



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2016
DECEMBER

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2016
DECEMBER

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. december 15-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	13
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	18
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	24
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	26
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése.....	26
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése.....	31
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség	36
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	37
3.5. Költségek és infláció	38
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	41
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	41
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói.....	45
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	48
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	48
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciónkra	51
5.3. Költségvetési folyamatok	53
6. Kiemelt témák.....	60
6.1. A GDP revíziójának vizsgálata.....	60
6.2. Összetételhatások a bérnövekedésben	64
7. A 2016. és 2017. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	67
Ábrák és táblázatok jegyzéke	68

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink.....	12
1-2. keretes írás: Az elmúlt évek gazdasági növekedését befolyásoló revíziók.....	17
1-3. keretes írás: A bérmegállapodás makrogazdasági hatásai	19
3-1. keretes írás: A lakossági fogyasztás alakulása	34
4-1. keretes írás: Az elmúlt három évben konvergáltak a régiós hosszú állampapír-hozamok.....	43
5-1. keretes írás: Társasági adó csökkentésének makrogazdasági hatása	57

A MONETÁRIS TANÁCS FŐ MEGÁLLAPÍTÁSAI AZ INFLÁCIÓS JELENTÉSHEZ

A Monetáris Tanács megítélése szerint az idei év végétől folytatódik a magyar gazdaság élénkülése. A gazdaságban továbbra is vannak kihasználatlan kapacitások, ugyanakkor a hazai reálgazdasági környezet dezinflációs hatása előretételezve fokozatosan megszűnik. Az előrejelzési időszakban az infláció emelkedik, és 2018 első felében eléri a jegybanki célt. A magas külső finanszírozási képesség és az állam mérséklődő devizaadóssága tovább csökkenti az ország sérülékenységet a következő években.

Az elmúlt hónapokban a világgazdaság törekeny növekedése folytatódott, az inflációs ráták változatlanul elmaradtak a jegybanki célértékektől, bár a hosszú távú várakozások emelkedtek. A nemzetközi pénzpiacokat előbb javuló befektetői hangulat, majd a feltörekvő- és globális kötvénypiacokon erőteljes kockázatkerülés jellemezte.

Az elmúlt negyedévben változóképpen alakult a nemzetközi pénzpiaci hangulat. November elején egyes részpiacokon átmeneti turbulencia, míg más piaci szegmensekben tartós kockázatkerülés alakult ki. Az emelkedő inflációs várakozások az amerikai, az egyéb fejlett, és a feltörekvő piacok hosszú lejáratú állampapír-hozamaiban is érdemi növekedést okoztak, amellyel párhuzamosan a globális kötvénypiacokról erőteljes tőkekiáramlás történt. Decemberben a Fed és az EKB eltérő irányultságú monetáris politikai döntéseket hozott. A Fed a kamatemeléssel egy újabb lépést tett a régóta jelzett, fokozatosan végrehajtott szigorítás irányába, míg az EKB az eszközvásárlási programjának meghosszabbításáról döntött, így a laza euroövezeti monetáris kondíciók hosszabb ideig maradnak fenn. A jegybanki lépésekkel összhangban a dollár november elejétől felértékelődött a főbb devizákkal szemben. A november végi OPEC ülésen az olajkitermelés korlátozásáról hozott döntés hatására az irányadó olajár jegyzések 50 dollár fölé emelkedtek. Az eurozóna bankrendszerének stabilitásával kapcsolatos hírek ismét a piaci érdeklődés középpontjába kerültek.

2016 harmadik negyedévében változatlanul visszafogott volt a világgazdaság bővülése. Míg a fejlett gazdaságok többségében élénkült a növekedés, a feltörekvő régiókban vegyesen alakultak a növekedési kilátások. Az infláció világszerte visszafogottan alakult. A törekeny konjunktúra és a mérsékelt inflációs környezet a globálisan meghatározó jegybankok többségénél a gazdasági növekedést támogató, tartósan laza monetáris politikai környezetet indokol. A közép-európai régió növekedése továbbra is meghaladta a fejlett régiókéét, azonban lassult a harmadik negyedévben. A globális inflációs környezettel összhangban a régió országait is alacsony, a jegybanki céloktól elmaradó inflációs ráták jellemzik. A régiós jegybankok fenntartották a laza monetáris politikai irányultságukat.

Az infláció fokozatosan emelkedik és 2018 első felében eléri az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket.

Az elmúlt hónapokban beérkezett adatok alapján a hazai infláció a vártak megfelelően emelkedett és az alapfolyamatok a szeptemberi Inflációs jelentéssel összhangban alakultak. Az előrejelzés szerint az infláció a következő hónapokban tovább emelkedik, amihez a bázishatások is hozzájárulnak. A foglalkoztatás dinamikus bővülése és a feszessé váló munkaerőpiac a bérek általános, dinamikus növekedését okozzák. Az előrejelzési horizonton az új bérmegállapodás költségemelő hatását a munkáltatói járulékcsoökkentés és a vállalati adók mérséklése tompítja, ezért a korábbi előrejelzésünkhöz képest makrogazdasági szinten a munkaerőköltség érdemben nem változik. Ugyanakkor a terhek megoszlása a vállalatmérettől függően különböző. Összességében, az élénkebb nominális béremelkedés a lakossági fogyasztás érdemi bővülését eredményezi, ami a maginflációs ráta fokozatos emelkedése irányába hat. A Monetáris Tanács megítélése szerint ugyan a mérsékelt importált infláció és a historikusan alacsony inflációs várakozások lassítják a hazai árszínvonal növekedését, a bázishatások és a belső fogyasztás élénkülése azonban a fogyasztóiár-index fokozatos emelkedését okozzák. Előretételezve, az infláció 2018 első felében éri el a középtávú inflációs célt.

Elsősorban a lakossági fogyasztásra támaszkodva az idei év végétől folytatódik a hazai gazdaság dinamikus bővülése. A stabil növekedés és a kedvező egyensúlyi pozíció együttesen lehetőséget biztosít a versenyképességet tovább javító intézkedések végrehajtására.

Előrejelzésünkben az idei év végétől a gazdasági teljesítmény újbóli élénkülésére számítunk. A növekedésben egyre markánsabb szerephez jut a belföldi kereslet folytatódó bővülése, amelyben meghatározó a fogyasztás és a magánberuházások növekedése. A foglalkoztatottság emelkedése következtében a munkanélküliségi ráta historikusan alacsony szintre csökken. A lakossági fogyasztás tartós bővülését a historikusan magas pénzügyi vagyon, a kedvező jövedelmi folyamatok és a háztartási hitelezés növekedése mellett a korábbi évek során elhalasztott fogyasztás pótlásából adódó helyreállítási potenciál is támogatja. Előretételezve, a kormányzati elköteleződéssel összhangban az állami

beruházások felfutására számítunk. A jegybanki programok következtében a kv-hitelezés az elérni kívánt 5-10 százalék közötti ütemben bővült, amelyet a következő években a Növekedéstámogató Program is élénkít. Előrejelzésünk szerint a bérék dinamikus emelkedése a vállalatokat hatékonyságnövelő beruházásokra ösztönzi, illetve 2017-től járműipari fejlesztések is támogatják a vállalati beruházások bővülését. A háztartási hitelezés folytatódó növekedése összhangban van az ingatlanpiaci fordulattal és a gazdasági konjunktúra folytatódó élénkülésével. A felvevőpiacaink által támasztott kereslet lassulására számítunk 2017-ben, ugyanakkor 2018-tól kezdődően az új járműipari kapacitások kiépülésével ismét fokozatosan javuló exportdinamikát várunk. A Monetáris Tanács az MNB és a Kormány növekedésösztönző programjainak eredményeként a következő években 3 százalék feletti éves növekedésre számít. Előretekintve a gazdaság dinamikus növekedéséhez a versenyképességet javító intézkedések is hozzájárulnak.

Folytatódik a külső adósságállomány mérséklődése, ami tovább javítja az ország külső megítélését, míg a belső felhasználás növekedésével a fizetési mérleg többlete a következő években enyhén mérséklődhet.

A gazdaság külső finanszírozási képessége 2015-ben a GDP közel 8 százalékát tette ki, ami a következő években fokozatosan a GDP 7 százaléka alá mérséklődhet. A belső felhasználás élénkülése csökkenti a külkereskedelmi egyenleg többletét, valamint hozzájárul a vállalati profit emelkedéséhez is. Ezek hatását mérsékli, hogy az EU-transzferek felhasználása a következő években fokozatosan gyorsulhat. Összességében a magyar gazdaság megtakarítói pozíciója az előrejelzési horizonton enyhén mérséklődik, de továbbra is számottevő, ami a külső adósság, ezáltal a sérülékenységek csökkenésével is jár. Ezt az is megerősíti, hogy Magyarország adóbsorolása mindhárom nagy nemzetközi hitelminősítő intézménynél visszakerekült a befektetésre ajánlott kategóriába. A költségvetés hiánya a kitűzött hiánycélnál várhatóan alacsonyabb lesz 2016-ban, amit egyfelől a növekvő adóbevételek, másfelől egyes területeken a tervezettnél kisebb kiadások okoznak. Az első háromnegyed évben az uniós támogatások felhasználása és az állami beruházások alakulása az éves előirányzatoktól lényegesen elmaradt. 2017-ben 5 százalékponttal csökken a szociális hozzájárulási adó, miközben a társasági adó kulcsa egységesen 9 százalék lesz. Az előrejelzési horizonton továbbra is csökkenő éves adósságpályát prognosztizálunk, amit a mérsékelt államháztartási hiány mellett a gazdasági növekedés is támogat. Előrejelzésünk szerint az adósságpálya a magyar és az európai uniós fiskális szabályok előírásait is teljesíti.

A hazai pénzügyi folyamatokat a nemzetközi kötvénypiaci folyamatok mellett elsősorban a jegybanki lépések befolyásolták. A három hónapos betét mennyiségének szeptemberben megkezdett korlátozása a piaci várakozásokat meghaladó mértékben csökkentette a bankközi és állampapírpiazi hozamokat.

Az MNB több lépést tett a monetáris kondíciók lazítása érdekében: szűkítette a kamatfolyosót, likviditásbővítő devizawap tendereket tartott, valamint októberben és novemberben is korlátozta a 3 hónapos betétben elhelyezhető likviditás mértékét. A lépések következtében a 3 éven belüli pénzügyi hozamok érdemben csökkentek. Az eszköztár-átalakítás következtében a lakossági és vállalati hitelek árazásának alapjául szolgáló BUBOR-kamatok historikus mélypontra csökkentek. Az elmúlt negyedév során ugyanakkor a megváltozott nemzetközi inflációs várakozások és hozamkörnyezet hatására a bankközi és az állampapírpiazi hozamgörbe hosszabb szakasza érdemben feljebb tolódott, a hozamgörbe meredeksége növekedett. Ugyanakkor az EKB lazító irányú lépése miatt a hazai monetáris politika szempontjából leginkább meghatározó euroövezeti monetáris kondíciók várhatóan tovább maradnak támogatóak.

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alappályája mellett két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A mérsékeltebb külpiazi keresletet feltételező alternatív forgatókönyv megvalósulása az alappályánál alacsonyabb növekedési és inflációs pályát jelent. 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 a további kockázatok között a fejlett országok jegybankjainak monetáris politikai divergenciáját, az EU-forráskifizetés alakulása és szerkezeti elosztása miatt lassabb beruházási pályát, a magasabb, valamint az alacsonyabb olaj- és nyersanyagárakat valószínűsítő alternatív forgatókönyveket tárgyalta.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságban továbbra is vannak kihasználatlan kapacitások, míg az infláció fokozatosan célra emelkedik. A monetáris politika horizontján a reálgazdaság dezinflációs hatása fokozatosan megszűnik. A jegybanki előrejelzések feltételeinek teljesülése mellett az alapkamat aktuális szintjének tartós fenntartása és a monetáris kondícióknak a jegybanki eszköztár átalakításával történő lazítása összhangban van az inflációs cél közép-távú elérésével és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzésével.

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

	2015	2016	2017	2018
	Tény		Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció	1,2	1,4	2,4	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,1	1,3	2,3	2,9
Infláció	-0,1	0,4	2,4	3,0
Gazdasági növekedés				
Háztartások fogyasztási kiadása	3,4	5,0	5,0	4,0
Kormányzat végső fogyasztása	1,3	1,8	0,7	1,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	1,9	-8,4	11,2	7,4
Belföldi felhasználás	2,3	2,1	5,1	4,0
Export	7,7	6,6	5,0	6,0
Import	6,1	6,4	6,7	6,6
GDP ¹	3,1	2,8	3,6	3,7
Külső egyensúly²				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	3,4	5,5	3,7	3,0
Külső finanszírozási képesség	7,9	6,9	6,5	6,4
Államháztartás^{2,6}				
ESA-egyenleg	-1,6	(-1,5) – (-2,0)	(-1,8) – (-2,2)	(-2,0) – (-2,2)
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	4,3	6,3	9,0	7,0
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	2,7	3,3	1,2	1,0
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	4,0	5,4	8,5	6,9
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,5	3,4	1,9	1,3
Munkanélküliségi ráta	6,8	5,2	4,7	4,4
Versenyszféra fajlagos munkaerőköltség ⁴	2,4	6,7	4,7	3,3
Lakossági reáljövedelem ⁵	3,9	4,5	4,6	3,9

¹ A várható revíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés.

² A GDP arányában.

³ A teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok alapján.

⁴ A versenyszféra fajlagos munkaerőköltsége a teljes munkaidős egyenértékes hazai foglalkoztatás alapján.

⁵ MNB-becslés.

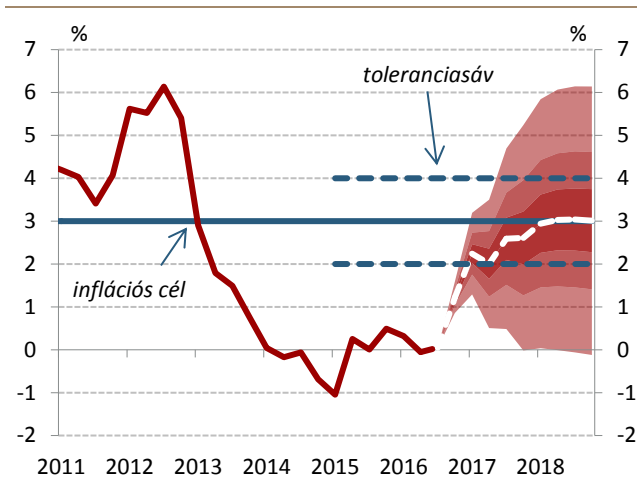
⁶ 2016-ban az uniós támogatások felhasználásától és a mozgástér kihasználására tervezett intézkedések végrehajtásától függően. 2017–2018-ban az Országvédelmi Alap felhasználásától és az EU-támogatások előleg részarányától függően.

1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

1.1. Inflációs előrejelzésünk

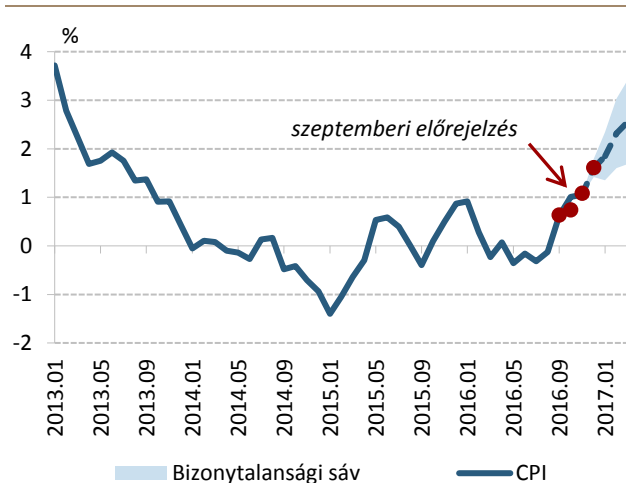
Előrejelzésünk szerint folytatódik az infláció emelkedése a következő negyedévekben. A lakossági jövedelem érdemi bővülése a fogyasztás dinamikus növekedését okozza, melynek következtében a maginfláció emelkedése várható. Emellett a költségek lassú növekedésére számítunk, mely szintén a maginfláció emelkedése irányába hat. Ugyanakkor a visszafogott külső inflációs környezet, illetve a horgonyzott inflációs várakozásokkal összefüggésben az infláció csak fokozatosan közelíti meg a középtávú célt. Előrejelzésünk szerint a fogyasztói árak emelkedése a jövő évben még elmarad a 3 százalékos középtávú céltől, amelyet várhatóan 2018 első felében ér el.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Forrás: KSH, MNB

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



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

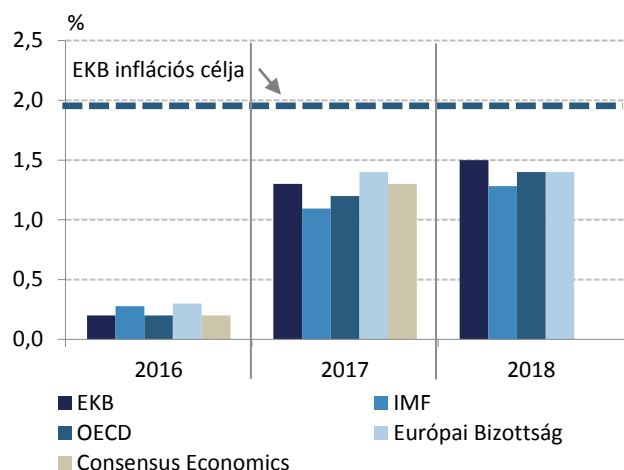
Forrás: MNB

Rövid távú előrejelzésünk alapján folytatódik az árindex emelkedése (1-2. ábra). A következő negyedévekben a maginflációs kosáron kívüli termékkör – bázishatás következtében megvalósuló – áremelkedése növeli az inflációs rátát, míg 2017 közepétől elsősorban a maginfláció emelkedése okozza a fogyasztói ár-index gyorsulását. Várakozásunk szerint az infláció idén éves átlagban 0,4, míg jövőre 2,4, 2018-ban pedig 3,0 százalékon alakul (1-1. ábra, 1-1. táblázat).

Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna inflációjának alakulását visszafogja a nyitott kibocsátási rés és a továbbra is mérsékelt költségkörnyezet. Az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzése alapján az eurozóna inflációja mind 2017-ben, mind 2018-ban érdemben a középtávú inflációs cél alatt alakul (1,3 és 1,5 százalék). Ennek következtében a magyar gazdaságot várhatóan középtávon is mérsékelt külső inflációs környezet jellemzi (1-3. ábra).

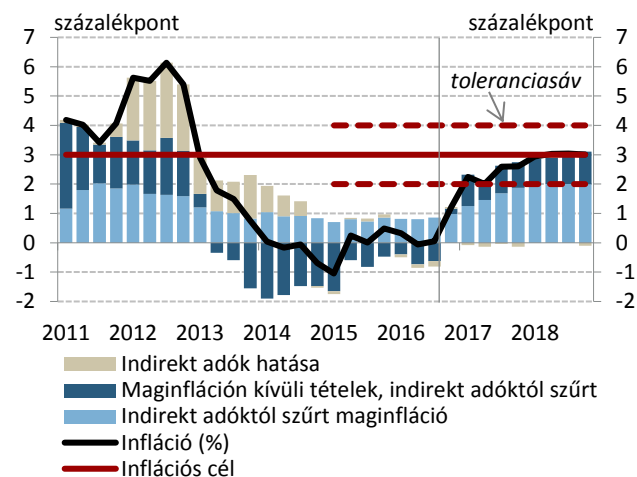
Az előrejelzési horizonton az indirekt adóktól szűrt maginfláció emelkedésére számítunk (1-4. ábra és 1-1. táblázat), melyet elsősorban a jövedelmek növekedése hatására dinamikus bővülő lakossági fogyasztás magyaráz. Előrejelzésünkben a költségek lassú emelkedését várjuk, amely szintén a maginfláció növekedése irányába hat. Az új bérmegállapodás bérköltségemelő hatását a járulékcsoökkentés tompítja, így makrogazdasági szinten összességében a munkaerőköltség érdemben nem változik. Ugyanakkor a terhek megoszlása vállalatméret szerint nem egyenletes. A minimálbér emelése elsősorban a fogyasztás élénkülésén keresztül gyakorol hatást az árak alakulására. A foglalkoztatás dinamikus bővülése és a feszes munkaerőpiac miatt a versenyszféra fajlagos munkaköltsége emelkedik. A válság óta megfigyelt hazai és nemzetközi tapasztalatok alapján a bérdinamika élénkülésének inflációs hatása azonban mérsékelt marad az alacsony bérhányad, illetve a visszafogott inflációs várakozások miatt. Előrejelzési horizontunkon a reál gazdaság dezinflációs hatása fokozatosan megszűnik.

1-3. ábra: Az eurozóna inflációjára vonatkozó előrejelzések



Forrás: EKB, IMF, OECD, Európai Bizottság, Consensus Economics

1-4. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2016	2017	2018
Maginfláció		1,4	2,4	3,0
Inflációs hozzájárulása		0,9	1,6	2,1
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	0,3	-0,3	4,8
	Járműüzemanyag és piaci energia	-6,5	7,7	3,6
	Szabályozott árú termékek	0,2	0,4	1,9
	Összesen	-1,7	2,3	2,9
Inflációs hozzájárulása		-0,5	0,8	0,9
Infláció		0,4	2,4	3,0

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

Forrás: MNB

Rövid távon az indirekt adóktól szűrt maginfláción kívüli tételek árindexének emelkedésére számítunk. (1-4. ábra és 1-1. táblázat). Az euróban kifejezett olajárak a szeptemberi feltevéseinknél magasabb szinten tartózkodnak, azonban a határidős jegyzésárak előretekintve csak fokozatosan emelkedő pályát vetítenek előre. Emellett az előző évi üzemanyagár-csökkenés bázisból való kifutása következtében a termékcsoport árindexének emelkedésére számítunk 2016–2017 fordulóján, ami a fogyasztóiár-indexet is növeli. Az idei évi kedvező terméseredményekkel összhangban a nem feldolgozott élelmiszerek esetén visszafogott árdinamika várható. Prognózisunkban továbbá azt feltételezzük, hogy a szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig. A nem energia jellegű szabályozott árak körében csak mérsékelt, az általánosan alacsony inflációs környezettel összhangban lévő árnövekedéssel számolunk (1-1. táblázat).

Az indirekt adók változása összességében mind jövőre, mind 2018-ra vonatkozóan az infláció enyhe mérséklődésének irányába mutatnak. A korábban bejelentett – EU-s jogharmonizáció következtében megvalósuló – jövedékiadó-változtatások a dohánytermékek árainak emelkedését vetítik előre. Így a dohány, illetve üzemanyag jövedékiadó-változásból következő inflációs hatások 2017-ben 0,3–0,4 százalékponttal emelhetik a fogyasztóiár-indexet. Csökkentik ugyanakkor az árindexet a jövő év eleji áfacsökkentések (internet, tojás, tej, baromfi, éttermi szolgáltatások), melyek teljes hatása hozzávetőlegesen 0,4 százalékpont lehet a jövő év átlagában. 2018 elején az éttermi szolgáltatások esetében további áfacsökkentések lépnek életbe, melyek az árdinamika mérséklődését okozzák.

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2016		2017		2018	Változás	
	Szeptember	December	Szeptember	December	December	2016	2017
EUR/USD	1,12	1,11	1,12	1,06	1,06	-0,9 %	-5,4 %
Olajár (USD/hordó)	43,5	43,9	50,6	55,3	56,6	0,9 %	9,3 %
Élelmiszerárak							
Búza (USD/véka)	4,38	4,34	4,72	4,47	5,10	-0,9 %	-5,3 %
Kukorica (USD/véka)	3,52	3,57	3,55	3,66	3,97	1,4 %	3,1 %
Eurozóna inflációja (%)	0,1	0,2	1,2	1,3	1,5	0,1 szp.	0,1 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	2,1	2,3	1,6	1,5	1,7	0,2 szp.	-0,1 szp.

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

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

Az elmúlt időszakban a Brent olaj USD-ben kifejezett hordónkénti ára jelentős volatilitást mutatva 45–50 dollár között alakult. Az árak alakulását elsősorban tőzsdei műveletek (OPEC tárgyalások lehetséges kimeneteléhez kapcsolódóan) befolyásolták, miközben a fundamentumokban megfigyelhető trendek nem változtak. Az OPEC országok novemberben termelésük 1,2 millió hordós csökkentéséről állapodtak meg, ami után az olajár 52 dollár fölé emelkedett. Ennek következtében a **szeptemberi Inflációs jelentésben alkalmazott feltevéshez képest magasabb olajárpályával számolunk.** A megállapodás hatását csökkentheti, hogy tartósan 50 dollár feletti olajárak mellett a rugalmas amerikai palaolajkitermelés is emelkedhet. A határidős jegyzések enyhén emelkedő pályát vetítenek előre. Az olajár várható alakulása körüli bizonytalanság jelentős az elemzők között, a fedezeti pontokhoz tartozó olajárak széles sávban szóródnak.

A dollár/euro keresztárfolyamra vonatkozó technikai feltevésünk szerint az euro tartósan gyenge marad a dollárral szemben, ami az Európai Központi Bank és a Fed várható monetáris politikai irányultságának eltérése miatt várható.

