



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2016

SZEPTEMBER

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2016
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, pénzügyi stabilitásért és hitelösztönzésért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési és versenyképességi elemzések és a Pénzügyi rendszer elemzése igazgatóságainak munkatársai vettek részt. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

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

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2016. szeptember 14-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

TARTALOM

A MONETÁRIS TANÁCS FŐ MEGÁLLAPÍTÁSAI AZ INFLÁCIÓS JELENTÉSHEZ.....	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	10
1.1. Inflációs előrejelzésünk	10
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	12
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	17
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	21
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	23
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése.....	23
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése.....	27
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség	30
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	32
3.5. Költségek és infláció	33
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	37
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	37
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói.....	40
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	43
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	43
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	45
5.3. Költségvetési folyamatok	47
6. Kiemelt témák.....	51
6.1. Munkaerőpiaci folyamatok elemzése az emelkedő bérdinamikával összefüggésben	51
6.2. A háztartások nettó pénzügyi vagyonának alakulása.....	58
7. A 2016. és 2017. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	64
Ábrák és táblázatok jegyzéke	65

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

1-1. keretes írás: Az elmúlt időszakban bejelentett járműipari fejlesztések növekedési hatásai	15
1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink	18
3-1. keretes írás: Az inflációs várakozások alakulásának meghatározói	35
4-1. keretes írás: A jegybanki irányadó eszköz korlátozásával kapcsolatos bejelentés piaci fogadtatása	39

A MONETÁRIS TANÁCS FŐ MEGÁLLAPÍTÁSAI AZ INFLÁCIÓS JELENTÉSHEZ

A Monetáris Tanács megítélése szerint az év eleji átmeneti lassulást követően az év hátralevő részében folytatódik a magyar gazdaság élénkülése. A gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemzik, az infláció tartósan elmarad a jegybanki céltől. A hazai reálgazdasági környezet dezinflációs hatása előretekintve fokozatosan csökken. A magas külső finanszírozási képesség és az állam mérséklődő devizaadóssága tovább csökkenti az ország sérülékenységét a következő években.

Az elmúlt hónapokban folytatódott a világgazdaság törékeny növekedése, az inflációs ráták a jegybanki célértékektől változatlanul elmaradnak. A nemzetközi pénzügyi hangulatot a brit EU-tagságról szóló referendumot követően előbb a kockázatkerülés erősödése, majd a hangulat érdemi javulása jellemezte.

Az elmúlt negyedévben változékonyan alakult a globális pénzügyi hangulat. A brit népszavazás okozta átmeneti hangulatromlást a kockázati étvágy növekedése és kiegyensúlyozott kereskedés követte. A feltörekvő kötvénypiaci felárak összességében csökkentek, bár a világpiaci olajárakkal kapcsolatos hírek, illetve néhány országspecifikus tényező időszakosan növelte az eszközárak ingadozását. A meghatározó jegybankok monetáris politikai döntéseivel kapcsolatos várakozások és a fejlett gazdaságok makrogazdasági eseményei továbbra is a piaci érdeklődés középpontjában álltak. A brit népszavazást követően a Fed és az EKB a monetáris kondíciók változatlanul hagyása mellett, míg a Bank of England döntéshozói átfogó monetáris lazításról döntöttek.

2016 második negyedévében a regionális különbségek fennállása mellett változatlanul visszafogott volt a világgazdaság bővülése. A fejlett gazdaságokat a növekedés ütemének lassulása jellemezte, míg a feltörekvő régiókban vegyesen alakultak a növekedési kilátások. Az infláció világszerte visszafogottan alakult. A globálisan meghatározó jegybankok fenntartották laza monetáris kondícióikat. Kelet-Közép-Európa változatlanul Európa leggyorsabb növekedést mutató gazdasági övezete. A globálisan mérsékelt inflációs környezettel összhangban a régió országait is alacsony, a jegybanki céloktól elmaradó inflációs ráták jellemzik. A régiós jegybankok a makrogazdasági folyamatokkal összhangban fenntartották laza monetáris politikai irányultságukat.

Az infláció tartósan alacsony marad és csak 2018 közepére közelíti meg az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket.

Az elmúlt hónapokban beérkezett adatok alapján a hazai inflációs alapfolyamatok a júniusi Inflációs jelentéssel összhangban alakultak. A mérsékelt külső inflációs környezet változatlanul erős dezinflációs hatással bír, ami a nyári hónapokban enyhén negatív tartományban tartotta az éves inflációs rátát. Az év eleji szintről emelkedő nyersanyagárak és az ezzel összhangban megjelenő bázishatás az őszi hónapoktól az éves inflációs ráta emelkedését eredményezi. A Monetáris Tanács megítélése szerint azonban a historikusan alacsony inflációs várakozások és az importált infláció általánosan mérsékelt szintje folyamatosan visszafogja az árszínvonal növekedési ütemét. A foglalkoztatás dinamikus bővülése és a feszessé váló munkaerőpiac a bérdinamika emelkedését okozza az előrejelzési horizonton. Az élénkebb nominális béremelkedés a lakossági fogyasztás érdemi növekedését eredményezi, ami a maginflációs ráta fokozatos növekedése irányába hat. A jövedékiadó-intézkedések áremelő hatását ellensúlyozza az egyes alapvető élelmiszerek és szolgáltatások áfájának csökkentése. Előretekintve az infláció 2018 közepére közelíti meg a középtávú inflációs célt.

A belső keresleti tételekre támaszkodva 2016 második felétől folytatódik a hazai gazdaság dinamikus bővülése.

Az idei évi növekedést időbeli kettősség jellemzi. A 2016. év eleji lassulást a várakozásunknak megfelelően korrekció követte a második negyedévben. Előrejelzésünk szerint 2016 második felében folytatódik a hazai gazdaság dinamikus bővülése. A növekedésben egyre markánsabb szerephez jut a belföldi kereslet folytatódó erősödése. A foglalkoztatottság emelkedése következtében a munkanélküliségi ráta historikusan alacsony szintre csökken. A lakossági fogyasztás tartós bővülését a munkapiaci kilátások és a kedvező jövedelmi folyamatok, valamint a hitelezés élénkülése mellett a lakáspiaci program másodkörös hatásai is támogatják. A növekedést 2016 során visszafogja az EU-források jelentős mérséklődése, ugyanakkor előretekintve a kormányzati elköteleződéssel összhangban az állami beruházások felfutására számítunk. A vállalati hitelezés folyamatait tekintve a kvv-hitelezés a jegybanki szándékkal összhangban dinamikus növekszik, melyet előretekintve a Növekedéstámogató Hitelprogram is egyre inkább élénkít. A háztartási hitelezés esetében a lakáscélú szegmensben látható jelentős növekedés összhangban van az ingatlanpiaci fordulattal és a gazdasági konjunktúra

folytatódó élénkülésével. 2017-től járműipari fejlesztések is támogatják a vállalati beruházások növekedését. A mezőgazdasági terméseredmények várhatóan kedvező alakulása az idei évben érdemben emeli a GDP növekedési ütemét. A külső kereslet előretekintve némileg visszafogottabban alakulhat korábbi várakozásunknál, összhangban a feltörekvő országok mérsékeltebb konjunkturális kilátásaival és a Brexit európai konjunktúrára gyakorolt negatív hatásával. A Monetáris Tanács megítélése szerint az MNB és a kormány növekedésösztönző programjai eredményeként elérhetővé válik a 3 százalék körüli éves növekedés.

A gazdaság külső finanszírozási képességével összhangban folytatódik a külső adósságállomány mérséklődése, ami tovább javítja az ország külső megítélését.

A gazdaság külső finanszírozási képessége a 2015-ben 9 százalékos megközelítő szintről 2016-17-ben enyhén csökken. A mérséklődés hátterében az új EU költségvetési ciklushoz köthető alacsonyabb transzferfelhasználás áll, amelyet 2016-ban részben ellensúlyoz a cserearányok kedvező alakulásának hatására emelkedő külkereskedelmi többlet, míg jövőre a visszafogott külső kereslet mellett erősödő hazai beruházás mérsékli a külső finanszírozási képességet. Ezzel együtt a magyar gazdaság megtakarítói pozíciója az előrejelzési horizonton magasan alakul, ami a külső adósság, ezáltal a sérülékenység csökkenésében is tükröződik. Ezek nagyban hozzájárultak ahhoz is, hogy az S&P – a nagy hitelminősítő intézmények közül másodikként – befektetésre ajánlott kategóriába emelte vissza Magyarország adósbesorolását. A költségvetés hiánya a kitűzött célnál érdemben alacsonyabb lehet 2016-ban, amit egyfelől a korábbi évek tendenciáit tükröző, növekvő adóbevételek, másfelől egyes területeken a tervezettnél kisebb kiadások okoznak. Az első félévben az uniós támogatások felhasználása és az állami beruházások alakulása az éves tervek alapján becsültnél kisebb volt. Az alacsony hiány mellett az államadósság-ráta akár a GDP 1 százalékával is csökkenhet idén, függően a ténylegesen kialakuló költségvetési egyenlegről.

A hazai pénzügyi folyamatokat leginkább a jegybanki eszköztár átalakításával kapcsolatos várakozások alakították. Az MNB júliusi, az eszköztár átalakításával kapcsolatos bejelentése hozzájárult az állampapír és bankközi hozamok csökkenéséhez.

A Brexitet követően stabilizálódó nemzetközi hangulatban az MNB eszköztár-átalakítás bejelentésének hatására mind a jegybank által kiemelten figyelt hazai pénzügyi hozamok, mind a CDS-felár jelentősen csökkentek. A jegybank bejelentését követően 10-40 bázisponttal lejjebb toldott a bankközi és az állampapírpiazi hozamgörbe. A határidős kamatláb-megállapodások árazása szintén lazább monetáris kondíciókat jelez, azaz a piaci szereplők az előrejelzési horizont egészére vonatkozóan tartósan alacsonyabb hozamokra számítanak. Az eszköztár-átalakítás következtében a lakossági és vállalati hitelek számottevő részének bázisát jelentő BUBOR kamatok is érdemben mérséklődtek, ami a hitelköltségek csökkenésén és a hitelkereslet élénkülésén keresztül gazdaságösztönző hatást fejt ki.

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alappályája mellett két alternatív forgatókönyvet emelt ki. Az EU forráskifizetés alakulása és szerkezeti elosztása miatt alacsonyabb beruházási pályát feltételező alternatív forgatókönyv megvalósulása az alappályánál alacsonyabb inflációs és növekedési pályára irányba mutat. A gyorsabb bérnövekedést és dinamikusabb fogyasztásbővülést feltételező pálya nyomán a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács az EKB további monetáris lazítását, a Brexit másodkörös hatásainak erősödését, a magasabb olaj- és nyersanyagárakat, valamint a pénzügyi turbulenciákat valószínűsítő alternatív forgatókönyveket tárgyalta.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemzik, és az infláció tartósan mérsékelt marad. A monetáris politika horizontján a reálgazdaság dezinflációs hatása fokozatosan csökken. A jegybanki előrejelzések feltételeinek teljesülése mellett az alapkamat aktuális szintjének tartós fenntartása és a monetáris kondícióknak a betéti eszköz korlátozásával történő lazítása összhangban van az inflációs cél középtávú elérésével és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzésével.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA
(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2015	2016	2017
	Tény	Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)			
Maginfláció	1,2	1,4	2,2
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,1	1,3	2,2
Infláció	-0,1	0,4	2,3
Gazdasági növekedés			
Külső kereslet (GDP alapon)	2,1	2,1	1,6
Háztartások fogyasztási kiadása	3,1	4,9	3,8
Kormányzat végső fogyasztása	0,6	2,0	0,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	1,9	-4,2	8,3
Belföldi felhasználás	1,9	2,4	4,0
Export	8,4	6,5	5,2
Import	7,8	6,4	6,5
GDP	2,9	2,8	3,0
Külső egyensúly¹			
Folyó fizetési mérleg egyenlege	4,4	6,2	5,4
Külső finanszírozási képesség	8,8	8,3	8,3
Államháztartás^{1,5}			
ESA-egyenleg	-2,0	(-1,4) – (-1,5)	(-2,1) – (-2,3)
Munkaerőpiac			
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset	4,3	6,1	6,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	2,7	3,1	0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ²	4,0	5,3	6,0
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,5	3,2	1,1
Munkanélküliségi ráta	6,8	5,2	4,8
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ³	2,0	7,1	4,0
Lakossági reáljövedelem ⁴	3,3	5,0	3,5

¹ A GDP arányában.

² Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.

³ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a teljes munkaidős egyenértékes hazai foglalkoztatottakkal lett kiszámítva.

⁴ MNB becslés.

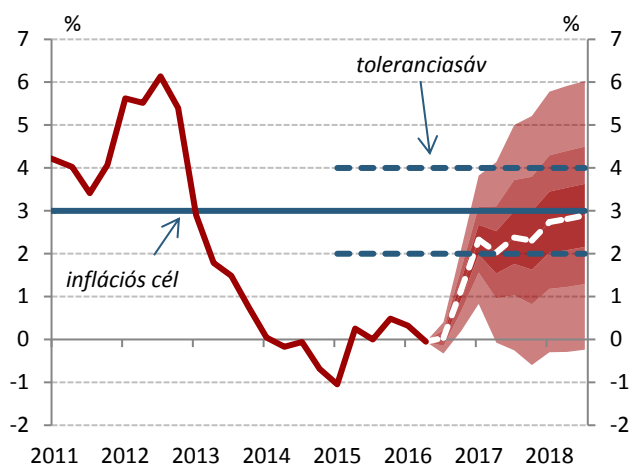
⁵ 2015-re előzetes adat. 2016-ban és 2017-ben is az Országvédelmi Alap felhasználásának mértékétől függően.

1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció idén és jövőre is érdemben elmarad a jegybank középtávú inflációs céljától, és csak 2018 közepén kerül 3 százalék közelébe. Az év eleji mélyponthoz képest lassú emelkedést figyeltünk meg a nyersanyagárakban az elmúlt negyedévekben. Ezzel összhangban a tavalyi év végi, idei év eleji olajár-változások bázishatása miatt rövid távon az éves inflációs ráta emelkedését prognosztizáljuk. Ugyanakkor az alacsony lakossági inflációs várakozások és a visszafogott importált infláció továbbra is mérséklék a hazai árszínvonal növekedési ütemét. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció fokozatos emelkedéséhez a lakossági fogyasztás érdemi növekedése mellett a korábbi éveknél élénkebb nominális bérnövekedés is hozzájárul.

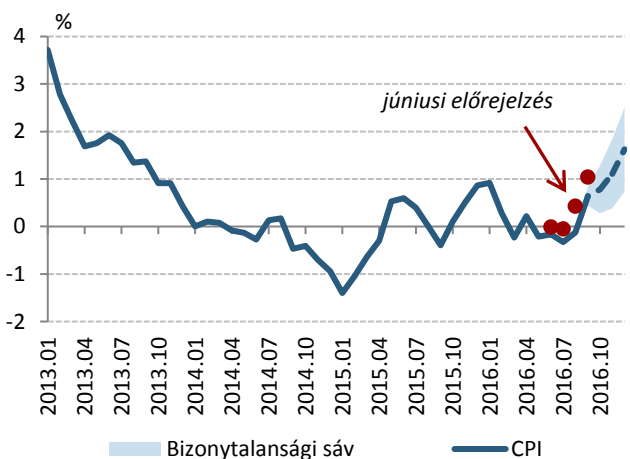
1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Forrás: KSH, MNB

Rövid távú előrejelzésünk alapján az őszi hónapokban újra stabilan pozitív tartományba kerül a fogyasztói árak éves növekedési üteme (1-2. ábra). Az infláció 2016–2017 fordulóján bekövetkező emelkedését főként a korábbi üzemanyagár-csökkenés bázisból való kifutása eredményezi. **Előretekintve a reálgazdaság dezinflációs hatása fokozatosan mérséklődik.** Az alacsony globális költségkörnyezettel és a külkereskedelmi partnereink romló konjunkturális kilátásaival összhangban változatlanul visszafogott importált inflációra számítunk. Ugyanakkor a belföldi eredetű inflációs hatás szempontjából leginkább releváns lakossági fogyasztás élénkülése továbbra is meghatározó marad. A reálgazdaság dezinflációs hatása így fokozatosan mérséklődik. Várakozásunk szerint az infláció idén éves átlagban 0,4, míg jövőre 2,3 százalékon alakul (1-1. ábra, 1-1. táblázat).

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



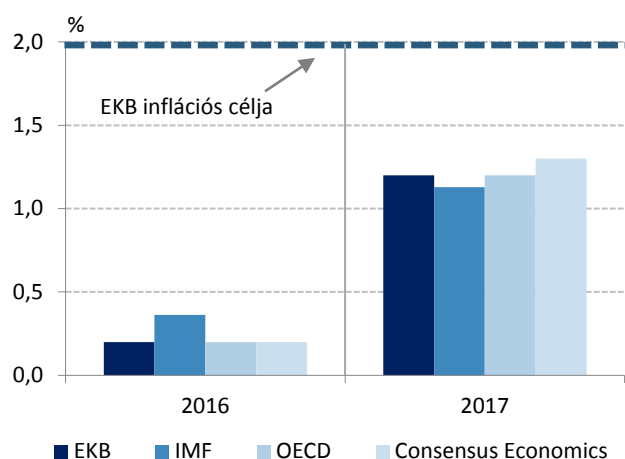
Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv a korábbi évek előrejelzési hibájának szórását mutatja.

Forrás: MNB

Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurózóna inflációjának alakulását visszafogja a mérsékelt növekedés miatt változatlanul nyitott kibocsátási rés és a globálisan alacsony költségkörnyezet. Az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzése alapján az eurózóna inflációja mind 2016-ban, mind 2017-ben érdemben a középtávú inflációs cél alatt alakul (0,2 és 1,2 százalék). Ennek következtében a magyar gazdaságot várhatóan középtávon is mérsékelt külső inflációs környezet jellemzi (1-3. ábra).

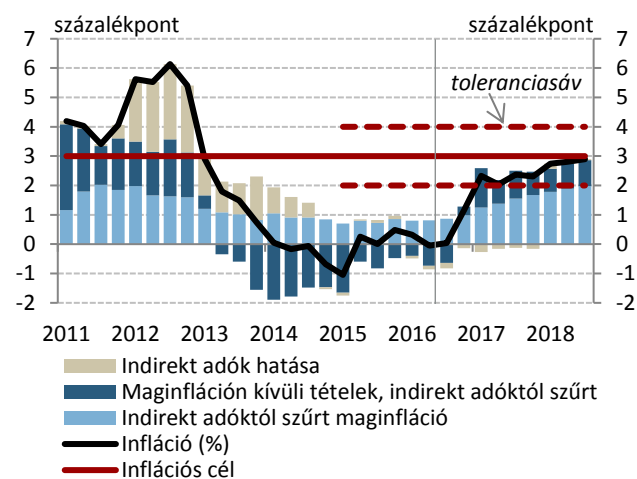
Az előrejelzési horizonton az indirekt adóktól szűrt maginfláció fokozatos emelkedésére számítunk (1-4. ábra és 1-1. táblázat), melyet a belső kereslet további élénkülése és a költségek lassú növekedése magyaráz. A negatív kibocsátási rés előrejelzési horizontunkon fokozatosan záródik, így a reálgazdaság egyre mérsékelt dezinflációs hatást fejt ki. A foglalkoztatás dinamikus bővülése és a feszessé váló munkaerőpiac miatt a versenyszféra fajlagos munkaköltsége emelkedik. A válság óta megfigyelt hazai és nemzetközi tapasztalatok alapján a bértávozás élénkülésének inflációs hatása azonban mérsékelt marad az alacsony bérhányad, a visszafogott inflációs várakozások, illetve a negatív kibocsátási rés miatt.

1-3. ábra: Az eurózána inflációjára vonatkozó előrejelzések



Forrás: EKB, IMF, OECD, Consensus Economics

1-4. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

	2016	2017	
Maginfláció	1,4	2,2	
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	0,9	1,5	
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	0,7	0,9
	Járműüzemanyag és piaci energia	-6,9	5,6
	Szabályozott árú termékek	0,2	1,5
	Összesen	-1,8	2,5
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	-0,6	0,8	
Infláció	0,4	2,3	

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

Forrás: MNB

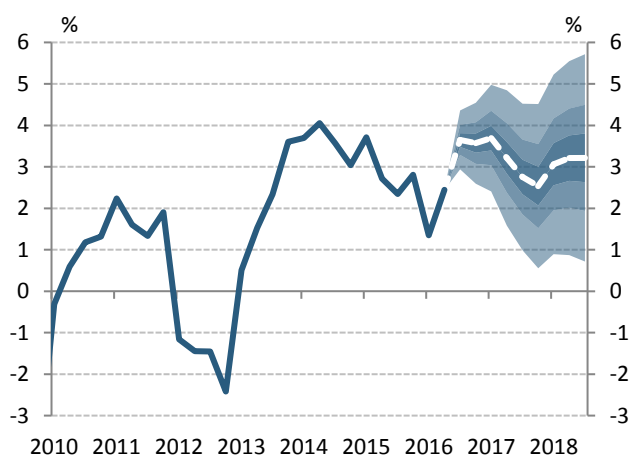
Előrejelzésünk szerint a maginfláción kívüli tételek árindexe bár 2016–2017 fordulóján emelkedik, de továbbra is mérsékelten alakul (1-4. ábra és 1-1. táblázat). Az euróban kifejezett olajárak a júniusi feltevéseinknél mérsékeltebb szinten tartózkodnak, és a határidős jegyzésárak is csupán enyhén emelkedő pályát vetítenek előre. Ugyanakkor az előző évi üzemanyagár-csökkenés bázisból való kifutása következtében a termékcsoport árindexének emelkedésére számítunk 2016–2017 fordulóján, ami a fogyasztóiár-indexet is növeli. Mindemellett a kedvező terméseredmények okozta megemelkedett kínálattal összhangban mérséklődtek a búza és a kukorica tőzsdei jegyzésárai, és előretételezve is csak enyhén emelkedő árakat jeleznek a nemzetközi határidős jegyzések.

A kormányzati intézkedések közvetlen inflációs hatása továbbra is visszafogott marad. A korábban bejelentett jövedékiadó-változtatások a dohánytermékek árainak emelkedése irányába mutatnak. Az ebből következő inflációs hatások 2016-ban mérsékeltek maradnak, 2017-ben 0,3–0,4 százalékponttal emelhetik a fogyasztóiár-indexet. Csökkentik ugyanakkor az árindexet a jövő év eleji áfacsökkenések (internet, tojás, tej, baromfi, éttermi szolgáltatások), melyek teljes hatása hozzávetőlegesen 0,4 százalékpont lehet a jövő év átlagában. Előrejelzésünkben továbbá azt feltételezzük, hogy a szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, míg a nem energia jellegű szabályozott árak körében csak mérsékelt, az általánosan alacsony inflációs környezettel összhangban lévő árnövekedéssel számolunk (1-1. táblázat).

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

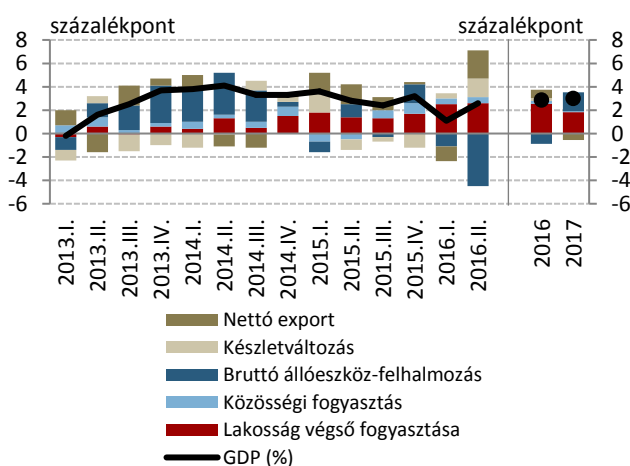
Az idei év második negyedében a gazdasági növekedés várakozásainknak megfelelő korrekciót mutatott. Az év hátralevő részében tovább élénkül a hazai gazdaság növekedési üteme, így előrejelzési horizontunkon folytatódik a 2013-ban újraindult gazdasági felzárkózásunk. A növekedéshez leginkább a belső kereslet járul hozzá, főként a lakossági fogyasztás érdemi élénkülésén keresztül, amit a kedvező jövedelmi és munkaerőpiaci folyamatok mellett a fogyasztási hajlandóság fokozatos emelkedése is támogat. A beruházásokat 2016 elején érdemben visszafogta az EU-források jelentős mérséklődése, ugyanakkor a kormányzati intézkedésekkel összhangban az év második felében az állami beruházások emelkedésére számítunk. Az uniós forrásokból megvalósuló projektek nagyobb része azonban várakozásaink szerint 2017-től valósul meg. A Növekedéstámogató Program hatására élénkülő hitelezési aktivitás a vállalati beruházások ösztönzésén keresztül támogatja a növekedést. 2017-től a járműipari fejlesztések is érdemben élénkítik a vállalati beruházásokat. Emellett fokozatosan növekszik a lakosság beruházási aktivitása a javuló hosszú távú jövedelemvárakozások, a mérlegekből kikerülő devizakockázat és a kormányzati otthoneremtési program következtében. A visszafogottabb külső kereslet miatt a hazai export növekedése átmenetileg mérsékeltebb. Az élénk növekedést mutató belföldi kereslettel összhangban a gazdaság importigénye emelkedik, így a nettó export növekedési hozzájárulása az előrejelzési horizont második felében negatívvá válik. A kedvező mezőgazdasági teljesítménynek köszönhetően az ágazat hozzáadott értéke az idei évben érdemben emeli a GDP növekedési ütemét. Mindemellett 2017 esetében a fiskális politika keresletélénkítése is a hazai növekedés élénkülése irányába mutat. A magyar gazdaság 2016-ban 2,8 százalékkal, 2017-ben 3 százalékkal bővül előrejelzésünk alapján.

1-5. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szazonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok.
Forrás: MNB

1-6. ábra: A GDP-növekedés alakulása



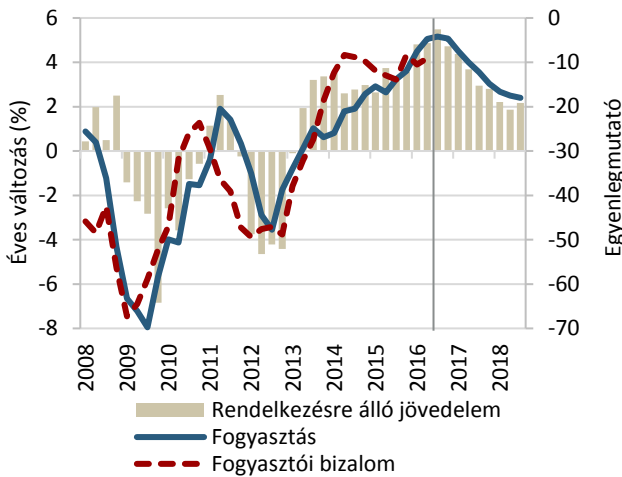
Forrás: KSH, MNB

A lakossági fogyasztás további dinamikus élénkülésére

számítunk az előrejelzési horizontunkon, melyet az érdemben javuló jövedelmi folyamatok mellett a fogyasztási hajlandóság emelkedése is támogat (1-6. és 1-7. ábra). A foglalkoztatottság emelkedése következtében a munkanélküliségi ráta historikusan alacsony szintre csökken, így a lakossági fogyasztás tartós bővülését a munkaerőpiaci kilátások, a kedvező jövedelmi folyamatok, valamint a hitelezés élénkülése mellett a lakáspolitikai program másodkörös hatásai is támogatják. A fogyasztás bővülése irányába hatnak emellett az előrejelzési horizont második felében az állami béremelések és a célzott áfacsökkentések is. Előrejelzésünk szerint a kedvezőbb fogyasztói hangulat és a háztartások nettó pénzügyi vagyonának számottevő emelkedését követően a reáljövedelmek bővülésével a korábban elhalasztott fogyasztás is nagy mértékben realizálódik. Ezek következményeként arra számítunk, hogy a következő két évben a pénzügyi megtakarítási ráta a jelenlegi magas szintjéről csökken, miközben a fogyasztási és a beruházási ráta fokozatosan emelkedik. Termelési oldalról arra számítunk, hogy a fogyasztási kereslettel összefüggő ágazatokban – kereskedelem, szolgáltatások – további bővülés valósul meg.

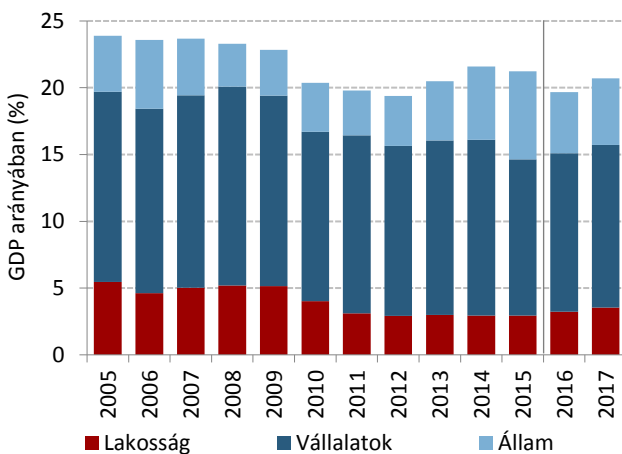
Az idei évi csökkenést követően a nemzetgazdasági beruházások aránya a kibocsátáson belül 20 százalék felett alakul a következő években. A beruházásokon belül a hangsúly fokozatosan a magánberuházások irányába tolódik el (1-8. ábra). Az uniós forráslehívással párhuzamosan a kormányzati beruházások várakozásaink szerint jelentősen visszaesnek a tavalyi rekordévhez képest. Ugyanakkor előretekintve a kormányzati elköteleződéssel

1-7. ábra: A lakossági fogyasztás és jövedelmek alakulása



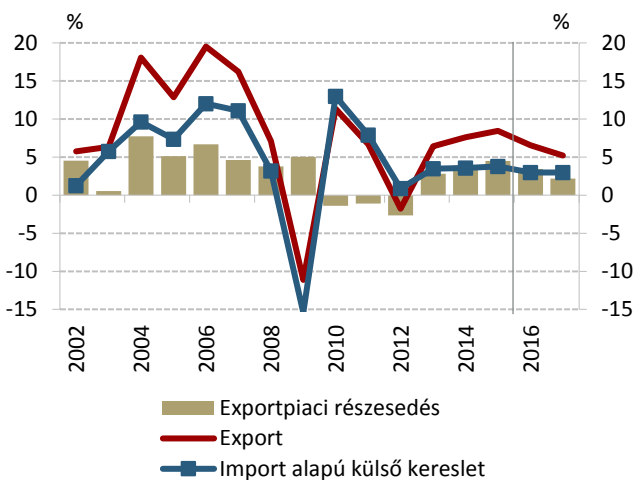
Forrás: KSH, MNB, ESI

1-8. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

1-9. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

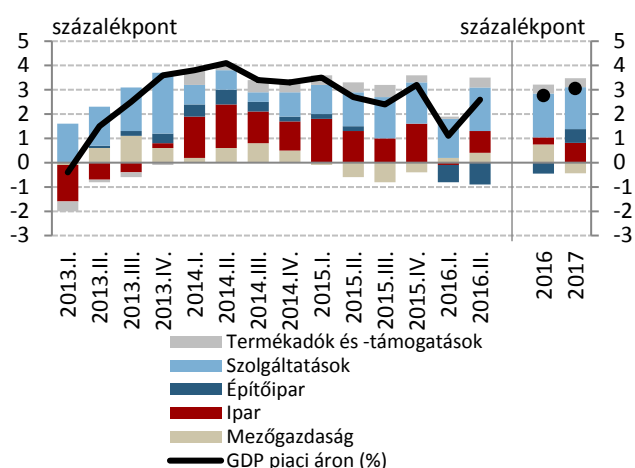
Forrás: MNB

összhangban az állami beruházások felfutására számítunk. Az uniós forrásokból megvalósuló projektek azonban elsősorban 2017-ben valósulnak meg. A keresleti kilátások javulásával és a munkaerő iránti verseny erősödésével várhatóan a belső piacra termelő ágazatok is egyre nagyobb arányban kapacitásbővítő és hatékonyságjavító beruházásokba kezdenek. A beruházások végrehajtását támogatja a Növekedéstámogató Program következtében élénkülő hitelezés, továbbá a vállalkozások által a korábbiaknál nagyobb arányban gazdaságfejlesztési céllal lehívható EU-források felfutása is. 2017-től az újonnan bejelentett járműipari fejlesztések is érdemben hozzájárulnak a vállalati beruházások növekedéséhez, mely 2018-tól az ipari kibocsátás újbóli érdemi emelkedését okozza (lásd 1.1. keretes írás). Összességében a beruházások bővülése termelési oldalról az építőipar élénkülését vetíti előre. A hitelezési kereslet erősödésével a vállalati hitelállomány bővülésére számítunk előrejelzési horizontunkon. **Előrejelzésünk szerint a kis- és közepes vállalatok hitelállományának növekedése stabilan az 5–10 százalékos sávban alakul.** Az alacsony kamatkörnyezet keresleti oldalról megfelelő lehetőséget teremt a kereskedelmi bankok számára, hogy növeljék hitelezési aktivitásukat. Emellett a piaci alapú hitelezés ösztönzését szolgáló jegybanki lépések és a bankadó fokozatos kivezetése is támogatják hitelállomány bővülését.

