgáltuk**. Stabilnak bizonyuló eredményt egy olyan Phillips-görbe biztosított, amelyben mind a hazai-, mind a globális tényezőt a gazdaság ciklikus pozíciójára vonatkozó változók reprezentálják, továbbá amelyben a piaci szolgáltató szektor inflációs várakozásai is szerepelnek:

$$\text{maginfláció}_t = \beta_1 \text{inflációs cél} + \beta_2 \text{maginfláció}_{t-1} + \beta_3 \text{fogyasztási rés}_{t-1} + \beta_4 \text{eu output gap}_{t-2} + \beta_5 \text{eurhuf}_{t-2} + \beta_6 \text{vállalati inflációs várakozások}_t + u_t$$

ahol u_t a hibtagot jelöli. **A hazai fogyasztási részhez tartozó együttható az esetek többségében nem szignifikáns**, ami arra utal, hogy az országspecifikus hatások a maginfláció alakulásában egyre kevésbé meghatározóak. Ez összhangban van a magyar adatokon becsült Phillips-görbe válság utáni időszakban megfigyelhető ellaposodásával. **A globális hatásokat megragadó Európai Unió kibocsátási részéhez tartozó együttható a teljes mintán érdemben erősebb a hazai fogyasztási rész együtthatójánál**, azaz a globális tényező alakulására a hazai infláció érzékenyebb. A becslés alapján **amennyiben az Európai Unió kibocsátási része 1 százalékponttal nő, az adószűrt maginfláció 0,1–0,2 százalékponttal emelkedik**. Az eredmények robusztusságának vizsgálata érdekében többféle specifikációt is becsültünk, amik alapján hasonló együttható adódott a külső tényezők szerepére vonatkozóan.

6-4. ábra: A hazai fogyasztási rés (bal panel) és az EU kibocsátási rés (jobb panel) hazai maginflációra becslést együtthatójának alakulása



Megjegyzés: A hétéves mozgóablakos regresszió becslése évesített negyedéves adatokon történt. A becslés bizonytalansága egységnyi szórást jelöl.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, KSH, MNB

Össességében a külső tényezők szerepe a hazai infláció alakulásában az elmúlt időszakban felerősödött, 2012 után a hazai infláció alakulását döntően globális hatások alakították. A külső tényezők két fő csatornán, a külföldi kibocsátási rés hatásán és a külső makrogazdasági környezet alakulásán keresztül befolyásolják a hazai árdinamikát. A külföldi kibocsátási rés hatását főként a globalizáció és a nemzetközi kereskedelem intenzitásának fokozódása befolyásolta, ami mellett a külső infláció szintje is visszafogottan alakult.

7. A 2017. ÉS 2018. ÉVI ÁTLAGOS FOGYASZTÓIÁR-INDEX FELBONTÁSA

7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódo hatásra (százalékpont, illetve százalék)

	Inflációs hatás 2017-re			Inflációs hatás 2018-ra		
	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Piaci	0,8	1,5	2,3	0,7	1,7	2,4
Indirekt adók és intézkedések	0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,2	0,0
Infláció	1,0	1,4	2,4	0,9	1,6	2,5

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzódo hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódo hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódo 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

7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódo és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)

	2017					2018				
	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	0,2	0,0	3,5	-1,1	2,6	0,7	0,0	3,2	-0,1	3,8
nem feldolgozott	-1,6	0,0	4,8	-2,5	0,7	-1,7	0,0	6,0	-0,4	3,9
feldolgozott	1,0	0,0	3,1	-0,5	3,6	1,8	0,0	2,0	0,0	3,8
Ipari termékek	0,2	0,0	0,5	0,0	0,7	0,3	0,0	0,8	0,0	1,1
tartós	-0,4	0,0	0,2	0,0	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,0	0,2
nem tartós	0,4	0,0	0,6	0,0	1,0	0,4	0,0	1,1	0,0	1,5
Piaci szolgáltatások	1,0	0,0	1,7	-0,2	2,5	1,3	0,0	2,2	-0,9	2,6
Piaci energia	1,0	0,0	3,0	0,0	4,0	0,4	0,0	2,3	0,0	2,7
Alkohol, Dohány	0,3	0,6	2,2	1,7	4,8	1,2	1,9	1,7	0,0	4,8
Üzemanyag	5,9	1,7	0,8	-1,5	6,9	0,6	-0,5	2,3	0,0	2,4
Szabályozott árak	0,2	0,0	0,3	0,0	0,5	0,0	0,0	0,9	0,0	0,9
Infláció	0,8	0,2	1,6	-0,2	2,4	0,6	0,2	1,9	-0,2	2,5
Maginfláció	0,6	0,1	1,6	0,1	2,4	1,0	0,3	1,7	-0,3	2,7