A szeptemberi Inflációs jelentésben alkalmazott feltevéshez képest a gabonaárakra vonatkozó várakozások enyhén emelkedtek 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 az idei évre enyhén felfelé, míg 2017 esetében némileg lefelé módosult. Külső keresletünk alakulását előretekintve elsősorban a német gazdaság szerkezetváltása, a brit népszavazást követő kilépési tárgyalások és a kínai gazdaság lassulásából eredő exportkereslet mérséklődése befolyásolja. A kilátásokat jelentős bizonytalanság övezi.

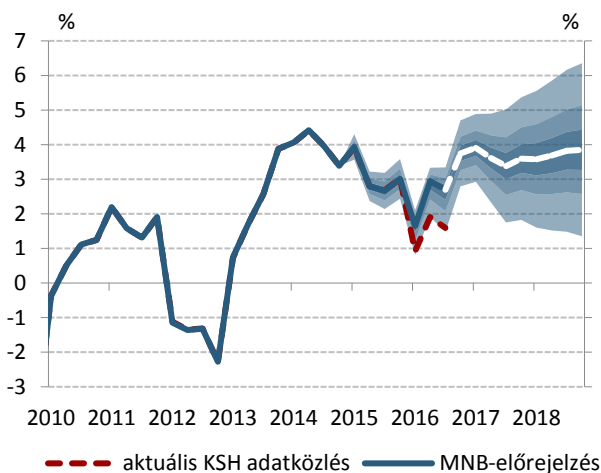
A szeptemberi Inflációs jelentés óta eltelt időszakban több új intézkedésre került sor. A 2016. évi költségvetést érinti az ipari parkok fejlesztésére, a Modern Városok programra és az EXIMBANK feltőkésítésére jutatott többletforrás. A földértékesítési bevételből az új információk alapján 2016-ban várhatóan 100 milliárd forintnyi bevételt realizál a költségvetés a korábban becsült 250 milliárd forinttal szemben. A hiánynövelő hatásokat azonban ellensúlyozzák a kiadási oldalon látható megtakarítások. Ezek közül a legjelentősebb, hogy a szeptemberben feltételezetttnél számottevően magasabbak a kifizetett uniós támogatásokon belül a kormányzati szektoron belüli előleg, melyekhez a folyó évben még nem társul önrész kifizetés. Így a kormányzati beruházások is alacsonyabbak lesznek a korábban prognosztizáltnál.

A 2017. évi adóbevételeket jelentősen csökkenti a társasági adókulcs egységesen 9 százalékra csökkentése (részletesebben lásd 5-1. keretes írás), valamint a szociális hozzájárulási adó 5 százalékpontos mérséklése. Az adókiengedésekkel szemben javítja a költségvetés egyenlegét a földértékesítésből áthúzódó 150 milliárd forintos bevétel, a minimálbér és a garantált bérminimum emelésről kötött megállapodás következtében bővülő jövedelemadó-alap, továbbá a Munkahelyvédelmi Akciótervet érintő változások. A minimálbér és a garantált bérminimum emelésről kötött megállapodást a kormányzat kezdeményezte, a szociális hozzájárulási adó-kiengedés előfeltételeként. 2018-ban a bruttó bér 20 százalékára mérséklődik a szociális hozzájárulási adó mértéke, melynek hatását részben ellensúlyozza a további minimálbér- és garantált bérminimum-emelés.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

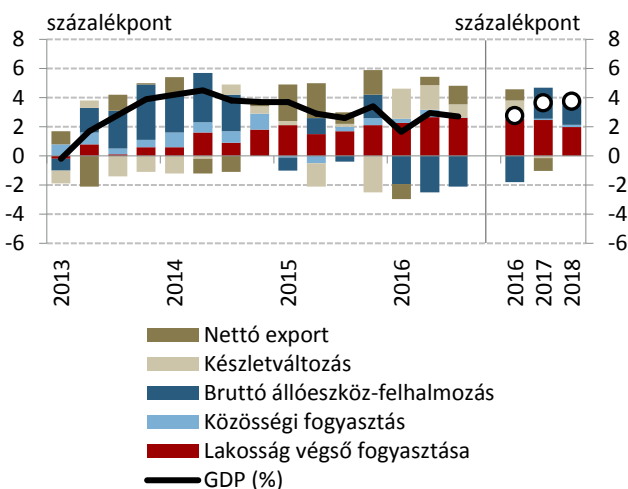
Előrejelzésünkben az idei év végétől a gazdasági teljesítmény élénkülésére számítunk, így folytatódik a magyar gazdaság 2013-ban újrainduló felzárkózása. Középtávú előrejelzésünket elsősorban a bérek dinamikus növekedése határozza meg. A növekedésben egyre markánsabb szerephez jut a belföldi kereslet erősödése, amelyben meghatározó a fogyasztás és a magánberuházások bővülése. A lakossági fogyasztás tartós bővülését a kedvező jövedelmi folyamatok, a háztartási hitelezés növekedése, illetve a nettó pénzügyi vagyon számottevő emelkedése egyaránt támogatja. Várakozásaink szerint a bérek és a kereslet dinamikus emelkedése a vállalati beruházások oldalán is beindít egy pozitív visszacsatolást, a tőke relatív árának csökkenése és az alacsony kamatkörnyezet hatékonyságnövelő beruházásokra ösztönöz. A nemzetgazdasági beruházások 2017–2018-as emelkedéséhez a jövő évre bejelentett zöldmezős külföldi működőtőke-beruházások, illetve az állami investíciók is hozzájárulnak. 2018-tól kezdődően a járműipari kapacitások kiépülésével ismét fokozatosan javuló exportdinamikát várunk. A belső keresleti tényezők felfutása érdemben emeli a behozatal dinamikáját, ennek következtében középtávon a nettó export negatívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez. A fiskális impulzus várakozásunk szerint negatív lesz az idei év egészét tekintve, azonban a 2017–2018. évi költségvetési intézkedések már támogatják az elkövetkező évek gazdasági növekedését. A magyar gazdaság várakozásaink szerint 2016-ban 2,8 százalékkal, 2017-ben 3,6, 2018-ban pedig 3,7 százalékkal bővül.

1-5. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: A várható revíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés. Szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok. Forrás: KSH, MNB

1-6. ábra: A GDP éves változása



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

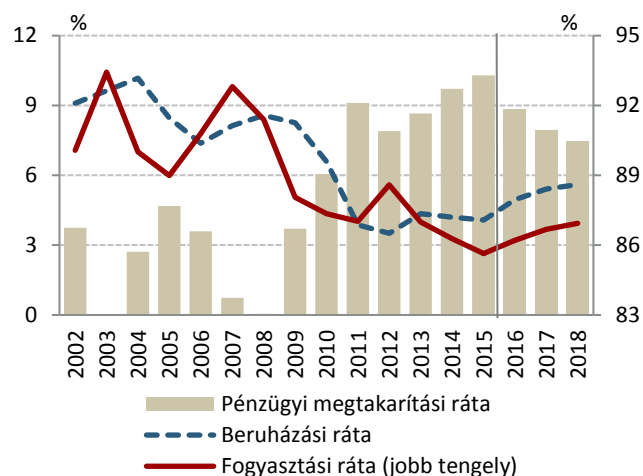
A lakossági fogyasztás további dinamikus élénkülésére számítunk az előrejelzési horizontunkon, melyet a kedvező

jövedelmi folyamatok mellett a fogyasztási hajlandóság emelkedése is támogat (1-6. és 1-7. ábra). A lakossági fogyasztás bővülését az idei év végén a kedvező jövedelmi folyamatok mellett a nyugdíjasoknak fizetett egyszeri juttatás támogatja. A juttatás 26 milliárd forintot, a negyedik negyedéves fogyasztás közel 0,4 százalékat teszi ki. A fogyasztás emelkedéséhez a minimálbér-emelés következtében dinamikus emelkedő jövedelmek hatására előrehozott fogyasztási kiadások járulnak hozzá. A fogyasztás bővülését a felhalmozott, historikusan magas nettó pénzügyi vagyon is támogatja. Az elmúlt negyedévekben a korábban visszafogott lakossági hitelkereslet élénkülést mutatott, így ennek eredményeként az idei évben már számottevő mértékben emelkedett a lakossági hitelek bruttó kihelyezése. Előretekintve a háztartási hitelezési aktivitás fordulatára, a hitelezési folyamatok érdemi élénkülésére számítunk.

A válság óta elhalasztott lakossági fogyasztás érdemi helyreállítási potenciált jelent.

Az elhalasztott fogyasztásra utal a mérsékelt szinten tartózkodó fogyasztási ráta és a tartós termékek vásárlásának alacsony szintje is. Mindezek alapján arra számítunk, hogy a következő években a pénzügyi megtakarítási ráta a jelenlegi magas szintjéről csökken, miközben a lakossági fogyasztási és beruházási ráta fokozatosan emelkedik. A foglalkoztatottság emelkedése következtében a munkanélküliségi ráta historikusan alacsony szintre csökken. A lakossági fogyasztás tartós bővülését a lakáspolitikai program másodkörös hatásai is támogatják. Termelési oldalról arra számítunk, hogy a fogyasztási kereslettel szorosan összefüggő ágazatokban – kereskedelem, turizmus-vendéglátás – további bővülés valósul meg.

1-7. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátája a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB-számítás

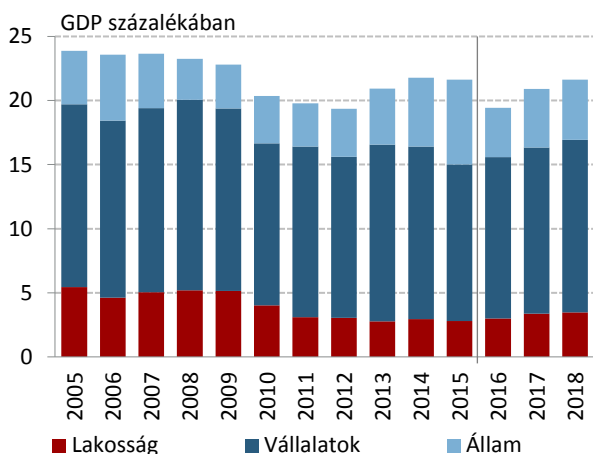
Várakozásunk szerint a nemzetgazdasági beruházások az idei visszaesést követően 2017–2018-ban jelentősen bővülnek, amihez az állam és a magánszektor egyaránt hozzájárul (1-8. ábra). Az uniós forráslelővétel párhuzamosan idén a kormányzati beruházások jelentősen visszaesnek a tavalyi rekordévhez képest. Ugyanakkor előretekintve a kormányzati elköteleződéssel összhangban az állami beruházások felfutására számítunk. Várakozásaink szerint az uniós forrásokból megvalósuló projektek elsősorban a következő években valósulnak meg, amit a szerződött állomány gyors felfutása, illetve a ciklus eleji lelővételre vonatkozó kormányzati elköteleződés is alátámaszt. Az uniós forrásból megvalósuló beruházások vizsgálatánál a mennyiségi mellett minőségi jellemzők figyelembevétele is meghatározó. A 2014–2020-as uniós költségvetési ciklusban a közvetlen gazdaságfejlesztés lényegesen nagyobb hangsúllyal szerepel.

A háztartások beruházási aktivitásának emelkedését a stabil munkaerőpiaci kilátások, a javuló jövedelmi folyamatok, továbbá az otthonteremtési program keresletösztönző hatása támogatja. A lakáspiaci ciklus egyre érettebb szakaszába lép, ahol már a megemelkedett lakáspiaci keresletre reagáló kínálati alkalmazkodás is zajlik. A hazai lakáspiacon azonosítható érdemi növekedési tartalék alátámasztja a lakáspiac élénkülésének várt folytatódását. Az elmúlt időszakban az építési engedélyek és a lakáscélú háztartási hitelezés jelentős bővülésével összhangban, illetve a CSOK nagyobb mértékű igénybevitelével párhuzamosan a lakossági beruházások felfutására számítunk.

A bérek és a kereslet dinamikus emelkedése a vállalati beruházások oldalán is beindít egy pozitív visszacsatolást, a tőke relatív árának csökkenése és az alacsony kamatkörnyezet hatékonyságnövelő beruházásokra ösztönöz. A keresleti kilátások javulásával párhuzamosan a vállalati beruházások élénkülésére számítunk. A társasági nyereségadó egységesítése a nagyvállalatok jelentős mértékű tehercsökkenését eredményezi, ami a tőkeköltség mérséklődése révén többletberuházásokra ösztönöz, így hozzájárul egy magasabb beruházási pályához. A beruházási aktivitás erősödését a Növekedéstámogató Program következtében élénkítő hitelezés is támogatja.

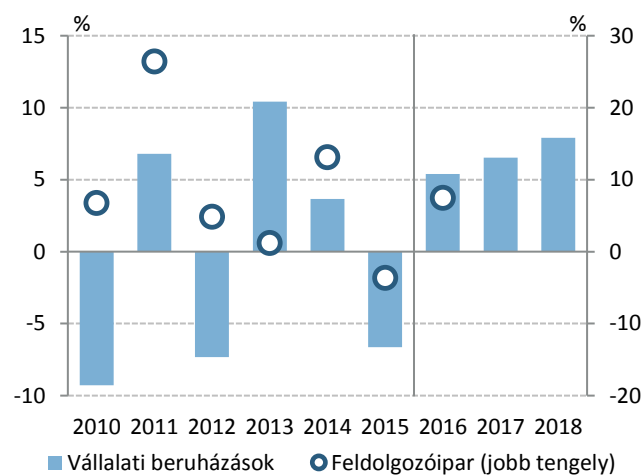
A hitelezési kereslet erősödésével a vállalati hitelállomány bővülésére számítunk előrejelzési horizontunkon. Előrejelzésünk szerint a kis- és közepes vállalatok hitelállományának növekedése stabilan az 5–10 százalékos sávban alakul. Az alacsony kamatkörnyezet keresleti oldalról megfelelő lehetőséget teremt a kereskedelmi bankok számára, hogy növeljék hitelezési

1-8. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

1-9. ábra: Vállalati és járműipari nagyberuházások éves változása



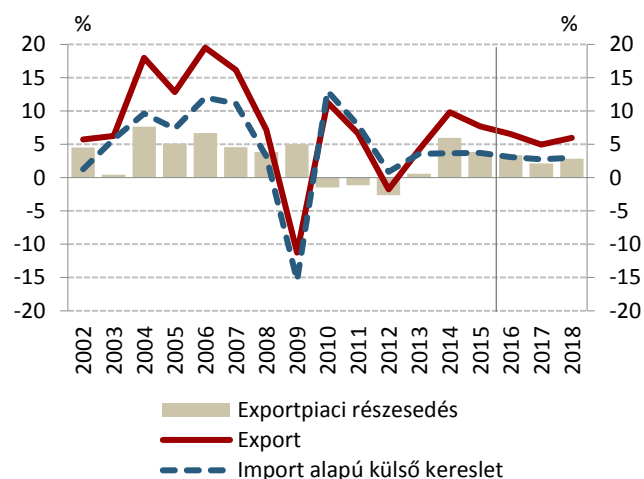
Megjegyzés: Feldolgozóipari beruházások 2016-ra az első három negyedév alapján.

Forrás: KSH, MNB-számítás

aktivitásukat. Emellett a piaci alapú hitelezés ösztönzését szolgáló jegybanki lépések és a bankadó fokozatos kivezetése is támogatják a hitelállomány bővülését. Az újonnan bejelentett járműipari fejlesztések érdemben hozzájárulnak a vállalati beruházások növekedéséhez (1-9. ábra).

A külső kereslet visszafogott bővülésével összhangban lassuló exportdinamikára számítunk az előrejelzési horizont első felében. 2018-tól a járműipari beruházások hatására felfutó termelőkapacitások következtében ismét fokozatosan javuló exportdinamikát várunk (1-10. ábra). Külső keresletünk alakulását előretekintve elsősorban a német gazdaság szerkezetváltása és a kínai gazdaság – így a világkereskedelem – lassulásából eredő exportkereslet mérséklődése befolyásolja. A visszafogott ipari termeléssel összhangban az áruforgalmi dinamika lassulását várjuk az idei év hátralevő részében. A gazdasági ciklusoktól és külső finanszírozástól kevésbé függő szolgáltatás-kereskedelem azonban várakozásunk szerint ellensúlyozza az áruexport átmeneti lassulását. A belső keresleti tényezők (fogyasztás, beruházás) dinamikus bővülése érdemben emeli a behozatal dinamikáját, ennek köszönhetően középtávon a nettó export negatívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez.

1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

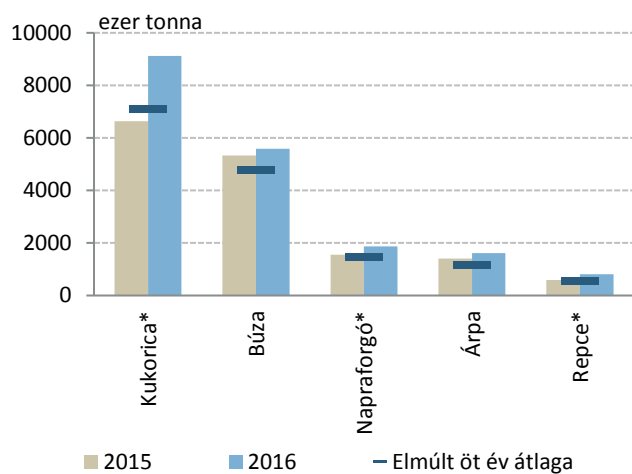
Forrás: MNB

A kedvező mezőgazdasági teljesítménynek köszönhetően az ágazat hozzáadott értéke az idei évben várhatóan 0,5–0,6 százalékponttal emeli a GDP növekedését. Az agrárium első három negyedéves teljesítményét az idei év kedvező gabonatermése is alátámasztja (1-11. ábra). A kukoricatermés az előző évhez viszonyítva több mint harmadával nőtt, emellett a mezőgazdaság teljesítményéhez a búza és egyéb gabonafélék növekedő termése is hozzájárult.

Korábbi tapasztalatok alapján a növekedésre vonatkozó előzetes adatközléseket a konjunktúraciklus felfutása esetén jellemzően a későbbi években felfelé módosították, így a gazdasági növekedés ideai alapfolyamatát erősebbnek ítéljük meg, mint a KSH által a jelenleg elérhető információs bázison megbecsült GDP adat. Ennek következtében arra számítunk, hogy az idei évi gazdasági növekedést érdemben felfelé módosíthatják a jövő évi revízió alkalmával (Részletesebben lásd 6.1. kiemelt téma).

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

1-11. ábra: Mezőgazdasági termésmennyiség alakulása



Megjegyzés: *2016-ra vonatkozóan becslés.

Forrás: KSH, AKI, Agroinform.hu

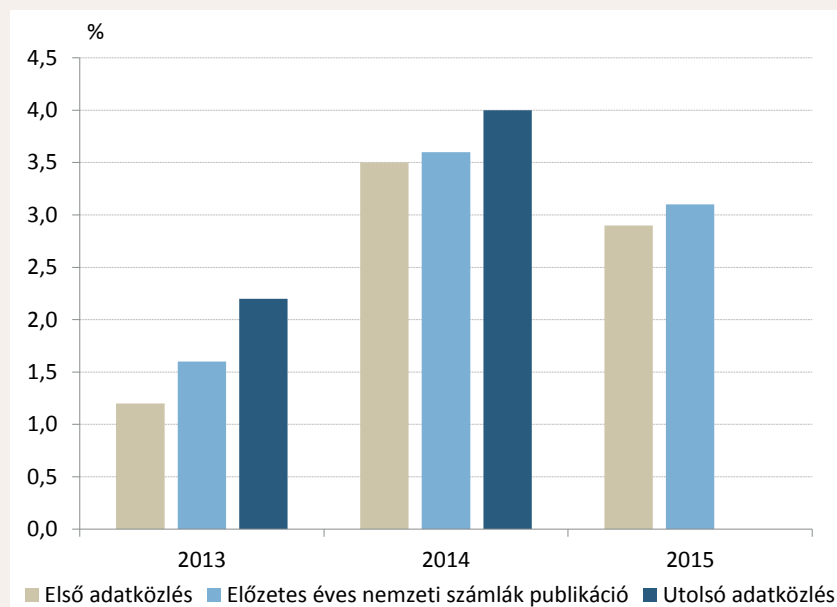
Növekedéstámogató Program, a mérséklődő bankadó és a vállalatok által lehívható EU-források egyaránt elősegítik. A hitelezés fellendülése a termelékenység javulásához is hozzájárul. Az aktivitás enyhén emelkedik előrejelzési horizontunk elején, majd historikusan magas szinten stabilizálódik.

1-2. keretes írás: Az elmúlt évek gazdasági növekedését befolyásoló revíziók

A bruttó hazai termék alakulásának felülvizsgálata során a **Központi Statisztikai Hivatal rendszeresen hajt végre revíziókat, melyek visszamenőlegesen is befolyásolják a gazdaság teljesítményéről alkotott képet.** Az adatrevíziók több tényezőhöz köthetők. Egyrészt amennyiben újabb adatok, részletesebb és bővebb adatbázisok válnak elérhetővé, például éves statisztikák (NAV-adatok), a becslés pontosítható. Másrészt a KSH rendszeresen hajt végre statisztikai okból változtatásokat: évente újrabecslí az idősor szezonális viselkedését és ötévente változtatja a volumenindexek bázisát. Harmadrészt időnként módszertani fejlesztéseket eszközölnek nehezen megfigyelhető adatok esetén, amikor új proxy használatára állnak át. Különös módon a jövő sokszor megváltoztatja a múltból alkotott képet, mivel a vizsgált negyedévet követően beérkező GDP adatok is sokszor revíziót eredményeznek az idősor már rendelkezésre álló értékeiben is. Érdemi módszertani revíziót okozott 2006-ban a GDP-számítás során az illegális tevékenységek figyelembe vétele és a láncindexálás bevezetése, illetve az Eurostat által előírt, 2014-ben bevezetett ESA2010 módszertanra történő átállás, melynek hatására a szokásos éves felülvizsgálatnál jelentősebb mértékben, visszamenőleg változtak az éves nemzeti számlák adatai.

A KSH legfrissebb, **2015. évi előzetes éves nemzeti számlás adatokat tartalmazó publikálásában összességében felfelé revidálta a gazdaság elmúlt évekre vonatkozó teljesítményét.** A KSH a rutinrevíziók és korrekciók mellett finomított a külföldre fizetett munkavállalói jövedelmek becslésén, emellett a hitelintézetek esetében elszámolásra került a konverziós díj. 2015-ben a hazai GDP 3,1 százalékkal bővült, ami 0,2 százalékponttal haladja meg a korábbi adatközlés. Az egyes évekre vonatkozó bruttó hazai termék adatok az előzetes éves nemzeti számlák publikálását követően is módosulhatnak. Az újabb adatközlések folyamán az elmúlt években a gazdasági növekedésre vonatkozó adatok az előzetes nemzeti számla publikációkhoz viszonyítva jellemzően felfelé revidálódtak (1-12. ábra). **A GDP adatok revíziójának előrejelzési rendszerünkben való kezelését és az alkalmazott módszertant a 6.1. kiemelt témában fejtjük ki részletesebben.**

1-12. ábra: Az elmúlt évek GDP-növekedését érintő revíziók

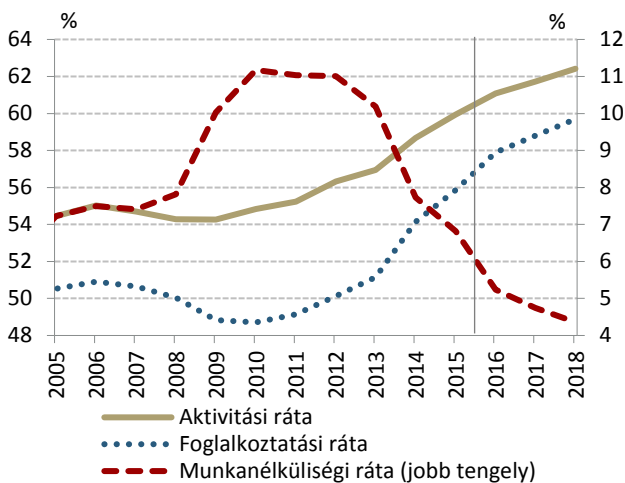


Forrás: KSH

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

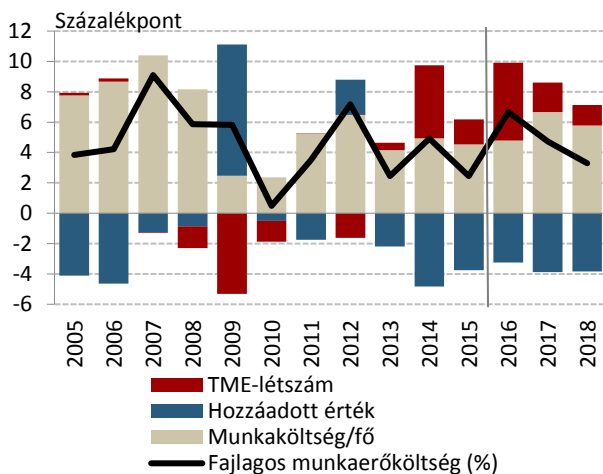
A nemzetgazdasági foglalkoztatottság az aktivitásnál nagyobb ütemben bővül előrejelzési horizontunkon, ami a versenyszféra foglalkoztatottságának folytatódó növekedéséből adódik. Ennek következtében a munkanélküliség jelenleg is historikusan alacsony szintje tovább csökken. A versenyszféra tovább emelkedő munkaerő-kereslete, valamint a feszes munkaerőpiac a bérdinamika fokozatos erősödését okozza, amit tovább fokoz a következő két évben életbe lépő jelentős minimálbér- és garantált bérminimum emelés. Összességében a versenyszféra nominális bérdinamikája az elmúlt években tapasztaltnál erőteljesebben alakul előrejelzési horizontunkon.