A háztartások beruházási aktivitását a stabil munkaerőpiaci kilátások, a javuló jövedelmi folyamatok és az otthonteremtési program határozzák meg az előrejelzési horizonton. A háztartási hitelezés esetében a lakáscélú szegmensben látható jelentős növekedés összhangban van az ingatlanpiacon megfigyelhető fordulattal és a gazdasági konjunktúra folytatódó élénkülésével. A háztartási szektor beruházásainak felfutásával párhuzamosan az építési engedélyk és a szerződésállományok további növekedésével összhangban a lakásépítések emelkedésére számítunk. Figyelembe véve a megindult építkezések időigényét, illetve az építőipari foglalkoztatásban kialakult szűk keresztmetszeteket, az új lakás tranzakciók erőteljes növekedése prognózisunk szerint 2016 végétől jelenik meg a piacon.

A visszafogottabb külső keresletbővülés mellett exportpiaci részesedésünk tovább emelkedik az előrejelzési horizonton (1-9. ábra). A feltörekvő országok mérsékeltebb növekvő importjával és a Brexit európai konjunktúrára gyakorolt negatív hatásával összhangban felvevőpiacaink kereslete várhatóan lassabban bővül, így a hazai export növekedése átmenetileg a korábbi évek üteménél visszafogottabb marad. Felvevőpiacaink

1-10. ábra: Nemzetgazdasági ágazatok hozzájárulása a GDP éves változásához



Forrás: KSH, MNB

1-2. táblázat: Mezőgazdasági termésátlagra vonatkozó várakozások

	Elmúlt öt év átlaga (ezer tonna)	Tavalyi termés (ezer tonna)	Idei évben várható termés (ezer tonna)	Változás az előző évhez képest
Kukorica	7 092	6 633	8 100	22%
Búza	4 754	5 331	5 100	-4%
Napraforgó	1 466	1 557	1 800	16%
Árpa	1 146	1 409	1 710	21%
Repce	553	590	810	37%

Forrás: KSH, AKI, Európai Bizottság

növekedési szerkezetének változása következtében a világgazdasági bővülés mérsékeltebb importigény mellett valósul meg. Az új autóiipari kapacitások kiépítését követően 2018-tól a hazai export és ipari termelés növekedése ismét erőteljesebb dinamikával folytatódik. A belső keresleti tételek élénkülésével párhuzamosan a hazai gazdaság importigénye is emelkedik, így a nettó export növekedési hozzájárulása az előrejelzési horizont második felében enyhén negatív tartományba süllyed (1-6. ábra).

A kedvező mezőgazdasági teljesítménynek köszönhetően az ágazat hozzáadott értéke az idei évben érdemben emeli a GDP növekedési ütemét. Az aktuálisan elérhető termésbecslések alapján az ágazat növekedési hozzájárulása elérheti a 0,8–1,0 százalékpontot (1-2. táblázat).

A potenciális növekedés az előrejelzési horizonton élénkül, amit elsősorban a 20 százaléknál feletti stabilizálódó beruházási ráta és a munkaerőpiaci aktivitás trendszerű emelkedése okoz. A tőkeállomány emelését és a kapacitások bővítését célzó vállalati beruházások dinamikus növekedését a Növekedéstámogató Program, a mérséklődő bankadó és a vállalatok által lehívható EU-források egyaránt elősegítik. A hitelezés fellendülése hozzájárul a termelékenység javulásához. Az aktivitás enyhén emelkedik előrejelzési horizontunk elején, majd ezt követően historikusan magas szinten stabilizálódik. A potenciális növekedés élénküléséhez a keresleti folyamatok javulása mellett a belföldre termelő ágazatok kapacitásbővítő beruházásainak emelkedése is hozzájárul. Összességében tehát a gazdaság növekedését a kibocsátási rés fokozatos záródása és a potenciális növekedés együttesen segíti.

1-1. keretes írás: Az elmúlt időszakban bejelentett járműipari fejlesztések növekedési hatásai

Az elmúlt időszakban számos bejelentés látott napvilágot a **hazai járműipar fejlesztési szándékait** illetően, ami rövid és középtávon is érdemben befolyásolja majd a hazai GDP alakulását. A fejlesztések első lépésben az új beruházásokon keresztül élénkítik a gazdaságot, majd az új kapacitások aktiválásával az ipari termelés, valamint a foglalkoztatás bővülésén keresztül jelentkező hatások is megjelennek. Tekintve, hogy előrejelzési horizontunkon főleg az előbbi hatások jelentkeznek, így keretes írásunkban a fejlesztések beruházásokra gyakorolt hatásait tekintjük át.

Sajtóinformációk alapján a Mercedes az elkövetkező években új üzemcsarnok és karosszériaüzem építését tervezi, a Samsung pedig elektromos autók akkumulátorainak gyártásába kezd hazánkban. A BYD – kínai elektromos autóbuszokat gyártó cég – gyártókapacitásainak bővítése után kapcsolódik be a termelésbe. Továbbá az amerikai Dana vállalatcsoport is magas szintű technológiai fejlesztést jelentett be hazánkban (1-3. táblázat).

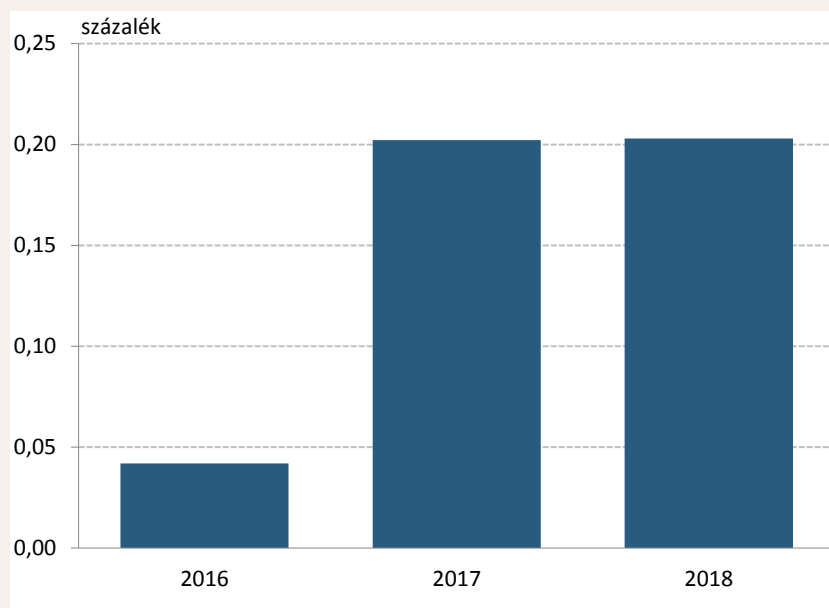
1-3. táblázat: Bejelentett járműipari beruházások

Vállalat	Beruházás értéke (mrd Ft)	Beruházás időtartama	Termelés tervezett kezdete	Tervezett létszámbővítés (fő)
Mercedes	582	2016-2020	2018	2500
Samsung	100	2016-2018	2018*	600
Dana	15	2017-2020	2020	200
BYD	1,5	2016	2016	300
Összesen	698,5			3600

Megjegyzés: *Teljes gyártókapacitás várható elérése.

Az egyedi **fejlesztések összességében érdemben támogatják a hazai gazdaság teljesítményét.** A tervezett ipari beruházások számszerűsítésénél alapvetően a korábbi járműipari fejlesztések időzítési profilját vettük alapul, így számításaink szerint a megvalósuló beruházások elsősorban a jövő évtől kezdődően befolyásolják a hazai GDP alakulását. A legnagyobb mértékű beruházást bejelentő Mercedes 2017 és 2020 között összesen közel 600 milliárd forint értékben épít új üzemet és bővíti gyártókapacitását. **A beruházások közvetlen növekedési hatása 2017–2018-ban lehet a legjelentősebb,** majd a kapacitások felfutásával párhuzamosan **az emelkedő termelés is fokozatosan támogathatja a gazdasági növekedést** (1-11. ábra).

1-11. ábra: Járműipari fejlesztések beruházásokból adódó, első körös hatása a GDP alakulására



Megjegyzés: Importtal korrigált hatások.

Forrás: MNB

A korábbi hasonló járműipari beruházások tapasztalatai szerint a bejelentett beruházások magas importtartalom mellett valósulhatnak meg. Önmagában a kapacitásbővítő beruházások realizálása előrejelzési horizontunkon mintegy 0,5

százalékponttal emeli a hazai GDP-t. Az új gyártóegységek a teljes kapacitásukat jellemzően az átadást követő második évben érik el, így a **termelés felfutása fokozatos lehet**.

Előzetes információk alapján a Mercedes éves gyártókapacitása közel duplájára nőhet az elkövetkezendő években, jelentősen támogatva a hazai ipar termelését és az exportértékesítések alakulását. A fejlesztések a **járműgyártásban megvalósuló közvetlen termelési többleten túl másodkörös hatásokon keresztül is emelik a gazdasági teljesítményt**. A kereslet élénkülésével párhuzamosan az ágazathoz szorosan kötődő beszállítói hálózat (gumi-, fémipar, elektronika) bővülése és a kapcsolódó piaci szolgáltatások hozzáadott értéke is növekszik. A foglalkoztatás emelkedése a beruházó vállalatok mellett a beszállítói hálózatokban és szolgáltató vállalatokban is jelentkezik az elkövetkező időszakban.

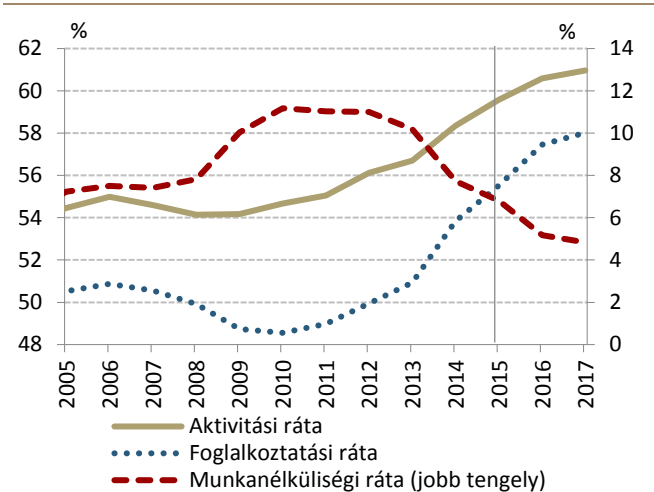
A hazai járműipart érintő fejlesztések jellemzően az új technológiák bevezetését és a magasabb hozzáadott értékű termelés irányába történő eltolódást támogatják. Figyelembe véve, hogy az új gyártókapacitások termelékenysége az átlagosnál magasabb, így a megvalósuló beruházások a tőkeállomány növekedésén túl a termelékenység bővülésén keresztül is **emelhetik a magyar gazdaság potenciális növekedését** az elkövetkező években. A hazai járműipar alkalmazkodása a változó globális igényekhez előretételezhetően erősítheti a globális értékláncokhoz való kapcsolódást, továbbá emelheti a hazai járműipar versenyképességét.

A bejelentett beruházások következtében a járműgyártás GDP-n belüli súlya tovább emelkedik, és az ágazat termelése még koncentráltabbá válik. Tekintve, hogy a fejlesztésben érintett autóiipari gyárak többnyire prémium szegmensben érdekeltek, így a hazai ipari termelés ciklusérzékenysége nem változik. Ugyanakkor az egyedi vállalati döntések jelentősége emelkedik, ami a hazai hozzáadott érték változékonyságában is megjelenhet (pl. gyárleállítás, modellváltás). Az idei évben erre jelent példát az Audi modellváltáshoz kapcsolódó bejelentése, amely átmenetileg visszafogja a hazai ipari termelést.

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

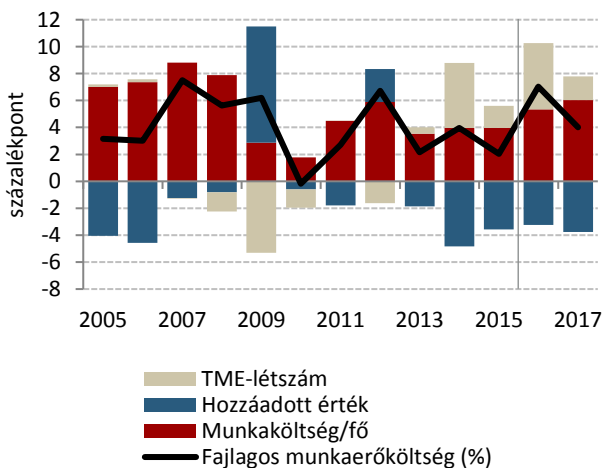
A versenyszféra munkakeresletének növekedése a nemzetgazdasági foglalkoztatottság folytatódó emelkedését okozza. A munkanélküliségi ráta a jelenlegi historikusan alacsony szintjéről tovább csökken az előrejelzési horizonton. A vállalatok további létszámbővítési szándéka valamint a feszes munkaerőpiac a bérdinamika emelkedését eredményezi. A béremelések mértékét hosszabb távon azonban korlátozza, hogy a termelékenység dinamikája a válság előttinél visszafogottabb. Mindezen hatások eredőjeként a versenyszféra nominális bérdinamikája fokozatosan erősödik előrejelzési horizontunkon.

1-12. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

1-13. ábra: A versenyszféra fajlagos munkaerőköltség-dekompozíciója



Megjegyzés: TME – Teljes munkaidő egyenértékes.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

Az aktivitási ráta enyhén emelkedik előrejelzési horizontunk első felében, majd magas szinten stabilizálódik. Előretekintve a demográfiai folyamatok egyre erőteljesebben éreztetik hatásukat az aktivitás alakulásában. Ugyanakkor ezen hatást a növekvő munkakereslet következtében a válság éveiben inaktívá váló, de a munkapiachoz még szorosan kötődő csoportok munkaerőpiacra való beáramlása ellensúlyozza (1-12. ábra).

A versenyszféra munkakereslete a folytatódó gazdasági növekedéssel párhuzamosan fokozatosan emelkedik előrejelzési horizontunkon. Az egyre inkább szűk keresztmetszetté váló munkakínálat miatt azonban a versenyszférában foglalkoztatottak száma az utóbbi évek erőteljes létszámbővülését követően csak fokozatosan lassuló ütemben emelkedik az előrejelzési horizont második felében. A feszesé váló munkaerőpiacra a vállalatok átmenetileg a foglalkoztatottak ledolgozott munkaóráinak növelésével is reagálnak, mind a teljes munkaidősök, mind a részmunkaidősök körében. A ledolgozott munkaórák száma a felsorolt tényezők eredőjeként előrejelzési horizontunk második felében meghaladhatja a válság előtti szintjét. Prognózisunkban azzal számolunk, hogy a közfoglalkoztatási programokban foglalkoztatottak létszáma éves átlagban 220 ezer fő körül stabilizálódik.

A foglalkoztatottság folytatódó emelkedésével a munkanélküliség aktuálisan is alacsony szintje tovább csökken. A szűkülő elérhető munkakínálat miatt mind a vállalatok, mind a szektorok között egyre erőteljesebb bérverseny alakul ki a munkaerő pótlása és megtartása érdekében, ami a versenyszféra béreinek 5–6 százalékos növekedését okozza. A béremelések mértékét hosszabb távon azonban korlátozza, hogy a termelékenység dinamikája a válság előttinél egyelőre visszafogottabb (1-13. ábra). Összességében a feszesedő munkaerőpiaci kondíciók mellett a versenyszféra nominális bérdinamikája fokozatosan erősödik előrejelzési horizontunkon.

1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink

Magyarország kis, nyitott gazdaság, így a legfontosabb makrogazdasági változókra készített előrejelzéseink alapvetően befolyásolja a külső tényezők alakulása, továbbá az azokra készített feltevések változása. A jegybank prognózisának átláthatóbbá tételét segíti elő az előrejelzési fejezetben publikálásra kerülő külső feltevésekre vonatkozó változások rövid bemutatása.

1-4. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2016		2017		Változás	
	Június	Szeptember	Június	Szeptember	2016	2017
EUR/USD	1,11	1,12	1,12	1,12	0,9%	0,0%
Olajár (USD/hordó)	45,3	43,5	52,4	50,6	-4,0%	-3,4%
Élelmiszerek						
Búza (USD/véka)	4,75	4,48	5,29	4,89	-5,7%	-7,6%
Kukorica (USD/véka)	3,85	3,60	4,05	3,68	-0,07	-0,09
Eurózóna inflációja (%)	0,2	0,1	1,4	1,2	-0,1 szp.	-0,2 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	1,9	2,1	2,1	1,6	0,2 szp.	-0,5 szp.

Megjegyzés: * 21 legfontosabb exportcélszágunk növekedési üteme, az exportból vett részaránnyal súlyozva.

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

Az év első felében megfigyelhető emelkedési trend a nyár folyamán megszakadt és **a Brent nyersolaj hordónkénti ára 40–50 dollár között ingadozott.** A globális túlkínálat és a készletek vártnál lassabb ütemű idei leépülése következtében júliusban csökkentek az árak, így **a júniusi Inflációs jelentésben alkalmazott feltevéshez képest alacsonyabb olajár-pályával számolunk.** Az amerikai palaolaj-mezők kitermelése a nyár folyamán nem csökkent tovább, a termelők a hatékonyság javításával alkalmazkodtak az alacsony olajárhoz. A kínálatot tovább emeli, hogy az embargó feloldása óta Irán kitermelése jelentősen emelkedett. Erre reagálva a világ legnagyobb olajkitermelője, Szaúd-Arábia historikus csúcsra növelte termelését a piaci részesedésének megvédése érdekében. Összességében a határidős jegyzésárak továbbra is enyhén emelkedő pályát vetítenek előre. Az olajár várható alakulása körüli bizonytalanság továbbra is jelentős az elemzők között, a fedezeti pontokhoz tartozó olajárak széles sávban szóródnak.

A dollár/euro keresztárfolyamra vonatkozó technikai feltevésünk érdemben nem változott júniusi feltevésünkhöz képest. Előretekintve feltevésünk szerint az euro tartósan gyenge marad a dollárral szemben, ami az Európai Központi Bank és a Fed várható monetáris politikai irányultságának eltérése miatt valószínűsíthető.

A júniusi Inflációs jelentésben alkalmazott feltevéshez képest a gabonaárakra vonatkozó várakozások csökkentek az elmúlt hónapokban. A globális inflációs folyamatok hosszú ideje alacsony szinten tartózkodnak, és továbbra is hasonlóan visszafogott árnövekedést várunk. Előretekintve az importált infláció csak fokozatosan emelkedik.

Felvevőpiacaink GDP-növekedésére vonatkozó feltevésünk kismértékben alacsonyabb a júniusi előrejelzésünkhöz képest. Az év második negyedévében a várakozásoknak megfelelően folytatódott az eurózóna gazdaságának bővülése, és a régiós országok növekedése is dinamikus volt. Ugyanakkor a külső kereslet előretekintve némileg visszafogottabban alakulhat korábbi várakozásunknál, összhangban a Brexit európai konjunktúrára gyakorolt negatív hatásával.

A korábban benyújtott törvénytervezetekhez képest júniusban megváltozott formában fogadták el a jövedéki adóhoz kapcsolódó adótörvényeket. Mivel a júniusi Inflációs jelentésben még a benyújtott törvénytervezetben szereplő módosításokkal számoltunk, így az azóta történt változások befolyásolják a mostani előrejelzést. Az egyik legfőbb változtatás, hogy a 2018. január elsejei adóemelésekre már 2017. július elsején sor kerül, másrészt viszont az adóemelések mértéke elmarad a korábban tervezett szinttől. **A cigaretta tételes adója a következő év közepéig több lépésben 17 százalékkal helyett csupán 3 százalékkal, a minimumadója 18 százalékkal helyett 4 százalékkal, a fogyasztási dohány adója 29 százalékkal helyett 24 százalékkal emelkedik, míg a szivarka adója a tervekkel ellentétben mégis növekszik 5 százalékkal.** A benyújtott tervezetthez képest előbb, már idén októberben életbe lép az a szabály, amely az üzemanyag után fizetendő jövedéki adó emelkedését írja elő, ha nem éri el az 50 dollárt az olaj világgpiaci ára.

1-5. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest

	2015	2016		2017	
	Tény	Előrejelzés			
		Június	Aktuális	Június	Aktuális
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció	1,2	1,5	1,4	2,9	2,2
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,1	1,4	1,3	2,4	2,2
Infláció	-0,1	0,5	0,4	2,6	2,3
Gazdasági növekedés					
Külső kereslet (GDP alapon)	2,1	1,9	2,1	2,1	1,6
Háztartások fogyasztási kiadása	3,1	4,3	4,9	3,6	3,8
Kormányzat végső fogyasztása	0,6	1,2	2,0	0,5	0,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	1,9	-2,0	-4,2	4,8	8,3
Belföldi felhasználás	1,9	2,6	2,4	3,0	4,0
Export	8,4	6,3	6,5	6,4	5,2
Import	7,8	6,6	6,4	6,7	6,5
GDP	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0
Külső egyensúly¹					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	4,4	5,6	6,2	5,2	5,4
Külső finanszírozási képesség	8,8	7,6	8,3	7,7	8,3
Államháztartás^{1,5}					
ESA-egyenleg	-2,0	(-1,6) – (-1,8)	(-1,4) – (-1,5)	-2,4	(-2,1) – (-2,3)
Munkaerőpiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset	4,3	6,0	6,1	6,1	6,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	2,7	1,6	3,1	0,7	0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ²	4,0	5,3	5,3	5,8	6,0
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,5	1,7	3,2	1,3	1,1
Munkanélküliségi ráta	6,8	5,8	5,2	5,3	4,8
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ³	2,0	3,7	7,1	3,8	4,0
Lakossági reáljövedelem ⁴	3,3	4,3	5,0	3,1	3,5

¹ A GDP arányában.² A teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.³ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a teljes munkaidő egyenértékes hazai foglalkoztatással lett kiszámítva.⁴ MNB-becslés.⁵ 2015-re előzetes adat. 2016-ban és 2017-ben is az Országvédelmi Alap felhasználásának mértékétől függően.

1-6. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2016	2017
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)		
MNB (2016. szeptember)	0,4	2,3
Consensus Economics (2016. augusztus) ¹	0,1 – 0,5 – 0,8	1,2 – 1,9 – 2,8
Európai Bizottság (2016. május)	0,4	2,3
IMF (2016. április)	0,5	2,4
OECD (2016. június)	0,1	1,7
Reuters-felmérés (2016. szeptember) ¹	0,1 – 0,4 – 0,7	1,2 – 1,9 – 2,4
GDP (éves növekedés, %)		
MNB (2016. szeptember)	2,8	3,0
Consensus Economics (2016. augusztus) ¹	1,2 – 1,9 – 2,4	1,2 – 2,5 – 3,3
Európai Bizottság (2016. május)	2,5	2,8
IMF (2016. április)	2,3	2,5
OECD (2016. június)	1,6	3,1
Reuters-felmérés (2016. szeptember) ¹	2,0 – 2,2 – 2,3	2,4 – 2,8 – 3,3
Folyó fizetési mérleg egyenleg³		
MNB (2016. szeptember)	6,2	5,4
Európai Bizottság (2016. május)	5,6	6,3
IMF (2016. április)	5,4	5,2
OECD (2016. június)	4,9	4,6
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)^{3,4}		
MNB (2016. szeptember)	(-1,4) - (-1,5)	(-2,1) - (-2,3)
Consensus Economics (2016. augusztus) ¹	(-2,8) – (-2,1) – (-1,2)	(-2,9) – (-2,5) – (-2,0)
Európai Bizottság (2016. május)	-2,0	-2,0
IMF (2016. április)	-2,1	-2,2
OECD (2016. június)	-1,9	-2,6
Reuters-felmérés (2016. szeptember) ¹	(-2,0) – (-1,9) – (-1,6)	(-2,7) - (-2,3) - (-1,9)
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)		
MNB (2016. szeptember)	3,0	3,0
Európai Bizottság (2016. május) ²	4,6	5,5
IMF (2016. április) ²	4,2	4,9
OECD (2016. június) ²	5,0	4,0
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)		
MNB (2016. szeptember)	2,1	1,6
Consensus Economics (2016. augusztus) ²	2,0	1,8
Európai Bizottság (2016. május) ²	2,1	2,2
IMF (2016. július) ²	2,1	1,9
OECD (2016. június) ²	1,9	2,1

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.

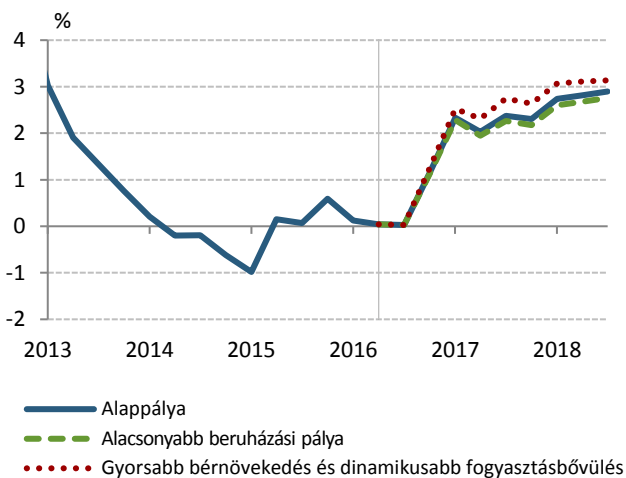
⁴ 2016-ban és 2017-ben is az Országvédelmi Alap felhasználásának mértékétől függően.

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

2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

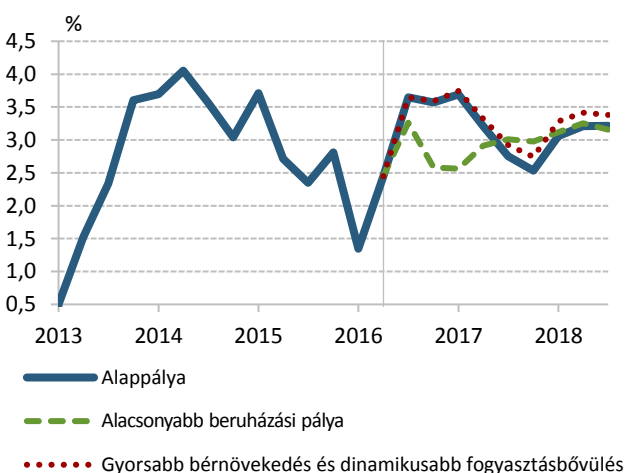
A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alappályája mellett két alternatív forgatókönyvet emelt ki. Az EU-forráskifizetés alakulása és szerkezeti elosztása miatt alacsonyabb beruházási pályát feltételező alternatív forgatókönyv megvalósulása az alappályánál alacsonyabb, míg a gyorsabb bérnövekedés és dinamikusabb fogyasztásbővülés az alappályánál magasabb inflációs pályát jelenthet. Az EU-forráskifizetés alakulása és szerkezeti elosztása miatt alacsonyabb beruházás következtében a hazai gazdasági növekedés mérsékeltebb az alappályában előrejelzettnél, míg a gyorsabb bérnövekedés és dinamikusabb fogyasztásbővülés nyomán a hazai gazdasági növekedés erősebb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács az EKB további monetáris lazítását, a Brexit másodkörös hatásainak erősödését, a magasabb olaj- és nyersanyagárakat, valamint a pénzügyi turbulenciákat valószínűsítő alternatív forgatókönyveket tárgyalta.

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



Forrás: MNB

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



Forrás: MNB

Alacsonyabb beruházási pálya

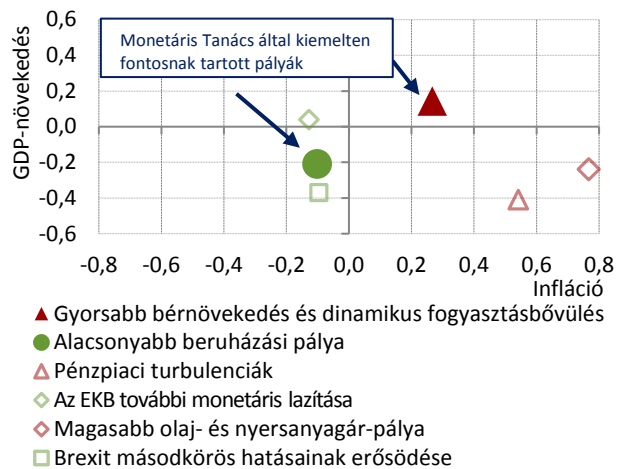
Az elmúlt években az Európai Uniótól kapott források jelentős hatást gyakoroltak a beruházások dinamikájára. Az állam beruházási rátája érdemben emelkedett, amely elsősorban az EU-források nagyarányú beáramlásához volt köthető. Előretekintve a vállalati beruházásokat a Növekedéstámogató Program következtében élénkülő hitelezés, a belső piacra termelő ágazatok kapacitásbővítő beruházásai, továbbá az év második felétől a vállalatok által lehívható uniós források támogatják.

Kockázatot jelent azonban az EU-támogatások idejének kifizetése esetében, hogy mindezekhez mekkora tényleges beruházási teljesítmény társul. Amennyiben az előlegek nagy arányú kifizetéseinek ellenére a beruházások megkezdésére 2016-ban még nem kerül sor, akkor a várakozásunknál kisebb lehet a kormányzati szektor idejének beruházási aktivitása. A fentiek felül további kockázatot jelent az EU-forráskifizetés szerkezeti megoszlása. Amennyiben az EU-források allokációjából a vállalati szektor a várakozásoknál csak kisebb arányban részesül, úgy az a szektor kapacitásbővítő és hatékonyságjavító beruházásainak elmaradását okozhatja. Az elmaradó beruházások következtében alacsonyabb foglalkoztatásbővülés valósul meg, ami mérsékeltebb fogyasztási pályát eredményez az előrejelzési horizonton. Összességében ezen forgatókönyv a kibocsátási rés lassabb záródásával párosul, így az inflációs cél elérését az alappályában előrejelzettnél lazább monetáris kondíciók biztosítják.