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzódo hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódo hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódo 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 tej termelői és fogyasztói árának éves változása	13
1-5. ábra: A maginfláció felbontása	14
1-6. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	15
1-7. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához	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: A háztartási hitelezés éves változása	16
1-11. ábra: A lakosság rendelkezésre álló jövedelmének felhasználása	17
1-12. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	17
1-13. ábra: A munkatermelékenység éves változása	17
1-14. ábra: A mezőgazdaság teljesítményének alakulása	18
1-15. ábra: A fontosabb szántóföldi növények betakarított termésmennyisége	19
1-16. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	20
1-17. ábra: A munkaerőköltség és a bruttó átlagkereset éves változása a versenyszférában	20
1-18. ábra: A fajlagos nominális munkaerőköltség növekedésének felbontása a versenyszférában	21
1-19. ábra: A módszer lépései	26
1-20. ábra: Infláció (bal panel) és GDP-növekedés (jobb panel) esetében az előrejelzési eltérések szórása	27
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	28
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	28
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	29
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban	30
3-2. ábra: GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban	30
3-3. ábra: Globális inflációs folyamatok	31
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	31
3-5. ábra: Inflációs várakozások és hosszú hozamok az eurozónában	32
3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása	32
3-7. ábra: A GDP éves változása az eurozónában	33
3-8. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok	33
3-9. ábra: GDP éves változása Kelet-közép-Európában	34
3-10. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások	34
3-11. ábra: Az EUR/USD árfolyam alakulásának felbontása EUR és USD specifikus részre	35
3-12. ábra: Infláció és inflációs várakozások alakulása az Egyesült Államokban	36
3-13. ábra A Fed kamatemelésére vonatkozó piaci várakozások	37
3-14. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	38
3-15. ábra: Fogyasztási csoportok éves változása	38
3-16. ábra: A háztartások megtakarításai és vagyona	38
3-17. ábra: A beruházások éves változásának felbontása	39
3-18. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	39
3-19. ábra: Az újlakás építések és építési engedélyek alakulása	40
3-20. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása	40
3-21. ábra: Beruházások alakulása az egyes ágazatokban	41
3-22. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	42
3-23. ábra: Beveridge-görbe alakulása	42
3-24. ábra: Az eurozóna kibocsátási részének alakulása	43

3-25. ábra: A kibocsátási rés és az ipari kapacitáskihasználtság alakulása	43
3-26. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv	44
3-27. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereseteinek éves változása	45
3-28. ábra: A reál fajlagos munkaerőköltség éves változásának dekompozíciója	45
3-29. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók	46
3-30. ábra: A maginfláció felbontása	46
3-31. ábra: Piaci szolgáltatások árváltozása	46
3-32. ábra: Inflációs várakozások a régióban	47
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	48
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	48
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya	49
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása	49
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	49
4-6. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban	50
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben	50
4-8. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára	51
4-9. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása	51
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei	52
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	52
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint	53
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása	53
5-5. ábra: A bruttó külső adósság alakulása	53
5-6. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	54
5-7. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	55
5-8. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása	56
5-9. ábra: A fiskális keresleti hatás	57
5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2016. végi árfolyamon számítva	59
6-1. ábra: A munkanélküliségi ráták (bal panel) és az inflációs ráták (jobb panel) alakulása az EU-ban és néhány fejlett országban	60
6-2. ábra: Az Európai Unió országainak inflációs rátái közötti páronkénti korreláció megoszlása	61
6-3. ábra: Az infláció dekompozíciója globális, regionális és egyedi tényezők szerint	62
6-4. ábra: A hazai fogyasztási rés (bal panel) és az EU kibocsátási rés (jobb panel) hazai maginflációra becsült együtthatójának alakulása	63

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	22
1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	24
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal	25
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók	56
5-2. táblázat: A 2017. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a júniusi Inflációs jelentéshez képest)	57
5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2017. évi költségvetési törvény előirányzataitól	58
5-4. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2018. évi költségvetési törvény előirányzataitól	58
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék)	64
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)	64

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 korábnak 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. szeptember

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