1-13. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

1-14. ábra: A fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása a versenyszférában



Megjegyzés: TME – Teljes munkaidő egyenértékes.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

Az aktivitás enyhén tovább emelkedik előrejelzési horizontunkon. Az aktivitás emelkedéséhez főként a munkaerőpiachoz szorosan kötődő inaktív munkaerőpiacra áramlása járul hozzá, amit a megemelkedett minimálbér és garantált bérminimum munkakínálat-ösztönző hatása is támogat (1-13. ábra). Várakozásaink szerint az élénk bérdinamika következtében a szakképzett munkaerő külföldre vándorlása mérséklődhet, valamint a közfoglalkoztatotti bér és a versenyszférában elérhető bér közötti különbség emelkedése nagyobb ösztönzést jelenthet a közfoglalkoztatottak számára, hogy megjelenjenek a piaci alapú foglalkoztatásban.

A versenyszféra munkakereslete a gazdasági növekedéssel párhuzamosan tovább emelkedik előrejelzési horizontunkon. A vállalatok létszámbővítési törekvéseit azonban jelentősen befolyásolja, hogy a bevonható munkaerőtartalék nemcsak mennyiségi, hanem minőségi és mobilitási szempontból is egyre korlátosabb. A munkaerőpiacon fennálló súrlódások miatt a versenyszférában foglalkoztatottak száma az utóbbi évek erőteljes létszámbővülését követően lassuló ütemben emelkedik. Előrejelzésünkben kismértékű állami bürokráciacsökkentéssel számolunk, így az államháztartásban foglalkoztatottak száma mérséklődik, akiknek nagy része a versenyszférába áramlik át. Prognózisunkban nem számolunk a közfoglalkoztatási programok további bővítésével, várakozásunk szerint a közfoglalkoztatottak létszáma éves átlagban 220 ezer fő körül alakul. Összességében a nemzetgazdasági foglalkoztatottság lassuló ütemben bővül tovább.

A foglalkoztatottság folytatódó emelkedésével a **munkanélküliség jelenleg is historikusan alacsony szintje tovább csökken.** A szűkülő bevonható munkaerő-tartalék miatt mind a vállalatok, mind a szektorok között egyre erőteljesebb bérverseny alakul ki a munkaerő pótlása és megtartása érdekében, ami a versenyszféra nominális bérdinamikájának fokozatos erősödését okozza. A minimálbér és garantált bérminimum emelése érdemben hozzájárul a versenyszféra béreinek növekedéséhez (lásd 1.3. keretes írás). A versenyszféra nominális bérdinamikája az elmúlt években tapasztaltnál erőteljesebben alakul (1-14. ábra).

1-3. keretes írás: A bérmegállapodás makrogazdasági hatásai

A novemberben bejelentett bérmegállapodás értelmében **a minimálbér 2017-ben közel 15, 2018-ban közel 8 százalékkal, a garantált bérminimum 2017-ben közel 25, 2018-ban közel 12 százalékkal emelkedik** (1-3. táblázat). A nagymértékű adminisztratív béremelések érdemben hozzájárulnak a versenyszféra bruttó átlagkeresetének növekedéséhez. **Vállalati szinten a minimálbér és garantált bérminimum emelése miatt fellépő munkaerőköltség-növekedést mérsékli, hogy a munkáltatókat terhelő szociális hozzájárulási adó 2017-ben 5, 2018-ban további 2 százalékponttal csökken minden foglalkoztatottra kiterjedően.** Az alábbi keretes írás a bérmegállapodás makrogazdasági hatásaival foglalkozik.

1-3. táblázat: A 2017-től életbe lépő főbb változások a bejelentett bérmegállapodás értelmében

	2016	2017	2018
Bruttó minimálbér (Ft)	111 000	127 500	138 000
Éves növekedés (%)		14,9	8,2
Bruttó garantált bérminimum	129 000	161 000	180 500
Éves növekedés (%)		24,8	12,1
Szociális hozzájárulási adó (%)	27	22	20
Százalékpontos változás		-5	-2

Forrás: Nemzetgazdasági Minisztérium

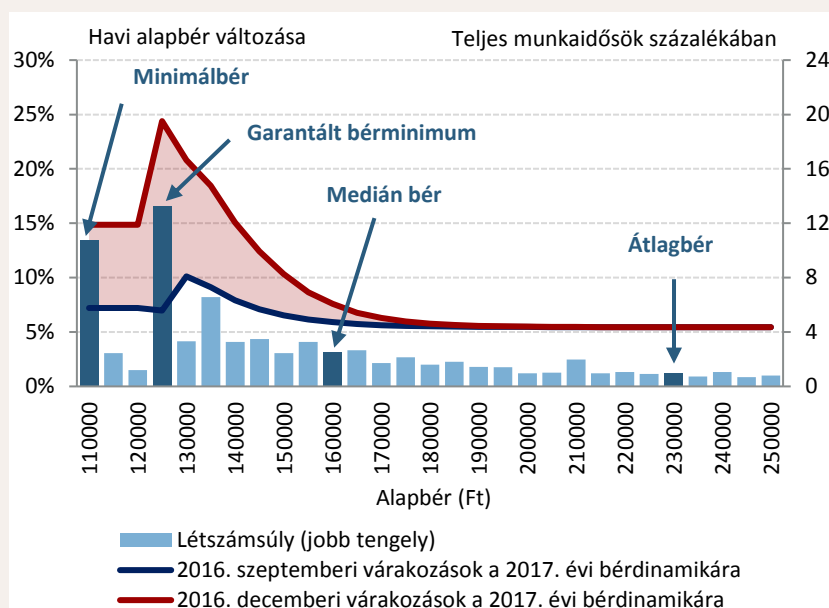
A minimálbér és garantált bérminimum emelése a munkavállalók jelentős hányadát közvetlenül érinti, hiszen a bérek eloszlása balra ferde; 2015-ben a teljes munkaidőben foglalkoztatottak közel 30 százalékának alapbére nem haladta meg a garantált bérminimumot.¹ Emellett a vállalatok igyekeznek fenntartani a dolgozók relatív termelékenysége és relatív bére közötti kapcsolatot, így a vállalaton belüli bérkülönbségek fenntartása érdekében a minimálbér és garantált bérminimum közelében keresők bére is jellemzően emelkedik. **A bértorlódás elkerülése miatt tehát a minimálbér és garantált bérminimum emelésének átgyűrűző hatása lehet a bérelasztlás alsó részében.** Az átgyűrűzés mértékét azonban a felerédési hatás várhatóan csökkenti. Ennek hátterében az áll, hogy a minimálbér és garantált bérminimum emelésekor a szürkén foglalkoztatottak bejelentett jövedelme közeledhet a tényleges jövedelmükhöz, ez viszont a vállalaton belüli (valós) bérelasztlást alapvetően nem változtatja meg.

A piaci alapfolyamatoknál nagyobb mértékű minimálbér- és garantált bérminimum emelés hatásának beclsléséhez a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat 2015-ös Bértarifa-felvételének adatait használtuk fel. Számításaink során feltételeztük, hogy a közfoglalkoztatottak kivételével a szakképzettséget nem igénylő munkakörökben dolgozók legalább minimálbért, a legalább középfokú iskolai végzettséget vagy középfokú szakképzettséget igénylő munkakörökben foglalkoztatottak pedig legalább garantált bérminimumot keresnek. Feltételezésünk szerint a nem minimálbért vagy garantált bérminimumot keresők bére is érdemben emelkedik a feszes munkaerőpiaci feltételekkel összefüggésben. Számításunkban **a minimálbér emelkedése a teljes munkaidőben foglalkoztatottak 12 százalékát, míg a garantált bérminimum emelkedése a teljes munkaidőben foglalkoztatottak 16 százalékát érinti közvetlenül 2017-ben** (1-15. ábra). A korábbi nagymértékű minimálbér-emelések tapasztalatai alapján² **az alacsonyabb bérkategóriákban jobbra tolódik a bérelasztlás, míg a magasabb bérkategóriák felé haladva csökkenő ütemű átgyűrűző hatás jellemző.** A magasabb bérkategóriákban foglalkoztatottak béreit elsősorban a munkaerőpiac feszessége befolyásolja. A legutóbbi nagymértékű, 2012-es minimálbér- és garantált bérminimum emelést követően az átlagbér közeli bérkategóriákban már nem volt megfigyelhető számottevő átgyűrűzés. Összességében **becslésünk szerint a minimálbér és garantált bérminimum emelése a közvetlen és átgyűrűző hatások eredőjeként a versenyszféra nominális bérdinamikáját a korábbi előrejelzésünkhöz képest 2,5 százalékponttal élénkítheti a jövő évben.**

¹ A Bértarifa-felvétel alapján a legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozások körében.

² Kertesi Gábor – Köllő János (2004): A 2001. évi minimálbér-emelés foglalkoztatási következményei. Közgazdasági Szemle, LI. évf., 2004. április (293–324. o.)

1-15. ábra: A minimálbér és garantált bérminimum emelésének hatása a versenyszféra nominális bérdinamikájára



Megjegyzés: A 2016. évre vonatkozó bérelőzlást a 2015-ös Bértarifa-felvétel adatai alapján becsültük.

Forrás: NFSZ Bértarifa-felvétel, MNB-számítás

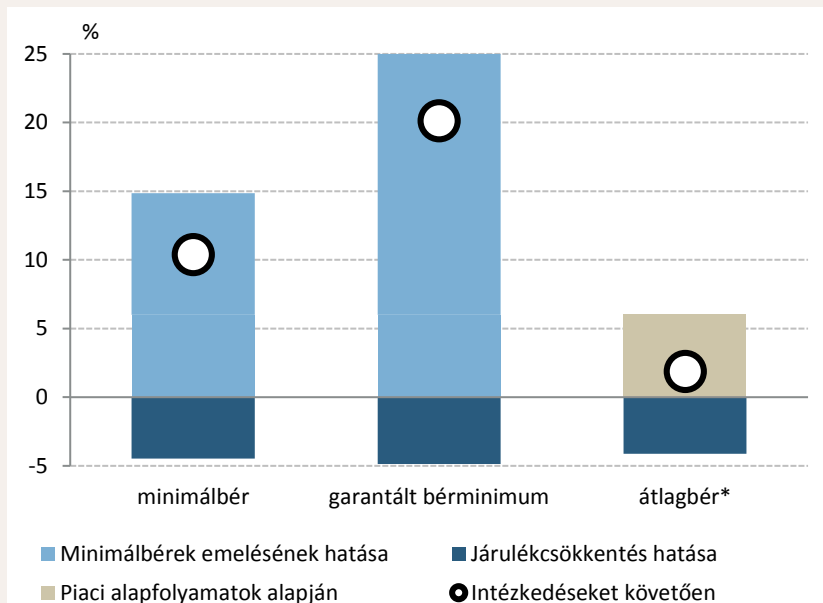
Az elmúlt években tapasztaltnál jelentősebb nominális bértáplálás a háztartások irányából elsősorban a **fogyasztási kiadások növekedésén**, a vállalatok irányából elsősorban a bérköltségek emelkedésén keresztül jelentkezhet. A minimálbér és garantált bérminimum emelése effektív béremelést jelent a magas fogyasztási hányaddal jellemezhető alsóbb jövedelmi rétegekben. **A lakosság rendelkezésre álló jövedelme előretekintve jelentősen bővíthet** összhangban a munkajövedelem érdemi hozzájárulásával.

A minimálbér- és garantált bérminimum emelés bérköltségnövelő hatását a szociális hozzájárulási adó csökkentése tompítja. **Az intézkedések hatására összességében makrogazdasági szinten a munkaerőköltség érdemben nem változik, a terhek megoszlása a hazai vállalatok körében azonban nem egyenletes.** Azon vállalatoknál, akiknél magas a minimálbért vagy garantált bérminimumot keresők aránya, a szociális hozzájárulási adó mérséklése nem ellensúlyozza a minimálbér és garantált bérminimum növekedését, így ezen vállalati szegmens munkaerőköltsége érdemben emelkedhet (1-16. ábra). Azon vállalatoknál viszont, akiknél a foglalkoztatottak többsége jóval a garantált bérminimum felett keres, az intézkedések munkaerőköltség-csökkenést eredményezhetnek. A minimálbér-emelés nemzetközi empirikus irodalma alapján³ nem várunk foglalkoztatásban történő alkalmazkodást a vállalatok részéről. **A bérköltség érdemi emelkedését tapasztaló vállalatok több csatornán keresztül alkalmazkodhatnak: növelhetik a hatékonyságukat és a termelékenységüket vagy az árak emelésén keresztül átháríthatják a felmerülő többletköltségeiket.** A 2001–2002-es minimálbér-emelés tapasztalatai⁴ alapján azokban az ágazatokban, ahol az ár kismértékű emelése is piaci részesedésvessztéssel jár (pl. feldolgozóipar, export szektor), a cégek kisebb mértékben tudják áthárítani a béremelkedéssel járó költségeket. A rugalmatlanabb keresletű ágazatokban (szolgáltató szektor, nem-exportáló ágazatok) viszont a vállalatok könnyebben átháríthatják a fogyasztókra a plusz költségeket. **Az erőteljesebb költségoldali inflációs hatás ellen hat, hogy a bérek és az infláció közötti kapcsolat a válságot követően gyengült.** A vállalatoknak a magasabb bérek kigazdálkodására nagyobb lehetőség nyílt, hiszen az elmúlt években a globális energiaár-csökkenés a termelési költségeket jelentősen mérsékelte, másrészt a vállalatoknak érdemben csökkent a kamatkiadása mind az alacsonyabb adósságállománynak, mind az alacsony kamatoknak köszönhetően.

³ Belman, D and P J Wolfson (2014): What Does the Minimum Wage Do? Kalamazoo, MI: W.E. Upjohn Institute for Employment Research; Card, David and Alan B. Krueger (2016): Myth and Measurement: The New Economics of the Minimum Wage (Twentieth Anniversary Edition). Princeton, NJ: Princeton University Press

⁴ Péter Harasztosi - Attila Lindner (2015): Who Pays for the Minimum Wage?. <http://faculty.chicagobooth.edu/workshops/micro/pdf/LindnerJMP.pdf>

1-16. ábra: A munkaerőköltség változása 2017-ben bérkategóriánként



Megjegyzés: *2016-ban átlagbért kereső.

Forrás: MNB-számítás

Költségvetési oldalról a szociális hozzájárulási adó csökkentése és a Munkahelyvédelmi Akcióterv járulékkedvezményének ehhez kapcsolódó módosítása összességében 2017-ben 370 milliárd forint, 2018-ban pedig 545 milliárd forint adókiengedést jelent (1-4. táblázat). A minimálbér és a garantált bérminimum emelése a közszféra bérkiadásait közvetlenül növeli, illetve több szociális ellátás mértéke is a minimálbérhez van kötve. Az egyenlegrontó hatást mérsékli, hogy a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, valamint a szociális hozzájárulási adó csökkentésének bruttó béreket emelő hatása nemzetgazdasági szinten 2017-ben 165 milliárd forinttal, 2018-ban pedig több mint 275 milliárd forinttal emeli a bérekhez kapcsolódó költségvetési bevételeket (járulékok összes formája és személyi jövedelemadó). Emellett a növekvő bérekből megvalósuló többletfogyasztás plusz forgalmi adóbevételt jelent.

1-4. táblázat: A bérmegállapodás költségvetési bevételre gyakorolt hatása (mrd Ft)

	2017	2018
Szociális hozzájárulási adó csökkentése és MAT módosítása (statikus, versenyszféra)	-370	-545
Magasabb bértömeg bevételnövelő hatása (dinamikus, nemzetgazdaság)	165	275
Magasabb állami kiadások	-40	-70
Mindösszesen	-245	-340
a GDP százalékában	-0,6	-0,8

Forrás: MNB-számítás

Össességében a magas nominális bérdinamika a maginfláció fokozatos emelkedése irányába mutat. A minimálbér és garantált bérminimum emelése elsősorban a fogyasztás élénkülésén keresztül gyakorolhat hatást az árak alakulására.

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

	2015	2016		2017		2018
	Tény	Előrejelzés				
		Szeptember	Aktuális	Szeptember	Aktuális	Aktuális
Infláció (éves átlag)						
Maginfláció	1,2	1,4	1,4	2,2	2,4	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,1	1,3	1,3	2,2	2,3	2,9
Infláció	-0,1	0,4	0,4	2,3	2,4	3,0
Gazdasági növekedés						
Külső kereslet (GDP alapon)	2,1	2,1	2,3	1,6	1,5	1,7
Háztartások fogyasztási kiadása	3,4	4,9	5,0	3,8	5,0	4,0
Kormányzat végső fogyasztása	1,3	2,0	1,8	0,5	0,7	1,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	1,9	-4,2	-8,4	8,3	11,2	7,4
Belföldi felhasználás	2,3	2,4	2,1	4,0	5,1	4,0
Export	7,7	6,5	6,6	5,2	5,0	6,0
Import	6,1	6,4	6,4	6,5	6,7	6,6
GDP ¹	3,1	2,8	2,8	3,0	3,6	3,7
Külső egyensúly ¹						
Folyó fizetési mérleg egyenlege	3,4	6,2	5,5	5,4	3,7	3,0
Külső finanszírozási képesség	7,9	8,3	6,9	8,3	6,5	6,4
Államháztartás ^{2,6}						
ESA-egyenleg	-1,6	(-1,4) – (-1,5)	(-1,5) – (-2,0)	(-2,1) – (-2,3)	(-1,8) – (-2,2)	(-2,0) – (-2,2)
Munkaerőpiac						
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	4,3	6,1	6,3	6,5	9,0	7,0
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	2,7	3,1	3,3	0,6	1,2	1,0
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	4,0	5,3	5,4	6,0	8,5	6,9
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,5	3,2	3,4	1,1	1,9	1,3
Munkanélküliségi ráta	6,8	5,2	5,2	4,8	4,7	4,4
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ⁴	2,4	7,1	6,7	4,0	4,7	3,3
Lakossági reáljövedelem ⁵	3,9	5,0	4,5	3,5	4,6	3,9

¹ A várható revíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés.

² A GDP arányában.

³ A teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok alapján.

⁴ A versenyszféra fajlagos munkaerőköltsége a teljes munkaidős egyenértékes hazai foglalkoztatás alapján.

⁵ MNB-beccslés.

⁶ 2016-ban az uniós támogatások felhasználásától és a mozgástér kihasználására tervezett intézkedések végrehajtásától függően. 2017–2018-ban az Országvédelmi Alap felhasználásától és az EU-támogatások előleg részarányától függően.

1-6. táblázat: Az MNB alapelőrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2016	2017	2018
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2016. december)	0,4	2,4	3,0
Consensus Economics (2016. november) ²	0,2 – 0,4 – 0,5	1,2 – 1,9 – 2,6	
Európai Bizottság (2016. november)	0,4	2,3	2,7
IMF (2016. október)	0,4	1,9	2,6
OECD (2016. november)	0,1	1,4	2,5
Reuters-felmérés (2016. december) ²	0,3 – 0,4 – 0,5	2,0 – 2,1 – 2,5	2,1 – 2,7 – 3,4
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2016. december) ¹	2,8	3,6	3,7
Consensus Economics (2016. november) ²	1,4 – 2,0 – 2,3	1,2 – 2,6 – 3,9	
Európai Bizottság (2016. november)	2,1	2,6	2,8
IMF (2016. október)	2,0	2,5	2,4
OECD (2016. november)	1,7	2,5	2,2
Reuters-felmérés (2016. december) ²	1,9 – 2,1 – 2,3	2,5 – 3,2 – 3,7	
Folyó fizetési mérleg egyenleg⁴			
MNB (2016. december)	5,5	3,7	3,0
Európai Bizottság (2016. november)	4,1	3,1	4,1
IMF (2016. október)	4,9	4,6	4,0
OECD (2016. november)	6,8	6,7	5,7
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)^{4,5}			
MNB (2016. december)	(-1,5) - (-2,0)	(-1,8) - (-2,2)	(-2,0) - (-2,2)
Consensus Economics (2016. november) ²	(-2,8) – (-1,7) – (0,5)	(-3,0) – (-2,3) – (0,1)	
Európai Bizottság (2016. november)	-1,5	-2,3	-2,3
IMF (2016. október)	-2,2	-2,5	-2,5
OECD (2016. november)	-1,6	-2,0	-2,0
Reuters-felmérés (2016. december) ²	(-1,7) – (-1,3) – (-0,8)	(-2,7) – (-2,4) – (-1,7)	
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2016. december)	3,1	2,8	3,0
Európai Bizottság (2016. november) ³	3,9	4,2	4,8
IMF (2016. október) ³	4,0	4,4	4,9
OECD (2016. november) ³	3,4	3,7	3,9
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2016. december)	2,3	1,5	1,7
Consensus Economics (2016. november) ³	2,2	1,9	
Európai Bizottság (2016. november) ³	2,2	2,0	2,1
IMF (2016. október) ³	2,2	2,0	2,0
OECD (2016. november) ³	2,0	2,0	2,1

¹ A várható revíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslésen alapuló előrejelzés.

² A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középső érték) azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében.

³ 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.

⁴ A GDP arányában.

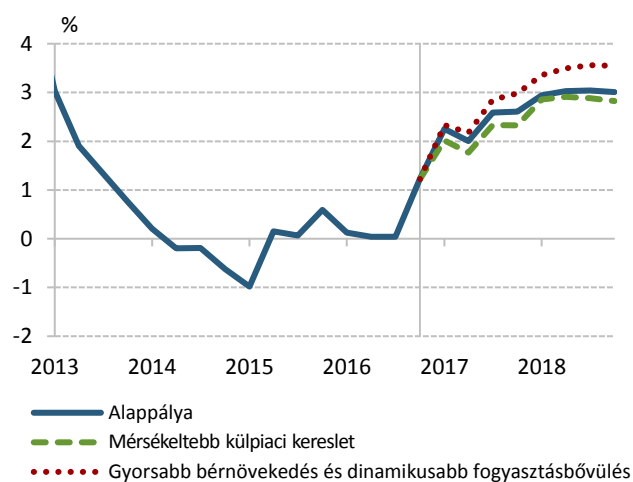
⁵ 2016-ban az uniós támogatások felhasználásától és a mozgástér kihasználására tervezett intézkedések végrehajtásától függően. 2017-2018-ban az Országvédelmi Alap felhasználásától és az EU-támogatások előleg részarányától függően.

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

2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

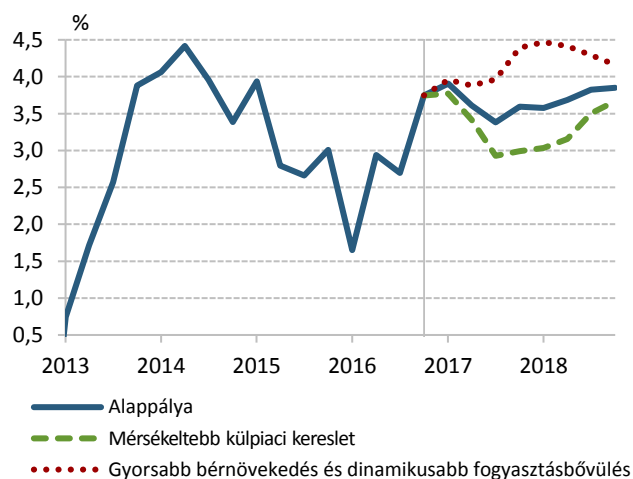
A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alappályája mellett két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A mérsékeltbb külpiaci keresletet feltételező alternatív forgatókönyv megvalósulása az alappályánál alacsonyabb növekedési és inflációs pályát jelent. A gyorsabb bérnövekedést és dinamikusabb fogyasztásbővülést feltételező pálya nyomán a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács a további kockázatok között a fejlett országok jegybankjainak monetáris politikai divergenciáját, az EU-forráskifizetés alakulása és szerkezeti elosztása miatt lassabb beruházási pályát, a magasabb olaj- és nyersanyagárakat, valamint az alacsonyabb olaj- és nyersanyagárakat 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



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

Forrás: MNB

Mérsékeltbb külpiaci kereslet

Az elmúlt időszakban számottevően erősödtek a lefelé mutató kockázatok külső piacaink növekedése tekintetében. A felvevőpiacaink által támasztott kereslet jövő évi lassulása lefelé mutató kockázatot jelent a hazai gazdasági növekedésre.