Gyorsabb bérnövekedés és dinamikusabb fogyasztásbővülés

Az utóbbi években a konjunktúra erősödésével párhuzamosan a munkaerő iránti kereslet folyamatosan nőtt, ugyanakkor a növekvő kereslet egyre inkább kínálati szűk keresztmetszetekbe ütközik. A kínálati oldal lassabb alkalmazkodása mellett rövid távon a bérek igazodhatnak a feszesedő munkaerőpiaci körülményekhez. Az

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



Forrás: MNB

előrejelzés alappályája szerint az erősödő bérnövekedés hatására a lakossági fogyasztás élénkül az előrejelzési horizonton, ám a munkaerőpiac felől érkező inflációs hatás mérsékelten marad.

Az alternatív forgatókönyv feltételezése szerint a korábbi évekhez képest **feszebb munkaerőpiaci környezet a versenyszféra vállalatait erőteljesebb béremelésre kényszerítheti.** A vállalatok által fizetett magasabb nominális bérek pedig – főként az alacsonyabb jövedelműek esetében, a magasabb fogyasztási határhajlandóság miatt – a háztartási szektor fogyasztási kiadásait tovább élénkítik, ami összességében az előrejelzettnél magasabb fogyasztási pályát eredményez. **A növekvő belső kereslet élénkebb gazdasági növekedést és gyorsabban záródó kibocsátási rést von maga után. Összességében az inflációs cél elérését az alappályában előrejelzettnél szigorúbb monetáris politika biztosítja.**

További kockázatok

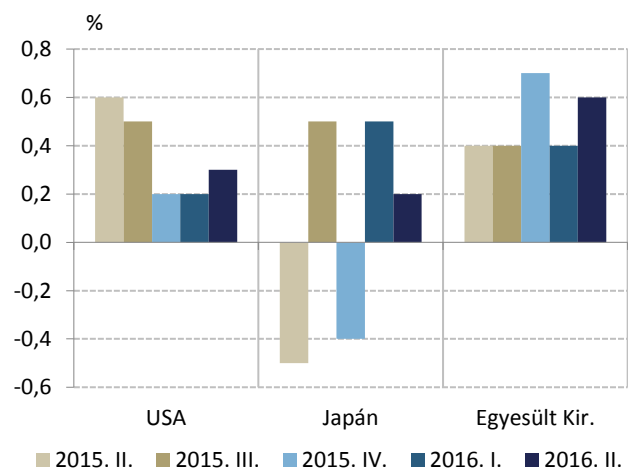
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további négy kockázatot mérlegelt. Az EKB további monetáris lazítása esetén az infláció az alappályában előrejelzettnél alacsonyabban alakul, míg a hazai gazdasági növekedést nem befolyásolja érdemben. A Brexit másodkörös hatásainak erősödése az alappályában feltételezettnél alacsonyabb infláció és növekedés irányába mutat. A magasabb olaj- és nyersanyagárak, valamint a pénzügyi turbulenciák magasabb infláció és alacsonyabb növekedés kialakulását eredményezik.

3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2016 második negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése, azonban a növekedés változatlanul törékeny. Az egyes régiók között továbbra is jelentős növekedési különbségek állnak fenn. Az Egyesült Királyság európai uniós tagságával kapcsolatos referendumát követően összességében romlottak a globális növekedési kilátások. A bizonytalanságból fakadó lassulás főként a fejlett gazdaságokat érintheti, míg egyes feltörekvő gazdaságok esetében némileg javult a növekedési helyzetkép. Az inflációs ráták változatlanul visszafogottan alakultak, míg a globálisan meghatározó jelentőségű jegybankok monetáris politikája továbbra is rendkívül támogató.

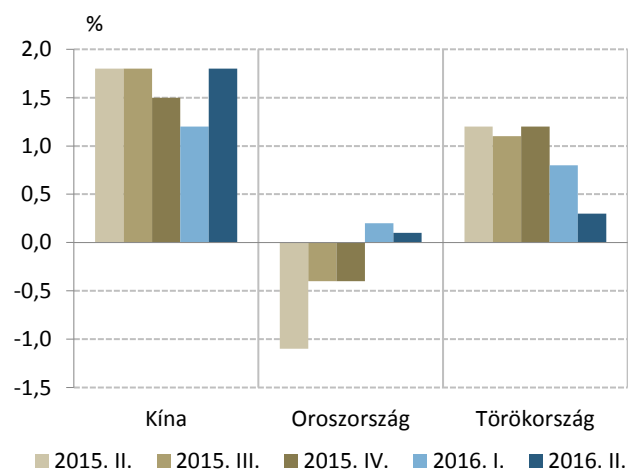
3-1. ábra: Negyedéves GDP-növekedés egyes globálisan meghatározó gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

3-2. ábra: Negyedéves GDP-növekedés egyes feltörekvő gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD, Rosstat

3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

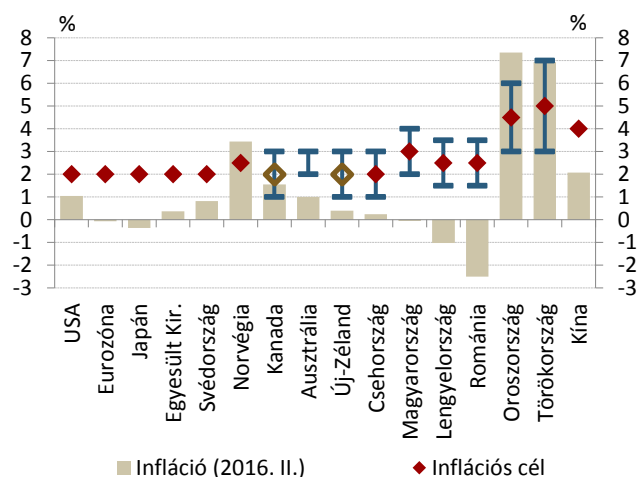
Az Egyesült Államokban 2016 második negyedében az előző év azonos időszakához képest a gazdasági növekedés lassulása volt megfigyelhető. A dinamikusvesztésben a beruházás visszaesése játszott főszerepet, emellett csökkent a kormányzati fogyasztás is. **Az Egyesült Királyság gazdaságát tekintve összességében gyorsult a növekedés,** az EU-ból való kilépés melletti népszavazást követően ugyanakkor a növekedési kilátások rövid és középtávon is érdemben romlottak. **A japán gazdaság az előző negyedévhez képest enyhén bővült,** amit főként a lakossági fogyasztás és a kormányzati kiadások növekedése támogatott (3-1. ábra).

A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasága 2016 második negyedében éves összevetésben 6,7 százalékkal emelkedett (3-2. ábra). Az ipar teljesítménye és a kiskereskedelmi forgalom a vártnál nagyobb mértékben bővült, a beruházások növekedési üteme azonban némileg lassult. Oroszország és Törökország növekedési dinamikája az elmúlt negyedévekhez képest lassult, utóbbihoz főként a bruttó állóeszköz-felhalmozás csökkenése járult hozzá. A jelentősebb feltörekvő gazdaságokra vonatkozó növekedési előrejelzéseket tekintve Brazília, Oroszország és Kína esetében javultak a kilátások az előző negyedévhez képest, míg India és Dél-Afrika esetében valamelyest romlottak a várakozások.

A fejlett országok többségében továbbra is a jegybanki célok alatt alakult a fogyasztói árak emelkedésének üteme (3-3. ábra), és a jegybanki előrejelzések alapján sok esetben tartósan a cél alatt is maradhat. A fejlett országokat többnyire továbbra is negatív kibocsátási rés és mérsékelt keresletoldali inflációs hatás jellemzi. A fejlődő országok átlagos inflációja változatlanul alacsony szinten tartózkodik, kivételt csupán Oroszország és Törökország jelent, ahol a jegybanki célnál magasabb árindex figyelhető meg.

A japán jegybank az elmúlt negyedévben nem változtatott kamatkondícióin, emellett változatlan ütemben folytatta Mennyiségi és Minőségi Lazítási Programját. Ugyanakkor a jegybank júliusi ülésén a tőzsdei kereskedésű alapok (ETF-

3-3. 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 rombuszsal jelöltünk.

Forrás: Központi bankok adatbázisa, OECD

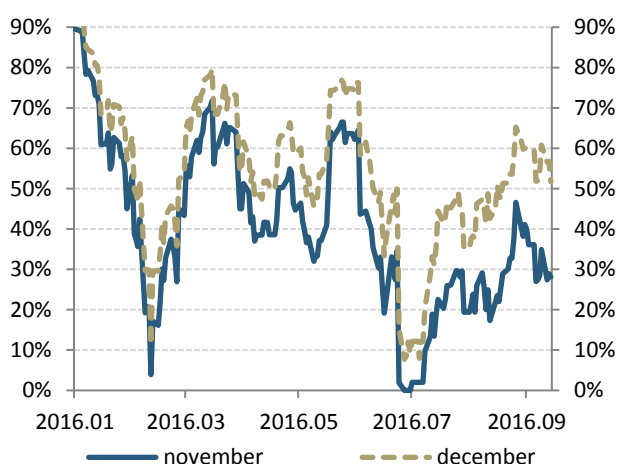
ek) papírjainak vásárlására fordított keretet 3,3 ezer milliárd jentről 6 ezer milliárd jentre emelték a döntéshozók. A jegybank mérlegfőösszege az eszközvásárlások következtében az időszak végére meghaladta a GDP 90 százalékát. Haruhiko Kuroda jegybankelnök augusztusban úgy nyilatkozott, hogy szükség esetén további monetáris politikai lazítás mellett dönthet a jegybank.

A Bank of England döntéshozói augusztusban átfogó monetáris lazításról döntöttek a gazdasági növekedés támogatását és az inflációs cél fenntartható teljesítését szem előtt tartva. Ennek részeként az alapkamat 25 bázispontos csökkentéséről határoztak, bevezetik a Term Funding Scheme (TFS) programot, 10 milliárd font összegben vállalati kötvényeket vásárolnak, valamint 60 milliárd fonttal bővítették az állampapír-vásárlások keretösszegét. A döntéshozó testület a szeptemberi ülésen az irányadó kamattartása és az augusztusban bejelentett eszközvásárlási programok folytatása mellett döntött. A döntést követő közlemény alapján a döntéshozók többsége az év során további kamatvágást is támogathat. A fejlődő országok jegybankjai közül a kínai központi bank az elmúlt hónapokban is folytatta likviditásbővítő intézkedéseit, az orosz jegybank döntéshozói szeptemberi ülésükön 50 bázisponttal 10 százalékra csökkentették az irányadó rátát.

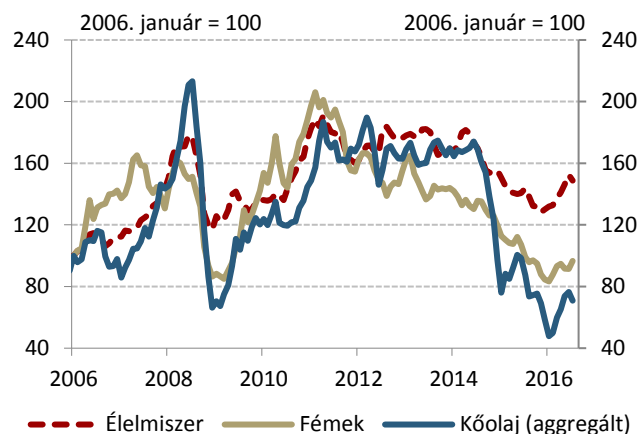
A Fed döntéshozói júliusi kamatdöntő ülésükön az irányadó ráta tartása mellett döntöttek. A közlemény javuló gazdasági helyzetképet jelzett, a gazdasági kilátásokat érintő rövid távú kockázatok enyhültek, ugyanakkor az infláció továbbra is a jegybanki cél alatt alakul. Augusztus végén a Fed több döntéshozója is nyilatkozott a monetáris kondíciók szigorításával kapcsolatban, melynek hatására az ideai kamatemelés piaci árazásából számított valószínűsége megemelkedett, ugyanakkor az időszak végére a kiinduló szint közelébe korrigálódott (3-4. ábra). Ennek megfelelően a felerősödő jegybanki szigorítással kapcsolatos várakozásokra a tengerentúli hozamok augusztusban emelkedtek, a tőzsdeindexek pedig kis mértékben csökkentek, míg szeptember elején korrekció mutatkozott.

A globális nyersanyagárak továbbra is visszafogottan alakultak (3-5. ábra). A Brent és a WTI kőolaj átlagos hordónkénti világpiaci ára az elmúlt hónapok lassú emelkedésének következtében augusztusban ismét 50 dollár körüli szinteken alakult. A kőolaj piacát változatlanul túlkínálat jellemzi, ami a visszafogott árak fennmaradásának irányába mutat. Elemzők egy része ugyanakkor arra számít, hogy a szeptember végére tervezett informális tanácskozás fordulatot hozhat az olajár alakulásában, mert megállapodás születhet az OPEC és

3-4. ábra: Az amerikai kamatemelési várakozások piaci árazásban megjelenő kumulált valószínűsége

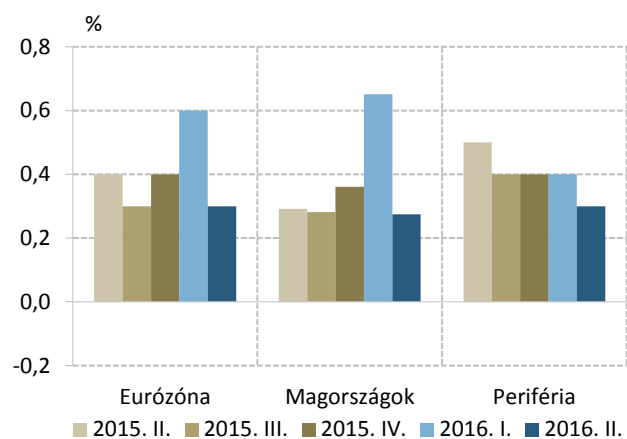


Forrás: Bloomberg

3-5. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása


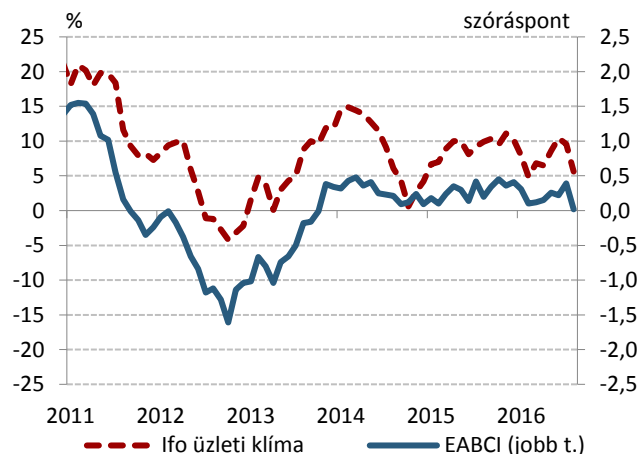
Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árakból számítva.

Forrás: IMF

3-6. ábra: Negyedéves GDP-növekedés az eurózónában


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok, GDP-vel súlyozott átlag. PIGS (Portugália, Olaszország, Görögország, Spanyolország), Magországok (Belgium, Németország, Franciaország, Lettország, Litvánia, Hollandia, Ausztria, Szlovénia).

Forrás: Eurostat

3-7. ábra: Német és euróvezeti konjunktúraindikátorok alakulása


Forrás: Európai Bizottság, Ifo

Oroszország között a kitermelés mérsékléséről. Az elmúlt időszakban a mezőgazdasági nyersanyagárak világpiaci árai nem változtak érdemben, míg a fémek esetében enyhe emelkedés volt megfigyelhető.

Az elmúlt negyedévben a brit népszavazás után megfigyelt volatilitást követően kedvező hangulat és kiegyensúlyozott kereskedés jellemezte a globális pénzpiacokat. A fejlett piaci részvényindexek emelkedése mellett az amerikai részvénypiaci volatilitást megmagadó VIX index az időszak nagy részében a referendumot megelőzően is tapasztalt, historikusan alacsony szinten tartózkodott. A kedvező kockázatvállalási hangulatban a feltörekvő kötvénypiacokat leíró EMBI Global felár összességében csökkent az időszakban, bár az olaj árával kapcsolatos hírek, illetve néhány országspecifikus tényező átmenetileg okozott volatilitást.

3.1.2. Az eurózóna folyamatai

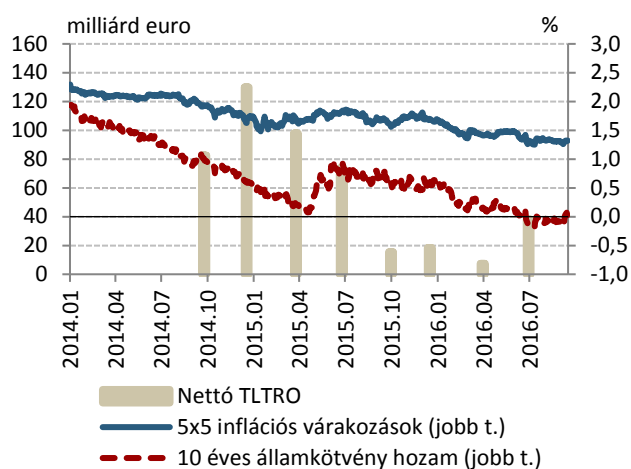
2016 második negyedévében az eurózóna növekedése lassult az előző negyedévhez képest (3-6. ábra). A legfontosabb kereskedelmi partnerünknek számító Németország gazdasága 0,4 százalékkal bővült negyedéves összevetésben, amihez leginkább a belső fogyasztás és a nettó export járult hozzá, míg a beruházás a korábbi negyedévhez képest csökkentette a növekedés ütemét. Franciaországban főként a gyenge belső kereslet következtében stagnált a gazdaság az előző negyedévhez képest. Az eurózóna növekedését jelentős lefelé mutató kockázatok övezik, amelyek leginkább a brit kilépést övező bizonytalansággal és a külkereskedelem lassulásával állnak összefüggésben.

A perifériaországok bővülése változatlanul visszafogottan alakult a második negyedévben. A lassú növekedés főként a továbbra is gyenge belső kereslet és a válságot követő, elhúzódó mérlegalkalmazkodási folyamat következménye.

Az előretekintő konjunktúraindikátorok változékonnyan alakultak az elmúlt időszakban (3-7. ábra). Az euróövezet kilátásait megmagadó üzleti bizalmi index (EABC) az év eleji szintre csökkent augusztusban. A megkérdezett vállalatvezetők körében az exportrendelésekkel kapcsolatos várakozások jelentősen romlottak. Emellett a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) is kedvezőtlenebbül alakultak a korábbi hónapok javulását követően, így a tavalyi évre jellemző értékeknél alacsonyabb szinten tartózkodik a mutató.

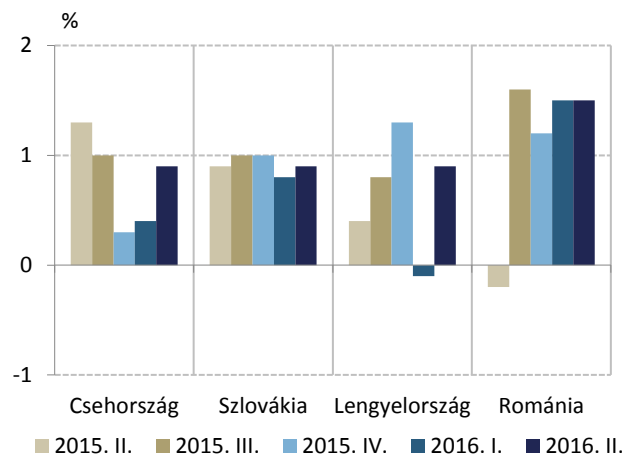
Az infláció az eurózónában a várakozásoktól elmaradó mértékben emelkedett az elmúlt hónapokban. A legnagyobb euróövezeti gazdaságokban enyhe emelkedés

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



Forrás: Bloomberg

3-9. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a kelet-közép-európai országokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat, OECD

volt az elmúlt időszakban, azonban míg Németország és Franciaország esetében már pozitív a fogyasztói árak emelkedésének üteme, Spanyolországban és Olaszországban továbbra is negatív tartományban alakult az infláció. Az eurózána inflációs várakozásai tovább csökkentek, így változatlanul elmaradnak az EKB inflációs céljától (3-8. ábra).

Az EKB Kormányzótanácsa szeptemberi ülésén nem változtatott monetáris kondícióin. Az EKB a korábban bejelentett menetrendnek megfelelően júniusban megkezdte vállalati kötvénvásárlási programját, valamint megtartotta a célzott, hosszabb lejáratú refinanszírozási program (TLTRO II) első tenderét. A júliusi, valamint a szeptemberi ülésen a Kormányzótanács változatlanul hagyta az irányadó kamatot és a kamatfolyosó széleit, továbbá nem változtatott értékpapírvásárlási programján sem.

3.1.3. A kelet-közép-európai régió folyamatai

A kelet-közép-európai régió átlagos növekedése magasabban alakult, mint az előző negyedévben, és a régió teljesítménye továbbra is kedvezőnek tekinthető európai összevetésben (3-9. ábra). Románia az elmúlt negyedévben is a legdinamikusabb bővülést mutatta a régió országai között, ami – a többi régiós országhoz hasonlóan – elsősorban az élénkülő belső keresletnek köszönhető.

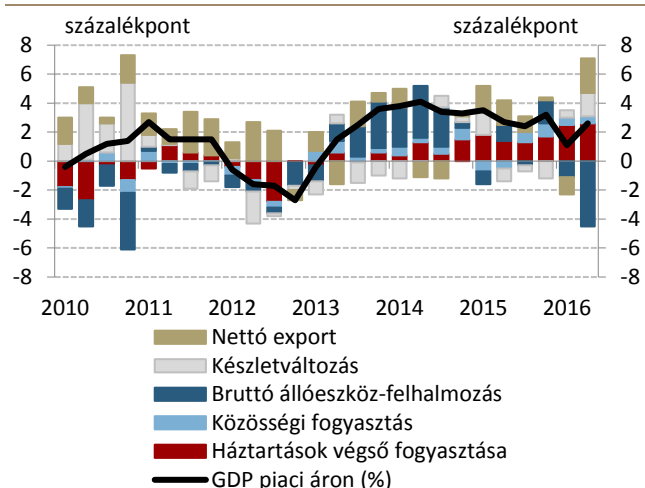
A kelet-közép-európai régiót változatlanul alacsony, a jegybanki cél alatti infláció jellemzi. A régió átlagos inflációja továbbra is negatív tartományban alakul, amit a mérsékelt importált infláció és a visszafogott lakossági inflációs várakozások okoznak. Romániában az árindex azonban a tavaly júniusi áfacsökkentés első körös hatásainak kifutásával érdemben emelkedett az elmúlt hónapokban.

A kelet-közép-európai országok jegybankjai fenntartották a laza monetáris kondíciókat a makrogazdasági folyamatokkal összhangban. A lengyel jegybank döntéshozói szerint a defláció eddig nem volt káros hatással a gazdasági szereplők döntéseire, ezért többségük továbbra is az irányadó ráta jelenlegi szintjét tartja megfelelőnek.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

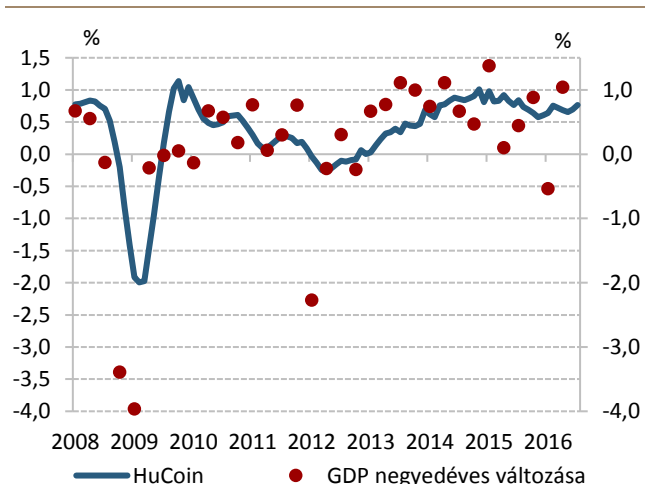
2016 második negyedében a hazai gazdaság teljesítménye a vártan megfelelően korrigálódott az első negyedéves átmeneti dinamikavesztést követően. A bruttó hazai termék 2,6 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves összevetésben 1,0 százalékkal bővült a GDP volumene. A növekedés elsősorban az élénk lakossági fogyasztáshoz kötődött.

3-10. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



Forrás: KSH

3-11. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



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

Forrás: KSH, MNB-számítások

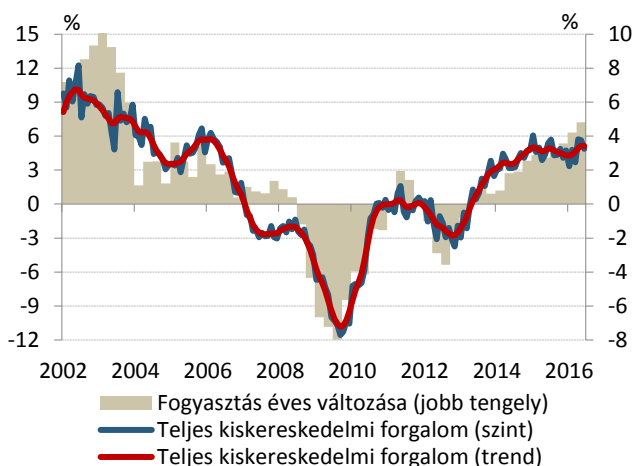
2016 második negyedében a bruttó hazai termék 2,6 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-10. ábra). Negyedéves összevetésben 1,0 százalékkal bővült a GDP, így az első negyedéves átmeneti dinamikavesztést követően a hazai gazdaság teljesítménye a vártan megfelelően korrigálódott. A konjunkturális alapfolyamatok nem változtak az előző időszakhoz képest, amit a középtávú kilátásokat megragadó HuCoin indikátor stabil alakulása is alátámaszt (3-11. ábra).

2016 második negyedében folytatódott a belső kereslet élénkülése, ami a lakossági fogyasztás jelentős bővüléséhez kötődött. A háztartások fogyasztási kiadásának növekedését az élénk bércsatorna és az alacsony infláció következtében javuló jövedelmi alapfolyamatok támogatták. A fogyasztás emelkedését a kiskereskedelmi forgalom 2012 vége óta tapasztalható stabil élénkülése is alátámasztja. A kiskereskedelmi értékesítések volumene 5,9 százalékkal bővült a második negyedévben az előző év azonos időszakához képest (3-12. ábra). A termékek széles körében az eladások emelkedését figyeltük meg, ezen belül érdemben emelkedtek a tartós termékek értékesítései is. A kedvező jövedelmi folyamatok mellett az elmúlt években számottevően növekvő nettó pénzügyi vagyon is hozzájárult a fogyasztási hajlandóság emelkedéséhez. 2010 óta mintegy 16 000 milliárd forinttal emelkedett a magyar háztartások nettó pénzügyi vagyona, ami 2016 első félévének végére így elérte a GDP közel 100 százalékát. A tavalyi évben kivezetésre került devizaadósság miatt a fogyasztási-megtakarítási döntésekben érdemben mérséklődött az árfolyamkockázat jelentősége, ami tovább emeli a háztartások fogyasztási hajlandóságát.

2016 második negyedében a háztartási szektor még nettó hiteltörlesztő volt a hazai pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben. Folytatódott azonban az új hitelkihelyezések volumenének bővülése, főként a lakáscélú hitelezés dinamikus élénkülése következtében. Mindez főleg a hitelkereslet fokozatos növekedésével magyarázható, ami az alacsony kamatkörnyezettel, az erősödő banki versennyel és a háztartási reálbértömeg növekedésével hozható összefüggésbe. Kínálati oldalon továbbá a hitelezési feltételek enyhítése is jellemezte a vizsgált időszakot.

Az elmúlt időszakhoz hasonlóan a piaci szolgáltatások a

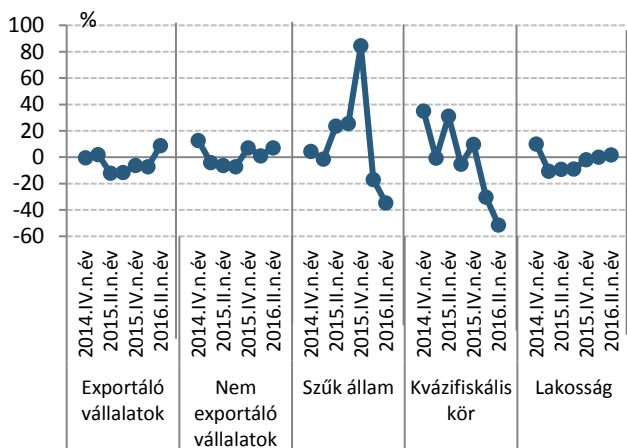
3-12. ábra: A teljes kiskereskedelmi forgalom és a fogyasztás volumenének alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok, éves változás.

Forrás: KSH, MNB számítások

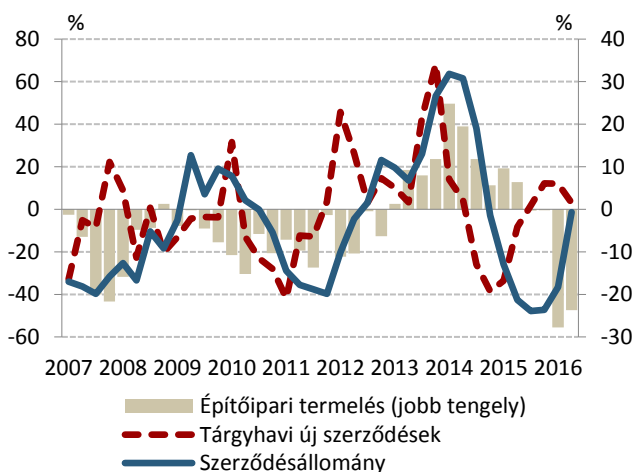
3-13. ábra: Szektorális beruházások alakulása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: KSH

3-14. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása



Forrás: MNB

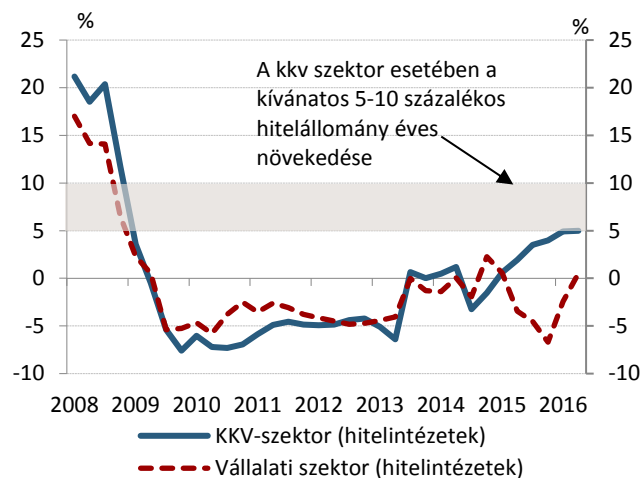
második negyedévben is érdemben támogatták a gazdasági növekedést. A kiskereskedelmi értékesítések stabil emelkedése mellett az alágazatok széles körében bővülést figyeltünk meg. A vendéglátás és turizmus ágazatok növekedési üteme mérséklődött a második negyedévben, azonban a kereslet folytatódó élénkülése miatt továbbra is kedvező az ágazatok teljesítménye. A vendégéjszakák száma 1,9 százalékkal növekedett, amiben elsősorban a külföldiek által eltöltött vendégéjszakák emelkedése volt meghatározó. A piaci szolgáltatások közül egyedül a pénzügy és biztosítás alágazat hozzáadott értéke mérséklődött az előző év azonos időszakához viszonyítva.