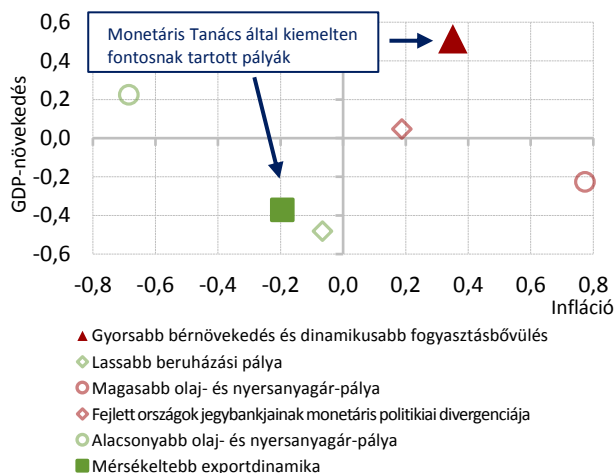
Felvevőpiacaink gazdasági teljesítményét jelentős bizonytalanság övezi. Külső keresletünk alakulását előretekintve elsősorban a német gazdaság szerkezetváltása, a brit népszavazást követő kilépési tárgyalások és a kínai gazdaság lassulásából eredő exportkereslet mérséklődése befolyásolhatja. Az európai konjunktúra visszafogottabb teljesítménye, valamint a periféria országait jellemző magas munkanélküliségi ráta, továbbá az európai bankrendszert érintő problémák tovagyrúzó másodkörös hatásai az európai importkereslet lassulásához vezethetnek, aminek következtében külső piacaink keresletbővülése visszafogottabb maradhat. Ezen felül az amerikai kamatemelés egyes feltörekvő piacokon intenzív tőkekiáramlást eredményezhet, míg a korábban dollárban eladósodó fejlett országok esetében az adósságszolgálat emelkedését okozhatja. Így összességében a fejlett és feltörekvő piacok visszafogottabb növekedése miatt hazánk várhatóan lassuló külső keresletbővüléssel szembesül.

Az alternatív pálya feltételezése szerint a korábbiaknál mérsékeltbb külső kereslet negatívan érinti az ipar és az exportszektor teljesítményét, ezáltal a gazdasági növekedés alacsonyabb az alappályában előrejelzettnél. Az inflációs cél elérését lazább monetáris politika biztosítja.

Gyorsabb bérnövekedés és dinamikusabb fogyasztásbővülés

Az utóbbi években a konjunktúra erősödésével párhuzamosan a munkaerő iránti kereslet folyamatosan nőtt, ugyanakkor a kínálat mennyiségében (aktivitás emelkedése), területileg és minőségében sem tudott ehhez a gyors bővüléshez alkalmazkodni. A

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



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

Forrás: MNB

munkanélküliségi ráta 5 százalék alá süllyedt, az üres álláshelyre jutó munkakeresők száma pedig a válság előtti szintre süllyedt. A folyamat eredményeként egyre erősödik a verseny a megfelelő munkaerő iránt, ami a lassabb, kínálati alkalmazkodás mellett rövid távon a bérek emelkedését vonja maga után. Az előrejelzés alappályája szerint az erősödő bérnövekedés hatására a lakossági fogyasztás dinamikus emelkedésére számítunk az előrejelzési horizonton, ám a munkaerőpiac felől érkező inflációs hatás mérsékelt marad.

Az alternatív pálya feltételezése szerint a munkaerőpiacon fennálló súrlódások érdemben korlátozzák a vállalatok létszámbővítési szándékait. Az erősödő szűk keresztmetszetek miatt fokozódó bérverseny magasabb nominális bérdinamikát eredményez, melynek nyomán emelkedik a háztartások rendelkezésre álló jövedelme. A növekvő belső kereslet gyorsabban záródó fogyasztási rést és mérsékeltebb dezinflációs hatást von maga után. Összességében az inflációs cél elérését az alappályában előrejelzettnél szigorúbb monetáris politika biztosítja.

További kockázatok

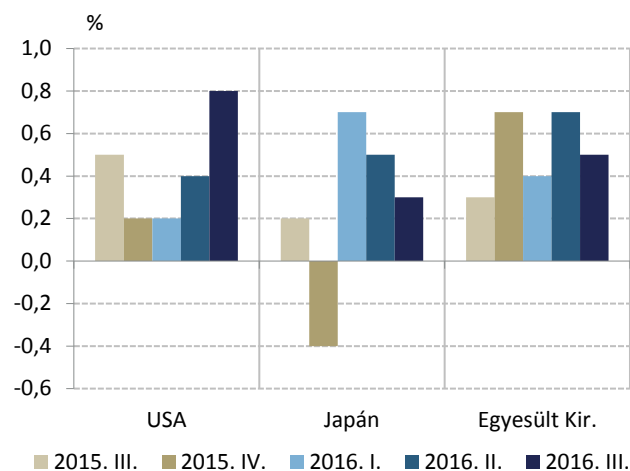
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további négy kockázatot mérlegelt. A fejlett országok jegybankjainak monetáris politikai divergenciája esetén az infláció az alappályában előrejelzettnél magasabban alakul, míg a hazai gazdasági növekedést nem befolyásolja érdemben. Az EU-forráskifizetés alakulása és szerkezeti elosztása miatt lassabb beruházási pálya az alappályában feltételezettnél alacsonyabb növekedés irányába mutat, míg az inflációra mérsékelt hatással van. Magasabb olaj- és nyersanyagárak esetén magasabb infláció és alacsonyabb növekedés valósul meg, míg az alacsonyabb olaj- és nyersanyagárak alacsonyabb infláció és erőteljesebb növekedés irányába mutatnak.

3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2016 harmadik negyedévében folytatódott a világgazdaság bővülése, azonban a növekedés változatlanul törekeny. Az egyes régiók között jelentős növekedési különbségek állnak fenn. Az inflációs ráták továbbra is visszafogottan, többségében a jegybanki célok alatt alakultak. A globálisan meghatározó jelentőségű jegybankok közül a Fed decemberben 25 bázisponttal emelte az irányadó rátáját, míg az EKB meghosszabbította kötvényszerzési programját. A többi országban változatlanul a laza monetáris kondíciók fenntartása, néhány ország esetében további lazítás várható.

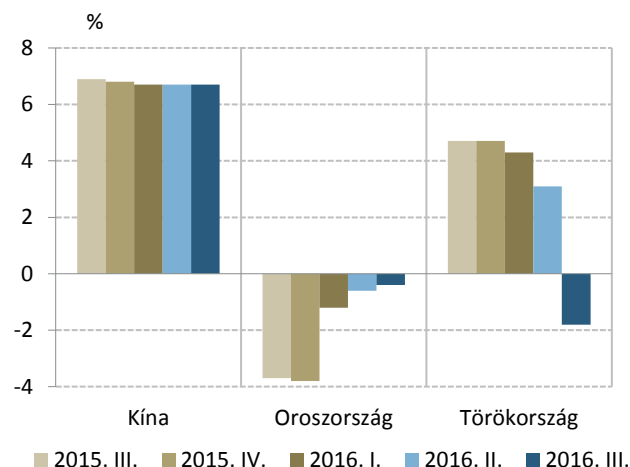
3-1. ábra: GDP negyedéves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok. Törökország esetén az utolsó rendelkezésre álló adat nem szezonálisan igazított.

Forrás: OECD, Rosstat, Turkish Statistical Institute

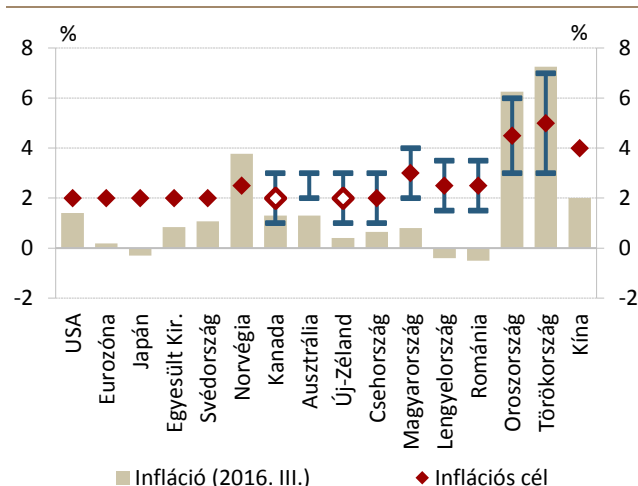
3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

Az Egyesült Államokban 2016 harmadik negyedévében a gazdaság növekedési üteme gyorsult az előző negyedévhez képest. A növekedési ütem emelkedését az export, valamint a készletfelhalmozás bővülése okozta, ami ellensúlyozni tudta a háztartások visszafogottabb fogyasztását. **Az Egyesült Királyság gazdaságát tekintve a negyedéves dinamika alapján lassult a növekedés.** Az EU-ból való kilépés, illetve annak pontos körülményeinek tisztázatlansága továbbra is érdemben rontják a növekedési kilátásokat rövid és középtávon. **A japán gazdaság növekedése negyedéves összevetésben némileg lassult,** ami főként a nettó export növekedéshez való negatív hozzájárulásához és a mérsékelt beruházási dinamikához köthető (3-1. ábra).

A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasága 2016 harmadik negyedévében éves összevetésben 6,7 százalékkal bővült (3-2. ábra), míg az előző negyedévhez viszonyítva 1,8 százalékkal növekedett. A kiskereskedelmi forgalom továbbra is erős növekedést mutat, az ipar bővülése azonban visszafogott maradt. A jelentős mértékű állami kiadások és a dinamikus hitelezési folyamatok is támogatták a gazdaság érdemi növekedését. Oroszországban enyhén, míg Törökországban érdemben visszaesett a gazdaság teljesítménye. India gazdaságát tekintve enyhén mérséklődtek a növekedési várakozások. Brazíliában az idei évre lejjebb tolódtak az elemzői várakozások, míg a korábbinál erősebb élénkülést vetítenek előre.

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 nyomás jellemzi. A feltörekvő országok átlagos inflációja változatlanul alacsony szinten tartózkodik. A fejlett országok esetében csupán Norvégiában, a feltörekvőket tekintve Oroszországban és Törökországban figyelhető meg a jegybanki célnál magasabb infláció.

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 rombuszal jelöltünk.

Forrás: Központi bankok adatbázisa, OECD

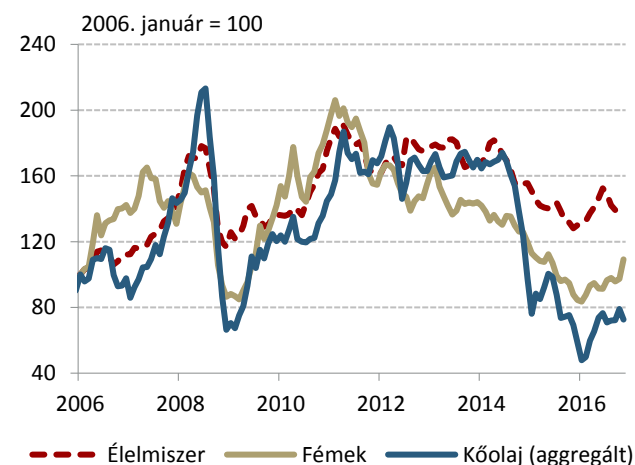
A Fed döntéshozói decemberi ülésükön 25 bázisponttal emelték az irányadó rátát. A döntés indoklása tovább élénkülő gazdasági aktivitásról számolt be. Az FOMC legtöbb tagja 2017-ben három 25 bázispontos kamatemelést tart valószínűnek, ami a piaci várakozásoknál meredekebb kamatpályát jelent. Az EKB decemberben bejelentett monetáris lazításával és a Fed kamatemelések hatására a két jegybank várható kamatpályája közötti divergencia erősödhet az elkövetkező időszakban. Az infláció emelkedett év eleje óta és közelíti a jegybanki célt, miközben a munkaerőpiaci helyzet tovább javult. Részen a kamatemeléssel kapcsolatos várakozások, részen az USA elnökválasztás eredménye hatására a tengerentúli hozamok fokozatosan emelkedtek, a dollár árfolyama pedig erősödött. Donald Trump győzelmét követően a kezdeti volatilitás után a pénzügyi piacok megnyugodtak, a tőzszeindexek pedig historikusan magas szint közelébe emelkedtek.

A japán jegybank az elmúlt negyedévben változatlanul hagyta irányadó rátáját, Mennyiségi és Minőségi Lazítási Programját pedig az újonnan kitűzött céljához, a hosszú hozamok 0 százalékos szinten tartásához igazította. A jegybank fenntartotta a 80 ezer milliárd jen összegű éves vásárlási ütemét, a hosszú hozamok a jegybanki céllal összhangban alakultak. A jegybanki kommunikáció alapján a monetáris politikai stratégia része lett a 2 százalékos inflációs cél túllövése is. A jegybank mérlegfőösszege az eszközvásárlások következtében tovább növekszik, augusztus óta meghaladja a japán GDP 90 százalékát.

A Bank of England döntéshozói változatlanul hagyták monetáris kondícióikat az elmúlt negyedév során. Az augusztusi átfogó lazító program óta nem történt további támogató intézkedés. A referendumot követő jelentős font-leértékelődés következtében megdráguló importtermékek miatt az árak emelkedésére számít a jegybank. A döntéshozók megjegyezték, hogy a foglalkoztatottság és a bérek növekedése is visszafogott maradt, így belföldről nem számítanak inflációs nyomásra. Prognózisuk szerint a jegybanki célt ideiglenesen meghaladhatja az infláció, ezt követően felülről éri el azt.

A globális nyersanyagárak továbbra is visszafogottan alakultak (3-4. ábra). A Brent és a WTI kőolaj átlagos hordónkénti világpiaci ára az elmúlt negyedévben 50 dollár körül mozgott. A kőolaj piacát változatlanul túlkínálat jellemzi, ugyanakkor a november végi OPEC ülésen a kitermelés korlátozásáról hozott döntés hatására érdemben 50 dollár fölé emelkedtek az irányadó olajár jegyzések. Az elmúlt időszakban az élelmiszerárak enyhén mérséklődtek az első félévi növekedést követően, míg a

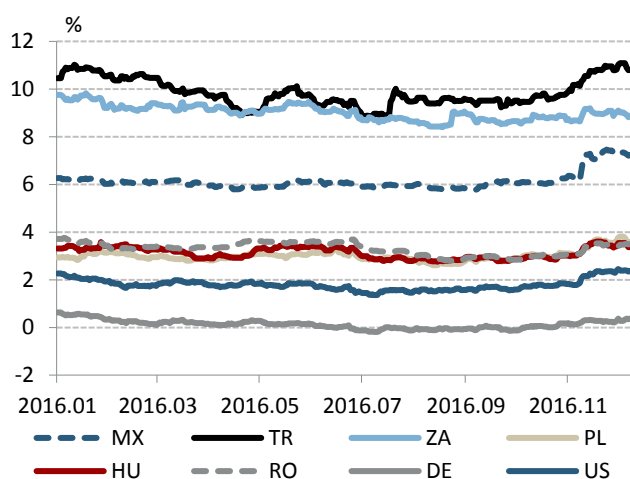
3-4. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása



Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árakból számítva.

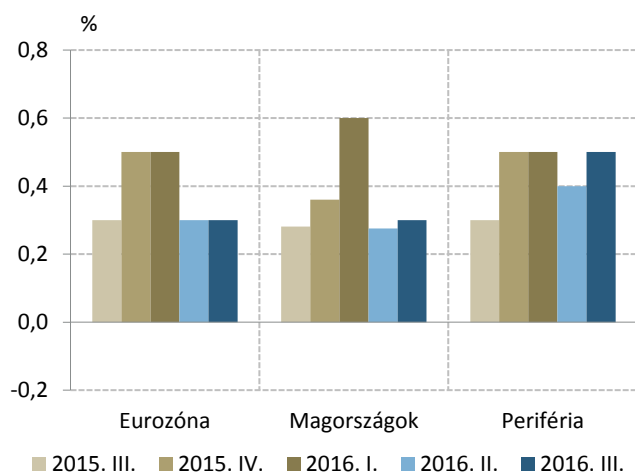
Forrás: IMF

3-5. ábra: Fejlett és feltörekvő piaci 10 éves állampapírhozamok



Forrás: Bloomberg

3-6. ábra: GDP negyedéves változása az eurozónában



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

Forrás: Eurostat

fémek árában novemberben érdemi emelkedést figyelhattunk meg.

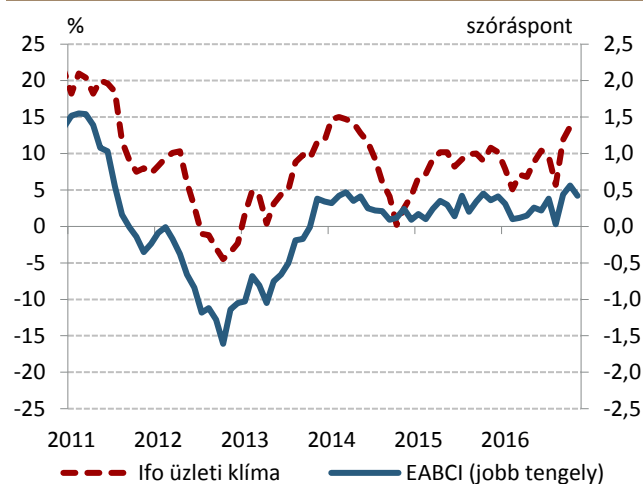
Az elmúlt negyedév első részében erős kockázatvállalási hajlandóság jellemezte a pénzpiacokat, amelyben az amerikai elnökválasztás eredménye, majd a Fed kamatdöntése okozott jelentős változást. A november eleji amerikai választás átmeneti piaci turbulenciát okozott, amely után egyes részpiacok korrigáltak, míg más piaci szegmensekben tartós kockázatkerülést és eladási hullámot indított el a választás végkimenetele. Ennek megfelelően az amerikai részvénytőzsi volatilitást megragadó VIX-index átmeneti megugrást követően historikusan alacsony szintre tért vissza, a fejlett tőzsdék pedig emelkedni tudtak. A megemelkedő inflációs várakozások viszont előbb az amerikai, majd egyéb fejlett és feltörekvő hosszú állampapírhozamokban is érdemi növekedést okoztak, és a globális kötvénypiacokat erőteljes tőkekiáramlás jellemezte (3-5. ábra). A devizapiaci folyamatokat a dollár november elejétől megfigyelhető erőteljes felértékelődése, valamint a jen és a feltörekvő devizák gyengülése határozta meg. Az EKB decemberi, az eszközvásárlási program meghosszabbításáról hozott lazító irányú döntése, majd a Fed kamatemelése és a várt kamatpálya megemelkedése az euro gyengülése, illetve a dollár erősödése irányába hatott. Az OPEC és egyes nem OPEC-országok elköteleződése a kitermelés januártól kezdődő korlátozásáról az irányadó olajárjegyzéseket 50 dollár fölé emelte.

3.1.2. Az eurozóna folyamatai

2016 harmadik negyedévében az eurozóna növekedési üteme megegyezett az előző negyedéves dinamikával (3-6. ábra). A legfontosabb kereskedelmi partnerünknek számító Németország gazdasága visszafogottabb ütemben, 0,2 százalékkal bővült negyedéves összevetésben. Az export visszaesésével párhuzamosan megnőtt a behozatal mértéke, így a nettó export negatív hatással volt a növekedési ütemre. Éves alapon a GDP visszafogottan, 1,5 százalékkal bővült, ami részben a háztartások mérsékeltebb dinamikájú fogyasztásához köthető. Franciaországban a gyenge második negyedéves GDP korrigálódott, amihez az emelkedő kormányzati fogyasztások, valamint a beruházás is hozzájárult. Az eurozóna növekedését jelentős lefelé mutató kockázatok övezik, amik többek közt a brit referendum hatásaihoz, illetve a bankszektor stabilitásához köthetők.

A perifériaországok bővülési üteme jelentősen emelkedett az előző negyedévhez képest, amihez főleg a háztartások megemelkedő fogyasztása járult hozzá.

3-7. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása

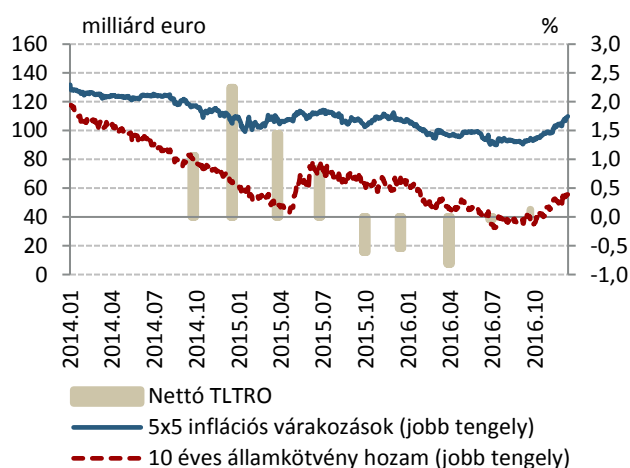


Forrás: Európai Bizottság, Ifo

Olaszország esetében 0,3 százalékos bővülés volt megfigyelhető az előző negyedévhez viszonyítva. Mind az ipar, mind a szolgáltató szektor teljesítménye élénkült, az nettó export azonban negatívan járult hozzá a növekedéshez. Spanyolországban 0,7 százalékkal bővült a gazdaság negyedéves összevetésben, ami enyhe lassulást jelent a korábbi negyedévek növekedési üteméhez képest. A lakossági fogyasztás továbbra is dinamikus, a beruházások azonban visszafogottan alakultak. A görög gazdaságot tekintve élénkülés volt tapasztalható a harmadik negyedévben, mind a belső fogyasztás, mind a külső kereslet kedvezően alakult, míg a beruházások csak mérsékelt ütemben bővültek.

Az előretekintő konjunktúraindikátorok emelkedést mutattak az elmúlt időszakban (3-7. ábra). Az euroövezet kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EABCI) az augusztusi alacsony színtről érdemben el tudott mozdulni. A német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) tekintetében még jelentősebb javulás volt megfigyelhető az elmúlt negyedévben, az index több mint kétéves csúcsra emelkedett.

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



Forrás: Bloomberg

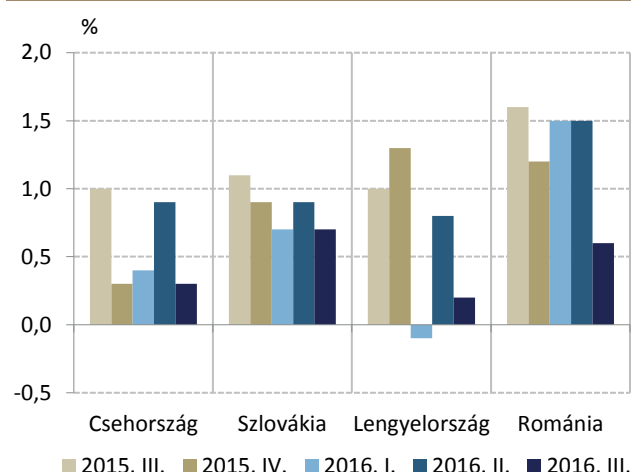
Az infláció az eurozónában enyhe emelkedést mutatott az elmúlt negyedévben, a korábbi olajárcsökkenés bázishatásának, valamint a szolgáltatások árdinamikájának enyhe emelkedése következtében. A legnagyobb euroövezeti gazdaságokban enyhe emelkedés volt az elmúlt időszakban, Spanyolországban már pozitív tartományban van az infláció, míg Olaszországban továbbra is a fogyasztói árak csökkenése figyelhető meg. Az eurozónában az 5 év múlva kezdődő 5 éves inflációs várakozások megemelkedtek, azonban továbbra is elmaradnak az EKB inflációs céljától (3-8. ábra).

Az EKB Kormányzótanácsa decemberi ülésén az eszközvásárlási programjának időbeli kitolásáról döntött. Az eszközvásárlási programot 9 hónappal 2017 decemberéig meghosszabbította a jegybank, ugyanakkor áprilistól kezdve a jelenlegi 80 helyett havi 60 milliárd euro értékben vásárolnak értékpapírokat. Emellett a program technikai feltételein is módosított a jegybank: egyrészt 1 évre csökkentették a megvásárolható állampapírok minimális futamidejét, másrészt a jegybank betéti kamatánál alacsonyabb hozamú papírok vásárlására is kiterjesztették a programot.

3.1.3. A kelet-közép-európai régió folyamatai

A kelet-közép-európai régió változatlanul dinamikus bővült, azonban lassabb ütemben a korábbi időszakhoz képest (3-9. ábra). Romániában a háztartások fogyasztása a magasabb bérek és a bejelentett adócsökkentés

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat, OECD

következtében dinamikus emelkedést mutatott. Csehországban a belső fogyasztás, Szlovákiában pedig az ipar bővülése járult hozzá jelentősen a növekedéshez. Lengyelország esetében az éves növekedési ütem 2,5 százalékra lassult a harmadik negyedévben, ami elsősorban a beruházások, valamint az exportszektor vártnál gyengébb teljesítményéhez köthető. A belső fogyasztás tekintetében ugyanakkor élénkülés volt megfigyelhető.

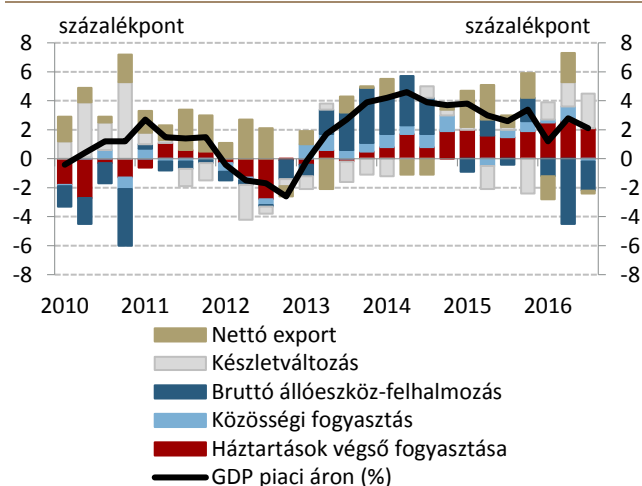
A régió átlagos inflációja továbbra is negatív tartományban alakul, kivételt egyedül Csehország képez, ahol pozitív volt az infláció. Lengyelországban a fogyasztói árak növekedési üteme a várakozásoknak megfelelően fokozatosan emelkedik, így jövő év elejére pozitív tartományba kerülhet az infláció.

A kelet-közép-európai országok jegybankjai fenntartották a laza monetáris kondíciókat a makrogazdasági folyamatokkal összhangban. A lengyel jegybank döntéshozói szerint a defláció mértéke fokozatosan csökken, a belső fogyasztás erősödése pedig hozzájárul az inflációs cél eléréséhez. A cseh jegybank az árfolyamkorlát eltörlését jövő év közepére tervezi, de a kivezetés pontos időpontja az inflációs cél elérésének megfelelően változhat. A román jegybank várakozásainak megfelelően mérséklődött a defláció, az infláció 2017-ben érheti el a toleranciasávot.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

2016 harmadik negyedében a KSH adatközlése szerint a bruttó hazai termék 2,2 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves összevetésben 0,3 százalékkal bővült a GDP volumene. A visszafogott növekedést elsősorban az uniós forrásokból megvalósuló beruházások lassabb felfutása, illetve a mérsékelt ipari termelés magyarázta. A gazdasági növekedést az érdemben bővülő lakossági fogyasztás továbbra is jelentősen támogatta.

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



Forrás: KSH

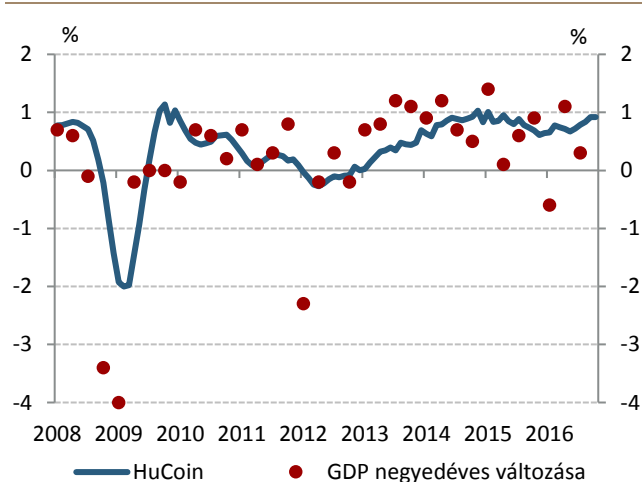
A KSH adatközlése alapján 2016 harmadik negyedében a bruttó hazai termék 2,2 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves összevetésben 0,3 százalékkal bővült a GDP (3-10. ábra). A mérsékelt növekedés hátterében elsősorban az uniós forrásokból megvalósuló beruházások lassú felfutása és a járműipar visszafogott teljesítménye állt. A hazai gazdaság középtávú kilátásait tükröző HuCoin-indikátor alapján a konjunkturális alapfolyamatok enyhén javultak az elmúlt hónapokban (3-11. ábra).

2016 harmadik negyedében a gazdasági növekedést továbbra is érdemben támogatta a lakossági fogyasztás bővülése. A háztartások fogyasztási kiadásának növekedését elsősorban az élénk bérnövekedés és az alacsony infláció következtében javuló jövedelmi alapfolyamatok támogatták. A fogyasztás emelkedését a kiskereskedelmi forgalom 2012 vége óta tapasztalható stabil élénkülése is alátámasztja (3-12. ábra). A kiskereskedelemi értékesítések volumene 4,6 százalékkal bővült a harmadik negyedévben az előző év azonos időszakához képest, az eladások emelkedése a termékek széles körében megfigyelhető volt. A fogyasztás emelkedéséhez a historikusan magas nettó pénzügyi vagyon is hozzájárult az elmúlt években (3-13. ábra). Az elmúlt negyedévekben a korábban visszafogott lakossági hitelkereslet élénkülést mutatott, így az idei évben már számottevő mértékben csökkent a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása.

2016 harmadik negyedében a háztartási szektor 2009 óta először nettó hitelfelvevő volt. Az új hitelkihelyezések volumene tovább emelkedett, ami főként a lakáscélú hitelek bővüléséhez kötődött. A háztartási hitelezés élénkülését elsősorban keresleti tényezők magyarázzák: az alacsony kamatkörnyezet és a reálbérek növekedése mellett a Családi Otthonteremtési Kedvezmény is ösztönzőleg hat a lakosság hitelfelvételi hajlandóságára. A kínálati feltételek a lakáshitelek esetében változatlanok maradtak, míg a fogyasztási hitelek esetében enyhültek a negyedév során.

Az elmúlt időszakhoz hasonlóan a piaci szolgáltatások a harmadik negyedévben is érdemben támogatták a gazdasági növekedést. A szolgáltató ágazatok széles körében bővült a hozzáadott érték. A vendéglátás és

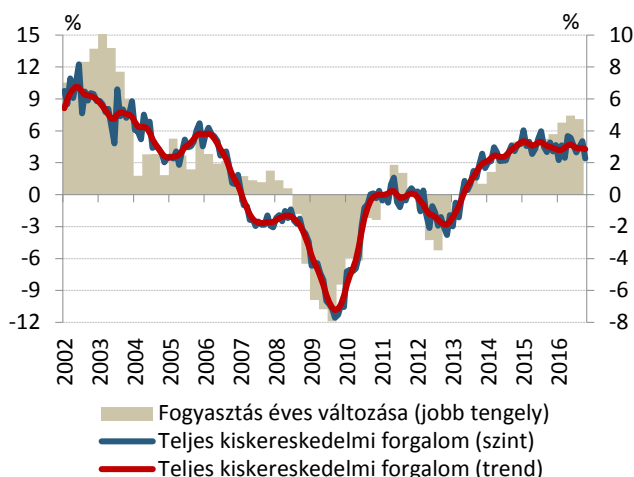
3-11. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



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

Forrás: KSH, MNB-számítások

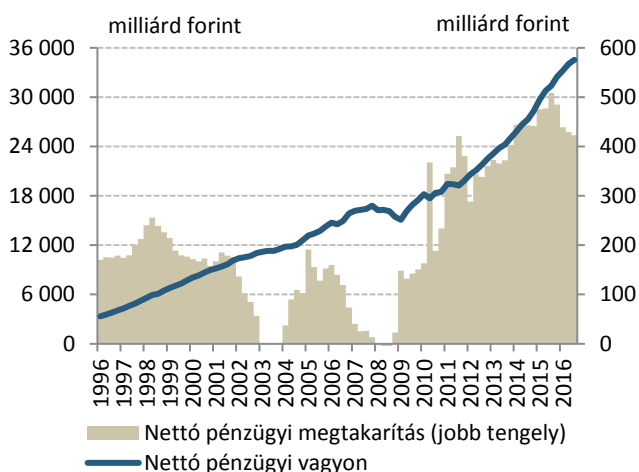
3-12. ábra: A teljes kiskereskedelmi forgalom és a fogyasztás volumenének alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok, éves változás.

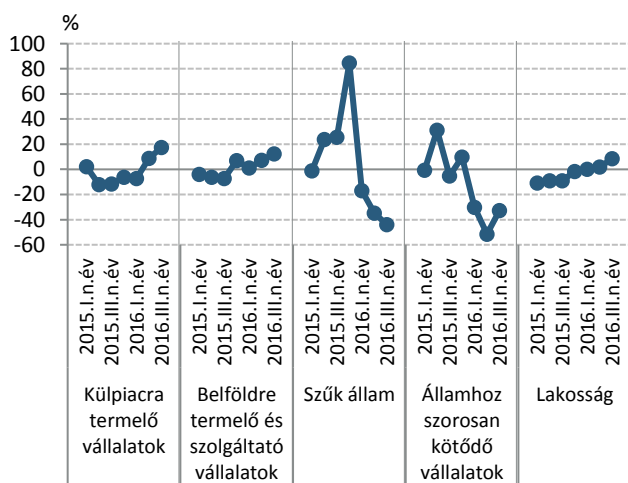
Forrás: KSH, MNB-számítások

3-13. ábra: A háztartások megtakarítása és vagyona



Forrás: MNB-számítás

3-14. ábra: Szektorális beruházások alakulása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: KSH

turizmus ágazatok teljesítménye érdemben emelkedett a harmadik negyedévben. A belföldi turisztikai kereslet élénkülését támogatja a háztartások javuló jövedelmi helyzete, emellett a külföldiek által eltöltött vendégéjszakák száma is tovább emelkedett. A piaci szolgáltatások közül egyedül a pénzügy és biztosítás alágazat hozzáadott értéke mérséklődött az előző év azonos időszakához viszonyítva.

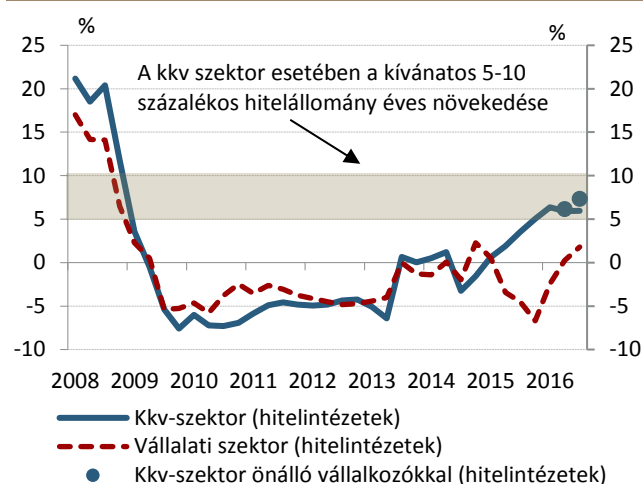
A végső fogyasztás bővülését a háztartások fogyasztási kiadásának további emelkedése okozta, a kormányzattól kapott természetbeni transzferek stagnálása és a kormányzati fogyasztás visszaesése mellett.

A KSH adatközlése alapján 2016 harmadik negyedévében **8,8 százalékkal zsugorodtak a nemzetgazdasági beruházások, amit az európai uniós források tavalyi évtől elmaradó volumene magyarázott.** Az egyes szektorok teljesítménye továbbra is eltérően alakult (3-14. ábra). Az állami és az állami szektorhoz szorosan kötődő ágazatok (energetika, vízellátás, szállítás) beruházásainak jelentős visszaesése folytatódott, összhangban az uniós forrásokból megvalósuló beruházások lassú felfutásával. A visszafogott beruházási aktivitással párhuzamosan az **építőipar kibocsátása továbbra is érdemben elmaradt az előző év azonos időszakától.** A vállalatok beruházási aktivitása ismét emelkedett a harmadik negyedévben, amit elsősorban a feldolgozóipari beruházások érdemi bővülése támogatott. Az egyedi nagyberuházások mellett az ipari vállalkozások többsége esetén a beruházási aktivitás általános javulása volt tapasztalható. **A külpiacra termelő vállalati szektor beruházásainak emelkedése mellett a belföldre termelő és szolgáltató vállalatok beruházási aktivitása is tovább nőtt.**

2016 harmadik negyedévében a nem pénzügyi vállalatok hitelezése 1,8 százalékkal bővült éves összevetésben. **A kvv-szektor hitelállománya 6 százalékkal emelkedett az elmúlt egy évben, amit a Növekedési Hitelprogram továbbra is támogatott (3-15. ábra).** Az önálló vállalkozókkal bővített kvv-szektor esetében **7,3 százalékos éves emelkedés volt megfigyelhető.** Kínálati oldalon a hitelkondíciók lazítása támogatta a hitelezés növekedését. Keresleti oldalon a kis- és mikrovállalatok hitelaktivitásának bővülése mellett a nagyvállalatok esetében is tapasztalható keresletélénkülés, elsősorban a kereskedelmi célú ingatlanfinanszírozás iránt.

A lakossági beruházási aktivitás emelkedett a harmadik negyedévben. A lakásépítések bővülése továbbra is visszafogottan alakult, ugyanakkor folytatódott a kiadott építési engedélyek számának érdemi növekedése. 2016 harmadik negyedévében közel 20 százalékkal nőtt az átadott új lakások száma az előző év azonos időszakához képest, összhangban a kiadott építési engedélyek elmúlt

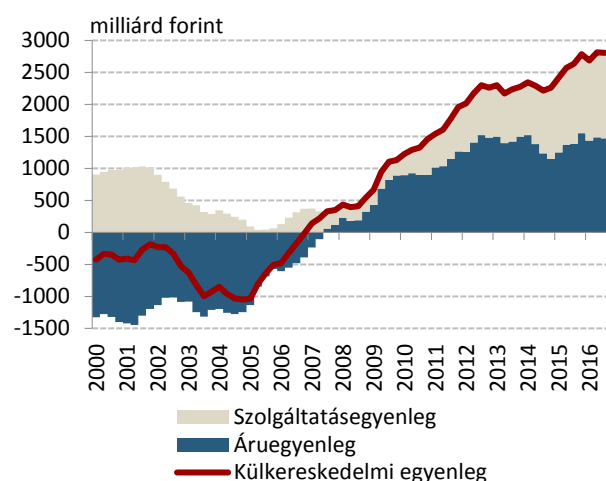
3-15. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



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

Forrás: MNB

3-16. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



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

Forrás: KSH

időszakban megfigyelt számottevő bővülésével. Az összesített lakáspiaci adatok alapján azonban a tranzakciók száma a tavalyi év magas bázisa következtében nem emelkedett tovább a vizsgált időszakban. A lakásépítések idei visszafogott alakulása a Családi Otthontermelési Kedvezmény alacsony kihasználtsága mellett az építési engedélyek hosszabb átfutási idejéhez kötődött. A lakásárak emelkedése kisebb mértékben folytatódott a harmadik negyedévben.

A nettó export negatívan járult hozzá a GDP növekedéséhez a harmadik negyedévben, összhangban a kivitel lassuló bővülésével. Az ipari termelés és értékesítés mérsékelt ütemben bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva, ami elsősorban a gépipari alágazatok visszafogott teljesítményéhez kötődött. A mérsékelt ipari kibocsátással összefüggésben az áruexport bővülése lassult. A szolgáltatásexport előző év azonos időszakához viszonyítva tovább emelkedett, azonban az elmúlt negyedévekhez képest visszafogottabb mértékben. Az árubehozatal mérsékeltebben alakult a korábbi negyedévekhez képest, amit a magas importtartalmú beruházások további mérséklődése magyarázott.

Külkereskedelmi többletünk bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-16. ábra). A növekedéshez az áru- és szolgáltatásegyenleg egyaránt hozzájárult a harmadik negyedévben. Lassuló ütemben, de folytatódott a cserearány javulása az előző év azonos időszakához képest. A folyamat mögött elsősorban az alacsony olajár húzódik meg.

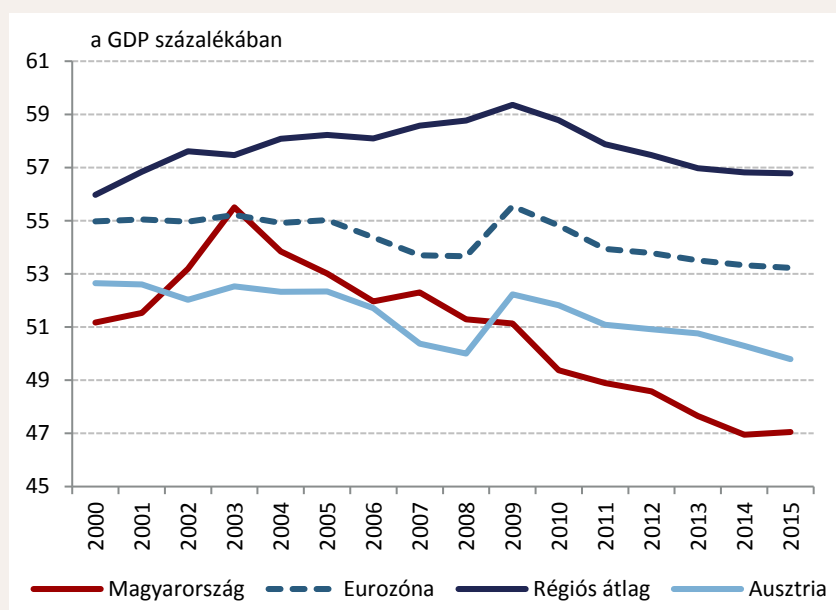
A mezőgazdaság hozzáadott értéke tovább emelkedett a harmadik negyedévben. Az elmúlt évek átlagát meghaladó termésátlagok megerősítik, hogy az idei évben az agrárium jelentősen támogatja a gazdaság növekedését.

Az idei évben a készletváltozás egyre növekvő mértékben járult hozzá a gazdaság bővüléséhez. A készletek bővülése elsősorban a jelentős mezőgazdasági termésadatokhoz, valamint a kereskedelemben felvásárolt készletekhez köthető. **Az idei évre elszámolt magas készlethozzájárulás erős bizonytalanságra utal a GDP felhasználási szerkezetét illetően.**

3-1. keretes írás: A lakossági fogyasztás alakulása

A válság következtében a kedvezőtlenebbé váló munkaerőpiaci folyamatok és a válság előtt felhalmozott magas, fenntarthatatlannak bizonyuló adósságállomány leépítési kényszerének következtében a lakossági fogyasztás tartósan visszafogott szinten alakult a 2008–2013 közötti időszakban. Az adóssággleépítés folyamatával és az óvatossági megfontolások előtérbe kerülésével párhuzamosan a háztartások a kiigazítás éveiben fogyasztásuk egy részét jelentősen elhalasztották, amit a jövedelmi folyamatoknál mérsékeltebb ütemű fogyasztásnövekedés is alátámasztott. A folyamat következtében **a GDP-arányos fogyasztási ráta is érdemben mérséklődött mind historikus, mind nemzetközi összevetésben, amely előretekintve helyreállítási potenciált jelent a hazai gazdaság növekedését tekintve** (3-17. ábra).

3-17. ábra: A fogyasztási ráta alakulása 2000 és 2015 között



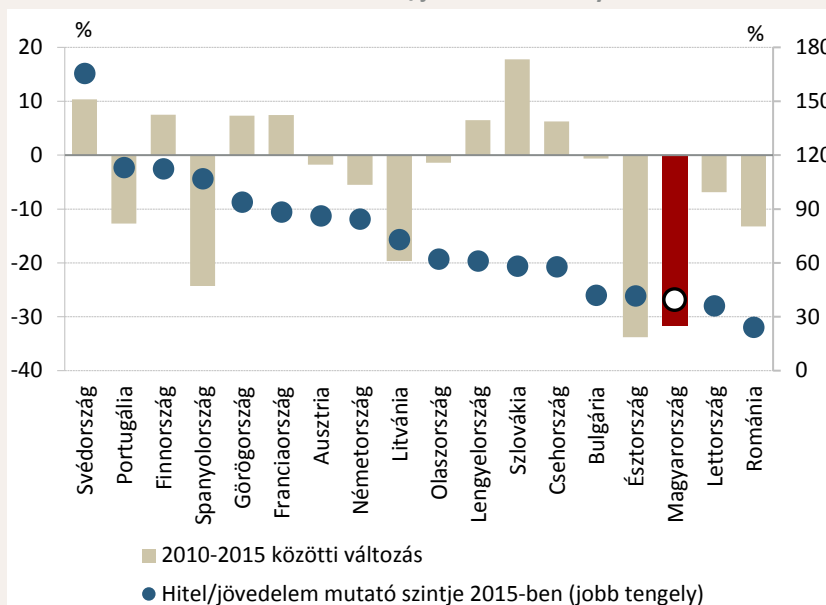
Megjegyzés: A régiós átlag Lengyelország, Szlovákia, Cseh Köztársaság és Románia adatait tartalmazza. 2005. évi áras adatok alapján.

Forrás: Eurostat

A tőkeáttétel a jelentős nettó megtakarítási pozíció miatt folyamatosan leépült (3-18. ábra), továbbá az adósság szerkezete a forintosítás hatására érdemben javult. A háztartások javuló adósságpozíciójával összhangban **2014 óta a lakossági fogyasztás folyamatosan élénkül**, az elmúlt negyedévek folyamán pedig már átlagosan 4 százalékot meghaladó mértékben bővült. **A mérlegkiigazítási periódusban elhalasztott lakossági fogyasztás érdemi helyreállítási potenciálként jelentkezik.**

Előretekintve a háztartások fogyasztási kiadásának növekedését az **élénk bérdinamika és az alacsony infláció következtében javuló jövedelmi alapfolyamatok támogatják**. Emellett a lakossági fogyasztás emelkedéséhez a válságot követő magas megtakarítási ráta következtében felhalmozott historikusan **magas nettó pénzügyi vagyon** is hozzájárul.

3-18. ábra: A háztartások hitel/jövedelem arányának alakulása

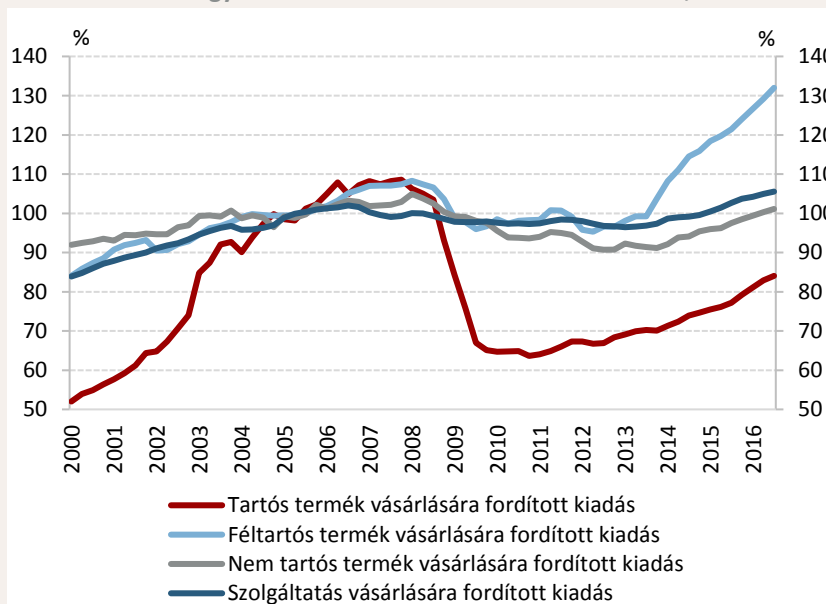


Megjegyzés: Olaszország és Görögország esetében 2010-re vonatkozólag a hitel/igazított bruttó jövedelem mutató áll rendelkezésre, ami kismértékben eltér a használt indikátortól. Bulgária és Észtország esetében az adatok 2014-re vonatkoznak.

Forrás: Eurostat, EKB

A válságot követően a fogyasztás szerkezete is megváltozott. A tartós fogyasztási cikkekre fordított kiadások érdemben visszaestek, míg a szolgáltatások és nem tartós termékek fogyasztásának szintje összességében stabilan alakult (3-19. ábra). Az elmúlt évek fokozatosan élénkülő fogyasztási alapfolyamatai következtében enyhe emelkedés figyelhető meg a tartós termékek keresletében. Előretekintve a kedvező jövedelmi folyamatok, a hitelezés élénkülése, valamint a háztartások vagyonállományának javulása egy **tartósan dinamikus fogyasztásbővülés** irányába mutatnak, így a **gazdasági növekedés szerkezetében egyre inkább hangsúlyossá válhat a belső kereslet**.

3-19. ábra: A fogyasztási kiadások szerkezetének alakulása, 2005=100

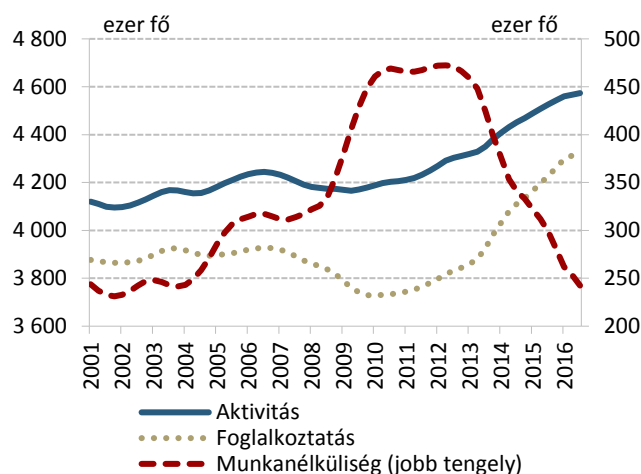


Forrás: KSH, MNB-számítás

3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

2016 harmadik negyedében tovább emelkedett a versenyszféra foglalkoztatottsága. Az éves növekedési ütem az első félévhez hasonlóan 3 százalék felett alakult. A harmadik negyedévben mért bővülést a feldolgozóiparban foglalkoztatottak számának emelkedése magyarázta. A munkanélküliségi ráta 4,9 százalékra csökkent az év harmadik negyedében, a munkaerőpiac feszesedése folytatódott.