A végső fogyasztás bővülését a háztartások fogyasztási kiadása mellett a közösségi fogyasztás, valamint a kormányzattól származó természetbeni transferek emelkedése is támogatta, amiben a költségvetés kedvező helyzete miatti széles mozgástér is szerepet játszhatott.

Az európai uniós források csökkenése következtében 2016 második negyedévében a nemzetgazdasági beruházások 20,3 százalékkal mérséklődtek éves összevetésben. Az egyes szektorok teljesítménye ugyanakkor heterogén módon alakult az időszakban. Az állami és az államhoz kötődő beruházások érdemben visszaestek, amivel párhuzamosan az építőipar kibocsátása is jelentősen csökkent. A vállalati beruházások a megelőző negyedévek mérséklődését követően ismét emelkedtek, amit a feldolgozóipari beruházások aktivitásának emelkedése is újra támogatott. Ez utóbbiak esetében zöldmezős beruházások is hozzájárultak a bővüléshez. A feldolgozóipari, külpiacra termelő vállalati szektor beruházásainak emelkedése mellett nőtt a belföldre termelő és szolgáltató vállalatok beruházási aktivitása is (3-13. ábra).

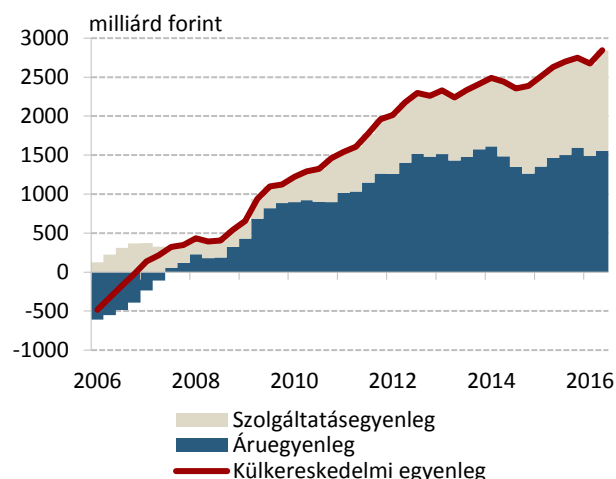
2016 második negyedévében minimálisan mérséklődött ugyan a nem pénzügyi vállalatok hitelezése tranzakciós alapon, azonban éves összevetésben növekedés volt tapasztalható a vizsgált periódusban (3-15. ábra). Ezen belül a kkv-szektor hitelállománya összességében 5,0 százalékkal bővült éves összevetésben, amelyet jelentős mértékben támogatott a Növekedési Hitelprogram. Kínálati oldalról a hitelezési feltételek lazítása segíti a hitelezés élénkülését, míg keresleti oldalon elsősorban a kis- és mikrovállalatok növekvő aktivitását érzékelik a bankok, főleg a hosszú futamidejű hitelek iránt.

A lakossági beruházások enyhén emelkedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva, összhangban a mérsékelt lakáspiaci forgalommal. A lakásépítések továbbra is visszafogottan alakultak, amit a Családi Otthontermelési

3-15. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves növekedési üteme


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

Forrás: KSH

3-16. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása


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

Forrás: KSH

Kedvezmény kapcsán a lakáspiaci szereplők kivárása is indokolható. **Folytatódott azonban a kiadott építési engedélyek érdemi növekedése a második negyedévben**, ami hozzájárult az építőipari szerződésállomány emelkedéséhez, továbbá az idei év végétől az új lakásépítések és a háztartások beruházási aktivitásának további élénkülését vetíti előre (3-14. ábra). A lakáspiac javuló alapfolyamataihoz továbbra is elsősorban a használt lakások piacának élénkülése járult hozzá, ami az ingatlanügylek ágazat teljesítményét is emelte.

Külső keresleti oldalról a nettó export pozitívan járult hozzá a GDP növekedéséhez a második negyedévben, ami termelési oldalról az ipari termelés emelkedésében tükröződött. Az ipari termelés és értékesítés bővült az előző negyedévhez képest, így némileg korrigálódott az első negyedéves visszaesés után. **Az ipar korrekciójával párhuzamosan az áruexport gyorsult, továbbá folytatódott a szolgáltatásexport stabil bővülése.** Az árubehozatal dinamikája visszafogottan alakult a korábbi negyedévekhez képest, amit a magas importtartalmú beruházások mérséklődése magyarázott.

Külkereskedelmi többletünk bővüléséhez mind az áruegyenleg, mind a szolgáltatás egyenleg emelkedése hozzájárult a második negyedévben (3-16. ábra). Az áruegyenleg bővülését – az ipar második negyedévi korrekciójával párhuzamosan – az ipari exportteljesítmény emelkedése magyarázta. A szolgáltatás egyenleg alakulását a szolgáltatás export dinamikus bővülése határozta meg, mely 13,2 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az idei évben látott folyamatok összhangban állnak azzal, hogy a hazai külkereskedelmi szektor fokozatosan, egyre inkább bekapcsolódik a globális szolgáltatás kereskedelemben. 2016 második negyedévében folytatódott a cserearány javulása az előző év azonos időszakához képest, amihez továbbra is elsősorban az alacsony olajár járult hozzá.

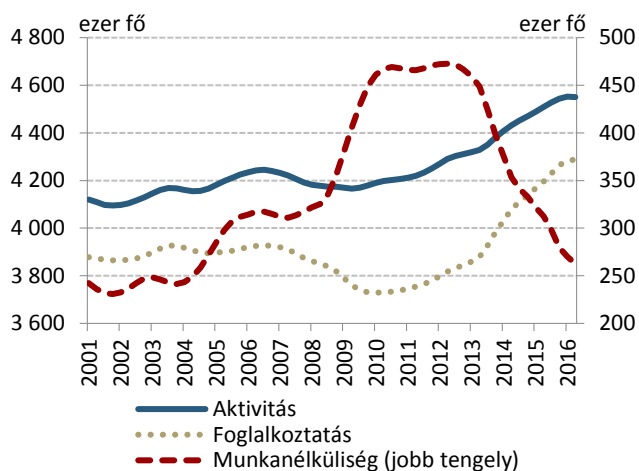
A tavalyi év gyengébb terméseredményeit követően a mezőgazdaság hozzáadott értéke emelkedett éves bázison a második negyedévben. Az idei év előzetes termésprognózisai alapján **2016-ban a mezőgazdaság érdemben hozzájárulhat a GDP bővüléséhez.**

Az idei év első felében a készletváltozás pozitívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez. Az első negyedévben a készletek volumenváltozását elsősorban az exportbővülés érdemi lassulásával párhuzamosan bővülő import magyarázta. A második negyedévben a kedvező mezőgazdasági teljesítménnyel összhangban emelkedett a készletváltozás hozzáadott értéke.

3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

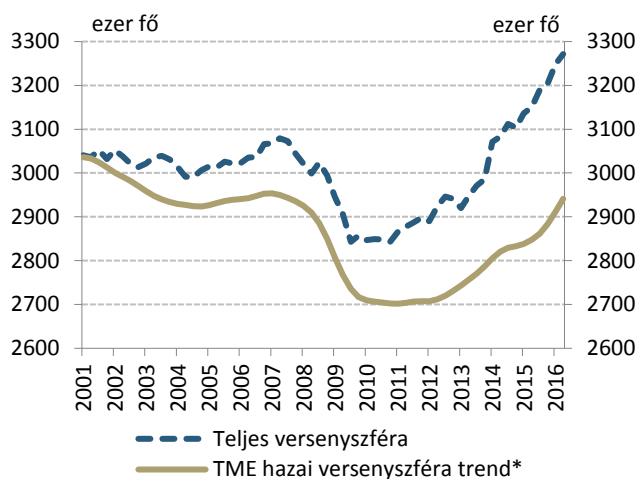
2016 második negyedében tovább folytatódott a versenyszféra foglalkoztatottságának emelkedése. A növekedés elsősorban a piaci szolgáltató szektorban dolgozók létszámában jelentkezett, míg a feldolgozóiparban dolgozók száma lényegében nem változott. A munkanélküliségi ráta 5,1 százalékra csökkent az év második negyedében, ami mellett a munkaerőpiac feszesedése folytatódott.

3-17. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH

3-18. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottsági trendjének alakulása



Megjegyzés: * Teljes munkaidő egyenértékes, külföldi telephelyen dolgozók nélkül.

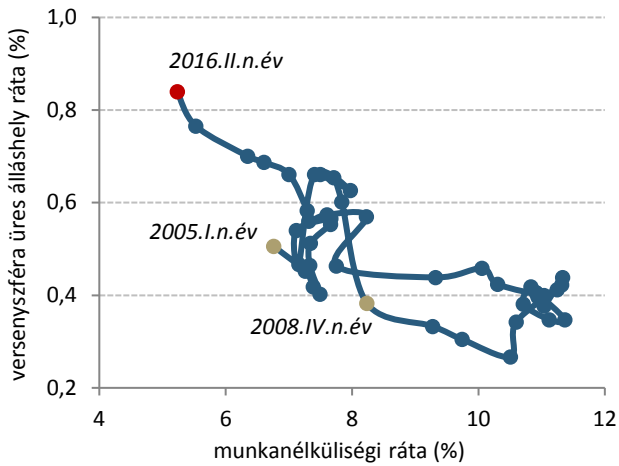
Forrás: KSH, MNB

2016 második negyedében az aktívák száma tovább emelkedett, a 15–74 éves korosztályra vonatkozó aktivitási ráta 61 százalékra nőtt. A 15–64 éves korosztály körében ez az arány 70 százalék volt ugyanebben az időszakban.

A szezonálisan igazított adatok alapján a nemzetgazdasági foglalkoztatottság tovább emelkedett, amihez a verseny- és az állami szféra munkakereslete egyaránt hozzájárult. Az utóbbi szektor létszám bővülését elsősorban a közfoglalkoztatás keretében dolgozók számának emelkedése magyarázza.

A versenyszféra foglalkoztatottsága számottevő mértékben emelkedett. A szektoron belül a piaci szolgáltatások esetében figyelhető meg létszám bővülés, míg a feldolgozóiparban dolgozók száma lényegében nem változott. Mind a teljes, mind a részmunkaidősök száma emelkedett a második negyedév során. A részmunkaidősök aránya így közel 6 százalék a versenyszférában foglalkoztatottak körében. A ledolgozott munkaórák tekintetében az átlagos heti munkaórák száma a teljes munkaidősök esetében 39-ről 40 órára, míg a részmunkaidőben dolgozók esetében 20-ról 21 órára nőtt, ami a vállalkozások által érzékelt feszes munkaerőpiacra adott reakcióként értelmezhető. Így a második negyedévben a munkaerőpiacra az extenzív és az intenzív bővülés egyaránt jellemző volt, ami a ledolgozott munkaórákkal korrigált teljes munkaidő egyenértékes létszám gyorsuló növekedését eredményezte.

3-19. ábra: Beveridge-görbe alakulása



A munkanélküliségi ráta 5,1 százalékra csökkent 2016 második negyedévében. A bejelentett nem támogatott új álláshelyek és a nem támogatott betöltetlen álláshelyek száma egyaránt emelkedett. A különböző statisztikák alapján számolt feszességi mutatók szerint a munkaerőpiac feszessége érdemben nőtt a második negyedévben.

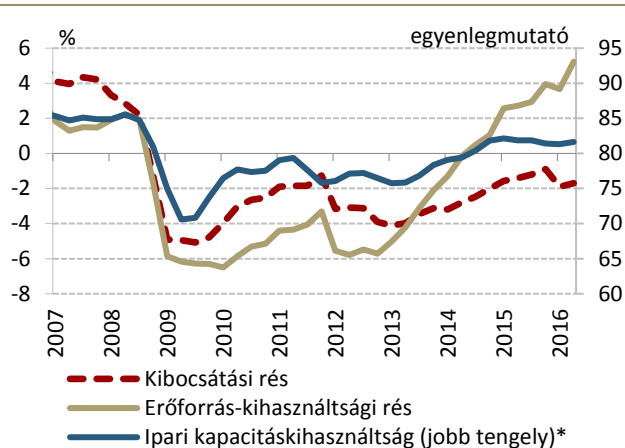
Megjegyzés: A versenyszféra üres álláshely ráta a versenyszféra üres álláshelyek az aktívak arányában.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A kibocsátási rés 2016 második negyedében is negatív előjelű volt a becsléseink alapján. Az építőiparban, valamint az iparban a kapacitások kihasználtsága csökkent, ez pedig azt eredményezte, hogy a tavalyi év végéhez képest a kibocsátási rés nyitottabbá vált.

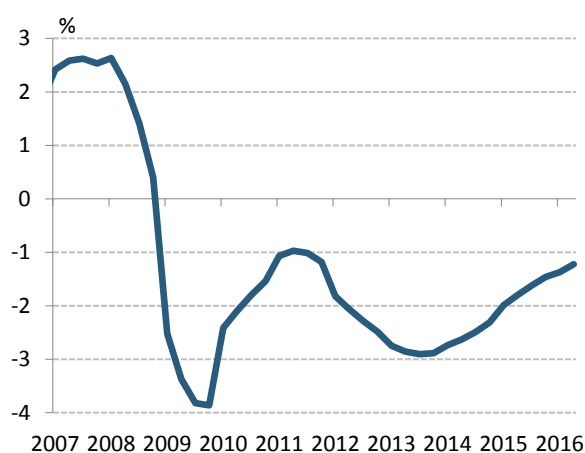
3-20. ábra: A kibocsátási rés és a kapacitáskihasználtsági mutatók alakulása



Megjegyzés: * Trend

Forrás: MNB

3-21. ábra: Az eurózána kibocsátási résének alakulása



Forrás: Európai Bizottság

Becslésünk szerint a kibocsátási rés 2016 második negyedében is negatív tartományban alakult (3-20. ábra). A kibocsátási rés megítélése szempontjából lényeges a felvevőpiac ciklikus pozíciójának alakulása, továbbá a háztartások eladósodottságának figyelembevétele. Az Európai Bizottság becslése alapján a legfőbb külkereskedelmi partnereinket magában foglaló eurózána kibocsátási rése negatív tartományban alakul a válság óta, ami érdemben befolyásolja a hazai kibocsátási részt (3-21. ábra). A sztenderd becslési technikákkal számolt kibocsátási rés alakulását a jelentős volatilitású hazai mezőgazdasági teljesítmény is befolyásolja.¹ Az ágazat ingadozása azonban nem köthető a klasszikus üzleti ciklusokhoz, így az átlagos mezőgazdasági teljesítménytől vett eltérések kiszűrése indokolt a ciklikus pozíció megítélésénél.

A vállalatok erőforrás-kihasználtságát megragadó mutató emelkedése folytatódott 2016 második negyedében. A bizalmi indikátorok és vállalati felmérések információtartalmát felhasználó mutató így továbbra is a kapacitások magas kihasználtságát jelezte. A vállalati konjunktúrahangulatot és kapacitáskihasználtságot jelölő mutatók az elmúlt években összességében jelentősen emelkedtek, így többnyire historikus átlaguk felett alakultak, megközelítve a válság előtt szintjüket. A kereslet megítélése érdemben nem változott, azonban a munkaerő a vállalatok válaszai alapján egyes ágazatokban szűk keresztmetszetként jelentkezett. A magas kapacitáskihasználtságot alátámasztják a munkaerőpiaci mutatók is, melyek a munkatényező egyre intenzívebb kihasználását jelzik. A munkapiaci rés tovább szűkült és a foglalkoztatás már egyensúlyi pályája közelében alakul.

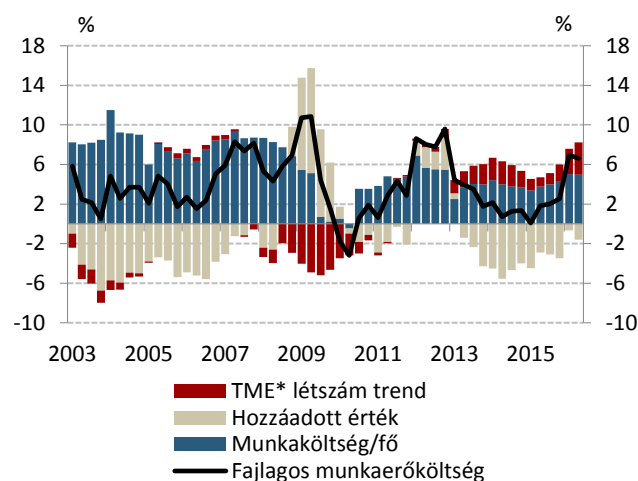
Az erőforrás-kihasználtsági rés az elmúlt időszakban felülbecsülte a belföldi eredetű inflációs hatás mértékét. Ezt az magyarázza, hogy a vállalati felmérések szubjektív értékítéleten alapulnak, a résztvevő cégek körének összetétele rendszeresen változik, továbbá a válság utáni években a vállalatok a korábbinál intenzívebben használták ki termelőkapacitásukat.

¹ A mezőgazdasági teljesítmény ingadozásának okaival részletesebben a 2016. márciusi Inflációs jelentés 3-3. keretes írásában foglalkoztunk.

3.5. Költségek és infláció

Az infláció visszafogott szinteken, változatlanul érdemben a 3 százalékos cél alatt alakult az elmúlt hónapokban. A visszafogott árdinamikát a nyersanyagárak mérsékelt árszintje, az alacsony importált infláció és a visszafogott szinten stabilizálódó inflációs várakozások magyarázták. A versenyszektor tavalyi évhez képest gyorsabb bérnövekedési üteme változatlanul fennmaradt a második negyedévben.

3-22. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása



Megjegyzés: * Teljes munkaidő egyenértékes. Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

3.5.1. Bérek

2016 második negyedévében a versenyszektor bruttó átlagkeresetei 5,2 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest, amit az utóbbi negyedévekben feszesedő munkaerőpiac bérekre gyakorolt hatása magyaráz. A vállalatok által kifizetett prémiumok megegyeztek a második negyedévben szokásos mértékekkel.

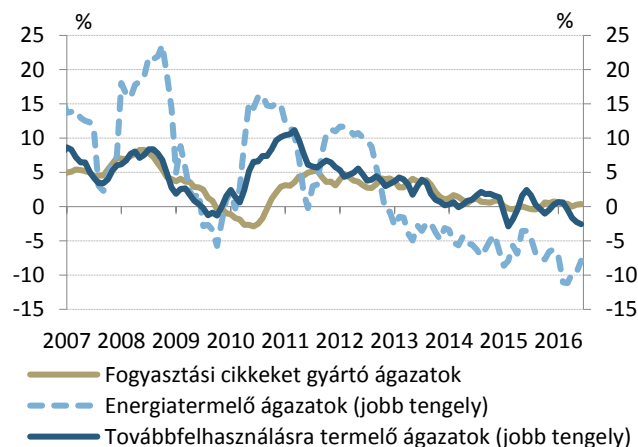
A teljes munkaidő egyenértékes létszámmal számolt fajlagos munkaerőköltség továbbra is magas szinten tartózkodik (3-22. ábra). A mutató dinamikáját továbbra is elsősorban a teljes munkaidő egyenértékes létszám hozzáadott értéket meghaladó bővülése magyarázza. A fajlagos munkaerőköltség magas szintjéhez az egy főre jutó munkaerőköltség is hozzájárul, amelynek dinamikája azonban 2016 második negyedévben nem változott számottevő mértékben.

3.5.2. Termelői árak

A mezőgazdasági termelői árak enyhén emelkedtek az elmúlt időszakban, azonban továbbra is alacsony szinten tartózkodnak. Az áremelkedés az állati eredetű és a szezonális termékekhez – friss gyümölcsök és burgonya – köthető, míg a gabonaárak tovább csökkentek. A tej termelői árának csökkenése lassabb ütemben, de 2016 második negyedévében is folytatódott. A mezőgazdasági termékek árdinamikáját főként az elmúlt hónapok csapadékosabb időjárása magyarázza, ami kedvezett a gabonatermékek hozamának, ugyanakkor rontotta a gyümölcs- és zöldségtermesztők terméseredményeit.

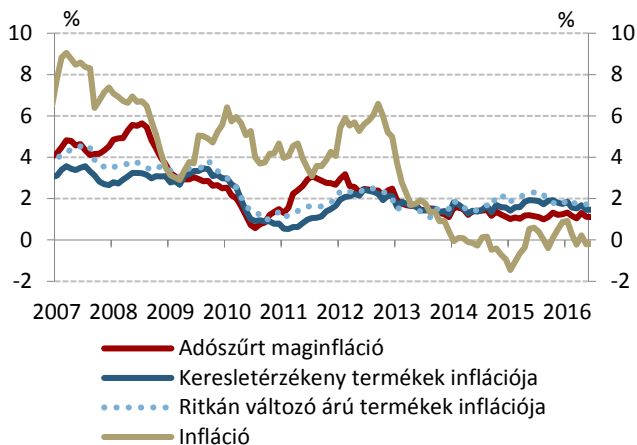
Az ipari termelői árak továbbra is mérsékelt szinten tartózkodnak (3-23. ábra). Az energiatermelő ágazatok éves árindexe emelkedett, ugyanakkor az alacsony olajárak következtében a második negyedévben is negatív tartományban tartózkodott. A továbbfelhasználásra termelő ágazatok árdinamikája tovább csökkent, míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok árindexe enyhén emelkedett. A hazai termelői árak összhangban alakultak az eurózónában megfigyelt folyamatokkal.

3-23. ábra: Az ipari termelői árak éves változása



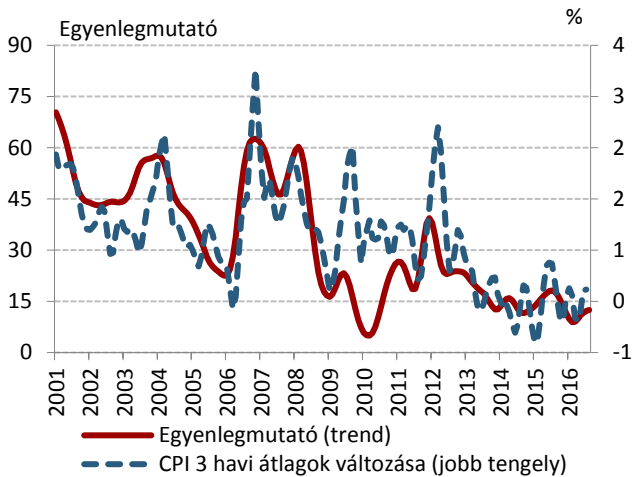
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-24. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-25. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tényinfláció



Megjegyzés: * Az egyenlegmutató az áremelkedésre számítók aránya és az árcsökkenésre számítók arányának a különbsége.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3.5.3. Fogyasztói árak

Az infláció az elmúlt hónapokban 0 százalék körül alakult, így továbbra is elmarad a 3 százalékos inflációs céltól (3-24. ábra). Az alacsony árdinamikát a nyomott nyersanyagárak mellett a mérsékelt nemzetközi inflációs környezet, valamint a visszafogott inflációs várakozások együttes hatása magyarázza. Így összességében a keresletérzékeny termékek inflációhoz való hozzájárulása nem változott, míg a volatilisabb, költségváltozásokra érzékenyebb élelmiszer- és energiaárak továbbra is az árcsökkenés irányába hatottak.

A fogyasztóiár-index elmúlt havi értékei enyhén alacsonyabban alakultak a júniusi Inflációs jelentés prognózisánál. Az eltérést az üzemanyagárak nem várt csökkenése és a feldolgozatlan élelmiszerek előrejelzettől elmaradó árdinamikája magyarázza.

A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók (a keresletérzékeny, illetve a ritkán változó árú termékek inflációja) lényegében nem változtak az elmúlt időszakban. A mutatók alacsony szintje változatlanul visszafogott inflációs környezetre utal, amit elsősorban a mérsékelt költségszint magyaráz.

Az iparcikkek visszafogott árdinamikát mutattak az elmúlt hónapokban. A tartós iparcikkek ára enyhén csökkent, míg a nem tartós iparcikkek ára mérsékelttel emelkedett. Utóbbi termékcsoport árindexének alakulását elsősorban a volatilis árazású repülőjegyárak emelkedése magyarázza. Az iparcikkek árait összességében az elmúlt negyedév során a mérsékelt importárak árleszorító hatása mellett a folyamatosan élénkülő belföldi kereslet befolyásolta.

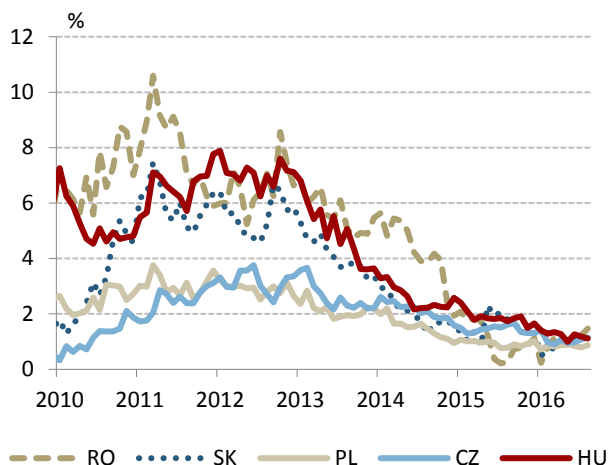
A piaci szolgáltatások inflációja lényegében nem változott az utóbbi időszakban. A termékcsoport árindexe a korábbi évekhez hasonlóan visszafogottan alakult. A visszafogott mértékű áremelkedés a termékek széles körére jellemző volt.

A feldolgozott élelmiszerek szezonálisan igazított árai lényegében nem változtak az elmúlt negyedévben. A termelői árakkal összhangban a tej és a tejtermékek fogyasztói ára mérsékelttel csökkent. A feldolgozatlan élelmiszerek szezonálisan igazított árszintjében sem figyelhetünk meg lényegi elmozdulást.

Az üzemanyagárak a nyári hónapokban mérséklődtek az olaj világpiacon csökkenésével párhuzamosan, így továbbra is több mint 10 százalékkal alacsonyabb szinten helyezkednek el, mint a tavalyi év azonos időszakában.

A szabályozott árak esetében lényegi változás nem történt.

3-26. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

az utóbbi hónapokban.

3.5.4. Inflációs várakozások

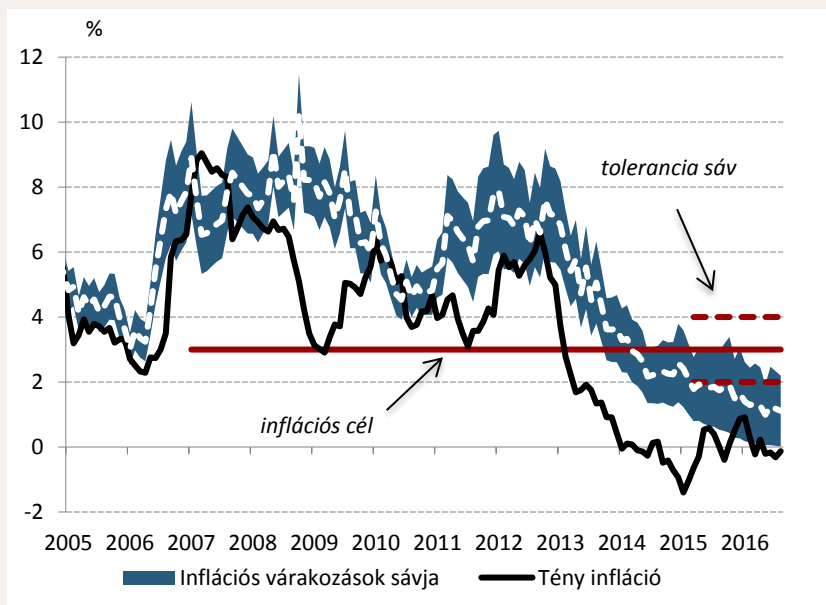
A kiskereskedelmi szektor szereplőinek árakra vonatkozó várakozása az elmúlt negyedévben kismértékben emelkedett. A mutató elmúlt hónapokban megfigyelhető alakulása ellensúlyozta az év eleji csökkenést, így az ágazat árakra vonatkozó várakozása jelenleg a tavalyival megegyező szinten tartózkodik (3-25. ábra).

A hazai lakosság inflációs várakozásai lényegében nem változtak, és a háztartások továbbra is alacsony inflációs környezetre számítanak. Régiós összevetésben a hazai várakozások összhangban alakultak a korábban is tartósan alacsony inflációval jellemezhető országokban tapasztalható várakozásokkal (3-26. ábra).

3-1. keretes írás: Az inflációs várakozások alakulásának meghatározói

Az inflációs célkövetés szempontjából a lakosság inflációs várakozásai kiemelt jelentőséggel bírnak, a fogyasztási-megtakarítási döntéseken és a bértárgyalásokon keresztül érdemi hatást gyakorolhatnak a fogyasztói árak alakulására, így monetáris politikai szempontból érdemes ezek folyamatos nyomon követése. **A háztartások nagyon heterogének, jelentős részük a makrogazdasági folyamatokkal kapcsolatban csak hiányos és esetenként torzított információval rendelkezik, emiatt a felmérésre adott válaszok szóródnak és rendkívül zajos információt nyújtanak.** Bár a háztartások inflációs várakozásai sokszor torzítottak, a várakozások változása érdemi információt hordozhat a rövid távú inflációs hatásról. Így tehát érdemes megvizsgálni, hogy a háztartások várt inflációját mely tényezők és termékcsoportok és azok milyen mértékben képesek befolyásolni.

3-27. ábra: Lakossági inflációs várakozások alakulása Magyarországon



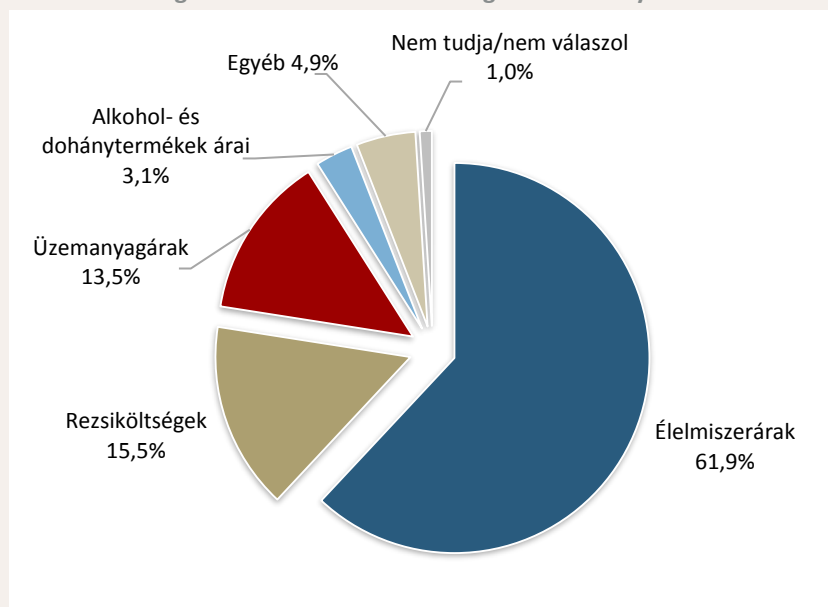
Forrás: KSH, Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

A hazai inflációs várakozások becslések alapján alapvetően visszatekintőek,² azaz alakulásukat jelentősen befolyásolja a múltbeli infláció. A lakosság árindexre vonatkozó várakozásait a jegybank inflációs előrejelzései és a monetáris

² Lásd: Gábrriel Péter, Várhegyi Judit (2014): Inflációs várakozások Magyarországon, MNB-tanulmányok 113.

politika is érdemben alakítja. Ezek súlya a monetáris politika hitelességének javulásával fokozatosan emelkedik. Emellett fontos jelenség, hogy a háztartások a KSH által megadott fogyasztói kosártól eltérően súlyozzák az egyes termékeket. Így azon áruk, amelyeket a háztartások gyakrabban vásárolnak vagy napi szinten fogyasztanak, – például élelmiszer vagy üzemanyag – nagyobb súlyt képviselnek az inflációs várakozásokban, így ezek árdinamikája érdemben befolyásolja a háztartások árvárakozásait. Általánosságban ezen termékek ára gyakran (üzemanyagárak hetente akár kétszer is változhatnak) és nagy mértékben változik (élelmiszerek esetében többek között az időjárás változásának hatására a termékkör ára nagy volatilitást mutathat). Hasonlóan felülreprezentáltak a szabályozott árú termékek a hivatalos termékkosárhoz képest. Ezzel szemben a ritkábban vásárolt tartós fogyasztási cikkek – melynek árai általánosságban kisebb mértékben változnak – várakozásokon belüli súlya kisebb. Ezen eredményeket támasztja alá a Századvég által, a lakosság körében végzett 1500 fős felmérés is,³ amely szerint a megkérdezettek 61,9 százalékánál az inflációs várakozást leginkább az élelmiszerárak alakulása határozza meg, míg a fogyasztói kosárban hasonló súllyal szereplő szolgáltatások vagy egyéb fogyasztási cikkek szerepe kisebb (3-28. ábra). Mindezek eredménye, hogy a lakossági várakozások a gyakran vásárolt termékek és a szabályozott árak változására a tényleges inflációnál érzékenyebben reagálnak, emellett a szabályozott árak vagy áfakulcs változása esetében már az intézkedés bejelentésekor módosulhatnak a várakozások.

3-28. ábra: A lakossági inflációs várakozásokat leginkább befolyásoló termékcsoportok



Forrás: Századvég Alapítvány

Összességében a hazai lakossági inflációs várakozások dinamikáját a múltbeli árváltozás és a monetáris politika iránymutatása mellett a gyakran vásárolt – élelmiszerek és üzemanyagok – és a szabályozott árú termékek árdinamikája, valamint a médiából nyert információk befolyásolják alapvetően.

³ A felmérés során feltett kérdés: „Amikor az árváltozásokról kérdezzük, melyik termékcsoport árának változása befolyásolja leginkább az Ön véleményét? (egyet válasszon, mely a leginkább befolyásolja véleményét)”. Az 1500 fős minta összetétele a legfontosabb szociodemográfiai tényezők szerint (nem, kor, iskolai végzettség, településtípus) megfelel a felnőtt lakosság arányainak, a mintavételi hiba értéke legfeljebb 2,5 százalékpont. A lekérdezés telefonos úton történt 2016. július 4 és 15 között.

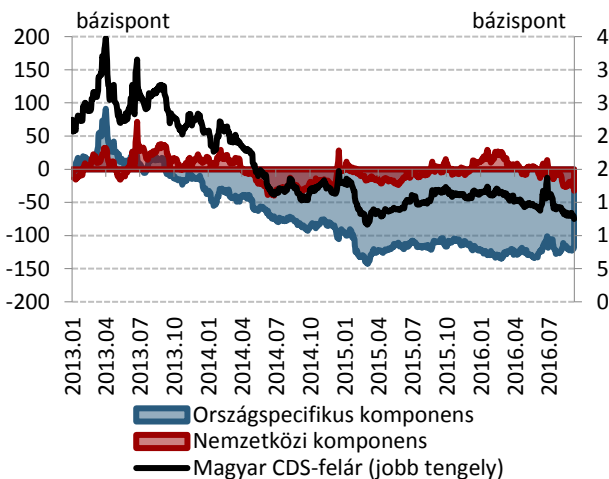
4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A brit népszavazást követően jelentősen romlott a nemzetközi befektetői hangulat, majd az időszak hátralevő részében folyamatosan javult, így összességében nyugodt kereskedés jellemezte a pénz- és tőkepiacokat. A hangulatot leginkább a meghatározó jegybankok monetáris politikájával kapcsolatos információk, valamint a makroadatokat határozták meg, időszakosan volatilis periódusokat okozva. A kockázati indexek továbbra is historikusan alacsony szinten tartózkodnak, a főbb részvényindexek emelkedtek, míg a fejlett piaci kötvényhozamok kis mértékben nőttek. Bár több döntéshozó is utalt rá, hogy az amerikai jegybank szigorítani fog a közeljövőben, az időszak végére ismét mérséklődött a december előtti kamatemelés valószínűsége. Az Európai Központi Bank a várakozásokkal ellentétben szeptemberben sem változtatott a monetáris kondíciókon, így mind a kamatokat, mind pedig az eszközvásárlási programokat változatlanul hagyta. A döntés az euro átmeneti erősödését és az európai tőzsdék gyengülését okozta.

A hazai eszközök kockázati megítélésének javulásában az országspecifikus és nemzetközi tényezők egyaránt meghatározóak voltak. A hazai állampapírpiacra a 3 éven belüli hozamok az eszköztár-átalakítás bejelentését követően csökkentek, míg a hosszú hozamok a kedvező külső környezetben már július közepéig ennél még erősebben mérséklődtek, így a hozamgörbe laposabbá vált. A jegybanki változtatások hatására a bankközi hozamok is érdemben csökkentek. Az ország kockázati megítélését tükröző CDS-felár az időszak elején a Brexittel kapcsolatos befektetői kockázatkerülés miatt emelkedett, majd az időszak hátralevő részében jelentősen mérséklődött. A forint árfolyama a 309–317-es sávban ingadozott, az időszak elejéhez képest kissé felértékelődve.

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



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

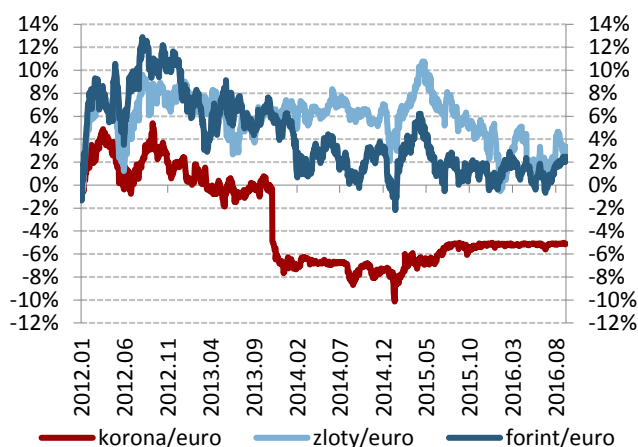
Forrás: Bloomberg

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Június közepéig képest hazánk kockázati mutatói egyértelműen javult (4-1. ábra). A magyar 5 éves szuverén CDS-felár lényegében folyamatosan csökkent, így közel 30 bázispontot mérséklődött. Az állampapír-piaci hozamok érdemben mérséklődtek, miközben az aukciókon többségében egészséges kereslet mutatkozott. A hazai deviza az időszak első felében 317-es szintről érdemben erősödött, majd alacsony volatilitás mellett stabilan alakult. A környező országokban a CDS-felárak és a hosszú hozamok kissé eltérő dinamikát mutattak, jobbra országspecifikus tényezők miatt: Lengyelországban a devizahitelekkel kapcsolatos bizonytalanság miatt az időszak közepéig emelkedtek a hozamok, míg a román hozamok a hazainál kissé jobban csökkentek.

Hazánk CDS-felárát az időszak első felében inkább hazai, míg második felében elsősorban nemzetközi tényezők mozgatták. Az időszak elején tapasztalható felárnövekedést a Brexit miatti kedvezőtlen hangulat, míg az ezt követő érdemi felárcsökkenést a pozitívra váló befektetői környezet magyarázta. Dekompozíciós módszertanunk szerint az időszak egészében a csökkenést a nemzetközi tényező magyarázta, míg a hazai komponens csak az eszköztár-átalakítást követően mérsékelte a felárat. Ezzel a képpel összhangban a régiós felárak hasonló dinamikával, de a hazainál kisebb mértékben csökkentek az időszak során.

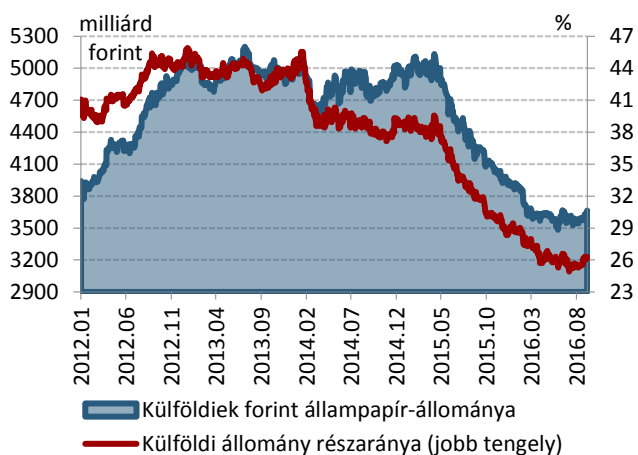
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

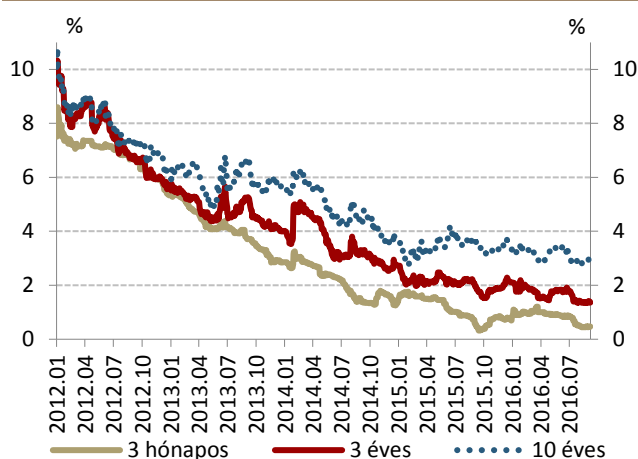
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra kizárólag diszkontkincstárjegyek és állampapírok állományát mutatja.

Forrás: MNB

4-4. ábra: Az állampapírpiacon referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint euróval szembeni árfolyama az időszak során kis volatilitás mellett 1 százalékos felértékelődést mutatott (4-2. ábra). A forint árfolyama a 308–317 szintek között mozgott az időszak során, lényegében minimális volatilitást mutatva. Az időszak elején az árfolyam közel 1,5 százalékos leértékelődött, de ezt követően fokozatos erősödés volt jellemző. A forint árfolyamára az időszak nagy részében nemzetközi tényezők hatottak.

Ezzel összhangban vannak a régiós folyamatok is: a lengyel zloty és a román lej is összességében 2 százalékkal erősödött június közepe óta. Ugyanakkor a zloty leginkább országspecifikus tényezők következtében volatilisabban mozgott, míg a román lej árfolyama a forintéhoz hasonlóan változott.

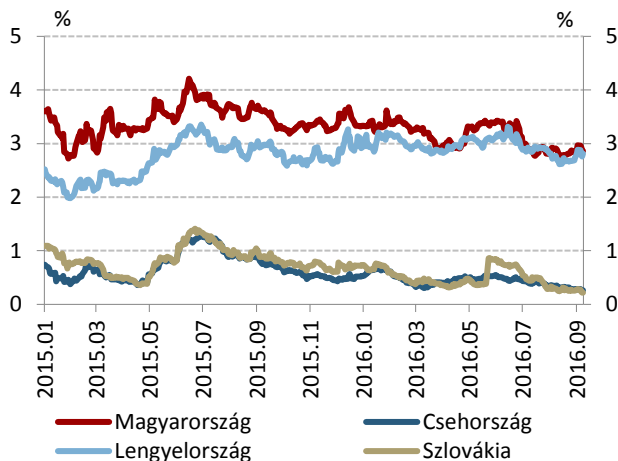
4.1.3. Állampapírpiacon és hozamalakulás

Az időszak elején inkább mérséklődött, majd ismét nőtt a külföldiek forint állampapír-állománya (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állományának tavaly óta tartó folyamatos csökkenése előbb folytatódott, majd júliustól nagyjából 3600 milliárd forintos szint körül stabilizálódott. Az időszak végén nőtt a külföldiek állománya, így az időszak eleji szintre tért vissza. A külföldiek részaránya így 26,5 százalékról 26 százalék közelébe mérséklődött.

Az állampapírok elsődleges piacán vegyesen alakult a kereslet, de összességében jelentős hozamcsökkenés volt tapasztalható az időszak során (4-4. ábra). A rövid papírok közül a 3 hónapos lejáraton egészséges, míg az 1 éves kincstárjegy esetében gyenge volt a kereslet, a hozamok viszont számottevően csökkentek. A hosszabb papíroknál leginkább a változó kamatozású papírok, illetve az 5 éves aukciók esetében volt számottevő túlkereslet.

Az állampapír-piaci hozamgörbe laposabbá vált az elmúlt negyedév során. A rövid lejáratú másodpiaci hozamok 25–40 bázisponttal csökkentek. A hozamgörbe 3 éven túli szakasza 45–50 bázisponttal tolódott lejjebb az időszak során. Bár összességében hasonló mértékben csökkentek a rövid és hosszú hozamok, a változás eltérő ütemben ment végbe: míg a hosszú hozam csökkenése az időszak elején következett be leginkább, addig a rövidebb futamidőkön az eszköztár-átalakítással kapcsolatos bejelentést követően csökkentek érdemben a hozamok. A hazai 10 éves hozam dinamikája nagyjából megegyezik a régiós országokéval. A brit népszavazást követően mind a lengyel, mind a magyar 10 éves hozam nagyjából 20 bázispontot emelkedett. Az ezt követő pár napban a feltörekvő piaci kötvényfelárak érdemi mérséklődésével együtt a lengyel hozam 26, míg a magyar 42 bázisponttal csökkent. Július

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

után már jóval kisebb ütemben csökkentek a hozamok, így összességében a lengyel 36, a magyar 47 bázisponttal került lejjebb. A cseh és szlovák hozamok is csökkentek, bár a népszavazást követően a hosszú hozamaik kis mértékben mérséklődtek (4-5. ábra).

Az eszköztár-átalakításának bejelentése után nem csak a rövid állampapír-piaci hozamok, hanem a bankközi és a határidős hozamok is mérséklődtek. A változtatásokat a piaci szereplők további monetáris lazításként értékelték, és a hozamok tartósan alacsonyabb szinten való stabilizálódására számítanak. (lásd 4.1. keretes írás)

4-1. keretes írás: A jegybanki irányadó eszköz korlátozásával kapcsolatos bejelentés piaci fogadtatása

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa július 12-i ülésén az irányadó eszköz átalakítása mellett döntött: a korábbi heti, korlátlan igénybevétel helyett jelenleg már csak havonta és 2016 októberétől korlátozott mennyiségben áll a jegybanki partnerkör rendelkezésére. A célzott, nem-konvencionális lépés a banki likviditás terelésével támogatja az MNB hitelösztönzési és önfinanszírozási programjait. A 3 hónapos eszközből kiszoruló likviditása az állampapírpiacra és a bankközi piacra áramolhat, és e piacokon hozamcsökkentő hatást fejthet ki. Az állampapír-piaci és a bankközi hozamgörbe tartós mérséklődése enyhíti a monetáris kondíciókat, ami a hitelezés és a növekedés ösztönzésén keresztül a jegybanki inflációs cél teljesítését támogatja.

A bejelentést követően szinte azonnal a várt irányba reagáltak a hazai pénzügyi piacok, majd a hozamcsökkentő hatás tovább erősödött. A közepes futamidejű állampapír-piaci hozamok, valamint a határidős kamatláb-megállapodások már a bejelentés napján 5 bázispont körüli mértékben csökkentek. Két hónappal a bejelentést követően pedig már 20–40 bázispontos mérséklődés tapasztalható a rövid és közepes lejáratú állampapír-piaci hozamokban. A bankközi hozamok esetében, így a hiteltermékeknel meghatározó 3 hónapos BUBOR kamatoknál is érdemi, 10–15 bázispont körüli csökkenés történt (4-1. táblázat).

A piaci szereplők által becsült tartós hatást a BUBOR kamatokra vonatkozó határidős jegyzések, származtatott kamattermékek és az ezekből számítható bankközi hozamok mutatják meg. Ezek összességében az egy évre előretekinthető lejáratokon a bejelentéskori szintnél 10–15 bázisponttal alacsonyabb várt kamatszintet mutatnak, míg a jegybank monetáris politika 2 éves horizontján is hasonló nagyságrendű tartós mérséklődést jeleznek. E hatások egyelőre csak a jegybanki nem-konvencionális lépés várt hatását mutatják, mely az októbertől megvalósuló kiszorítás következtében még változhat.

4-1. táblázat: Bankközi és állampapírpiaci hozamok alakulása a bejelentést követően

	Bejelentést megelőző szint	Azonnali hatás	Teljes hatás	Jelenlegi szint
3 hónapos állampapír-hozam	0,87%	-1 bp	-41 bp	0,47%
1 éves állampapír-hozam	0,96%	-3 bp	-34 bp	0,62%
3 éves állampapír-hozam	1,63%	-6 bp	-28 bp	1,35%
1 éves kamatcsere (IRS)	0,90%	-4 bp	-16 bp	0,74%
3 éves kamatcsere (IRS)	0,97%	-5 bp	-8 bp	0,88%
BUBOR 3M	1,02%	-1 bp	-14 bp	0,88%
BUBOR 6M	0,97%	-1 bp	-13 bp	0,84%
FRA 3x6	0,89%	-6 bp	-20 bp	0,69%
FRA 9x12	0,80%	-1 bp	-18 bp	0,62%

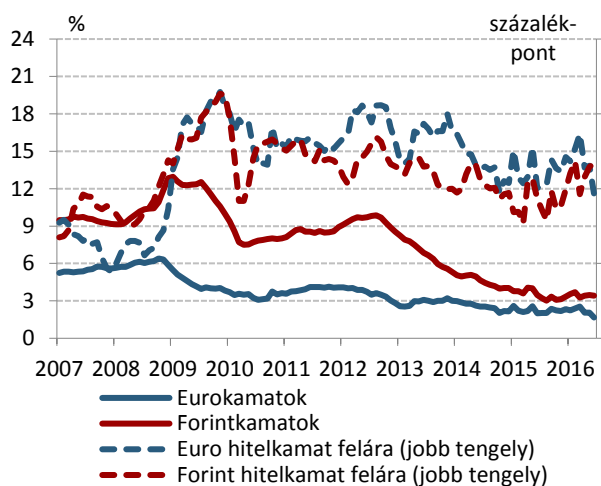
Megjegyzés: FRA: Határidős kamatláb-megállapodás; IRS: Kamatcsere ügylet.

Forrás: Bloomberg

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2016 második negyedében a hitelhez jutás feltételei a vállalati és a háztartási szegmensekben egyaránt enyhültek. Az enyhítéshez hozzájáruló tényezők között elsősorban a piaci versenyhelyzetet és a gazdasági kilátások javulását jelölték meg a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok. A lazítás döntően az ár jellegű feltételeket érintette, azonban a finanszírozási költségek látszólag mégsem csökkentek érdemben a negyedév során. Ennek oka mindkét szegmens esetében, hogy összetételhatás miatt megnövekedett az ügyletek átlagos felárszintje. Az 1 éves előretekintő reálkamat az inflációs várakozások emelkedésének ellenére a negyedévben újra csökkent.

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.

Forrás: MNB

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

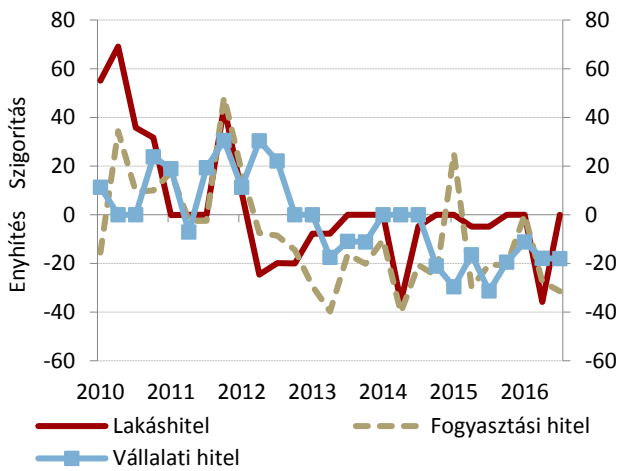
2016 második negyedében emelkedett a vállalati forinthitelek átlagos finanszírozási költsége. A változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással⁴ rendelkező új forinthitelek átlagos kamatszintje – a money market ügyletek kiszűrésével – 0,2 százalékponttal 3,4 százalékra nőtt a negyedév során (4-6. ábra). A növekedést elsősorban a nagy összegű hitelek felárainak emelkedése eredményezte, míg a kis összegű hitelek átlagos felára és a referenciakamat egyaránt csökkentek a vizsgált időszakban. Az újonnan kibocsátott hitelek összetételének ugyanakkor számottevő szerepe lehetett az átlagos felár változásában, mivel a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok meghatározó hányada az ár jellegű sztenderdek lazítását jelezte: a jellemzően magasabb kamaton folyósított beruházási hitelek aránya növekedett az előző negyedévhez és az előző év azonos időszakához képest is. Az euróhitelek átlagos kamatszintje mintegy 0,9 százalékponttal 1,7 százalékra csökkent a vizsgált időszakban, melyet a felárak 0,8 százalékpontos mérséklődése kísért. Az időszak végére a kamatfelárak átlagos szintje az új forinthitelek esetében 2,3 százalékpontot, míg az euróhitelek esetében 1,9 százalékpontot tett ki.

A vállalati hitelfeltételek a második negyedévben is enyhültek. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok nettó értelemben vett⁵ 18 százaléka enyhített vállalati hitelfeltételein (4-7. ábra). A válaszadó intézmények elsősorban a nagy és közepes méretű vállalatoknak nyújtott hitelek, illetve az üzleti célú ingatlanhitelek feltételein enyhítettek. A lazítást elsősorban a versenyhelyzettel és a javuló gazdasági kilátásokkal magyarázták a bankok. Utóbbi esetben közvetetten a Piaci Hitelprogram hatása is megjelenhet a hitelezési aktivitáshoz kötött kamatcsereügylet (HIRS) kapcsán tett vállalásokon keresztül. Mindezek hatására az ár jellegű feltételeken enyhítettek a válaszadó bankok. Előretekintve hasonló arányban jeleztek további lazítást a vállalati

⁴ A Növekedési Hitelprogram keretén belül folyósított hitelek többsége éven túli hitel, így az általunk vizsgált kamatok elsősorban a programon kívül eső hitelezési folyamatokat tükrözik.

⁵ A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

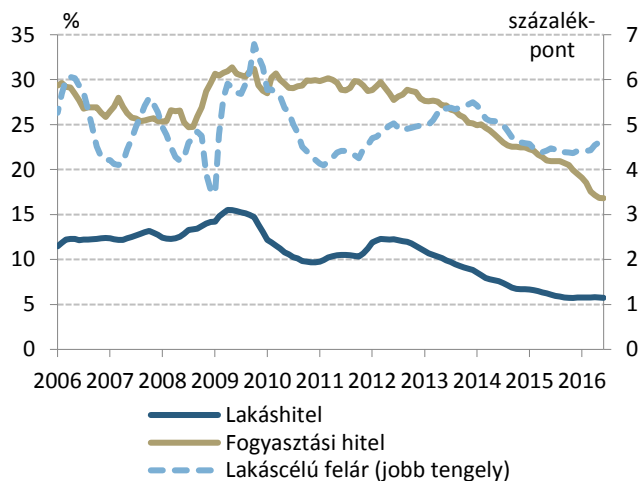
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben



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

Forrás: MNB hitelezési felmérés a bankok válaszai alapján

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



Megjegyzés: 3 hónapos mozgóátlaggal simított kamatlábak és felár. 2009 előtt a forintalapú jelzáloghiteleknek marginális szerepe volt.

Forrás: MNB

hitelfeltételeken, elsősorban szintén az ár jellegű feltételek vonatkozásában.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

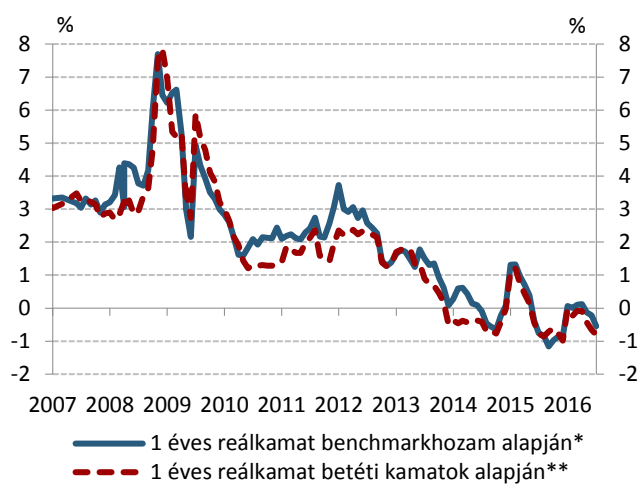
A lakáscélú hitelek kamatai változatlanok maradtak, felárai emelkedtek a második negyedévben. Az újonnan folyósított hitelügyletek teljes hitelköltsége 0,7 százalékponttal 16,8 százalékra csökkent a fogyasztási hitelek esetében 2016 második negyedévében (4-8. ábra). A lakáshitelek átlagos kamatlába június végén az előző negyedévhez hasonlóan 5,7 százalékot tett ki, azonban a hitelköltségek a kamatozás módja szerint heterogenitást mutattak: a változó kamatkonstrukciójú lakáscélú hiteltermékek teljes hitelköltsége 0,2 százalékponttal 4,7 százalékra csökkent, míg a fix kamatozású hitelek átlagos THM-szintje 0,1 százalékponttal 6,4 százalékra nőtt a negyedév végére. A lakáscélú hitelek átlagos kamatfelára ugyanakkor 0,2 százalékponttal 4,7 százalékpontra emelkedett a vizsgált időszakban.

A hitelezési feltételek mindkét háztartási termékkörben enyhültek a negyedév során. A Hitelezési felmérésben válaszadó bankok 2016 második negyedévében enyhítettek mind a lakáscélú-, mind a fogyasztási hitelek feltételein (4-8. ábra). A lakáshitelek esetében a lazítást – ami két éve most volt először megfigyelhető – a lakáspiaci folyamatok, valamint a piaci versenyhelyzet alakulása indokolta, és ez főleg az ár jellegű feltételeket érintette. Ennek látszólag ellentmond az átlagos kamatfelárak emelkedése, azonban a minimálisan megkövetelt hitelképességi szint tekintetében is megvalósult egy kismértékű enyhítés a válaszadó bankok szerint. Így összetételhatás magyarázhatja a felárak emelkedését: a korábban is hitelképes ügyfelekkel szembeni hitelfelárak csökkentek, azonban az új, kockázatosabb ügyfelek átlagosan magasabb felárral szembesültek. A fogyasztási hitelfeltételek enyhülését a gazdasági kilátások, a versenyhelyzet és a piaci részesedési célok indokolták a bankok szerint, és előretekintve további lazítást helyeztek kilátásba ebben a termékkörben, miközben a lakáshitelek feltételein további enyhítést nem terveznek 2016 második felében.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

2016 második negyedévében az 1 évre előretekintő reálkamat szintje újra csökkent az elmúlt időszakban. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint 2016 júliusában márciushoz képest az állampapírpiazi hozamokból becsült hozam alapján 0,6 százalékpontos csökkenés után -0,5 százalékot tett ki. A betéti kamatok alapján számított reálkamat hasonló mértékű, 0,6 százalékpontos csökkenés után júliusban -0,8 százalékos

4-9. ábra: Az előrettekintő reálkamatlábak alakulása



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

Forrás: MNB, Reuters poll

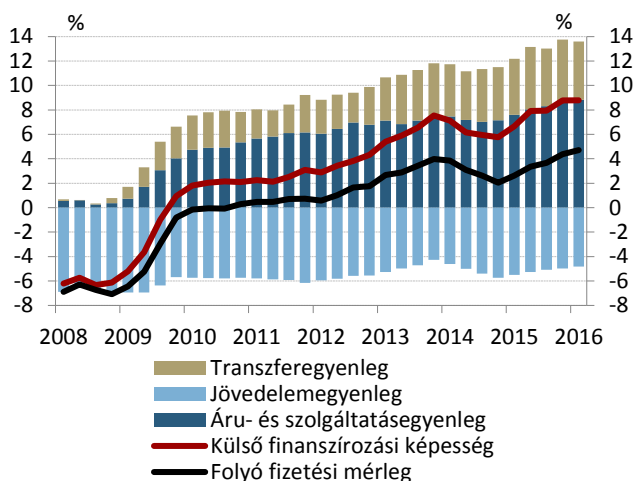
szintet ért el (4-9. ábra). A reálkamatlábak – az inflációs várakozások 0,4 százalékpontos emelkedése ellenére megfigyelt – csökkenését a betéti kamatok és az állampapírpiazi hozamok esése magyarázza.

5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége 2016 első negyedévében magas szinten, a GDP közel 9 százaléka körül stabilizálódott. Az áruegyenleg enyhén növekedett, amit a mérsékelt olajáraknak köszönhetően javuló cserearány eredményezett, miközben az export dinamikája enyhén elmaradt az import bővülésétől. Folytatódott a jövedelemegyenleg hiányának mérséklődése, miközben az új költségvetési ciklus kezdetéhez kötődően a transferegyenleg alacsony volt. Az előzetes havi adatok alapján a gazdaság külső finanszírozási képessége a második negyedévben is hasonlóan magas szinten alakult. A finanszírozási megközelítés szerint a gazdaság nettó külföldi tartozása csak kisebb mértékben csökkent, miközben enyhén tovább növekedett a külföldiek közvetlentőke-befektetése. A külső adósságráták mérséklődése lassult, amelynek szektorális megoszlását jelentősen befolyásolta a jegybank által a devizahitelek forintosításához kapcsolódóan bankoknak folyósított likviditás. A magas külső finanszírozási képesség az állam csökkenő hiánya és a magánszektor pénzügyi megtakarításának mérséklődése mellett alakult ki.

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



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek.