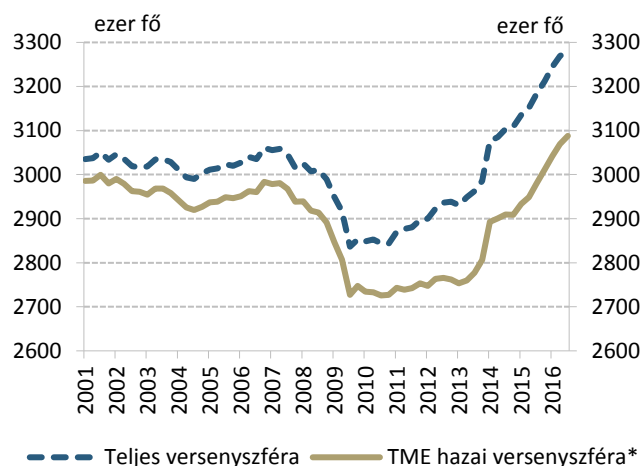
3-20. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Szezonális mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3-21. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása



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

Forrás: KSH, MNB

2016 harmadik negyedében tovább nőtt az aktívak száma (3-20. ábra), a 15–74 éves korosztályra vonatkozó aktivitási ráta 61 százalék felé emelkedett. A 15–64 éves korosztály körében az arány 70,6 százalékon alakult ugyanebben az időszakban.

A szezonálisan igazított adatok alapján a nemzetgazdasági foglalkoztatottság bővülése folytatódott, amihez mind a versenyszféra, mind az államháztartás hozzájárult. Az állami szférában bekövetkezett növekedésben a közfoglalkoztatáson kívüli foglalkoztatás emelkedése játszott szerepet.

A versenyszféra foglalkoztatottsága tovább emelkedett.

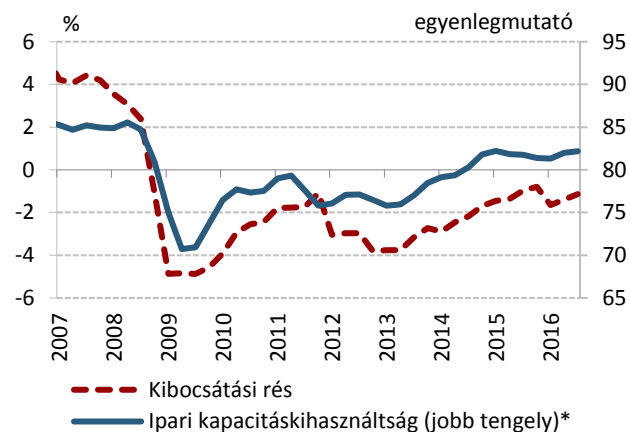
A szektoron belül a piaci szolgáltatások esetében nem volt érdemi változás, míg a feldolgozóipar esetében jelentősebb emelkedést figyelhettünk meg. A versenyszférában mind a teljes, mind a részmunkaidőben foglalkoztatottak száma emelkedett a harmadik negyedév során. A teljes munkaóratömegben megnőtt a részmunkaidősök átlagos heti munkaóráinak súlya. A külföldi telephelyeken dolgozók létszáma enyhén csökkent a tavalyi év azonos időszakához képest. Összességében a teljes munkaidő egyenértékes létszám a versenyszféra foglalkoztatottságához hasonló ütemben emelkedett (3-21. ábra). A ledolgozott munkaóratömeg a kiemelkedőnek számító második negyedév után némileg visszaesett, ugyanakkor a részmunkaidős foglalkoztatás átlagórái révén a hazai munkaerőpiacot az intenzív oldali alkalmazkodás is jellemezte a harmadik negyedévben.

A munkanélküliségi ráta historikusan alacsony szintre, 4,9 százalékra mérséklődött a harmadik negyedévben. A bejelentett nem támogatott új álláshelyek száma érdemben nem változott, a nem támogatott betöltetlen álláshelyek száma ismételt emelkedett. A versenyszférában mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatás szektorban nőtt az üres álláshelyek száma. A különböző statisztikák alapján számolt feszeségi mutatók alapján a munkaerőpiac érdemben tovább feszesedett a harmadik negyedévben.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A kibocsátási rés 2016 harmadik negyedében is a negatív tartományban alakult a becslésünk alapján. A foglalkoztatás dinamikus bővülésével összhangban azonban fokozatosan záródott az elmúlt negyedekben.

3-22. ábra: A kibocsátási rés és az ipari kapacitáskihasználtság alakulása



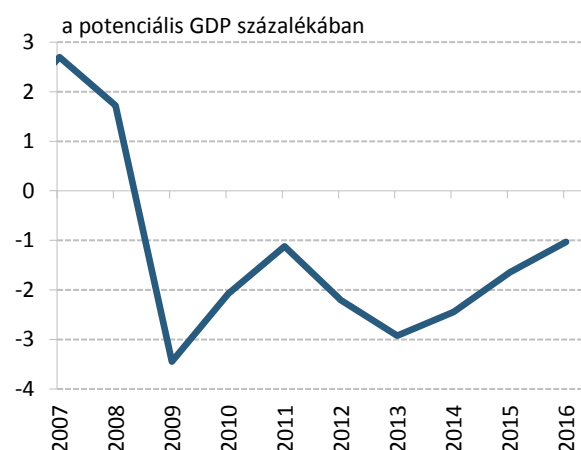
Megjegyzés: *Trend.

Forrás: MNB-számítás, ESI felmérés

Becslésünk szerint a kibocsátási rés 2016 harmadik negyedében is negatív tartományban alakult (3-22. ábra). A visszafogottabb járműipari termelés következtében a kapacitáskihasználtság visszafogottan alakult, ami hozzájárult a nyitott ciklikus pozícióhoz. A kibocsátási rés megítélése szempontjából meghatározó a lakossági fogyasztás alakulása, amelyben előretekintve jelentős helyreállítási potenciál azonosítható. Az Európai Bizottság becslése alapján a legfőbb külkereskedelmi partnereinket magába foglaló eurozóna kibocsátási rése továbbra is a negatív tartományban alakul a válság óta, ami érdemben befolyásolja a hazai kibocsátási rés alakulását (3-23. ábra).

A vállalati konjunktúrahangulatot és kapacitáskihasználtságot megragadó felmérések többsége az elmúlt években nagy mértékben emelkedett, ami a kibocsátási rés fokozatos záródására utal. A munkaerő a vállalatok válaszai alapján szűk keresztmetszetként jelentkezett az elmúlt negyedekben. A historikusan alacsony munkanélküliségi ráta is arra enged következtetni, hogy a munkatényező kihasználtsága érdemben növekedett az elmúlt időszakban.

3-23. ábra: Az eurozóna kibocsátási részének alakulása

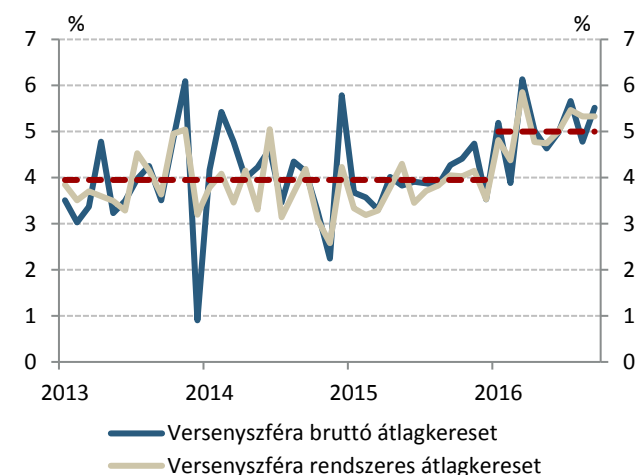


Forrás: Európai Bizottság

3.5. Költségek és infláció

Bár az infláció emelkedett az őszi hónapokban, továbbra is visszafogott szinteken, érdemben a 3 százalékos cél alatt tartózkodott. Az infláció alakulását az alacsony importált infláció, illetve a visszafogott szinten stabilizálódó inflációs várakozások magyarázták. A versenyszektor tavalyi évhez képest gyorsabb bérnövekedési üteme változatlanul fennmaradt a harmadik negyedévben.

3-24. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereseteinek éves változása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

3.5.1. Bérek

2016 harmadik negyedévében a versenyszektor bruttó átlagkeresetei 5,4 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest (3-24. ábra), amit az utóbbi negyedévekben tovább feszesedő munkaerőpiac magyaráz. A vállalatok által kifizetett prémiumok a harmadik negyedévben az előző évekhez képest enyhén magasabban alakultak. A versenyszférán belül mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltató szektorban gyorsult a bérdinamika a második negyedévhez képest. A feldolgozóipar bérnövekedési üteme – az utóbbi évekhez hasonlóan – magasabban alakult a piaci szolgáltató szektorhoz képest.

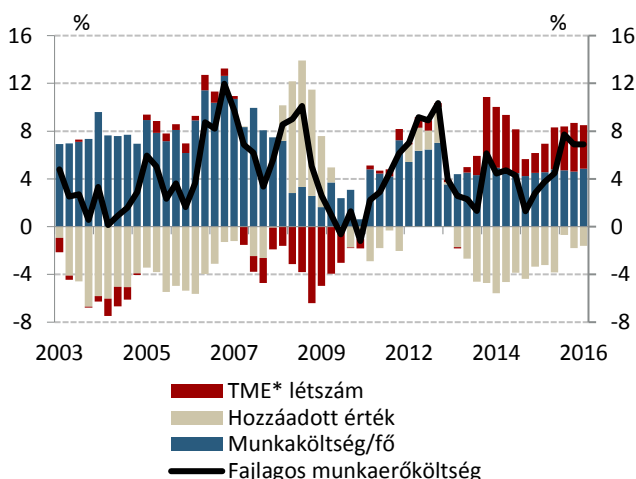
A teljes munkaidő egyenértékes létszámmal számolt fajlagos munkaerőköltség historikusan magas szinten tartózkodik (3-25. ábra). A fajlagos munkaerőköltség növekedését a harmadik negyedévben végbement érdemi foglalkoztatásbővülés és az egy főre jutó magas munkaerőköltség magyarázta.

3.5.2. Termelői árak

A mezőgazdasági termelői árak lényegében nem változtak a harmadik negyedévben és az elmúlt évekhez képest alacsonyabb szinten alakultak. A folyamatos minőségi javulás növelte a tej termelői árát, illetve az állatállományban bekövetkezett őszi kivágások is az áremelkedés irányába hatottak. A tej termelői árának emelkedését azonban ellensúlyozta a szezonális termékek – elsősorban zöldségfélék – árcsökkenése. A gabona termelői ára lényegében nem változott az elmúlt hónapokban.

Az ipar belföldi értékesítésnek árai enyhén csökkentek az előző év azonos időszakához képest (3-26. ábra). Bár az energiatermelő ágazatok éves árindexe emelkedett, az alacsony olajárak következtében változatlanul negatív tartományban tartózkodott. A továbbfelhasználásra termelő ágazatok árdinamikája változatlanul visszafogottan alakult. A fogyasztási cikkek gyártó ágazatok árai – az előző hónapokhoz hasonlóan – mérsékelten emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. A hazai termelői árak összhangban alakultak az eurozónában megfigyelt folyamatokkal.

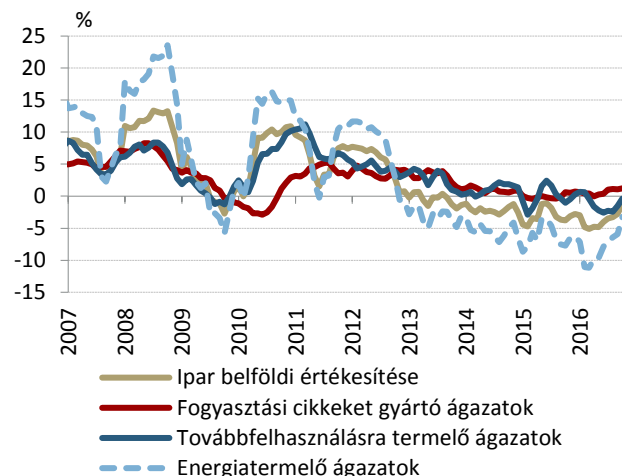
3-25. ábra: A fajlagos munkaerőköltség éves változásának dekompozíciója



Megjegyzés: *Teljes munkaidő egyenértékes. Szezonálisan igazított adatok. KSH által közölt hozzáadott érték alapján.

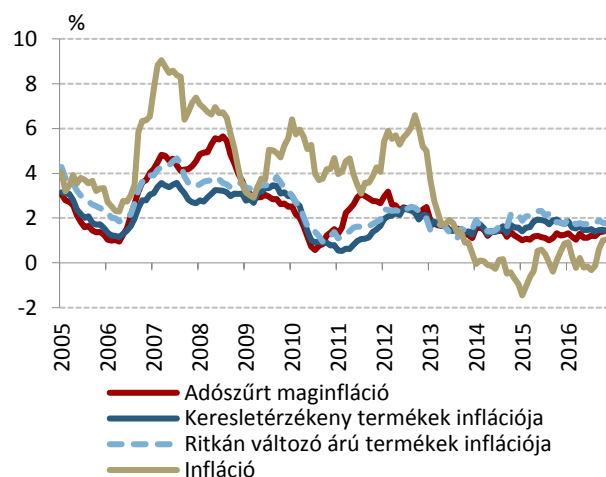
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-26. ábra: Az ipari termelők árak éves változása



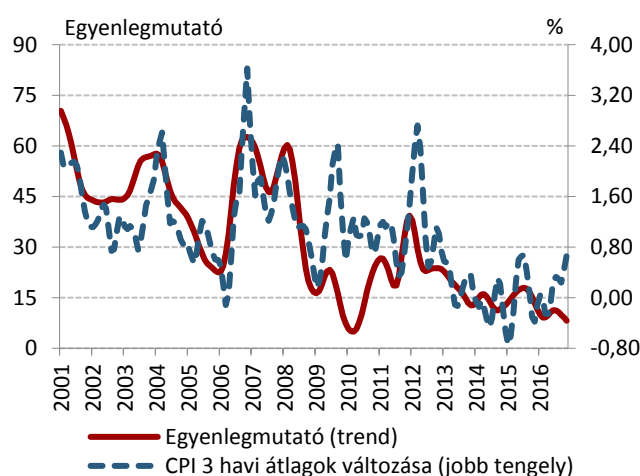
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-27. ábra: Az infláció és az inflációs alapotatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-28. 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: GKI, illetve KSH-adatok alapján MNB-számítás

3.5.3. Fogyasztói árak

Az őszi hónapokban az infláció emelkedett, azonban továbbra is visszafogott szinteken, érdemben a 3 százalékos cél alatt tartózkodott (3-27. ábra). A megfigyelt árdinamikát a visszafogott nyersanyagárak, valamint az alacsony inflációs várakozások együttes hatása magyarázza. Összességében a keresletérzékeny termékek inflációhoz való hozzájárulása nem változott, míg a volatilisabb, költségváltozásokra érzékenyebb élelmiszer- és energiaárak a korábbi hónapoktól eltérően az áremelkedés irányába hatottak.

A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók (a keresletérzékeny, illetve a ritkán változó árú termékek inflációja) lényegében nem változtak az elmúlt időszakban. A mutatók szintje változatlanul mérsékelt inflációs környezetre utal, amit elsősorban az importált infláció, valamint a nyersanyagárak magyaráznak.

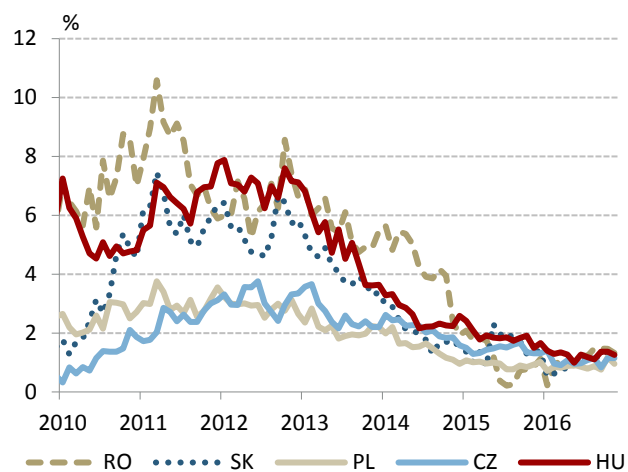
Az iparcikkek visszafogott árdinamikát mutattak az elmúlt hónapokban. A tartós iparcikkek ára csökkent, míg a nemtartós iparcikkek ára mérsékeltten emelkedett. Az iparcikkek árait összességében az elmúlt negyedév során a mérsékelt importárak árleszorító hatása mellett a folyamatosan élénkülő belföldi kereslet befolyásolta.

A piaci szolgáltatások árindexe a korábbi évekhez hasonlóan visszafogottan alakult. Októberben az egészségügyi szolgáltatásoknál és a kábeltévé előfizetéseknél figyelhetünk meg magasabb árdinamikát a korábbi évekhez képest, mely az éves árindex emelkedését okozta. Ezen hatástól eltekintve azonban a termékek széles körében mérsékelt árnövekedés volt megfigyelhető. A termékkörre jellemző árazási gyakorlat alapján a következő év eleje lehet meghatározó a piaci szolgáltatások inflációjának alakulása szempontjából.

A feldolgozott élelmiszerek szezonálisan igazított árai enyhén emelkedtek az elmúlt hónapokban. Az emelkedést elsősorban a tej és a tejtermékek árnövekedése magyarázza összhangban a termelői árak alakulásával. A feldolgozatlan élelmiszerek szezonálisan igazított árszintjében nem figyelhetünk meg lényegi elmozdulást.

Az üzemanyagok inflációja ismét pozitív tartományba emelkedett, amit bázishatások mellett az októbertől életbe lépő jövedékiadó-emelés magyaráz. A szabályozott árú termékeknél nem volt számottevő mértékű árváltozás az elmúlt hónapokban. A fogyasztóiár-index az elmúlt hónapokban megfelelt a szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzésének.

3-29. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

3.5.4. Inflációs várakozások

A kiskereskedelmi szektor szereplőinek árakra vonatkozó várakozása az elmúlt időszakban lényegében nem változott. Az ágazat árakra vonatkozó várakozása az év elejéhez hasonló szinten tartózkodik (3-28. ábra).

A hazai lakosság inflációs várakozásai lényegében nem változtak, és a háztartások továbbra is alacsony inflációs környezetre számítanak. Bár az infláció emelkedett az elmúlt hónapokban, a várakozások továbbra is visszafogott szinten alakultak. A lakossági várakozások elmúlt időszaki alakulása arra utal, hogy **a válságot követően a várakozások horgonyzottabbá váltak.** Régiós összevetésben a hazai várakozások összhangban alakultak a korábban is tartósan alacsony inflációval jellemezhető országokban tapasztalható várakozásokkal (3-29. ábra).

4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedév első részében erős kockázatvállalási hajlandóság jellemezte a pénzpiacokat, majd az amerikai elnökválasztás eredménye egyes piaci szegmensekben eladási hullámot indított el. A fejlett tőzsdék átmeneti turbulenciát leszámítva emelkedni tudtak, ugyanakkor a globális kötvénypiacokról erőteljes tőkekiáramlás történt, amely egyúttal a fejlett és feltörekvő hosszú állampapír-hozamokban is érdemi növekedést okozott. A devizapiaci folyamatokat a dollár november elejétől megfigyelhető erőteljes felértékelődése határozta meg. Az EKB decemberi, az eszközvásárlás folytatásáról hozott döntése hatására az euro gyengült, amelyhez a decemberi Fed szigorító üzenetei is hozzájárultak. Az OPEC-nek és más kitermelőknek a kitermelés korlátozásáról hozott döntése hatására érdemben, 50 dollár fölé emelkedtek az olajár-jegyzések.

A hazai pénzpiaci folyamatokat a nemzetközi tényezők mellett leginkább a jegybanki eszköztár módosítása, valamint a finomhangoló swaptenderek meghirdetése befolyásolta. Az MNB által az októberi és novemberi betéti tenderen befogadott korlátozott mennyiség hozzájárult a 3 éven belüli bankközi és állampapír-piaci hozamok további csökkenéséhez. Az elmúlt negyedév során ugyanakkor a megváltozott nemzetközi inflációs várakozások és hozamkörnyezet hatására a bankközi és az állampapír-piaci hozamgörbe hosszabb szakasza, a régiós elmozdulással összhangban, érdemben feljebb tolódott. Az ország kockázati megítélését tükröző CDS-felár az időszak második felében az óvatosabb befektetői hangulat hatására némileg magasabb szintre került, majd korigált. A forint árfolyama a 304-315-ös sávban ingadozott, az időszak elejéhez képest kissé leértékelődve.

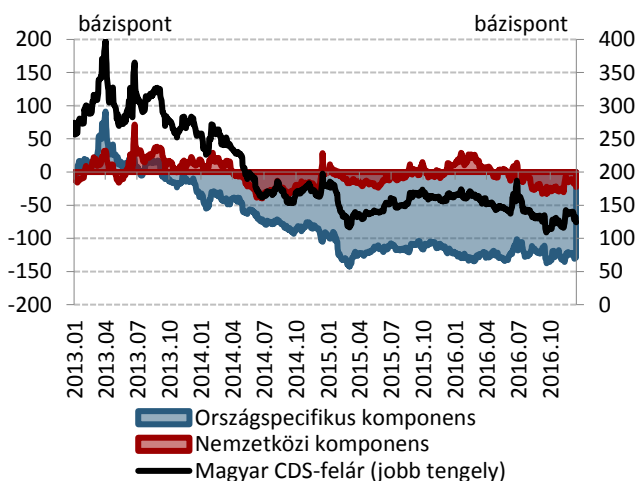
4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Szeptember közepéhez képest hazánk kockázati mutatói nemzetközi hatásra kissé romlottak (4-1. ábra).

A magyar 5 éves szuverén CDS-felár az időszak első részében historikusan alacsony szint környékén ingadozott, majd az amerikai választás utáni kockázatkerülő hangulatban megemelkedett. A hosszú állampapír-piaci hozamok az aukciókon tapasztalható erős kereslet ellenére – nemzetközi hatásra – megemelkedtek. A hazai deviza az időszak első felében 310-es szintről érdemben erősödött, majd 315-ig gyengült az euróval szemben. A környező országokban a CDS-felárak és a hosszú hozamok hasonló dinamikát mutattak, habár a zloty árfolyama és 10 éves hozama a régiós átlagnál erőteljesebben reagált a kedvezőtlen nemzetközi környezetre.

Hazánk CDS-felára az időszak első felében hazai tényezők hatására csökkent, míg második felében nemzetközi tényezők emelték, bár az időszak végén ismét mérséklődést mutatott. Az időszak első felében tapasztalható alacsony felárat az amerikai elnökválasztás hatására bekövetkező globális kockázatkerülés emelte meg mintegy 20 bázisponttal, amely azonban így is elmaradt a Brexit után tapasztalható érdemi felárugrástól. Dekompozíciós módszertanunk szerint az időszak második részében tapasztalható emelkedést jobbra a nemzetközi tényező magyarázta. Ezt erősíti meg, hogy a régiós felárak hasonló emelkedést mutattak. Az időszak első felében a hazai komponens csökkentette a hitelkockázati felárat, melyhez az államadósság szeptemberi és novemberi

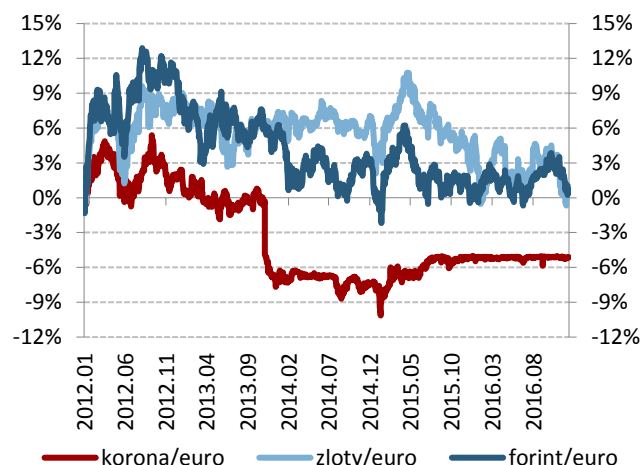
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

Forrás: Bloomberg

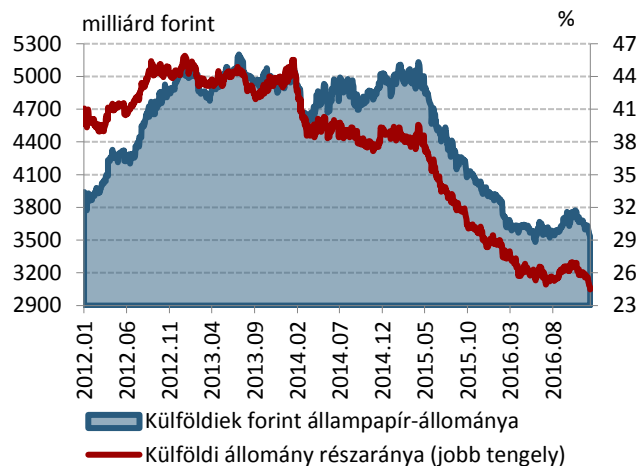
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

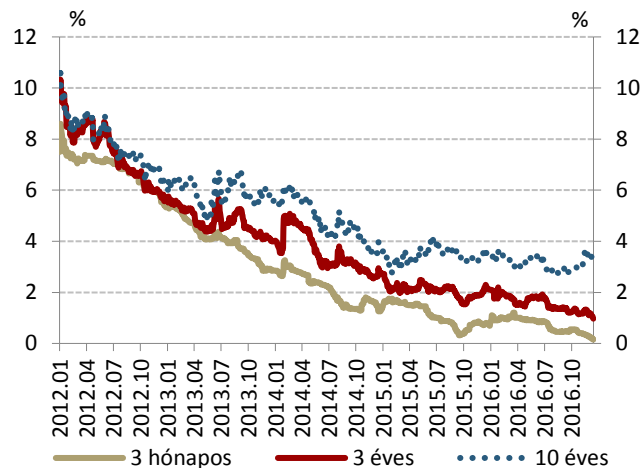
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra kizárólag diszkontkincstárjegyek és állampapírok állományát mutatja.