Forrás: MNB

5.1.1. Külső egyensúlyi pozícióknak alakulása

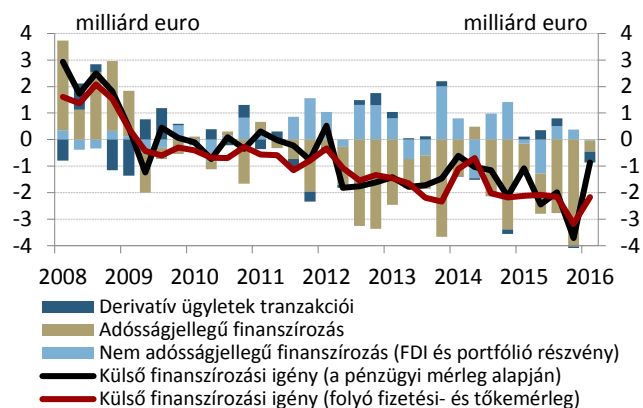
2016 első negyedévében a reálgazdasági megközelítés szerinti külső finanszírozási képesség magas szinten stabilizálódott, míg a folyó fizetési mérleg többlete tovább emelkedett (5-1. ábra). A külkereskedelmi egyenleg historikus csúcstól elérve a GDP 9 százaléka közelében alakult, ami a nettó áruegyenleg emelkedésére és stabilan magas szolgáltatásegylegre vezethető vissza. Az áruegyenleg növekedését a mérsékelt olajárak miatt javuló cserearány eredményezte, miközben az export dinamikája enyhén elmaradt az importbővüléstől. A transferegyenleg többlete a 2007–2013-as EU költségvetési ciklus forrásainak kifizásával párhuzamosan mérséklődött. A jövedelemegyenleg hiánya csökkent, ami alapvetően a külföldi hitelek kamategylegének javulásával magyarázható. Az előzetes havi adatok alapján a második negyedévben a gazdaság finanszírozási képessége nem változott érdemben, mivel a külkereskedelmi egyenleg bővülését ellensúlyozta az alacsony EU-transzfer.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A finanszírozási oldalról számított külső finanszírozási képesség 2016 első negyedévében jelentősen csökkent, így a gazdaság nettó külső tartozása 900 millió euróval mérséklődött (5-2. ábra). Az év eleji érdemi csökkenés vélhetően szezonális jelenség, mivel az első negyedév finanszírozási képessége az elmúlt években is elmaradt az év további részében tapasztalttól. Kismértékben, de folytatódott a nettó külső adósság csökkenése. A nem adósság jellegű forrásokon belül a közvetlentőke-befektetések enyhe emelkedését ellensúlyozta a külföldiek nettó részvénybefektetéseinek csökkenése. Érdemes megjegyezni, hogy a közvetlentőke-befektetések bruttó szárainak nagymértékű csökkenése az előző negyedévhez hasonlóan átfolyótőke-tranzakciókhoz köthető.

A nettó külső adósság mérséklődése az első negyedévben

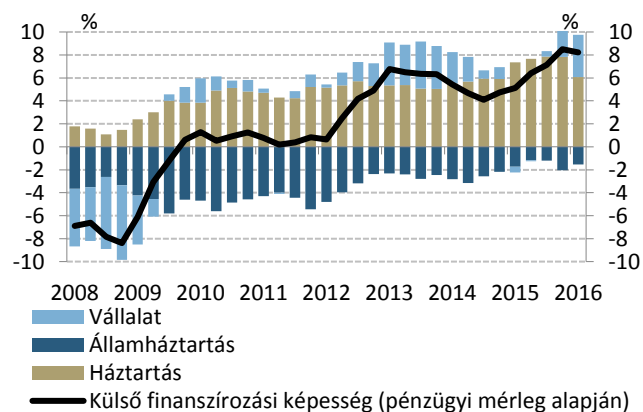
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

Forrás: MNB

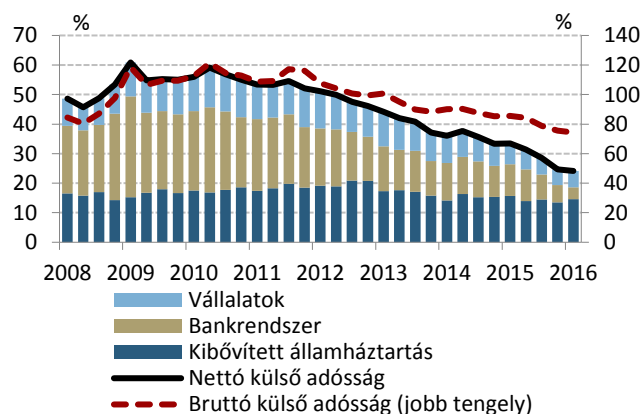
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint a GDP arányában



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek.

Forrás: MNB

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



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül.

Forrás: MNB

jelentősen lelassult, amelynek szerkezetét érdemben befolyásolta a forintosításhoz nyújtott devizaliquiditás. A bankrendszer nettó külső adósságának 1,8 milliárd eurós mérséklődése szinte teljes egészében a külföldi eszközök emelkedésében tükröződött. Bár a konszolidált állam nettó külső adóssága emelkedett, ez döntően a devizatartalék csökkenéséhez köthető, miközben a külföldiek állampapír-állományának mérséklődése az első negyedévben is folytatódott. Az előzetes második negyedéves adatok szerint a nettó külső adósság – a vállalatokhoz kötődően – tovább mérséklődött, miközben a bankrendszer külső adósságának csökkenését ellensúlyozta az állam nettó külső adósságának hasonló mértékű emelkedése (ez utóbbi a devizahitelek forintosításához kapcsolódó swapok lejáratához kötődik).

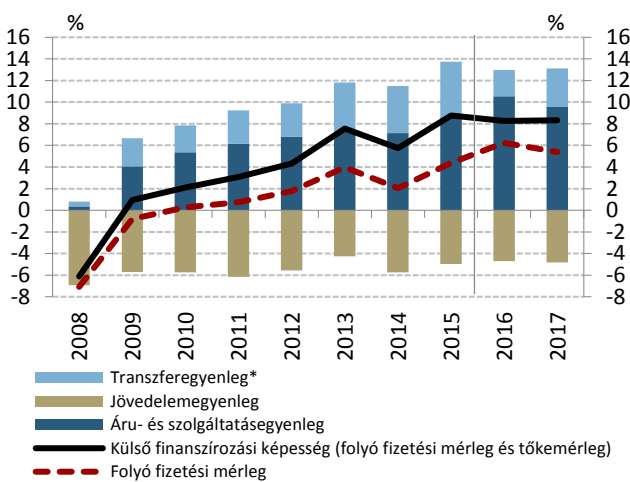
A magas külső finanszírozási képesség a magánszektor csökkenő nettó megtakarításának és az állam mérséklődő forrásigényének eredőjeként alakult ki (5-3. ábra). Az államháztartás alacsony hiánya részben az emelkedő foglalkoztatás és fogyasztás, illetve a fehéredést célzó intézkedések adóbevétel növelő hatásának köszönhető, miközben a bevételi oldalon a növekedési adóhitelnek is számottevő hatása volt. A kiadási oldalon a visszaeső EU-transzferek alacsonyabb állami önrésze és a mérséklődő kamatkiadás egyaránt mérsékelte az állam finanszírozási igényét. Az első negyedévben került ki a mutatóból a devizahitelekhez kapcsolódó elszámolások egyszeri hatása, ami a háztartások nettó megtakarításának a csökkenését és a vállalatok finanszírozási képességének a növekedését okozta – ettől eltekintve a lakosság pénzügyi megtakarítása szinten maradt. A második negyedéves adatok alapján a lakossági megtakarítás magas szinten stabilizálódott, miközben az állam finanszírozási igénye a már említett tényezőknek köszönhetően alacsony maradt.

Az első negyedévben a GDP-arányos nettó külső adósság 24 százalék közelébe mérséklődött (5-4. ábra). A nominális GDP emelkedése, az átértékelődési hatások és a forráskiáramlás együttes eredményeként folytatódott a nettó külső adósságráta csökkenése. A forintosításhoz kötődő devizawapok lejáratát némileg átrendezte a nettó külső adósság szerkezetét, a bankrendszer nettó külső adóssága a külföldi eszközök növekedéséből adódóan csökkent, míg az államháztartás nettó külső adóssága – a devizatartalék csökkenéséből fakadóan – emelkedett. A bruttó külső adósság nagyobb mérséklődést követően 74 százalék közelében volt az első negyedév végén.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A gazdaság külső finanszírozási képessége 2016–2017-ben magas szinten, a GDP 8 százaléka körül stabilizálódik, amely a külső adósság csökkenésén keresztül a sérülékenységünk további mérséklődését eredményezi. Bár 2016-ban az EU-transzfer felhasználás érdemben csökken, ezt ellensúlyozza a cserearány-javulás hatására emelkedő külkereskedelmi többlet. A 2016-ban is jelentősen bővülő fogyasztás 2017-ben is folytatódik, miközben a beruházások is újra nagyobb mértékben növekednek, ami a bővülő importon keresztül a külkereskedelmi többlet csökkenését eredményezi. Ennek ellenére a gazdaság finanszírozási képessége 2017-ben is a GDP 8 százaléka körül alakul, mivel az EU-transzfer felhasználás újból emelkedik. A szektorok megtakarítása oldaláról a továbbra is magas finanszírozási képesség a háztartások enyhén mérséklődő pénzügyi megtakarításának, illetve a 2017-ben növekvő – de továbbra is visszafogott – költségvetési hiány és emelkedő vállalati megtakarítás eredőjeként alakul ki. Összességében a külső pozíciónk stabilan magas alakul, ami a külső adósság és az állam devizaadósságának várható csökkenésével a külső sérülékenység további mérséklődéséhez vezet.

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



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

Forrás: MNB

A külső finanszírozási képesség 2016–2017-ben magas szinten, a GDP 8 százaléka körül stabilizálódik (5-5. ábra).

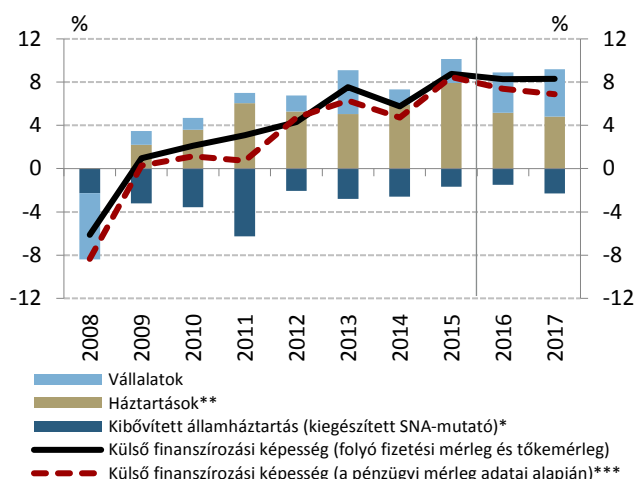
A gazdaság nettó megtakarítása idén nem változik érdemben, mivel a transzferegyenleg mérséklődését ellensúlyozza a külkereskedelmi egyenleg bővülése, ami elsősorban az alacsony olajárak hatására javuló cserearányra vezethető vissza. Előretekintve a növekedésben egyre markánsabb szerephez jut a belső kereslet bővülése: idén a lakossági fogyasztás, jövőre pedig az emelkedő beruházás miatt is növekvő import mérsékli a külkereskedelmi többletet. A 2007–2013-as EU költségvetési ciklus forrásainak kifutásához köthetően a transzferegyenleg 2016-ban alacsonyabb lesz a korábbi években tapasztaltnál, azonban a következő évben újra bővülés várható. A jövedelemegyenleg hiánya ellentétes hatások mellett közel változatlan lesz: a gazdasági növekedés hatására tovább bővül a külföldi vállalatok profitja, amit a mérséklődő külső adósság alacsonyabb kamatkidátása ellensúlyoz.

A gazdaság magas finanszírozási képessége a szektorok megtakarítása szerinti megközelítésben az **egyes szektorok eltérő pénzügyi megtakarítási folyamatai** mellett alakul ki: a háztartások mérséklődő nettó megtakarítása és az állam enyhén növekvő finanszírozási igénye mellett a vállalatok nettó pénzügyi megtakarítása emelkedik (5-6. ábra).

A háztartások alapfolyamatok szerinti magas pénzügyi megtakarítása 2016–2017-ben enyhén mérséklődhet. A devizahiteles elszámolás átmeneti hatásának kiesésével a háztartások finanszírozási képessége az emelkedő fogyasztás és az állami ösztönzők hatására emelkedő lakásberuházás eredményeként enyhén csökkenő pályára áll. Az erősödő bériáramlás ugyanakkor a pénzügyi eszközfelhalmozás emelésén keresztül mérsékeli a nettó megtakarítások várt csökkenését.

A vállalatok finanszírozási képessége az előrejelzési horizonton érdemben emelkedik. A devizahiteles

5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (a GDP százalékában)



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

Forrás: MNB

elszámolások a 2015-ös adatot befolyásoló egyszeri hatása nélkül a vállalatok finanszírozási képessége 2016-ban mérséklődik, amely mögött a korábbi évekhez képest alacsonyabb EU-transzfer felhasználás áll. A 2017-ben emelkedő transzferek, valamint a fiskális expanzió jövedelemnövelő hatása a vállalati nettó megtakarítás bővülését eredményezi.

A 2016-ban historikusan alacsonyan alakuló állami finanszírozási igény 2017-ben a növekedésösztönző intézkedések hatására emelkedik, de továbbra is alacsony szinten marad. A 2016-ban várható államháztartási hiány kedvező alakulása a növekvő bértömeggel összefüggésben magasabb adóbevételeknek, a földárverések miatt kedvezőbben alakuló bevételnek és az alacsonyabb kamatkidadásoknak köszönhető. 2017-ben a korábban bejelentett keresletnövelő intézkedések összességében növelik az államháztartás finanszírozási igényét, az állam költségvetési gazdálkodása ugyanakkor – részben a növekvő adóbevételeknek és mérséklődő kamatkidadásoknak köszönhetően – összességében fegyelmezett maradhat.

A külső adósságműutatók a gazdaság magas finanszírozási képességének hatására tovább mérséklődhetnek. A folytatódó forráskiáramlás eredményeként a külső adósságunk további erőteljes csökkenésére számítunk az előrejelzési horizonton. Az ország külső sérülékenységét emellett az is mérsékelheti, hogy az államadósság devizaaránya várhatóan továbbra is csökken.

5.3. Költségvetési folyamatok

A kormányzati szektor ESA-hiánya az elmúlt években tapasztalt alacsony színtről 2016-ban tovább csökken, míg 2017-ben a költségvetési gazdaságélénkítő lépések következtében kissé 2 százalék fölé emelkedik. Előrejelzésünk alapján a hiány 2016-ban a GDP 0,5–0,6 százalékával lehet alacsonyabb a 2 százalékos hiánycélnál, ami érdemi mozgásteret jelent. Az alacsony hiány eredményeképp a költségvetési politika keresletösztönző hatása 2016-ban semleges lehet, így a fiskális impulzus kisebb a korábban vártnál. 2017-ben ugyanakkor érdemi élénkítésre lehet számítani a költségvetési politika részéről. Júniusi prognózisunkhoz képest mindkét évben alacsonyabb hiányt várunk, aminek fő oka az adóalapok dinamikus bővülése, valamint a kamatkidások csökkenése. A GDP-arányos bruttó államadósság-ráta csökkenő trendje folytatódik az előrejelzési horizonton, teljesítve a hazai és a nemzetközi követelményeket. Prognózisunk alapján a ráta értéke a 2015. év végi 75,3 százalékos értékéről 2016 végére 74,5 százalék körüli szintre, míg 2017 végére mintegy 73,5 százalékra mérséklődik.

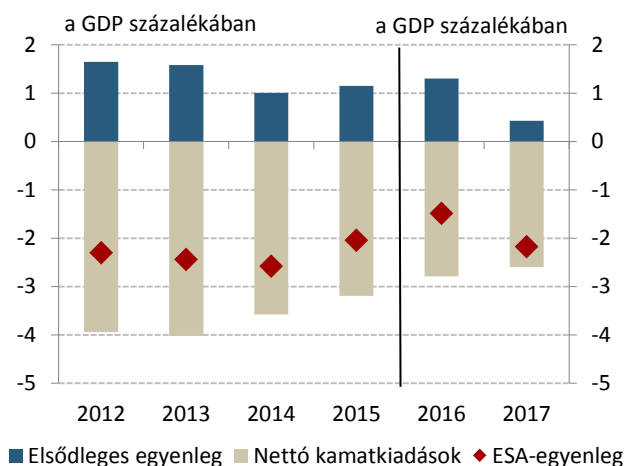
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában)

	2015	2016	2017
ESA-egyenleg*	-2,0	(-1,4) - (-1,5)	(-2,1) - (-2,3)
Ciklikusan igazított ESA-egyenleg	-1,5	(-1,3) - (-1,4)	(-2,1) - (-2,3)
Elsődleges ESA-egyenleg	1,2	1,3 - 1,4	0,3 - 0,5
Fiskális keresleti hatás*	-0,6	0,0 - 0,1	1,1 - 1,3

Megjegyzés: 2016-ban és 2017-ben az Országvédelmi Alap felhasználásának mértékétől függően a megadott sávban alakulhatnak az egyenlegmutatók. *A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.

Forrás: KSH, MNB

5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidások alakulása



Megjegyzés: Az adatok a nyugdíjrendszer átalakítása miatt 2012-től jelentkező imputált kamatkidásokat nem tartalmazták.

Forrás: Eurostat, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

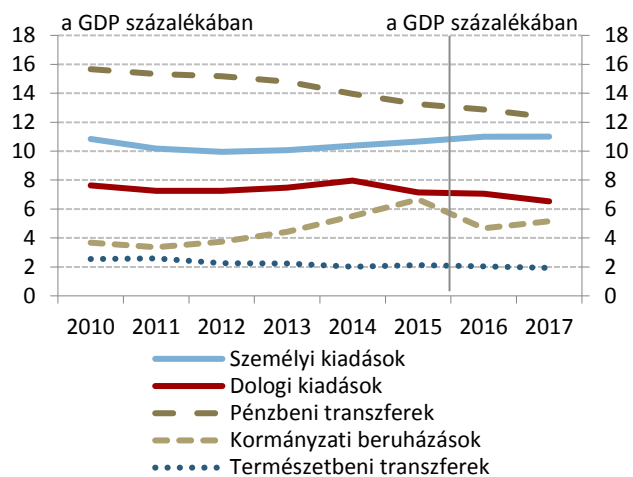
A kormányzati szektor GDP-arányos ESA-hiánya prognózisunk szerint 2016-ban 1,4–1,5 százalék, 2017-ben 2,1–2,3 százalék lesz (5-1. táblázat). A bevételek a növekvő foglalkoztatottságnak és a magas bérdinamikának, valamint egyes rendkívüli tételeknek köszönhetően bővülnek. Az elsődleges kiadások tekintetében továbbra is fegyvermezzett gazdálkodás figyelhető meg, továbbá a tartósan alacsony kamatkörnyezet és az adósság fokozatos átárazódása következtében évről-évre csökkennek a kamatkidások is (5-7. ábra). 2016-ban a még rendelkezésre álló szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) felhasználásával 1,5 százalék, annak el nem költése esetén 1,4 százalék lenne a hiány. 2017-ben előrejelzésünk szerint 2,1–2,3 százalék lehet a kormányzati szektor hiánya az Országvédelmi Alap felhasználásától függően. Annak ellenére, hogy a kibocsátási rés 2016-ban még negatív, a gazdaság ciklikus pozíciójának hatása a költségvetés egyenlegére minimális lehet, mert erőteljes a munkaerőpiaci konjunktúra, amelyhez az adóbevételek jelentős része kapcsolódik.

2016-ban közel semleges lehet a fiskális politika az aggregált keresletre nézve, ami kisebb impulzust jelent a júniusban vártnál.⁶ A fiskális impulzusra vonatkozó becslésünket a magasabb adóbevételek, illetve a lakástámogatások igénybevételének vártnál lassabb emelkedése csökkentette. Az aggregált keresletet egyfelől növelik a 2016-ban végrehajtott adócsökkentések, valamint a kormányzati bérek emelkedése, azonban ezt ellensúlyozza a növekedési adóhitelhez kapcsolódó adóbefizetési többlet, az állami földek értékesítéséhez kapcsolódó befizetés, illetve a GDP arányában csökkenő pénzügyi transferek.

2017-ben erőteljes keresletélénkítés várható, ami a költségvetési hiány emelkedésében is tükröződik. A háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, így az aggregált

⁶ A fiskális impulzust a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával számszerűsítjük, ami megmutatja, hogy a költségvetési intézkedések és folyamatok, valamint az automatikus stabilizátorok miként érintik a többi szektor jövedelmi helyzetét.

5-8. ábra: Elsődleges kormányzati kiadások



Forrás: KSH, MNB

5-2. táblázat: A 2016. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a júniusi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)

	Gazdasági alapfolyamatok	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	0,2	0,1
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,1	
Munkát terhelő adók	0,1	
Állami vagyonnal kapcsolatos bevételek		0,1
II. Központi kiadások	0,1	-0,3
Költségvetési szervek nettó saját kiadásai		-0,3
Lakástámogatások	0,1	
III. Egyéb hatások	0,1	0,2
Nettó kamatkifizetések	0,1	
Önkormányzatok		0,1
Egyéb tételek		0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,4	-0,1

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

Forrás: MNB

keresletet növeli 2017-ben a családi adóalap kedvezmény bővítése, valamint a célzott áfacsökkentés. A bankrendszer adóterhe is mérséklődik a bankadó csökkentésével és a hitelintézeti járadék eltörlésével. Kiadási oldalon folytatódnak, illetve bővülnek az állami életpálya-modellek, valamint a kormányzat saját forrású beruházásainak növelése is további keresletélénkítést generál. Ezen intézkedések pozitív növekedési hatásait a jövedéki adóemelések csak kisebb mértékben ellentételezik.

2017-ben a GDP arányában tovább mérséklődnek a pénzügyi transferek és a dologi kiadások, míg a beruházási és személyi kiadások emelkednek (5-8. ábra). Előbbi a nyugdíj- és szociális kiadások GDP-arányos mérséklődésének következménye, míg a dologi kiadások mérséklődése a kormányzat fegyelmezett gazdálkodásának eredménye. A GDP-arányos beruházások szintjének 2017-es emelkedése a Modern Városok Program és a közúthálózat fejlesztését célzó program felújításának, valamint az uniós forrásfelhasználás emelkedésének köszönhető. Prognózisunk alapján az ágazati életpálya-modellek keretein belül végrehajtott állami béremelések következtében 2016 után 2017-ben is folytatódik a kormányzati szektor GDP-arányos személyi kiadásainak emelkedése.

5.3.2. A 2016. évi egyenleg

Prognózisunk szerint 2016-ban az államháztartás ESA-hiánya – az Országvédelmi Alap felhasználásától függően – a GDP 1,4–1,5 százaléka lehet, ami alacsonyabb a júniusi Inflációs jelentéshez készült előrejelzésünkénél (5-2. táblázat). A költségvetés első nyolchavi pénzforgalmi hiánya mindössze 274 milliárd forint volt, ami az elmúlt évek legkedvezőbb adata. Az első féléves pénzügyi számlás adatok alapján a GDP-arányos hiány az elmúlt négy negyedévben 1,1 százalék volt, ami szintén historikusan a legalacsonyabb szint.

A vártnál magasabb bér- és keresettömeg emelkedés növeli a személyi jövedelemadó- és járulékos bevételeket (a versenyszféra foglalkoztatottságának bővülésére vonatkozó prognózisunk a júniusi 1,7 százalékról 3,2 százalékra emelkedett). Emellett kismértékben növeltük az útdíjból és az állami földek értékesítéséből befolyó bevételeket a bejövő adatok és információk alapján. A kiadási oldalra vonatkozó prognózisunk 0,2 százalékpontos növekedése több ellentétes tényező eredője. A költségvetési szervek nettó kiadásainak növekedését az előző évekből felhalmozott előirányzat-maradványok részleges felhasználása és az oktatási célú humánszolgáltatások előirányzatának várható túllépése eredményezheti, (amit a magas bevételek tesznek lehetővé) miközben a beruházási

5-3. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2016. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	0,8
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,2
Munkát terhelő adók	0,3
Állami vagyonnal kapcsolatos bevételek	0,3
II. Központi kormányzat kiadásai	-0,7
Költségvetési szervek nettó kiadásai	-0,5
EU támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások	-0,2
Lakástámogatások	-0,1
START munkaprogram	0,1
Gyógyító megelőző ellátások	-0,1
III. Egyéb hatások	0,3 – 0,4
Nettó kamatkidadások	0,2
Önkormányzatok egyenlege	0,2
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 – 0,1
Egyéb tételek	0,0
Összesen (I.+II.+III.)	0,5 – 0,6

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

Forrás: MNB

5-4. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2017. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	0,1
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,1
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,3
Munkát terhelő adók	0,3
II. Központi kormányzat kiadásai	-0,1
Lakástámogatások	-0,2
EU támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások	0,1
III. Egyéb hatások	0,2 – 0,3
Nettó kamatkidadások	0,1
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 - 0,2
Egyéb tételek	0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,1 – 0,3

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

Forrás: MNB

teljesítmény várhatóan kisebb lesz a korábban vártnál. A Családi Otthontermelési Kedvezmény felfutása 2016-ban az előzetesen vártnál később von maga után költségvetési kiadásokat. Az állampapírpiacra az elmúlt hónapokban végbemenő jelentős hozamcsökkenés következtében a nettó kamatkidadások mértéke is kisebb lehet a júniusi előrejelzésünknél. Ezekon felül az első félévi tényadatok tükrében az önkormányzatok egyenlege kedvezőbb lehet a korábbi prognózisunknál.

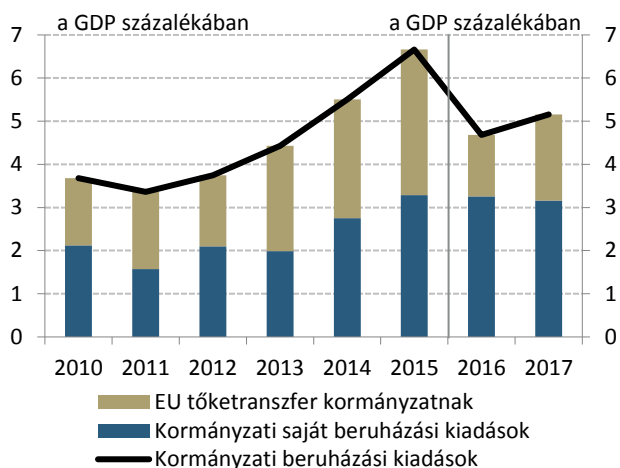
Előrejelzésünk szerint idén jelentős mozgástér van a költségvetési törvényben szereplő hiánycélhoz képest (5-3. táblázat). A mozgástér abból adódik, hogy a vártnál kedvezőbben alakulnak az adó- és járulékalapok, alacsonyabb nettó kamatkidadás várható, illetve az önkormányzatoknál is jelentős megtakarítás látható a költségvetési törvényhez képest az első féléves tényadatok alapján. A kiadásokra vonatkozó prognózisunk meghaladja a költségvetési előirányzatot, de ennek mértéke elmarad a fenti tényezőkből eredő mozgástérnél. A legnagyobb különbséget a költségvetési törvényben szereplőnél magasabb EU forrásfelhasználás, illetve a lakástámogatások felfutásának eltérő megítélése okozza. Ezekon felül előrejelzésünkben számolunk a júniusban bejelentett többlépcsős egészségügyi béremeléssel is. A START munkaprogram esetében ugyanakkor a tavalyi adatok alapján az előirányzatnál alacsonyabb állami kiadást várunk.

5.3.3. A 2017. évi egyenleg

Előrejelzésünk alapján az államháztartás ESA-hiánya 2017-ben – az Országvédelmi Alap felhasználásától függően – a GDP 2,1–2,3 százaléka lehet, ami alacsonyabb a júniusi Inflációs jelentéshez készült előrejelzésünknél. A legnagyobb változást 2016-hoz hasonlóan a bérekhez kapcsolódó adóbevételek jelentős növekedése okozza, amit a korábban vártnál magasabb ütemű bérdinamika és foglalkoztatásbővülés eredményez. A költségvetési szervek kiadásaira vonatkozó prognózisunkon belül a közoktatás és humánszolgáltatásokhoz kapcsolódó kiadások lehetnek magasabbak a korábbi prognózisnál. Ezen felül az uniós forráslehívás magasabb lehet a júniusban vártnál, ami nagyobb hazai társfinanszírozást igényel.

Összességében az előrejelzésünk szerint a 2017. évi költségvetési törvényben szereplő célnál alacsonyabb a költségvetési hiány értéke (5-4. táblázat). A fogyasztás dinamikus bővülése ellenére alacsonyabbra becsüljük a fogyasztási adókból származó bevételeket, amit az adóbeszedés hatékonyságát javító intézkedések várható hatásának eltérő becslése okoz. Ezt teljes mértékben ellensúlyozza a munkát terhelő adókra vonatkozó magasabb prognózisunk, amit a költségvetési törvényben

5-9. ábra: A kormányzati szektor beruházási kiadásainak összetétele



Forrás: KSH, MNB

szereplőnél várhatóan magasabb bérdinamika indokol. Kiadási oldalon ugyanakkor a CSOK magasabb igénybevételére számítunk, mint az előirányzat. A nettó kamatkidadások mértéke előrejelzésünk szerint alacsonyabb, amit az indokol, hogy az állampapír-piacon hozamcsökkenés ment végbe a költségvetés elfogadása és az előrejelzésünk készítése között eltelt időszakban.

5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

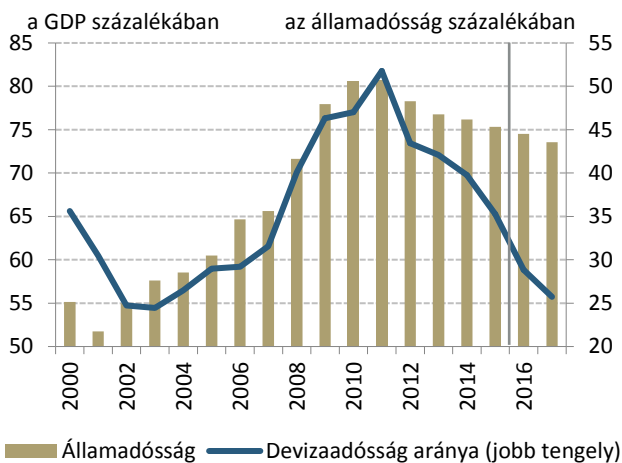
Az első félévi tényadatok alapján a kormányzati beruházások 2016-os mértékét kockázatok övezik, ami mérsékelheti a hiányt, de a reálgazdasági hatása kedvezőtlen. A kormányzati beruházások erőteljes visszaesésére számítunk 2016-ban, amit főként a 2007–2013-as uniós ciklus lezárása okoz (5-9. ábra). A csökkenés tompításának érdekében a kormányzat több nagy volumenű beruházási projekt végrehajtását tervezte 2016-ra, valamint a 2014–2020-as ciklus forrásainak lehívását is több intézkedéssel gyorsítja. Ennek ellenére az első félévi adatok alapján igen erőteljes volt az állami beruházások visszaesése, így előrejelzésünkben alacsonyabb beruházási teljesítményre számítunk júniusi prognózisunknál, fenntartva a további negatív kockázatot.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

A GDP-arányos államadósság-ráta a második negyedév végére 75,5 százalékra mérséklődött az MNB előzetes pénzügyi számla adatai szerint. Az adósságráta idei második negyedéves szintje enyhén (0,2 százalékkal) magasabb a tavalyi év végi értékénél, ugyanakkor több mint 3 százalékponttal alacsonyabb a tavalyi félévi szintjénél. A második negyedévben az EU-IMF hitel utolsó részletének törlesztése a GDP 1,4 százalékával csökkentette az adósságrátát.

2017 végéig – konstans, 2015. végi forint árfolyamot feltételezve – tovább csökkenő államadósság-rátát, valamint az Alaptörvényben rögzített adósságszabály teljesülését prognosztizáljuk (5-10. ábra). Előrejelzésünk szerint folytatódik az év végi adósságráta elmúlt években mutatott csökkenő trendje, amelyet az alacsony finanszírozási igény, a kedvező kamatkörnyezet miatt növekvő állami kamatmegtakarítások, valamint a gazdasági növekedés támogat. Prognózisunk alapján az adósságráta idén 74,5 százalék körüli szintre, 2017. év végére pedig 73,5 százalékra süllyed. Az idén lejáró devizaadósság forintból történő finanszírozásának hatására az államadósság devizaaránya tovább mérséklődhet, segítve így a gazdaság külső sérülékenységének csökkenését.

5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása – előzetekintve változatlan, 2015. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

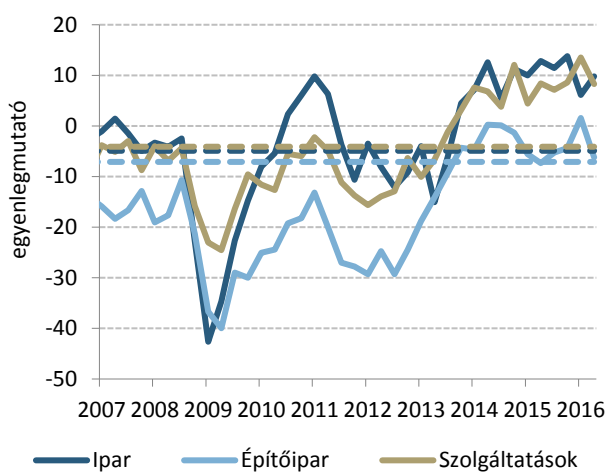
6. KIEMELT TÉMÁK

6.1. Munkaerőpiaci folyamatok elemzése az emelkedő bérdinamikával összefüggésben

6.1.1. Feszedő munkaerőpiaci kondíciók

Az utóbbi években a konjunktúra erősödésével párhuzamosan a munkaerő iránti kereslet folyamatosan nőtt, ami a foglalkoztatás dinamikus bővülését vonta maga után. Az ESI (Economic Sentiment Indicator) felmérés alapján a vállalatok a foglalkoztatás további bővülését várják előretekintve, azaz a kérdőíves felmérés szerint a munkaerő-kereslet további emelkedésére lehet számítani a következő időszakban (6-1. ábra). A kereslet bővülését nem követte a kínálat megfelelő mértékű emelkedése, így egyre nehezebbé vált a létszámbővítés a vállalatoknak (6-2. ábra). Egy ilyen helyzetben kiemelten fontos az elsődlegesen bevonható munkaerő-tartalékok azonosítása, illetve az, hogy számba vegyük a gyorsuló bérkirárlás lehetséges makrogazdasági hatásait.

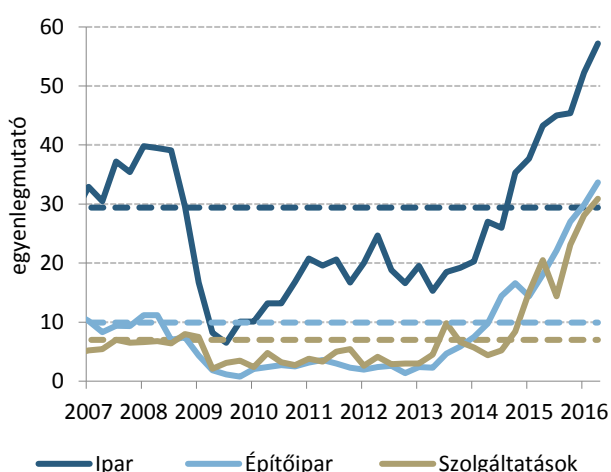
6-1. ábra: A foglalkoztatott létszám változására vonatkozó várakozás



Megjegyzés: A szaggatott vonalak historikus átlagokat jelölnek.

Forrás: Európai Bizottság

6-2. ábra: Munkerohiány mint a termelés fő korlátja



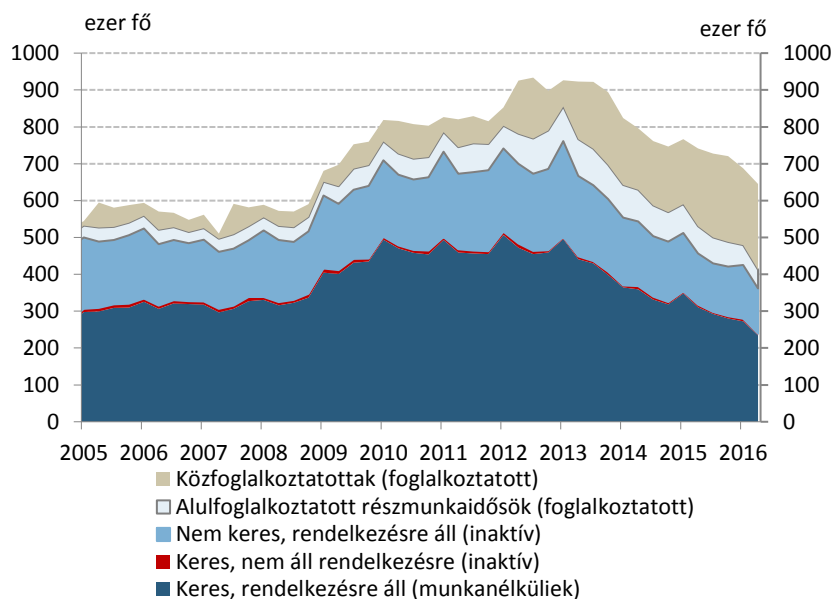
6.1.2. Kihasztnátlan munkaerő-kapacitás a gazdaságban

A foglalkoztatás dinamikus bővülésével párhuzamosan a munkaerőpiaci szabad kapacitások jelentősen mérséklődtek az utóbbi években, melynek mértéke érdemben befolyásolja a munkaerőpiacon kialakuló béreket. A kihasztnátlan munkaerő-kapacitás elsődleges csoportja a **munkanélküliek**. Munkanélkülinek tekintjük azokat, akiknek nincs munkájuk, de aktívan keresnek állást és munkába is tudnának állni két héten belül, azaz rövid távon is rendelkezésre állnak.

Mivel a kihasztnátlan munkaerő-kapacitás alatt mindazokat értjük, akik a termelésbe potenciálisan bevonhatóak – függetlenül attól, hogy a munkanélküliség definíciójának megfelelnek-e – a munkanélkülieken kívül az inaktívak körében is lehetnek potenciálisan mozgósítható munkaerő-tartalékok. **Egyrészt azok az inaktívak, akik bár keresnek munkát, de nem tudnak munkába állni két héten belül. E csoport létszáma 2016 második negyedévében mindössze 4 ezer fő volt,** ami nem tekinthető érdeminek. **Másrészt azok az inaktívak, akik munkába tudnának állni, azonban jelenleg valamilyen okból kifolyólag nem keresnek munkát. A passzív munkakeresők száma 2016. második negyedévében 123 ezer főtt tett ki.**

A fentiekben tárgyalt, inaktívak közül elsődlegesen bevonható munkaerő-tartalék nagy része a keleti megyékben, valamint a Budapest környéki megyékben található (6-4. ábra). Ezen csoportok legnagyobb részben alapfokú végzettséggel, illetve középfokú szakképesítéssel rendelkeznek, korcsoport szerinti eloszlásuk alapján több mint 80 százalékuk 25 év feletti.

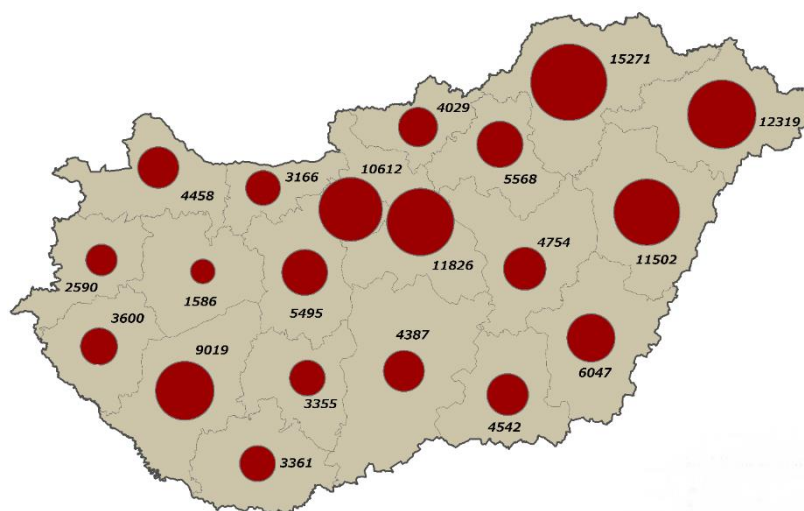
6-3. ábra: A piaci alapú foglalkoztatásba elsődlegesen bevonható munkaerő-tartalék alakulása



Forrás: KSH

Az extenzív, létszámban történő alkalmazkodás mellett fontos figyelemmel kísérni az intenzív alkalmazkodásban rejlő potenciált is, így elsődlegesen bevonható szabad munkaerő-kapacitásként részben figyelembe kell venni az alulfoglalkoztatott részmunkaidősöket is. Ők azok a részmunkaidőben foglalkoztatottak, akik saját bevallásuk szerint szeretnének magasabb munkaidőben dolgozni. A munkaerő-kapacitás kihasználtságának növekedéséhez a vállalatok úgy is alkalmazkodhatnak, hogy növelik a részmunkaidőben foglalkoztatottak ledolgozott munkaóráit.

6-4. ábra: Az inaktívák közül elsődlegesen bevonható munkaerő-tartalék megyénként (2016. második negyedév)



Forrás: KSH

Összességében a kihasználatlan munkaerő-kapacitás – az inaktívák közül elsődlegesen bevonható munkaerő-tartalékot is figyelembe véve – már a válság előtti szintre mérséklődött (6-3. ábra), amit súlyosbít, hogy a lecsökkent kihasználatlan munkaerő-kapacitás nem feltétlenül képes kielégíteni a vállalatok munkaerő-igényét a munkaerő-kereslet és kínálat szerkezeti (képzettségi, foglalkozási, földrajzi) eltérései miatt⁷.

A közfoglalkoztatottak statisztikailag foglalkoztatottnak tekintendők, így kérdéses, hogy e csoportoknak mekkora része tekinthető elsődlegesen bevonható kihasználatlan munkaerő-kapacitásnak a belföldi vállalatok szemszögéből. A

⁷ *Erről bővebben lásd Inflációs jelentés, 2015 december, 6.1. keretes írás.

vizsgálatok eredményei⁸ alapján a közfoglalkoztatás egyelőre alacsony határfokkal érte el az elsődleges munkapiacra való visszavezetést, de segített abban, hogy a programban résztvevők munkatapasztalata ne kopjon. A közfoglalkoztatottak munkapiac iránti szorosabb elköteleződését tükrözheti, hogy a Munkaerő-felmérés adatai alapján döntő többségük (2015 óta ez az arány 90 százalék felett mozog) szeretne határozatlan idejű szerződéssel dolgozni.

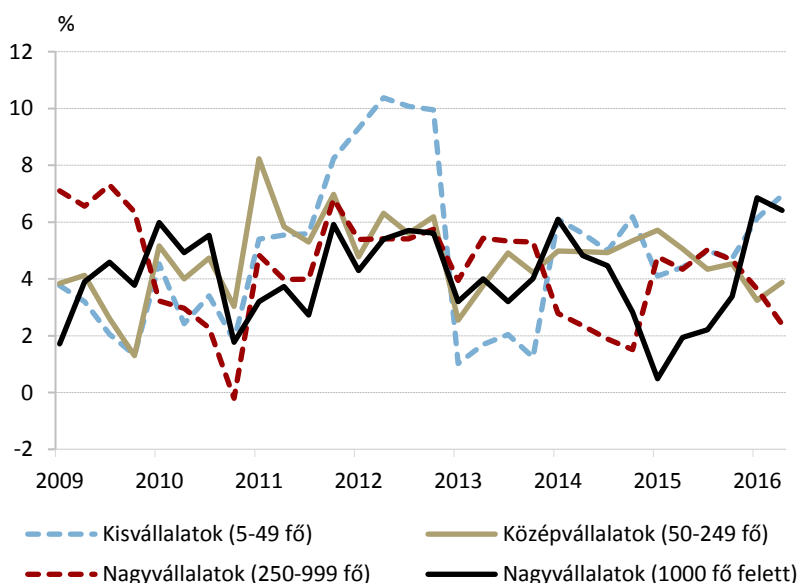
6.1.3. A bérdinamika heterogenitása

A versenyszféra nominális bérdinamikája az elmúlt években megfigyeltnél erőteljesebben alakul az idei év első felében. Az erősödő bérdinamikát részben a feszes munkaerőpiaci kondíciók okozzák, de szerepe van benne az előző évinél nagyobb mértékű minimálbér-emelkedésnek is. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy a jelenlegi feszesedő munkaerőpiaci környezetben mind a vállalatok, mind a szektorok között egyre erőteljesebb bérverseny alakul ki a munkaerő pótlása és megtartása érdekében, így a versenyszféra nominális bérdinamikája tovább erősödik előrejelzési horizontunkon.

Kizárólag a teljes versenyszférára vonatkozó bérdinamikát vizsgálva az aggregálásból fakadóan információvesztés lép fel, ezért fontos megvizsgálni a versenyszféra bruttó átlagkereset alakulását részletesebb bontásban. Különböző dimenziók mentén azonosíthatóak olyan csoportok, amelyek nagyobb mértékben járulnak hozzá a versenyszféra bérnövekedéséhez.

A vállalatok létszám-kategória szerinti besorolása alapján a nagyvállalatok átlagosan magasabb bért fizetnek a munkavállalóknak, tehát **mind a létszámbeli, mind a szintbeli különbségek miatt meghatározó szerepük van a bérdinamika alakulásában.** A nagyvállalatok belül két heterogén csoportot különíthetünk el; a 250 és 1000 fő között foglalkoztató vállalatokat, illetve az 1000 fő felett foglalkoztató vállalatokat. Az utóbbi negyedévekben a két nagyvállalati csoport bérdinamikája ellentétesen mozdult el, az 1000 fő alatti nagyvállalatokat mérséklődő bérnövekedés jellemezte. Ezzel párhuzamosan a legalább 1000 fős vállalatok bérdinamikája 2015 eleje óta fokozatosan emelkedik és jelenleg ez a létszám-kategória járul hozzá legnagyobb mértékben a versenyszféra bérdinamikához (6-5. ábra). Amennyiben ezek a vállalatok további béremelésekkel alkalmazkodnak a szűkebb munkaerő-kínálatához, akkor ez a teljes bérdinamika folytatódó erősödését vetíti előre. A legnagyobb vállalatok mellett a kisvállalatok esetében figyelhetjük meg a bérdinamika erősödését.

6-5. ábra: A bruttó átlagkereset éves dinamikája a különböző létszám-kategóriájú vállalatoknál

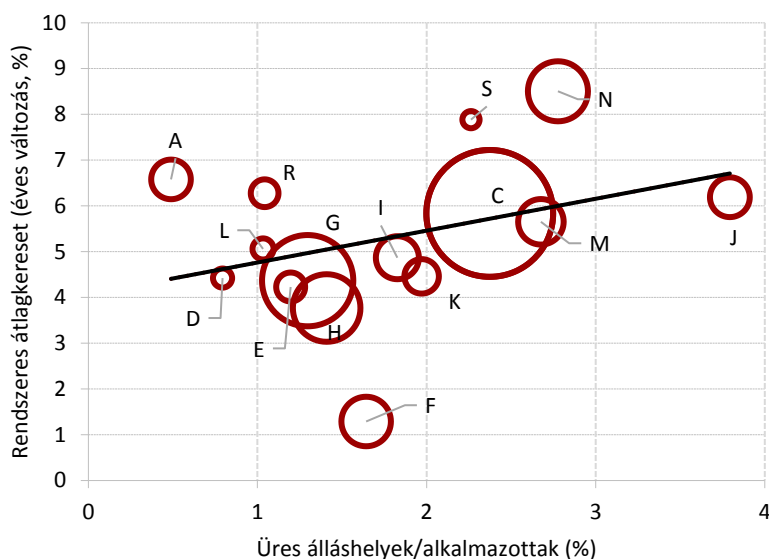


Forrás: KSH

⁸ Cseres-Gergely, Molnár (2015)

A vállalatok gazdasági tevékenysége alapján három ágazat emelhető ki, amelyeknek a bérdinamikához való hozzájárulása magas volt 2013 óta, további öt ágazatnak pedig közepes befolyása volt a bérdinamika alakulására. Mivel a fennmaradó ágazatokat alacsonyabb átlagkereset és alacsonyabb bérnövekedés jellemezte az utóbbi években, így ezek az ágazatok érdemben nem voltak hatással a teljes bérdinamikára. Jelenleg azokban az ágazatokban magasabb az éves bérnövekedés, ahol magas az üres álláshelyek aránya az ágazati foglalkoztatáshoz viszonyítva (6-6. ábra). **A bérdinamika emelkedéséhez erőteljesen hozzájárulók közé a gépipar (ábrán C-vel jelölt ágazaton belül), a kereskedelem (G) és az egyéb szakmai, műszaki, tudományos tevékenységet végző ágazat (M) tartozik.** A közepesen hozzájáruló ágazatok közé sorolhatók további feszes munkarőpiaci feltételekkel szembesülő feldolgozóipari ágak (C-n belüli) (fémipar, vegyipar) és piaci szolgáltató ágazatok (szállítás, raktározás (H); információ, kommunikáció (J); adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység (N)).

6-6. ábra: Az éves bérdinamika és az ágazati munkakereslet kapcsolata 2016 második negyedében

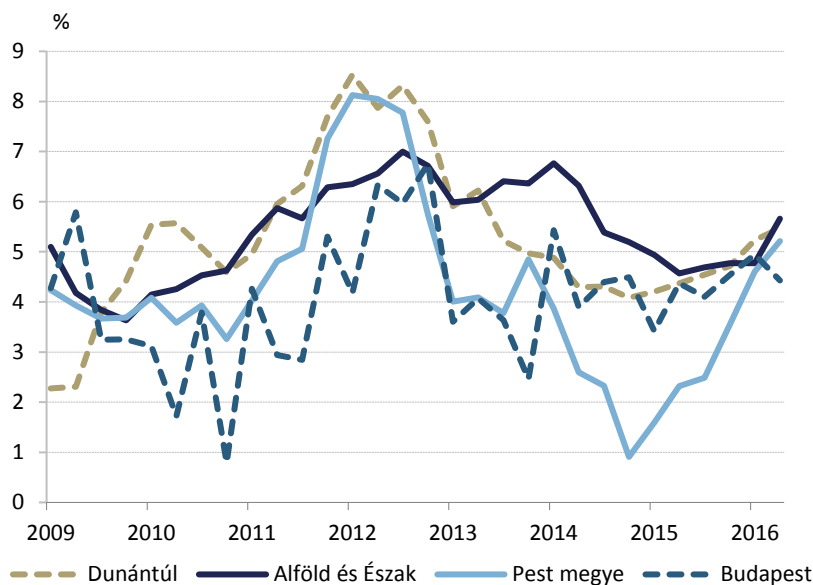


Megjegyzés: A kör nagysága az ágazat létszámsúlyát jelöli. Az ábrán látható betűk TEÁOR nemzetgazdasági ágakat jelölnek. A: Mezőgazdaság, erdőgazdálkodás, halászat; C: Feldolgozóipar; D: Villamosenergia-, gáz-, gőzellátás, légkondicionálás; E: Vízellátás; F: Építőipar; G: Kereskedelem, gépjárműjavítás; H: Szállítás, raktározás; I: Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás; J: Információ, kommunikáció; K: Pénzügyi, biztosítási tevékenység; L: Ingatlanügyletek; M: Szakmai, tudományos, műszaki tevékenység; N: Adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység; R: Művészet, szórakoztatás, szabad idő; S: Egyéb szolgáltatás.

Forrás: KSH, MNB

A vállalatok földrajzi elhelyezkedése alapján a versenyszféra bérdinamikáját a budapesti cégek bérezése fokozottan alakítja. A budapesti átlagkereset 110 ezer forinttal magasabb a megyei átlagkeresetnél, valamint Budapesten dolgozik az 5 fő feletti vállalatoknál alkalmazottak több mint egyharmada. Tehát a budapesti bérdinamika mind az átlagkereset magas szintjéből, mind a versenyszféra létszámon belüli súlyából fakadóan érdemben befolyásolja a versenyszféra átlagos bérnövekedését. Összességében a tavalyi évnél erőteljesebb bérdinamikát a budapesti átlagkereset növekedése magyarázza (6-7. ábra). Budapestet az országon belüli területek között az egyik legmagasabb feszesség jellemzi, azaz a munkakínálathoz képest itt a legmagasabb a vállalatok felől jelentkező igény a munkaerő-kapacitás bővítésére.

6-7. ábra: Az egyes országrészek éves bérdinamikája a versenyszférán belül

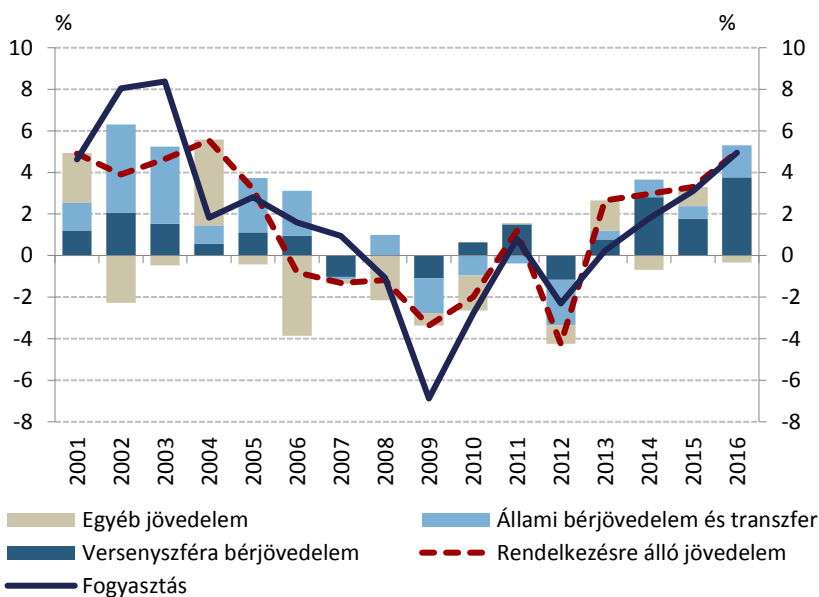


Forrás: KSH

6.1.4. Erősödő bérdinamika hatása

Az erősödő nominális bérdinamika a jelenleg tapasztalt alacsony inflációs környezetben magas reálbér-emelkedést jelent. Ennek hatására a lakossági fogyasztás élénkül, amit az elmúlt negyedévek beérkezett tényadatai is megerősítenek (6-8. ábra).

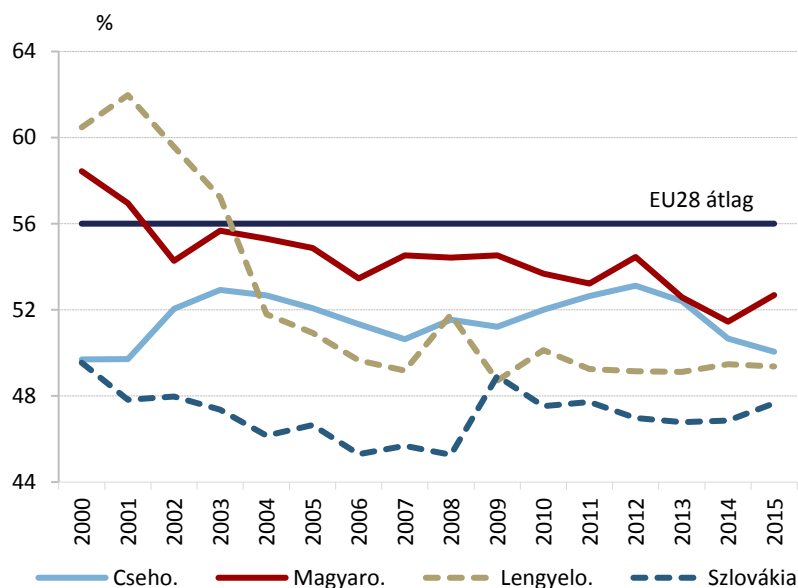
6-8. ábra: A rendelkezésre álló jövedelem dekompozíciója és a fogyasztás alakulása



Forrás: KSH, MNB

A szűkülő munkakínálat és az alacsony infláció hatására az elmúlt években a reálbérek erőteljesen emelkedtek, miközben a termelékenységbővülés továbbra is visszafogottan alakult. Ha a vállalatok bérköltsége tartósan erőteljesebben nő, mint a termelékenység, az a korábbi főáramú elméletek szerint versenyképességük romlásához vezethet. A legfrissebb kutatások szerint azonban a versenyképesség tekintetében felértékelődött a minőségi jellemzők szerepe, ezen belül is a munkaerő képzettsége. Az országok között is erős munkaerőpiaci mobilitás mellett, az alacsony bérszínvonal gyorsan a képzett munkaerő szűkösségéhez és ezen keresztül a versenyképesség romlásához vezet. Ennek megfelelően az utóbbi években a bérek szintjének szerepe versenyképességi szempontból mérséklődött.

6-9. ábra: Vegyes jövedelemmel korrigált bérhányad a régiós országokban

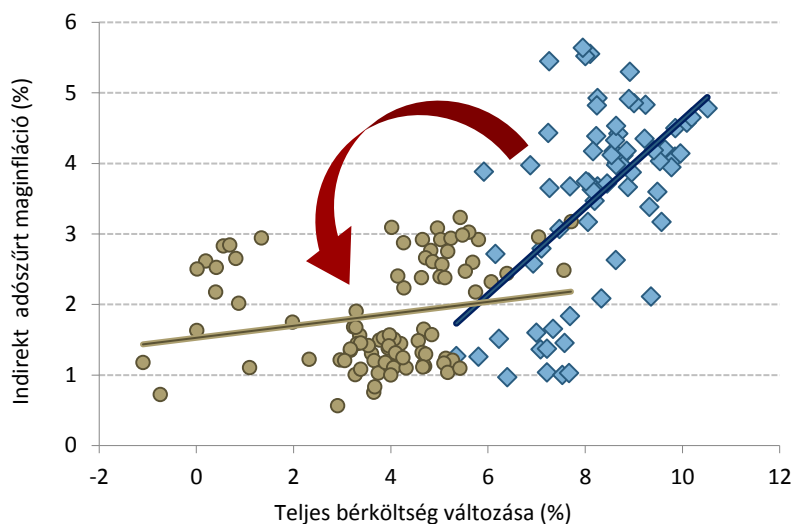


Forrás: Eurostat adatok alapján MNB-számítás

Vállalati szinten a megnövekedett bérköltség szélsőséges esetben a termelés visszafogásához, illetve a beruházások elhalasztásához vezethet. Azonban arra is ösztönözheti a vállalatokat, hogy fejlesszék a technológiájukat, ezzel növelve a termelékenységüket. A válság előtti időszak ismeretei alapján a vállalatok legegyszerűbben úgy alkalmazkodhatnak a megnövekedett bérköltségekhez, hogy megemelik az árakat. Ebben az esetben érdemes megemlíteni, hogy a korábbi évek tapasztalata alapján elképzelhető, hogy a vállalatok addig kívánnak az árak emelésével, míg egy versenytársuk meg nem lépi (vagy külső körülmény ezt nem teszi lehetővé – „big push”). Ezt követően azonban hirtelen, nagy számban növelhetik fogyasztói árakat, mely komoly inflációs hatással bírhat. **A válság azonban ezen a téren is komoly változást hozott.** Előrejelzésünkben arra számítunk, hogy az erősödő vállalati bérköltség-emelkedés ellenére a munkaerőpiac felől jelentkező inflációs hatás mérsékelt marad. Ez azzal függhet össze, hogy a válság előtti időszakhoz viszonyítva a korábbi erős kapcsolat a béremelkedés és az infláció között érdemben gyengült⁹ (6-10. ábra). Emellett az utóbbi időszakban az egyéb termeléshez kapcsolódó költségek – úgy mint a nyersanyagárak és a kamatkidadások – is jelentősen mérséklődtek, így a vállalatoknak lehet mozgásterük a magasabb bérek kigazdálkodására. Az általánosan alacsony inflációs várakozások mellett a vállalkozások áremelés helyett hatékonyabb termeléssel és növekvő értékesítéssel tudják javítani jövedelmezőségüket.

⁹ Erről bővebben lásd Inflációs jelentés, 2015 június, 6.2. keretes írás.

6-10. ábra: A bérek és az infláció közötti kapcsolat változása



◆ Válság előtt (2003-2008) ● Válság után (2009-2016. június)

Megjegyzés: Havi adatok, az előző év azonos hónapjához viszonyított változás. A bérek és infláció közötti piaci alapú kapcsolat azonosítása érdekében a fogyasztóiár-index helyett érdemesebb az ún. indirekt adóktól szűrt maginflációt használni, mely a nem piaci árazású (szabályozott árak, áfa) tételeken túl az egyedi, rendkívül ingadozó, így rövid távon zajt okozó tételektől megtisztított inflációs alapmutató. A bérek esetében pedig a vállalat számára effektív bér jellegű költséget jelentő ún. teljes bérköltség változásával számoltunk, mely a bruttó béren túl tartalmazza a munkavállaló után fizetendő adókat és járulékokat is.

Forrás: KSH, MNB

Felhasznált irodalom

Cseres-Gergely Zsombor–Molnár György (2015): Munkapiaci helyzet a közfoglalkoztatásból való kilépés után. Fazekas Károly–Varga Júlia (szerk.): Munkaerőpiaci Tükör, 2014. MTA KRTK Közgazdaság-tudományi Intézet, Budapest, 143–153. o.

MNB 2015. júniusi Inflációs jelentés, 6.2. keretes írás

MNB 2015. decemberi Inflációs jelentés, 6.1. keretes írás

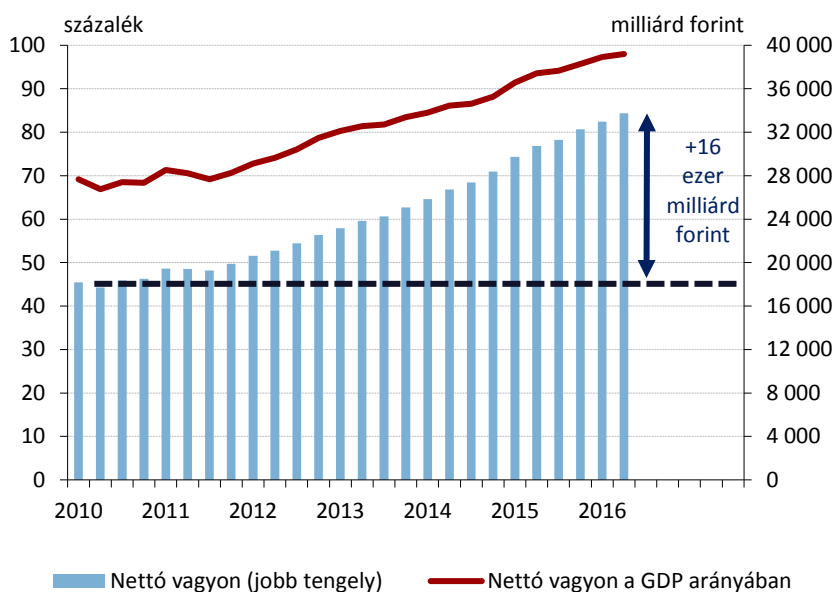
6.2. A háztartások nettó pénzügyi vagyonának alakulása

A háztartások nettó pénzügyi vagyonának alakulása kiemelt jelentőségű egy ország fenntartható növekedésének szempontjából. A hosszú távú növekedés biztosításához szükséges beruházások megvalósításához ugyanis fontos forrást jelent a lakosság felhalmozott pénzügyi megtakarítása. A belső forrásokból történő finanszírozás magasabb aránya a külső adósság és a szektorok árfolyamkitettségeinek csökkenése révén hozzájárul a gazdaság külső sérülékenységének csökkenéséhez. A lakosság pénzügyi vagyonának nagysága mellett annak szerkezete is fontos, hiszen például a háztartások devizakitettsége és pénzügyi eszközeinek összetétele egyaránt befolyásolja a szektor – és ezáltal a teljes gazdaság – külső sérülékenységét, illetve az egyes szektorok forrásellátottságát. A következőkben áttekintjük a háztartások pénzügyi vagyonának válság utáni alakulását és a legfőbb tényezőket, melyek összetételének változását befolyásolták.