Forrás: MNB

4-4. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

befektetési kategóriába történő felminősítése is hozzájárult.

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint euróval szembeni árfolyama az időszak során mintegy 1,5 százalékos leértékelődést mutatott (4-2. ábra). A forint árfolyama a 304-315-ös szintek között mozgott, az időszak második felében leértékelődve. Szeptember végéig az árfolyam közel két százalékos leértékelődést mutatott, melyben szintén szerepet játszott a magyar szuverén államadósság felminősítése. Az időszak további részében, különösen november közepén, a forint nemzetközi tényezők hatására gyengült, melyet kissé tompított a forinteszközöknek a felminősítéseknek is köszönhetően javuló kockázati megítélése.

A forint kismértékű gyengülése nagyrészt összhangban volt a régiós folyamatokkal: az időszak második felében a lengyel zloty, a cseh korona és a román lej is veszített értékéből, bár eltérő mértékben. A zloty országspecifikus tényezők következtében a régiós átlagnál valamivel nagyobb, több mint 2 százalékos leértékelődést mutatott.

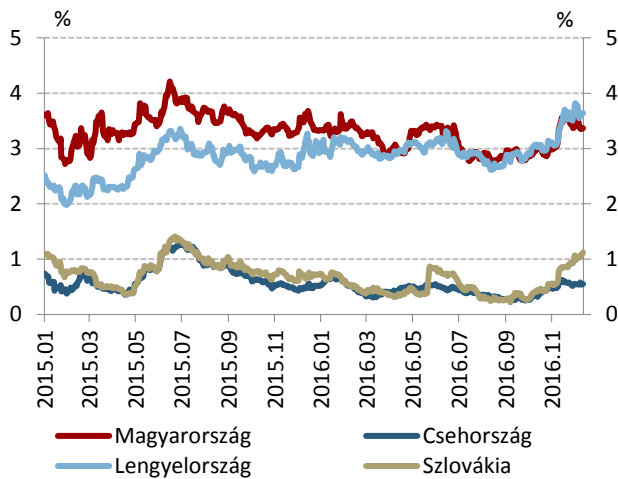
4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

Az időszak elején inkább emelkedett, majd novembertől mérséklődött a külföldiek forint állampapír-állománya (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya a 2015 óta tartó folyamatos csökkenést követően az idei év közepén stabilizálódott, majd szeptember-október folyamán kissé visszaemelkedett. A november közepi globális kötvénypiaci eladásokkal összhangban viszont az állomány december elejére ismét visszasüllyedt a 3500 milliárdos szint közelébe. A külföldiek részaránya az időszak végére 26,3 százalékról 24,5 százalék közelébe mérséklődött.

Az állampapírok elsődleges piacán jellemzően erős volt a kereslet, de jelentős hozamcsökkenés csak a rövid papírok esetében volt tapasztalható (4-4. ábra). A rövid kincstárjegyehozamok számottevően csökkentek az időszak során, melyhez a jegybanki eszköztár-átalakítás is hozzájárult. A hosszabb papíroknál viszont az időszak második felében az erős kereslet ellenére, nemzetközi hatásra, érdemben emelkedtek az aukciós hozamok.

A másodpiaci állampapír-piaci hozamgörbe meredekebbé vált az elmúlt negyedév során. Az aukciós hozamokkal összhangban a rövid és közép lejáratú másodpiaci hozamok 15-40 bázisponttal csökkentek, míg a hozamgörbe 5 éven túli szakasza 10-50 bázisponttal toldott feljebb az időszak során. A rövidebb futamidőkön az eszköztár átalakítása miatti likviditásbővítő hatás következtében csökkentek

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

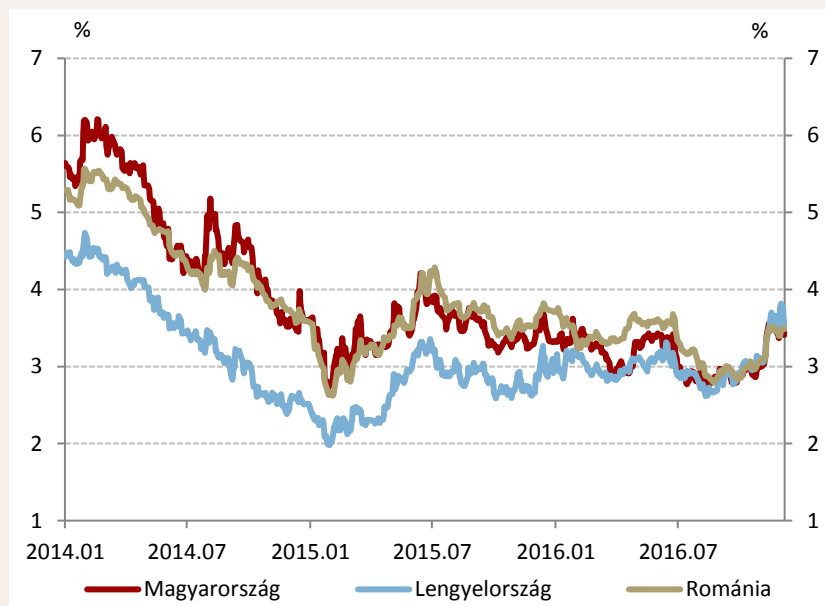
érdemben a hozamok, míg a hosszú futamidőkön az emelkedő nemzetközi hozamkörnyezet éreztette hatását. A 10 éves hozam az időszak végén 3,4 százalék körül ingadozott, az időszak eleji 3 százalékhoz képest (4-5. ábra).

Az eszköztár átalakítását, illetve a korlátozott 3 hónapos jegybanki betéti tendereket követően a bankközi hozamok novembertől gyorsuló ütemben mérséklődtek. A határidős hozamok alapján a piaci szereplők a bankközi hozamok tartósan alacsonyabb szinten való stabilizálódására számítanak.

4-1. keretes írás: Az elmúlt három évben konvergáltak a régiós hosszú állampapír-hozamok

A hosszú lejáratú régiós benchmark állampapírok hozama az elmúlt évek során fokozatosan közelített egymáshoz, és az elmúlt hónapokban gyakorlatilag megegyezik a hazai, a lengyel és a román 10 éves állampapír-hozam értéke. A 2014 elején még 120 bázisponttal magasabb magyar hozam mára a lengyel hozam szintjére került (4-6. ábra).

4-6. ábra: 10 éves állampapír hozamok a régióban



Forrás: Bloomberg

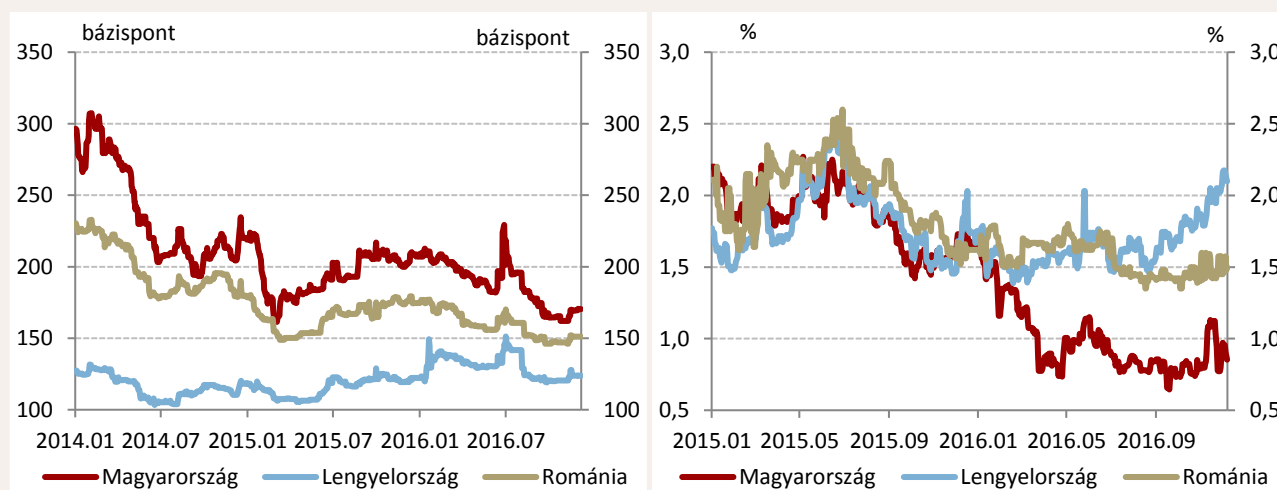
A hozamok konvergenciájának jelentősebb részét a kockázati megítélés közötti eltérés csökkenése magyarázza: jól tükrözi ezt, hogy a hitelkockázati felárak közötti 2014 eleji 170 bázispontos különbség mára 50 bázispontra mérséklődött. Bár a CDS-felárakban látott dinamika indokolja a hosszú hozamok konvergenciáját, a hosszú hozamok lényegében megegyező szintjére nem ad teljes magyarázatot, hiszen az 10 éves CDS-felárakban 20, illetve 50 bázispontos többlet továbbra is megmaradt a román és lengyel felárhoz képest (4-7. ábra).

A hozamkonvergencia további részét az MNB nem-konvencionális eszközeinek az állampapír- és bankközi hozamokat, illetve az ezekre vonatkozó várakozásokat csökkentő hatása indokolja. A várakozások különbsége a beárazott kamatpályák divergenciájában is megjelent: míg Lengyelországban és Romániában 2 év múlva 1,5-2 százalék körüli rövid

hozamszintet áraz a piac, addig Magyarországon az MNB tartós tartás üzenetének megfelelően 1 százalék körül mozog ez az érték (4-7. ábra). Ez lényegében megmagyarázza, hogy a CDS-felárakban látott különbség ellenére, miért közelítettek még szorosabban egymáshoz a hosszú hozamok az elmúlt hónapokban. Bár az utóbbi hetekben, az amerikai elnökválasztáshoz kapcsolódóan jelentős hozamemelkedés ment végbe a hazai hosszú állampapírok esetében; ez a folyamat globálisnak tekinthető, és a régiós hosszú állampapír-hozamokban is hasonló mértékű emelkedést okozott, ezért az együttmozgás nem változott.

A beárazott kamatpályák divergenciájában szerepet játszott, hogy a régióban a magyar inflációs várakozások csökkentek relatív értelemben a leginkább az utóbbi két évben. Ez elsősorban az elmúlt hónapokban volt megfigyelhető, hiszen a magyar inflációs várakozások erőteljesebb csökkenésével szemben a román várakozások emelkedtek, míg a lengyel várakozások csak kisebb mértékben csökkentek. Míg Romániában a 2 éves várt infláció kissé a 2,5 százalékos cél fölé emelkedett, addig Magyarországon a 2,3 százalékos, míg Lengyelországban az 1,7 százalékos várakozások továbbra is érdemben elmaradnak a 3, illetve 2,5 százalékos inflációs céltól.

4-7. ábra: 10 éves CDS-felárak (bal panel), illetve 2 év múlva árazott rövid bankközi hozam (jobb panel) a régióban

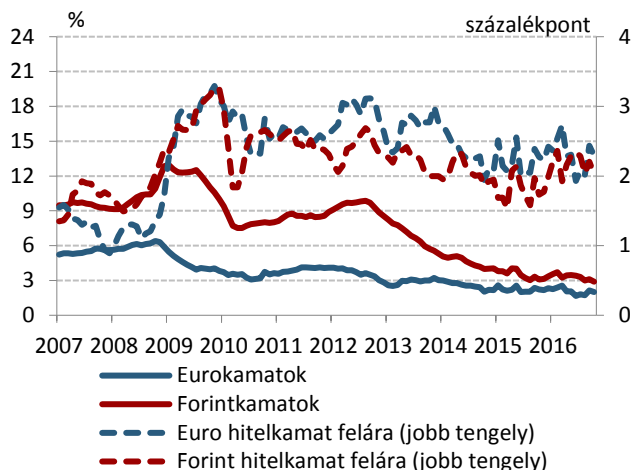


Forrás: Bloomberg, Reuters Datastream

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2016 harmadik negyedévében a hitelezési feltételek a vállalati, valamint a lakossági fogyasztási szegmensben is enyhültek, míg a lakáscélú hitelezési standardok változatlanok maradtak. Az enyhítéshez továbbra is elsősorban a piaci versenyhelyzet fokozódása és a gazdasági kilátások javulása járult hozzá a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok szerint. A lazítás döntően az árjellegű feltételeket érintette, amit a lakáshitelek átlagos kamatában összetételhatás fed el. Az egyéves előretekintő reálkamat az inflációs várakozások emelkedésének hatására a negyedévben csökkent.

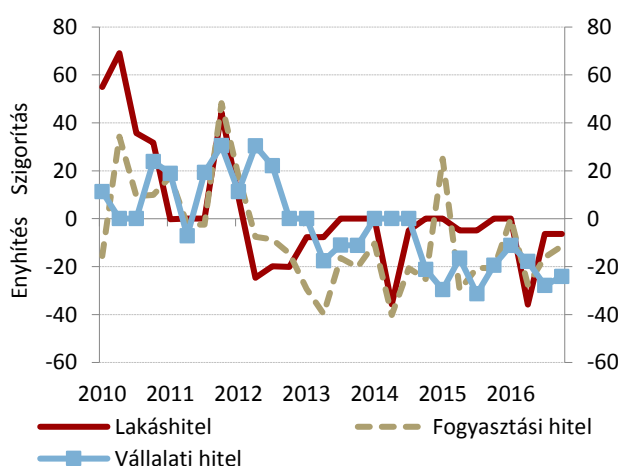
4-8. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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

4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2016. negyedik negyedév – 2017. első negyedévre.

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

A vállalati forintbitelek átlagos finanszírozási költségei mérséklődtek 2016 harmadik negyedévében. A változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással⁵ rendelkező új forintbitelek átlagos kamatszintje – a money market ügyletek kiszűrésével – 0,3 százalékponttal 3,1 százalékra csökkent a negyedév során (4-8. ábra). Hitelméret szerint mind a nagyszegű, mind a kisösszegű vállalati forintbitelek átlagos kamatszintje csökkent a vizsgált időszakban. A nagyszegű, 1 millió euro feletti bitelek feláremelkedésének és a kisösszegű hitelfelárak csökkenésének eredőjeként összességében 0,1 százalékponttal csökkentek a felárak átlagosan. Az eurobitelek átlagos kamatszintje 0,5 százalékponttal 2,1 százalékra emelkedett a negyedév során, melyet a felárak azonos mértékű növekedése kísért. Szeptember végére a kamatfelárak átlagos szintje az új forintbitelek esetében 2,2 százalékpontot, míg az eurobitelek esetében 2,4 százalékpontot tett ki.

A vállalati hitelfeltételek a harmadik negyedévben is enyhültek. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok nettó értelemben vett⁶ 28 százaléka enyhített vállalati biteleinek feltételein (4-9. ábra). Az enyhítés minden vállalati méretkategóriában és az üzleti célú ingatlanbitelek feltételein is megfigyelhető volt. A lazítást a válaszadó bankok a versenyhelyzettel, a javuló gazdasági kilátásokkal, valamint a likviditásellátottsággal magyarázták. Az előző negyedévhez hasonlóan az ár jellegű feltételekben (felárak, kockázatos bitelek prémiuma, felszámított díjak) valósult meg az enyhítés. Előretekintve a bankok nettó értelemben vett mintegy negyede jelzett további lazítást a vállalati hitelfeltételeken, továbbra is az ár jellegű feltételek vonatkozásában.

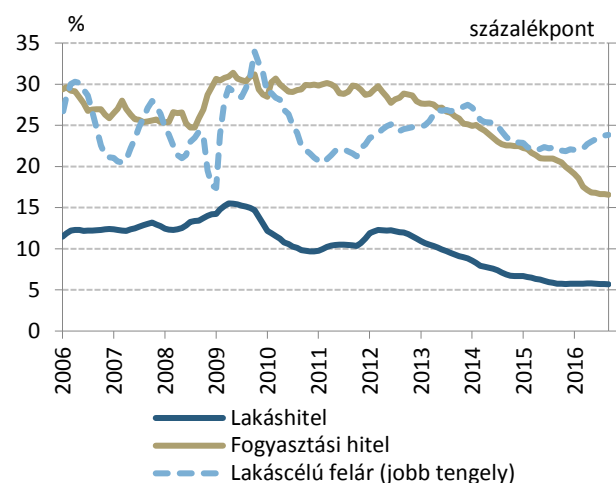
4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A lakáshitelek felárai emelkedtek, a fogyasztási bitelek felárai csökkentek a harmadik negyedévben. Az új folyósítású bitelek teljes hitelköltsége 0,3 százalékponttal

⁵ A Növekedési Hitelprogram keretén belül folyósított bitelek többsége éven túli hitel, így az általunk vizsgált kamatok elsősorban a programon kívül eső hitelezési folyamatokat tükrözik.

⁶ A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

4-10. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára



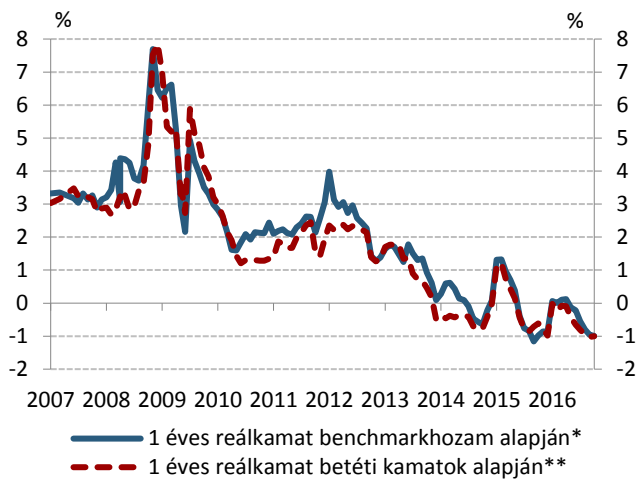
Megjegyzés: 3 hónapos mozgóátlaggal simított kamatlábak és felár. 2009 előtt a forintalapú jelzáloghiteleknek marginális szerepe volt.

Forrás: MNB

16,6 százalékra csökkent a fogyasztási hitelek esetében 2016 harmadik negyedévében (4-10. ábra). A lakáshitelek átlagos kamatlába a negyedév során változatlan maradt, szeptember végén az előző két negyedévhez hasonlóan 5,7 százalékot tett ki. A hitelköltségek változatlanságát összetételhatás okozta, mivel mind a változó, mind a fix kamatkonstrukciójú lakáscélú hiteltermékek teljes hitelköltsége csökkent (rendre 0,2 és 0,1 százalékponttal), azonban a magasabb kamatok mellett folyósított fix kamatozású hitelek aránya emelkedett az új lakáshitel-kibocsátáson belül. Szeptember végén a változó kamatozású termékek átlagos THM-szintje 4,5 százalékot, a fix kamatozásúaké 5,3 százalékot tett ki. A lakáscélú hitelek átlagos kamatfelára ugyanakkor 0,1 százalékponttal 4,8 százalékpontra emelkedett a vizsgált időszakban, míg a fogyasztási hitelek felárai mérséklődtek (a szabadfelhasználású jelzáloghitelek esetében 0,3 százalékponttal 6,2 százalékpontra).

A fogyasztási hitelfeltételek enyhültek, a lakáshitel-standardok nem változtak a negyedév során. A Hitelezési felmérésben válaszadó bankok nettó értelemben vett 16 százaléka lazított a fogyasztási hitelek feltételein, leginkább a felárakon a negyedévben. A fogyasztási szegmensben a gazdasági kilátások javulása, a bankok törekvése piaci részesedésük megtartására vagy növelésére, valamint az érzékelt verseny fokozódása támogatja, hogy kevésbé szigorú feltételekkel jussanak hitelhez a háztartások. Bár a lakáshitelek esetében is indokolná a feltételek enyhítését a részesedési célok elérése, a negyedévben a bankok mindössze nettó 6 százaléka lazított a feltételeken. Az enyhítés a bankok válaszai alapján elsősorban a felárakat érintette, ami az átlagos kamatfelárak emelkedésével összetételhatást jelezhet: a korábban is hitelképes ügyfelekkel szembeni hitelfelárak csökkentek, míg új, kockázatosabb ügyfeleket átlagosan magasabb felár mellett hiteleztek. Előretekintve a bankok nettó értelemben vett 42 százaléka szerint a lakáspiaci folyamatok alakulása lazítást indokolna a lakáscélú hitelszegmensben, ennek ellenére azonban mintegy 6 százaléuk tervez valóban enyhíteni. A fogyasztási hitelek tekintetében a bankok nettó értelemben vett 11 százaléka jelzett további lazítást, elsősorban a felárakon és a minimálisan megkövetelt hitelképességi szintben.

4-11. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása



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

Forrás: MNB, Reuters poll

4.2.3. Reálkamatok alakulása

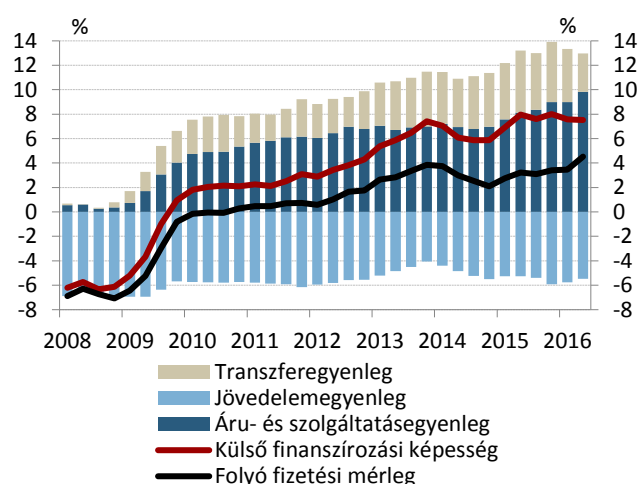
Az egy évre előretekintő reálkamat csökkent 2016 harmadik negyedévében. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamatszint 2016 szeptemberében júniushoz képest az állampapírpiazi hozamokból becsült hozam alapján 0,7 százalékpontos csökkenés után –1 százalékot tett ki. A betéti kamatok alapján számított reálkamat 0,4 százalékpontos csökkenés után szeptemberben szintén –1 százalékos szinttel ért el (4-11. ábra). A reálkamatlábak csökkenését döntően az inflációs várakozások emelkedése magyarázza.

5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A második negyedévben a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 7,5 százalékán stabilizálódott, míg a folyó fizetési mérleg többlete 4,5 százalékra emelkedett. A külkereskedelmi egyenleg historikusan magas szintet, a GDP közel 10 százalékát érte el, ami nagyjából az áruegyenleghez köthető az exportvolumen emelkedése és az importárak csökkenése révén. A jövedelemegyenleg hiányának mérséklődése is folytatódott, köszönhetően a külföldi és tulajdonosi hitelek kamatterheinek csökkenésének. A finanszírozási megközelítés szerint a gazdaság nettó finanszírozási képessége csak kisebb mértékben javult, de a nettó tartozásmutatók így is 2 milliárd euróval csökkentek. Az adósságráták szintén javulást mutattak a második negyedévben: a nettó külső adósság 23 százalékra, a bruttó külső adósság 73 százalékra mérséklődött. Az adósságkiáramlás szektorok közötti allokációjára továbbra is hatással van a forintosításhoz köthető, bankrendszernek nyújtott devizalikviditás, ami összességében a bankrendszer külső adósságmutatóját javítja. A magas külső finanszírozási képesség az állam csökkenő finanszírozási igénye és a magánszektor nettó 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

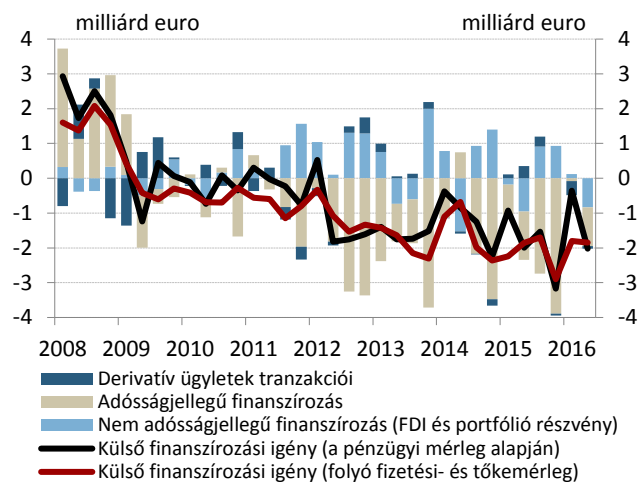
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

2016 második negyedévében a reálgazdasági megközelítés alapján a magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége magas szinten, a GDP 7,5 százaléka körül stabilizálódott, míg a folyó fizetési mérleg többlete 4,5 százalékra emelkedett (5-1. ábra). A külkereskedelmi mérleg a második negyedévben tovább bővült, és elérte a GDP 9,8 százalékát. A kiemelkedően magas érték elsősorban az exportvolumen jelentős emelkedésére és az exportáraknál nagyobb mértékben csökkenő importárakra vezethető vissza, ami a visszafogott nyersanyagárhoz köthető. A **transzferegyleg** négy negyedéves többlete jelentősen csökkent a felhasznált transzferek korábbi időszakokhoz képest elmaradó értéke miatt. Tovább mérséklődött a **jövedelemegyleg** hiánya, amiben főként a külföldi, illetve tulajdonosi hitelek kamatterheinek csökkenése játszott szerepet, ami az alacsony kamatkörnyezet miatti átárazódással, illetve a külső adósságállományok leépítésével van összefüggésben. Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben tovább javult a külső egyensúlyi pozíció, amihez az áru- és szolgáltatás egyenleg mellett a transzferegyleg emelkedő többlete is hozzájárult.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A finanszírozási oldal szerinti külső finanszírozási képesség – a nettó tartozásmutatók 2 milliárd eurós csökkenése mellett – jelentősen emelkedett a második negyedévben (5-2. ábra). A forráskiáramlás a második negyedévben érdemben emelkedett az előző negyedévhez képest, ami főként részben az adósság jellegű források nagyobb kiáramlásához köthető, miközben az osztalékfizetésekhez kapcsolódóan a nem adósság jellegű források is csökkentek – a közvetlentőke-befektetések

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



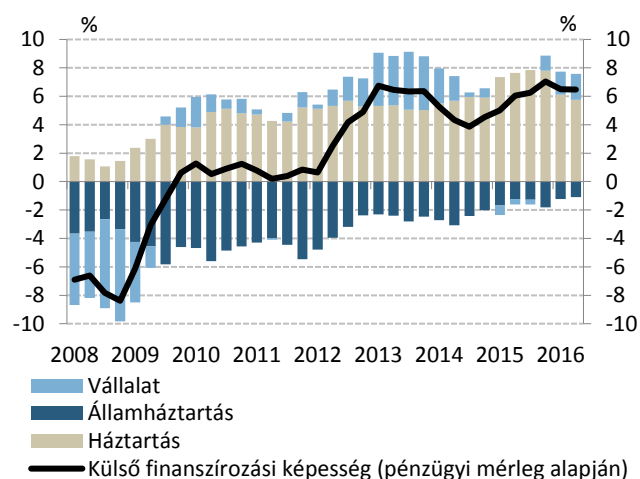
Megjegyzés: Az alulról számított finanszírozási igény megegyezik a külső finanszírozási igény és a fizetésimérleg-statisztika tévedései és hibái egyenlegének összegével.