6.2.1. Kedvező megtakarítási folyamatok a válság után

2010 óta mintegy 16 000 milliárd forinttal emelkedett a magyar háztartások nettó pénzügyi vagyona, ami 2016 első félévének végére így elérte a GDP közel 100 százalékát (6-11. ábra). A háztartások vagyonának emelkedéséhez a válság utáni megváltozott megtakarítási viselkedés – a lakossági hitelfelvétel visszaesése, majd a bővülő pénzügyi eszközfelhalmozás – és átértékelődési hatások egyaránt hozzájárultak, illetve a vagyon összetétele is nagymértékű átalakuláson ment keresztül. A mérséklődő hozamkörnyezet és a kormányzati intézkedések (például: adórendszer átalakítása, belső finanszírozás előtérbe kerülése) hatására a lakosság pénzügyi eszközállományában jelentős átrendeződés történt: a bankbetétek leépítése mellett emelkedett a lakossági értékpapírok és a likvid megtakarítási formák népszerűsége. A hitelállomány mérete a háztartások mérlegalkalmazkodása mellett a kedvezményes árfolyamon történő végtörlesztés, majd később az elszámolás hatására számottevő mértékben csökkent, devizaösszetétele pedig a forintosításnak köszönhetően vált kedvezőbbé. **A lakosság devizakitetsége csökkenése mérsékelte a szektor által viselt árfolyamkockázatot, a lakosság portfólióátrendezése pedig – a lakossági állampapírok térnyerésén keresztül – segítette az államháztartás belső forrásokból történő finanszírozását.**

6-11. ábra: A háztartások nettó pénzügyi vagyonának alakulása



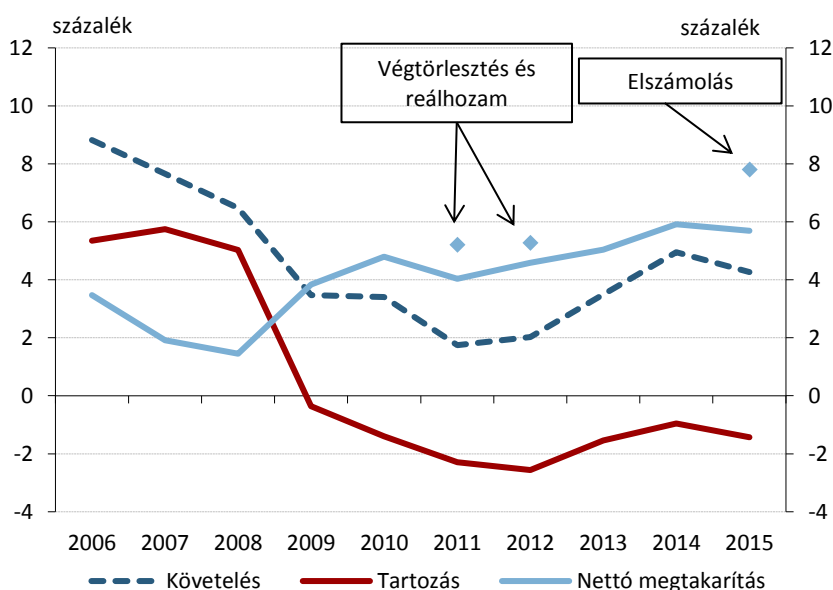
Forrás: MNB

6.2.2. A háztartások nettó pénzügyi vagyonának változása

A válságot követően kezdetben a jelentős hiteloldali alkalmazkodás, majd a pénzügyi eszközök emelkedő felhalmozása is hozzájárult a lakosság nettó pénzügyi vagyonának emelkedéséhez (6-12. ábra). A válság előtti években a háztartások finanszírozási képessége alacsony szintet ért el, ami a lakosság nagymértékű eladósodásával állt összefüggésben. A magas nettó hitelfelvétel jelentős pénzügyi követelésbővülés mellett valósult meg, amiben az is szerepet játszott, hogy a használt lakások vásárlására felvett hitel növelte a korábbi tulajdonos pénzügyi eszközeit. A válság után a reálgazdasági visszaesés hatására a háztartási szektor megtakarítási viselkedésében jelentős változások következtek be: a romló

jövedelmi kilátások és a megemelkedett munkanélküliség következtében a lakosság hitelkereslete jelentősen visszaesett, emellett a hitelfelvételt kínálati oldalon a bankok szigorodó hitelezési feltételei is korlátozták. A lakosság megtakarítási viselkedésének változása nemcsak a hitelektől történő elfordulásban, hanem a pénzügyi eszközök felhalmozásában is érzékelhető volt. A hitelek megemelkedett nettó törlesztése a válság kitörése után a pénzügyi eszközök alacsonyabb felhalmozásával járt, amihez hozzájárulhatott, hogy megszűnt a használt lakások vásárlásának eszközöket növelő hatása, másrészt 2011 végén a végtörlesztés a pénzügyi követelések csökkenésével járt. 2012-től azonban fokozatosan újra bővültek a lakosság pénzügyi eszközei – amit az adórendszer megtakarításoknak kedvező átalakítása is támogatott – miközben a végtörlesztés utáni alacsonyabb hitelállományhoz kapcsolódóan a hitelek leépítése lassabb ütemben folytatódott. 2015-ben a fogyasztás bővülése mellett a lakosság pénzügyi megtakarítása jelentős maradt, melyben a kedvező munkapiaci folyamatok és jövedelmi kilátások mellett jelentős szerepet játszott az árfolyamrés és a bankok egyoldalú szerződés módosítása miatti elszámolás egyszeri hatása is.

6-12. ábra: A háztartások pénzügyi megtakarításának alakulása (GDP arányos adatok)

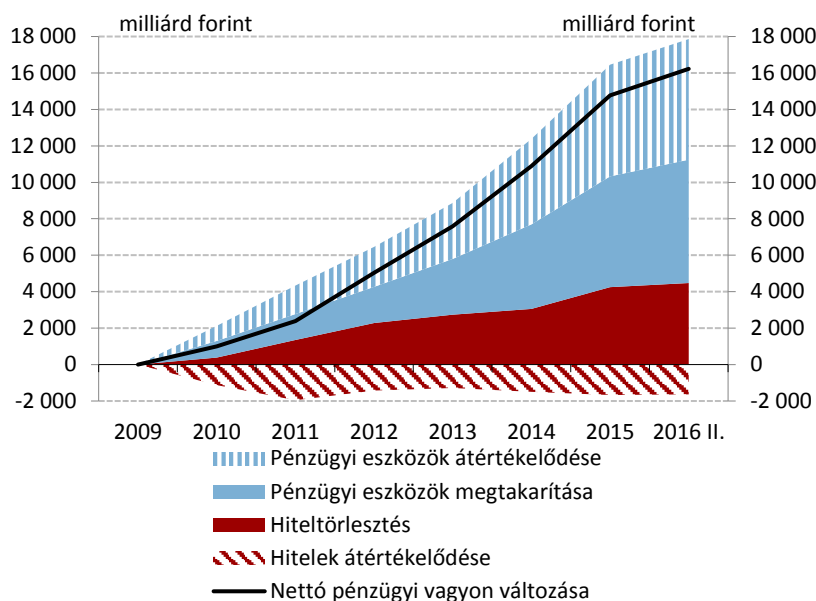


Forrás: MNB

A háztartások pénzügyi vagyonának bővülésében a lakosság megtakarítási döntései mellett az eszközoldal jelentős átértékelődése is fontos szerepet játszott (6-13. ábra). A háztartások nettó pénzügyi vagyona 2010 és 2016 első féléve között mintegy 16 000 milliárd forinttal emelkedett. A háztartások pénzügyi eszközfelhalmozása több mint 6700, hitelek törlesztése pedig mintegy 4500 milliárd forinttal járult hozzá a nettó vagyon emelkedéséhez ebben az időszakban. A pénzügyi vagyon állományának alakulásában a megváltozott megtakarítási viselkedés mellett a háztartások birtokában lévő eszközök jelentős átértékelődése is szerepet játszott, melynek hatására több mint 6500 milliárd forinttal emelkedett a lakosság pénzügyi eszközeinek értéke. Az átértékelődés elsősorban a tulajdonosi részesedéseket érintette: a fellendülő magyar gazdasági növekedés nyomán a részvények árfolyam-emelkedése mellett a lakosság tulajdonában lévő hazai kisvállalatok megtermelt, de ki nem fizetett eredménye a vállalat saját tőkéjének, és így a tulajdonos háztartások pénzügyi vagyonának emelkedésében tükröződött.

A nettó pénzügyi vagyon emelkedését hosszú ideig fékezte a devizahitelek átértékelődése, ugyanakkor a hitelállomány gazdaságpolitikai intézkedéseknek köszönhető átrendeződése jelentősen segítette. A hitelállomány forintárfolyamgyengülés miatti átértékelődése összességében mintegy 1600 milliárd forinttal fogta vissza a pénzügyi vagyon bővülését. A devizahitelek forintosítása alapjaiban változtatta meg a hitelállomány összetételét: a devizahitelek nulla közeli szintre estek vissza, a forinthitelek pedig ezzel párhuzamosan megemelkedtek. A lakosság devizapozíciója az intézkedéseknek köszönhetően megfordult – azaz a devizaeszközök állománya meghaladja a devizahitelekét – a szektor árfolyamkitettsége pedig töredéke a devizahitelek forintosítása előtt szintnek. A forintosítás időzítésének köszönhetően a svájci frank árfolyamkűszöb 2016 év eleji eltörlése – ami 300–400 milliárd forintos átértékelődést jelentett volna – már nem csökkentette a nettó pénzügyi vagyon értékét, és a forintárfolyam további változása már nem jár együtt a forrásoldal átértékelődésével.

6-13. ábra: A lakosság pénzügyi eszközeinek és tartozásainak tranzakciókra és átértékelődésre történő felbontása

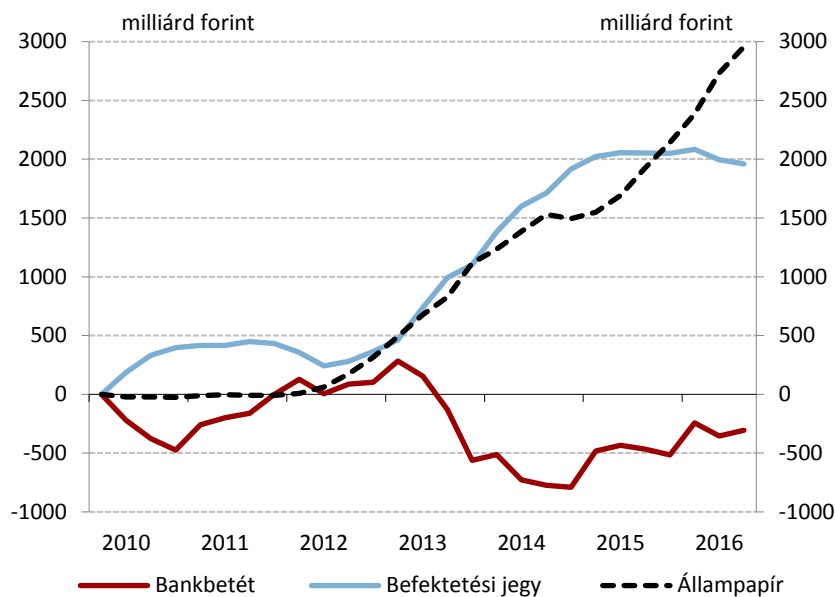


Forrás: MNB

6.2.3. A nettó pénzügyi vagyon összetételének változása

A válság utáni években nemcsak a pénzügyi eszközök állománya emelkedett, hanem annak szerkezete is jelentősen átrendeződött, ami nagyban hozzájárult az állam sérülékenységének csökkenéséhez. Az infláció mérséklődésével párhuzamosan csökkentett jegybanki irányadó kamat mellett a banki kamatok is egyre alacsonyabb szintet értek el, így a lakosság a bankbetétektől a magasabb hozamot nyújtó befektetési lehetőségek – elsősorban értékpapírok – felé fordult (6-14. ábra). Az értékpapírok közül először a befektetési jegyek – főként a kötvényalapok – iránt mutatkozott élénk kereslet, ami azzal magyarázható, hogy a papírok árfolyama a csökkenő hozamkörnyezetben fokozatosan emelkedett, így az elérhető árfolyamnyereség vonzóbbá tette az ilyen típusú befektetési lehetőségeket. Miután az állam egyre nagyobb hangsúlyt fektetett a lakossági finanszírozásra, a háztartások állampapír-állománya is meredek emelkedésnek indult. Az állampapírok térnyerését a bankbetétekkel szembeni jelentős hozamprémium mellett az is segítette, hogy az ÁKK szándékainak megfelelően javult a papírok hozzáférhetősége és az erőteljes marketingtevékenység hatására egyre közismertebbé is váltak. A lakosság közvetlen és (befektetési alapokon, biztosítókon és nyugdíjpénztárakon keresztül) közvetett állampapír tartása összességében nagyban hozzájárul az állam belső forrásokból történő finanszírozásához, melynek köszönhetően a gazdaság külső forrásokra való utaltsága – és így az ország külső sérülékenysége – jelentősen mérséklődött. A befektetési jegyek bővülése 2014 végén lelassult, az állampapír-megtakarítások bővülése azonban töretlenül folytatódott: 2012 óta mintegy 3000 milliárd forinttal emelkedett az állomány. Az alacsony hozamkörnyezetben nemcsak a magasabb hozamot kínáló megtakarítási formák népszerűsége emelkedett, hanem a likvidebb eszközök (készpénz és látra szóló betétek) iránti kereslet is élénkült, hiszen banki lekötések alacsony hozama mellett lecsökkent a készpénz és látraszóló betétek tartásának alternatívaköltsége.

6-14. ábra: A háztartások egyes pénzügyi eszközeinek változása (negyedéves kumulált tranzakciók)

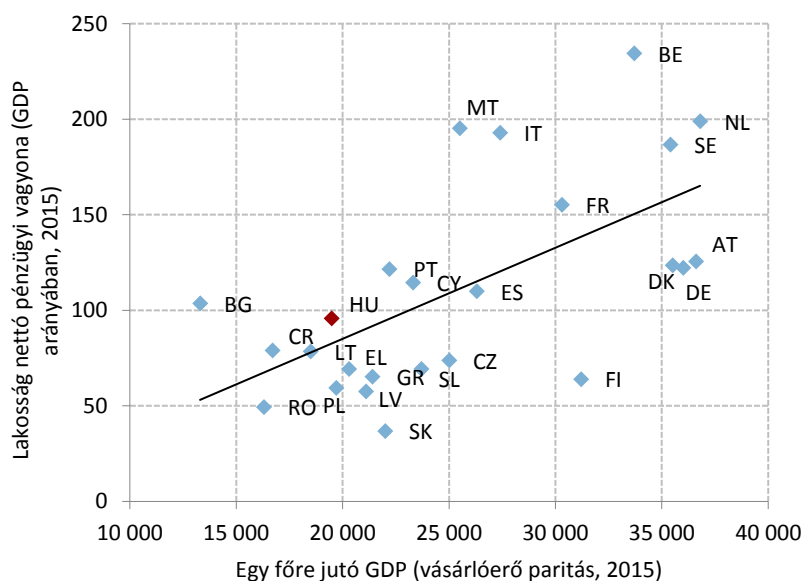


Forrás: MNB

6.2.4. A magyar háztartások nettó pénzügyi vagyona nemzetközi összevetésben

A háztartások pénzügyi vagyonának nagysága a nemzetközi összevetés alapján megfelel a gazdaság fejlettségi szintjének, a régió belül pedig magasnak mondható. Az EU országaiban viszonylag erős kapcsolat figyelhető meg az egy főre jutó GDP és a háztartások nettó vagyona között: a fejlettebbnek számító, magasabb egy főre jutó GDP-vel rendelkező országokban a GDP-arányos nettó pénzügyi vagyon is magasabb szintet ér el, amihez több tényező is hozzájárul. Egyrészt a régió országaiban csak az átmenetet követően kezdődhetett meg a pénzügyi eszközök jelentős felhalmozása. Másrészt a fejlettebb gazdaságok háztartásai magasabb jövedelmükből nagyobb arányban tudnak megtakarítani. Ezen felül a régió alacsonyabb pénzügyi vagyonához az is hozzájárulhat, hogy a fejlettebb országokban a háztartások pénzügyi eszközei között nagyobb súlyt képviselnek a magasabb hozamú pénzügyi eszközök is, aminek magasabb profitja is növelheti a pénzügyi eszközök szintjét. A visegrádi országok közül a magyarországi háztartások GDP-arányos pénzügyi vagyona a legmagasabb, és a fejlettségi szinthez képest is meghaladja a régióban tapasztaltat.

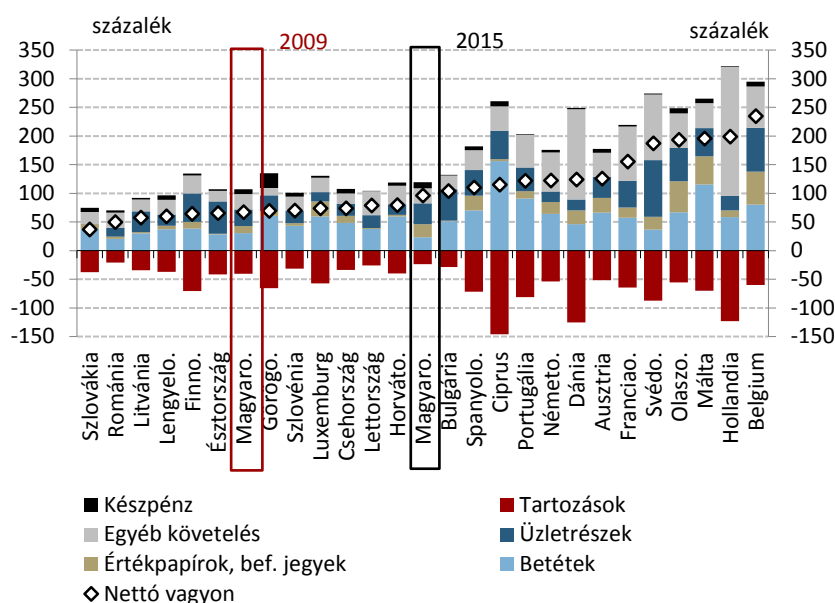
6-15. ábra: A háztartások nettó pénzügyi vagyona és a gazdaságok fejlettsége közötti kapcsolat



Forrás: Eurostat

Az Európai Unió országaiban a háztartások pénzügyi vagyonának számottevő részét teszik ki a bankbetétekben tartott megtakarítások, és fontos részét képezik az üzletrészek (kisvállalkozások, egyéni vállalkozók saját tőkéje) is. **Nemzetközi összehasonlításban a magyar háztartások bankbetét-megtakarítása alacsonynak számít, ugyanakkor jelentős – a régióban a legmagasabb – az értékpapírban tartott megtakarítások GDP-arányos állománya.** Az értékpapírok viszonylag magas arányában a magyar lakosság jelentős befektetési jegy és állampapír-megtakarítása tükröződik. Az egyéb követelések közül a biztosításokban és nyugdíjpénztárakban tartott vagyon aránya számottevő, ami főként a fejlettebb gazdaságok magasabb nettó vagyonnal rendelkező háztartásainak eszközei között képvisel nagy súlyt. A magyar háztartások tartozásai a visegrádi országokhoz hasonlóan az unió országaihoz képest alacsonynak mondhatók, ami korábban a viszonylag magas infláció mellett magas nominális kamatokkal, illetve a fejlett országokhoz képest fiatal pénzügyi közvetítőrendszerrel állhat összefüggésben. Magyarországon az utóbbi évek erőteljes adósságépítése és a magyar lakosság jelentős eszközfelhalmozása hozzájárult, hogy a régiónál alacsonyabb szintre csökkenjen a háztartások tartozásának állománya, miközben a pénzügyi eszközök összetétele is kedvező irányba változott.

6-16. ábra: A lakosság pénzügyi eszközeinek és tartozásának megoszlása (a GDP arányában, 2015)



Forrás: Eurostat

6.2.5. Összefoglalás

A válság utáni években egyre nagyobb figyelmet kapott a vállalatok és az állam belső finanszírozásának fontossága, melynek fő forrását a háztartások felhalmozott pénzügyi megtakarításai jelentik. A válság következményeként a gazdasági visszaesés, a munkanélküliség emelkedése, a jövedelmi kilátások romlása és a forintárfolyam leértékelődése miatti emelkedő törlesztési terhek jelentősen megváltoztatták a háztartások megtakarítási szokásait. Az elmúlt években a jelentős eszközfelhalmozás és magas hiteltörlesztés mellett emelkedett a lakosság pénzügyi megtakarítása, ami hozzájárult a gazdaság külső egyensúlyi helyzetének javulásához. Eközben a gazdasági növekedés újraindulásával párhuzamosan az üzletrészekben tartott eszközállomány értéke is emelkedett. A magyar gazdaság fenntartható növekedése és az ország külső sérülékenységének csökkentése szempontjából kiemelt fontosságú nettó pénzügyi vagyon e hatások eredményeként fokozatosan bővült az elmúlt években, 2016 első félévében megközelítette a GDP 100 százalékát. A lakosság megtakarítási viselkedése és a kormányzati intézkedések hatására a pénzügyi vagyon összetétele is megváltozott. Nemzetközi összehasonlításban a régiós országok közül a magyar lakosság nettó pénzügyi vagyona a legmagasabb, és megfelel a gazdaság fejlettségi szintjének. Összességében a háztartások nettó pénzügyi vagyona jelentős szerepet játszik a gazdaság egészséges szerkezetű finanszírozásában és az ország külső sérülékenységének mérséklésében.

Felhasznált irodalom

Csortos Orsolya – Sisak Balázs (2016): Nem is gondolnád, milyen sokat tesznek félre a magyarok 1. rész MNB Szakmai cikkek.

EKB (2013): The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey. Results from the first wave. Statistics Paper Series No 2., 2013. április.

Eurostat (2016): Statistics Database, <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> Letöltés ideje: 2016. 08. 30.

Kékesi Zsuzsa – Kóczyán Balázs (2014): Értékpapír vs. bankbetét: Miben takarít meg a lakosság? MNB Szakmai cikkek, július 14.

Kékesi Zs – Kóczyán B – Sisak B (2015): A lakossági portfólióátrendezés szerepe az állam finanszírozásában. *Hitelintézeti Szemle*, 14. évf. 1. szám, 2015. március. 80–110. o.

MNB (2016/a): A nemzetgazdaság pénzügyi számlái (pénzügyi eszközök és kötelezettségek állományai és tranzakciói), <https://www.mnb.hu/statisztika/statisztikai-adatok-informaciok/adatok-idosorok/xii-a-nemzetgazdasag-penzugyi-szamlai-penzugyi-eszkozok-es-kotelezettsegek-allomanyai-es-tranzakcioi> (2016.08.30.)

MNB (2016/b): A rezidens kibocsátású értékpapírok adatai kibocsátói és tulajdonosi bontásban. Magyar Nemzeti Bank, <https://www.mnb.hu/statisztika/statisztikai-adatok-informaciok/adatok-idosorok/xiii-ertekpapirok-es-tokepiaci-informaciok/a-rezidens-kibocsatasu-ertekpapirok-adatai-kibocsatoi-es-tulajdonosi-bontasban> (2016.08.30.)

7. A 2016. ÉS 2017. ÉVI ÁTLAGOS FOGYASZTÓIÁR-INDEX FELBONTÁSA

7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra

	Inflációs hatás 2016-ra			Inflációs hatás 2017-re		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2
Piaci	-0,4	0,9	0,5	0,9	1,4	2,3
Indirekt adók és intézkedések	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,2
Infláció	-0,4	0,8	0,4	0,9	1,4	2,3

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

Forrás: MNB

7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra

	2016					2017				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	-0,6	0,0	0,4	0,0	-0,2	-1,4	0,0	4,6	-1,4	1,8
nem feldolgozott	-0,7	0,0	4,6	-3,2	0,7	-0,9	0,0	4,7	-2,9	0,9
feldolgozott	-0,5	0,0	0,6	0,0	0,1	0,8	0,0	2,2	-0,7	2,3
Ipari termékek	0,6	0,0	0,5	0,0	1,1	0,3	0,0	0,3	0,0	0,6
tartós	0,7	0,0	-0,3	0,0	0,4	-0,8	0,0	0,6	0,0	-0,2
nem tartós	0,6	0,0	0,6	0,0	1,2	0,4	0,0	0,5	0,0	0,9
Piaci szolgáltatások	0,5	0,0	1,5	0,0	2,0	0,9	0,0	2,3	-0,4	2,8
Piaci energia	0,3	0,0	-1,3	0,0	-1,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,4
Alkohol, Dohány	0,3	0,4	1,1	0,6	2,4	1,6	0,0	0,7	2,0	4,3
Üzemanyag	-6,4	0,0	-1,1	0,0	-7,5	5,9	0,0	0,4	0,0	6,3
Szabályozott árak	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	1,5	0,0	1,5
Infláció	-0,4	0,0	0,9	-0,1	0,4	0,9	0,0	1,6	-0,2	2,3
Maginfláció	0,3	0,1	0,9	0,1	1,4	0,7	0,0	1,0	0,5	2,2

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

Forrás: MNB

ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	10
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	10
1-3. ábra: Az eurózóna inflációjára vonatkozó előrejelzések	11
1-4. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója	11
1-5. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	12
1-6. ábra: A GDP-növekedés alakulása	12
1-7. ábra: A lakossági fogyasztás és jövedelmek alakulása	13
1-8. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként	13
1-9. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	13
1-10. ábra: Nemzetgazdasági ágazatok hozzájárulása a GDP éves változásához	14
1-11. ábra: Járműipari fejlesztések beruházásokból adódó, első körös hatása a GDP alakulására	15
1-12. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	17
1-13. ábra: A versenyszféra fajlagos munkaerőköltség-dekompozíciója	17
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	21
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	21
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	22
3-1. ábra: Negyedéves GDP-növekedés egyes globálisan meghatározó gazdaságokban	23
3-2. ábra: Negyedéves GDP-növekedés egyes feltörekvő gazdaságokban	23
3-3. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	24
3-4. ábra: Az amerikai kamatemelési várakozások piaci árazásban megjelenő kumulált valószínűsége	24
3-5. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása	25
3-6. ábra: Negyedéves GDP-növekedés az eurózónában	25
3-7. ábra: Német és euróövezeti konjunktúraindikátorok alakulása	25
3-8. ábra: Inflációs várakozások és hosszú hozamok az eurózónában	26
3-9. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a kelet-közép-európai országokban	26
3-10. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	27
3-11. ábra: A HuCoin-mutató alakulása	27
3-12. ábra: A teljes kiskereskedelmi forgalom és a fogyasztás volumenének alakulása	28
3-13. ábra: Szektorális beruházások alakulása	28
3-14. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása	28
3-15. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves növekedési üteme	29
3-16. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása	29
3-17. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	30
3-18. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottsági trendjének alakulása	30
3-19. ábra: Beveridge-görbe alakulása	31
3-20. ábra: A kibocsátási rés és a kapacitáskihasználtsági mutatók alakulása	32
3-21. ábra: Az eurózóna kibocsátási részének alakulása	32
3-22. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása	33
3-23. ábra: Az ipari termelői árak éves változása	33
3-24. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása	34
3-25. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tényinfláció	34
3-26. ábra: Inflációs várakozások a régióban	35
3-27. ábra: Lakossági inflációs várakozások alakulása Magyarországon	35
3-28. ábra: A lakossági inflációs várakozásokat leginkább befolyásoló termékcsoportok	36
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	37
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	38
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya	38

4-4. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok alakulása	38
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	39
4-6. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban	40
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben	41
4-8. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára	41
4-9. ábra: Az előretekingtő reálkamatlábak alakulása	42
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei a GDP arányában	43
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	44
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint a GDP arányában	44
5-4. ábra: A külső adósságráták alakulása a GDP arányában	44
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (a GDP százalékában)	45
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (a GDP százalékában)	46
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása	47
5-8. ábra: Elsődleges kormányzati kiadások	48
5-9. ábra: A kormányzati szektor beruházási kiadásainak összetétele	50
5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekingtve változatlan, 2015. végi árfolyamon számítva	50
6-1. ábra: A foglalkoztatott létszám változására vonatkozó várakozás	51
6-2. ábra: Munkerőhiány mint a termelés fő korlátja	51
6-3. ábra: A piaci alapú foglalkoztatásba elsődlegesen bevonható kihasználatlan munkaerő-kapacitás alakulása	52
6-4. ábra: Az inaktívak közül elsődlegesen bevonható munkaerő-tartalék megyénként (2016. második negyedév)	52
6-5. ábra: A bruttó átlagkereset éves dinamikája a különböző létszám-kategóriájú vállalatoknál	53
6-6. ábra: Az éves bérdinamika és az ágazati munkakereslet kapcsolata 2016 második negyedévében	54
6-7. ábra: Az egyes országrészek éves bérdinamikája a versenyszférán belül	55
6-8. ábra: A rendelkezésre álló jövedelem dekompozíciója és a fogyasztás alakulása	55
6-9. ábra: Vegyes jövedelemmel korrigált bérhányad a régiós országokban	56
6-10. ábra: A bérek és az infláció közötti kapcsolat változása	57
6-11. ábra: A háztartások nettó pénzügyi vagyonának alakulása	58
6-12. ábra: A háztartások pénzügyi megtakarításának alakulása (GDP arányos adatok)	59
6-13. ábra: A lakosság pénzügyi eszközeinek és tartozásainak tranzakciókra és átértékelődésre történő felbontása	60
6-14. ábra: A háztartások egyes pénzügyi eszközeinek változása (negyedéves kumulált tranzakciók)	61
6-15. ábra: A háztartások nettó pénzügyi vagyona és a gazdaságok fejlettsége közötti kapcsolat	61
6-16. ábra: A lakosság pénzügyi eszközeinek és tartozásának megoszlása (a GDP arányában, 2015)	62

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	11
1-2. táblázat: Mezőgazdasági termésátlagra vonatkozó várakozások	14
1-3. táblázat: Bejelentett járműipari beruházások	15
1-4. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	18
1-5. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	19
1-6. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	20
4-1. táblázat: Bankközi és állampapírpiazi hozamok alakulása a bejelentést követően	39
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában).....	47
5-2. táblázat: A 2016. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a júniusi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)	48
5-3. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2016. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	49
5-4. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2017. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	49
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódo hatásra	64
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódo és bejövő hatásra	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

2016. szeptember

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