Forrás: MNB

mérséklődését szinte teljes mértékben az utóbbi tétel magyarázta. A korábbi időszakokkal szemben a második negyedévben átfolyótőke-tranzakciók nem befolyásolták a magyarországi és külföldi FDI-állományt. Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben pozitív nettó FDI beáramlás tapasztalható, ami azt eredményezte, hogy év első három negyedévében összességében nőtt a külföldiek közvetlentőke-befektetése Magyarországon.

A második negyedévben a gazdaság szereplői 1,1 milliárd euróval csökkentették nettó külső adósságukat, miközben az adósságkiáramlás szerkezetét továbbra is jelentősen befolyásolta a devizahitelek forintosítása miatt az MNB által a bankrendszernek nyújtott devizalikviditás. A forintosításhoz kapcsolódó tranzakció a konszolidált állam nettó külső adósságát a devizataralék csökkenésén keresztül emelte, míg a bankrendszerét csökkentette, így összességében az állam nettó külső adóssága 1,7 milliárd euróval bővült, míg a bankrendszeré 2,4 milliárd euróval mérséklődött. A vállalatok nettó külső adóssága – elsősorban a külföldi követelések növekedésének mellett – 0,4 milliárd euróval csökkent. A bankszektor nettó külső adósságának – a konszolidált államháztartásának bővülését meghaladó – csökkenése összességében a nettó külső adósság mérséklődését eredményezte. Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben is nőtt a konszolidált állam nettó külső adóssága, amiben szerepet játszik a külföldiek – S&P felminősítést követő – állampapír-állományának emelkedése is.

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



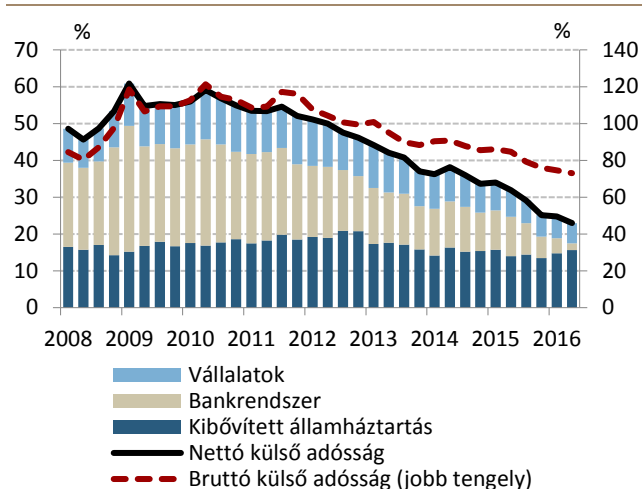
Megjegyzés: Négy negyedéves értékek.

Forrás: MNB

A második negyedévben stabilizálódó finanszírozási képesség a magánszektor nettó pozíciójának kis mértékű romlása és az állam finanszírozási igényének historikus mélypontra való mérséklődése mellett valósult meg (5-3. ábra). Az államháztartás alacsony hiánya a bevételi oldalon elsősorban a bővülő foglalkoztatás és bérek, illetve a növekvő fogyasztás hatására növekvő adóbevételekre vezethető vissza. A kiadási oldalon a tovább csökkenő kamatkiadások és az alacsonyabb EU-transzfer önrész szintén a kedvezőbb finanszírozási igény irányába hatottak. A lakosság megtakarításhoz való hozzáállása változóban van: bár a lakosság továbbra is nettó hiteltörlesztő, a növekvő fogyasztással összefüggésben a hitelfelvétel lassú emelkedésnek indult, ami enyhén mérsékelte a háztartások nettó pénzügyi megtakarítását.

A második negyedévben tovább csökkent az ország nettó külső adóssága, amely így jelenleg a GDP 23 százalékát teszi ki (5-4. ábra). A mérséklődéshez legnagyobb mértékben az adósság jellegű források kiáramlása járult hozzá, de a nominális GDP növekedése is az

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



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül.

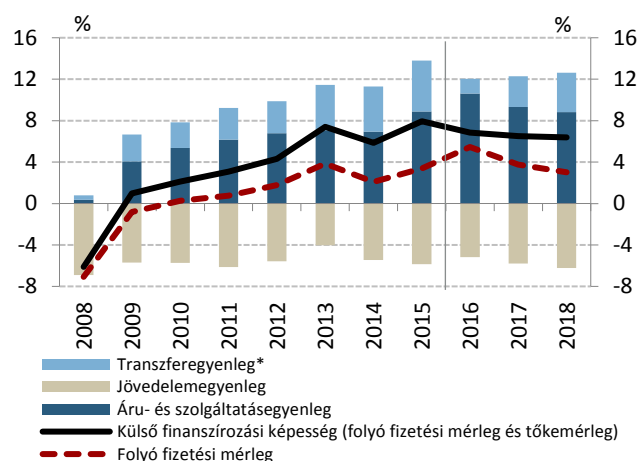
Forrás: MNB

adósságmutató csökkenésének irányába hatott. A szektorokat tekintve a nettó külső adósság csökkenése elsősorban a bankrendszer külföldi eszközeinek jelentős emelkedéséhez köthető, míg az államháztartás esetében – legfőképp a bankrendszernek nyújtott devizalikviditás miatt – emelkedés volt tapasztalható. A bruttó külső adósság a GDP 73 százalékára mérséklődött, ami az államháztartás adósság típusú forrásainak folytatódó kiáramlásához – egy közel 0,2 milliárd euro értékű devizakötvény lejáratához, valamint az EU-hitel utolsó 1,6 milliárd eurós részletének törlesztéséhez – köthető.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A gazdaság külső finanszírozási képessége a 2016-os mérséklődést követően 2017-ben ismét a GDP 7 százaléka körül alakul, majd az előrejelzési horizont végén enyhén tovább mérséklődik. 2016-ban a finanszírozási képesség mérséklődése főként az EU-transzferek alacsonyabb felhasználásához kötődik, aminek hatását enyhíti a cserearány-javulás hatására emelkedő külkereskedelmi többlet. 2017-ben folytatódik a fogyasztás bővülése, miközben a beruházások növekedése gyorsul, ami a bővülő importon keresztül a külkereskedelmi többlet csökkenését eredményezi. Ennek hatását az EU-transzferek gyorsuló felhasználása ellensúlyozza, és a gazdaság finanszírozási képessége 2017-ben is a GDP 7 százaléka körül alakul. 2018-ban tovább folytatódik a belső tételek által vezérelt növekedés, aminek importhatását mérsékli az autóiipari beruházások termelőre fordulása, így a külkereskedelmi egyenleg további csökkenéséhez vezet. Ezzel összhangban a finanszírozási képesség tovább mérséklődik. A szektorok megtakarítása oldaláról a belső felhasználási tételek bővülésével összhangban a háztartási szektor megtakarítása az előrejelzési horizonton fokozatosan csökken, míg az állam finanszírozási igénye a meghaladja a 2016-os igen alacsony értéket, de mérsékelt marad. Összességében a külső pozíciónk enyhén mérséklődik, azonban továbbra is hozzájárul a külső adósság és az állam devizaadósságának várható csökkenéséhez, ami 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.

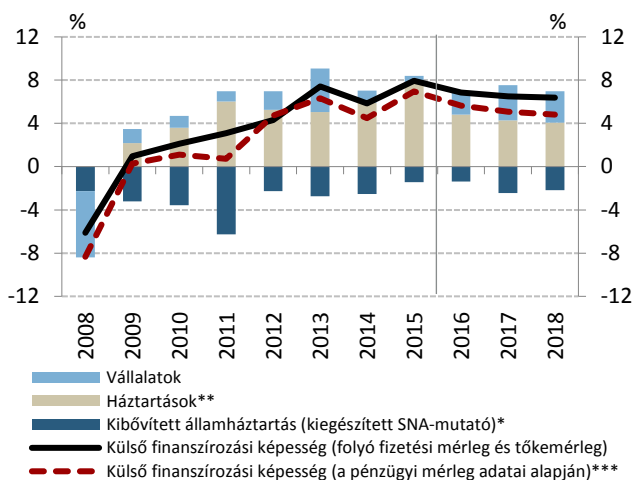
Forrás: MNB

Az előrejelzési horizonton a külső finanszírozási képesség a GDP 7 százaléka alá mérséklődik, míg a folyó fizetési mérleg többlete csökken (5-5. ábra). A gazdaság nettó megtakarítása idén a GDP 7 százalékára csökken, mivel a transzferegyenleg mérséklődését csak részben ellensúlyozza a külkereskedelmi egyenleg – alacsony olajárak cserearányjavulás miatti – bővülése. Előretekintve a növekedésben egyre markánsabb szerephez jut a belső kereslet, így a növekvő import hatására csökken a külkereskedelmi többlet. 2018-ban ennek hatását mérsékli a járműipari beruházások miatt emelkedő ipari termelés. A új EU költségvetési ciklushoz kötődően felfutó transzferfelhasználás miatt a transzferegyenleg 2016-ban alacsonyabb lesz a korábbi években tapasztaltnál, azonban a következő években a forrásfelhasználás emelkedni fog. A jövedelemegyenleg hiányát idén a még a kamatkiadások csökkenése mérsékli, azonban a következő években a külföldi tulajdonú vállalatok nyeresége a társasági nyereségadó csökkentésével, valamint a gyorsuló gazdasági növekedéssel összhangban hozzájárul a finanszírozási képesség csökkenéséhez.

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

A háztartások alapfolyamatok szerinti pénzügyi megtakarítása 2018-ig fokozatosan mérséklődik. A devizahiteles elszámolás átmeneti hatásának kiesésével a háztartások finanszírozási képessége a bővülő fogyasztás és állami ösztönzők mellett emelkedő lakásberuházás eredményeként fokozatosan mérséklődik.

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

Előretekintve a vállalatok finanszírozási képessége emelkedik. A devizahiteles elszámolások 2015-öt befolyásoló egyszeri hatása nélkül a vállalatok finanszírozási képessége 2016-ban mérséklődik. 2017-ben a csökkenő társasági adókulcs és a transzferek emelkedése hozzájárul a vállalatok finanszírozási képességének bővüléséhez, amit 2018-ban a nagyobb EU-transzferfelhasználással összhangban bővülő beruházások mérsékelnek.

A 2016-ban historikusan alacsonyan alakuló állami finanszírozási igény 2017-ben a növekedésösztönző intézkedések hatására emelkedik. A 2016-ban várható államháztartási hiány alakulása a növekvő bértömeggel összefüggésben magasabb adóbevételek, valamint az uniós támogatásokhoz és más beruházásokhoz kapcsolódó kiadások csúszásának a következménye. 2017-ben a korábban bejelentett keresletnövelő intézkedések, a társasági adó és a munkát terhelő járulékok csökkentése növeli, míg a minimálbér emelkedésének adótartalma és a földárverések – 2016-ról áthúzódó – bevételei csökkentik az államháztartás finanszírozási igényét. Ennek eredményeképpen az állam finanszírozási igénye 2017-ben a GDP 2 százaléka fölé nő. 2018-ban várhatóan nem ismétlődnek meg egyes egyedi bevételek (földértékesítések, növekedési adóhitel magas értéke), így az állam finanszírozási igénye enyhén tovább emelkedhet.

A külső adósságmutatók a gazdaság magas finanszírozási képességével összhangban tovább mérséklődnek. A finanszírozási képességgel összhangban a külső adósság folytatódó csökkenésére számítunk az előrejelzési horizonton. Emellett az ország külső sérülékenységét tovább mérsékelheti az államadósság csökkenő devizaaránya is.

5.3. Költségvetési folyamatok

A kormányzati szektor ESA-hiánya az elmúlt években tapasztalt alacsony szinten maradhat 2016-ban is, úgy, hogy a kitűzött hiánycél teljesítéséhez az utolsó negyedévben jelentős mozgástér áll rendelkezésre. 2017-ben a költségvetési gazdaságélénkítő lépések mellett is 2 százalék körül maradhat a hiány, azaz alacsonyabb, mint a szeptemberi előrejelzésünk és egyben azt jelzi, hogy van mozgástér a 2,4 százalékos hiánycélra. 2018-ra technikai kivétítést készítettünk, amely szerint nem változik jelentősen a hiány a megelőző évhez képest. A fiskális keresleti hatás a korábban becsültnél 2016-ban kisebb, 2017-ben viszont pozitív, részben a költségvetésben elfogadott kiadások, részben az azóta betervezett adócsökkentések következtében. A GDP arányos bruttó államadósság-ráta csökkenő trendje folytatódik, így idén 73,5-74,0 százalék közé mérséklődik, majd 2017-ben 73 százalék alá, 2018-ra pedig 72 százalék alá csökken.

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

	2016	2017	2018
ESA-egyenleg	(-1,5) – (-2,0)	(-1,8) – (-2,2)	(-2,0) – (-2,2)
Elsődleges ESA-egyenleg	1,3 - 0,8	0,8 - 0,4	0,4 - 0,2
Fiskális keresleti hatás*	(-0,5) - 0,0	1,0 - 1,4	0,0 - 0,2

Megjegyzés: *A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.

Forrás: KSH, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

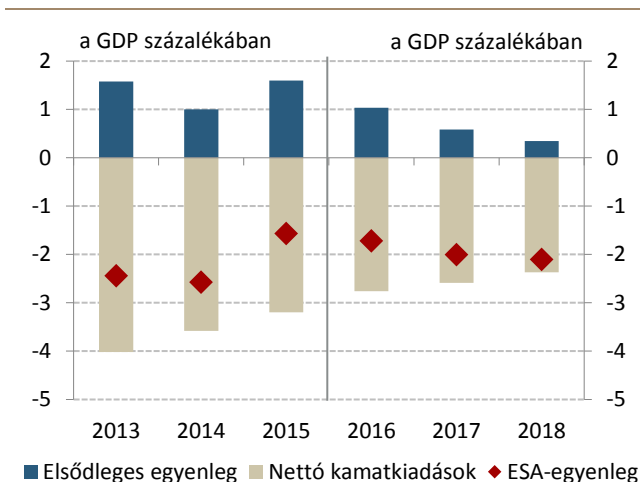
A kormányzati szektor GDP-arányos ESA-hiánya prognózisunk szerint 2016-ban 1,5–2,0 százalék között alakulhat, 2017-ben 1,8–2,2 százalék lesz, a 2018-ra vonatkozó technikai kivétítésünk 2,0-2,2 százalékot jelez (5-1. táblázat). A sávos előrejelzést a költségvetési tartalékok felhasználása és más bizonytalanságok indokolják, például az EU támogatások kifizetéséből az előlegek előre nem látható részaránya.

A költségvetési pályát jellemző alapvető folyamat a kamatkidadások további mérséklődése és ennek részleges felhasználása gazdaságélénkítésre, ami az elsődleges egyenleg többletét csökkenti. Utóbbi nagyrészt az elfogadott adócsökkentésekből ered, aminek költségvetési hatását mérsékli a bérmegállapodás miatti magasabb bérnövekedés. Az elsődleges kiadásoknál továbbra is feszes kontrollt feltételezünk, a kormányzati beruházásokat azonban növeli az uniós támogatások várható emelkedése. A teljes előrejelzési horizonton tartóan alacsony kamatkörnyezet fennmaradásával számolunk, így az adósság fokozatos átárzódása következtében évről-évre csökkennek a kamatkidadások (5-7. ábra).

A 2016. évi keresleti hatás a korábbinál kisebb, várhatóan negatív lesz.⁷ Ennek elsődleges oka, hogy az uniós források tervezettnél lassúbb felhasználása mérsékelte a kormányzati szektor beruházási kiadásait. A keresletszűkítő hatást csak részben ellensúlyozzák a novemberben és decemberben bejelentett többletkiadások, mert gazdasági hatásukat nagyjából 2017-ben fejtik ki.

2017-ben a megelőző évhez képest keresletélénkítés várható, de a kedvező alapfolyamatok mellett így is alacsonyabb lehet a hiány, mint a cél. A vállalati szektor versenyképességét javítja a társasági adókulcs csökkentése

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

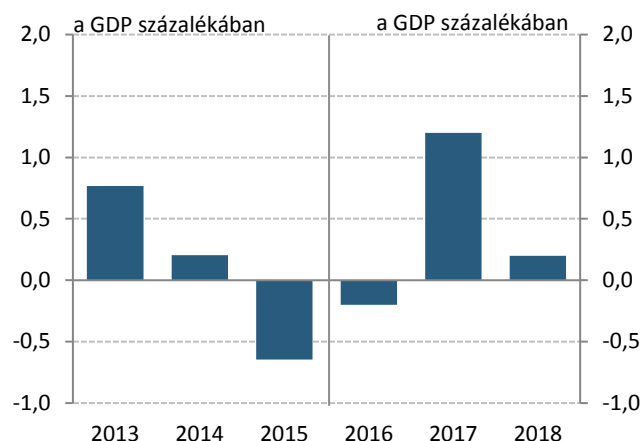


Megjegyzés: A feltüntetett értékek a bizonytalansági sávok közepén helyezkednek el. Az adatok a nyugdíjrendszer átalakítása miatt 2012-től jelentkező imputált kamatkidadásokat nem tartalmazzák.

Forrás: Eurostat, MNB

⁷ A fiskális keresleti hatást 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: A fiskális keresleti hatás (a GDP százalékában)



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

Forrás: MNB

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

	Gazdasági alapfolyamatok	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	-0,2	-0,6
Gazdálkodó szervezetek befizetései		-0,2
Fogyasztási adók	-0,2	
Állami vagyonnal kapcsolatos bevételek		-0,4
II. Központi kiadások	0,1	0,1 - 0,6
Költségvetési szervek nettó kiadásai		0,2 - 0,7
Lakástámogatások	0,1	
Nyugdíjkiadások		-0,1
Gyógyszerkassza nettó kiadásai		-0,1
Állami vagyonnal kapcsolatos kiadások		0,1
III. Egyéb hatások	0,1	0,0
Önkormányzatok	0,1	
Egyéb tételek		0,0
Összesen (I.+II.+III.)	0,0	(-0,5) - 0,0

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

Forrás: MNB

és egységesítése, továbbá a munkaerő-költség csökkentése a szociális hozzájárulási adó mérséklésén keresztül. A bankrendszer adóterhe is mérséklődik a bankadó további csökkentésével és a hitelintézeti járadék eltörlésével. A háztartások rendelkezésre álló jövedelmét növeli a családi adóalap kedvezmény bővítése és a szociális hozzájárulási adó csökkentés nettó béreket emelő hatása. Kiadási oldalon folytatódnak, illetve bővülnek az állami életpálya-modellek, valamint a kormányzat szektor beruházási aktivitása is emelkedik.

A 2018-as technikai előrejelzésünk lényegében semleges keresleti hatásra utal (5-8. ábra).

5.3.2. A 2016. évi egyenleg

Prognózisunk szerint 2016-ban az államháztartás ESA-hiánya a GDP 1,5 és 2,0 százaléka között lehet, ami kissé magasabb a szeptemberi Inflációs jelentéshez készült előrejelzésünkénél (5-2. táblázat). Szeptemberhez képest jelentős változás, hogy a pozitív költségvetési alapfolyamatokra reagálva a kormány többletköltségekkel juttat pótlólagos forrásokat a gazdaság szereplőinek. Ezen felül a földértékesítési bevételekről - az év első tizenegy hónapjában befolyó bevételek alapján - azt feltételezzük, hogy a bevételek nagyobb része csak 2017-ben realizálódik. A kiadási oldalra vonatkozó prognózisunk változása több ellentétes tényező eredője. A költségvetési szervek nettó kiadásainál az uniós kifizetések magas előleg aránya következtében jelentős önrész megtakarítás realizálódik. Amennyiben a kormányzati kiadásokat növelő eddig bejelentett intézkedések (ipari parkok fejlesztése, Modern Városok Program, Eximbank feltőkésítés, kórházi adósságkonszolidáció) teljes körűen megvalósulnak, azok a GDP 0,6 százalékával (195 milliárd forinttal) növelik a kiadásokat. A Családi Otthonteremtési Kedvezmény felfutása az előzetesen vártnál később von maga után költségvetési kiadásokat. Amennyiben a kormányzati intézkedések köre az általunk becsültnél szélesebb lesz, akkor némileg 2 százalék feletti hiány is kialakulhat.

A december elején rendelkezésre álló adatok szerint még mindig van mozgástér a költségvetési törvényben szereplő hiánycélhoz képest (5-3. táblázat). Ez részben a nemzetgazdasági bértömeg magas növekedéséből, részben egyes kiadások tervezettnél alacsonyabb szintjéből fakad. A kifizetett uniós támogatások jelentős része feltehetően a költségvetési szerveknek fizetett előleg, mely nem növeli a hiányt. Emellett a START munkaprogramba bekerülők létszáma trendszerűen alacsonyabb a költségvetési törvényjavaslat készítésekor feltételezetténél. A nettó kamatkiadásnál is megtakarítás várható, mivel 2016-ban a rövid és hosszú lejáratokon

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

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	0,0
Munkát terhelő adók	0,3
Fogyasztáshoz kapcsolt adók	-0,3
Állami vagyonnal kapcsolatos bevételek	-0,1
II. Központi kormányzat kiadásai	(-0,4) - (+0,1)
Költségvetési szervek nettó kiadásai	(-0,4) - (+0,1)
START munkaprogram	0,2
Nyugdíjellátások	-0,1
Egészségügyi kiadások	-0,2
III. Egyéb hatások	0,5
Nettó kamatkiadások	0,2
Önkormányzatok egyenlege	0,3
Egyéb tételek	0,0
Összesen (I.+II.+III.)	0,0 - 0,5

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: A 2017 évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a szeptemberi inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)

	Gazdasági alapfolyamatok	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	0,5	-1,0
Gazdálkodó szervezetek befizetései		-0,4
Munkát terhelő adók	0,5	-1,0
Állami vagyonnal kapcsolatos bevételek		0,4
II. Központi kiadások	0,7 - 0,9	-0,1
Költségvetési szervek nettó saját kiadásai	0,5 - 0,7	
Lakástámogatások	0,2	
Gyógyszerkassza nettó kiadásai		-0,1
III. Egyéb hatások	0,1	-0,1
Önkormányzatok	0,1	
Egyéb tételek		-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	1,3 - 1,5	-1,2

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

Forrás: MNB

egyenlő csökkentek a hozamok. Az önkormányzati alrendszer egyenleg pozíciója is kedvezőbb, a költségvetési törvény alrendszerre vonatkozó egyenlegcéljánál. A költségvetési egyenleg évközi kedvező alakulása miatt, a kormányzatnak a GDP jelentős mozgástere van év végén addicionális lépésekre. Sávós előrejelzésünket az indokolja, hogy az uniós támogatások felhasználását, valamint a mozgástér kihasználására tervezett intézkedések teljes körű végrehajtását illetően még fennáll bizonytalanság.

5.3.3. A 2017. évi egyenleg

Előrejelzésünk alapján az államháztartás ESA-hiánya 2017-ban a GDP 1,8–2,2 százaléka lehet, azaz alacsonyabb a szeptemberi előrejelzésünknél és a törvényi előirányzatnál is, ami arra utal, hogy van mozgástér további növekedést stabilizáló, illetve hosszú távú versenyképességet erősítő intézkedésekre. A sávós előrejelzés egyfelől a tartalékok felhasználására vonatkozó mozgásteret, másfelől az uniós támogatásokon belül az előlegek arányának bizonytalanságát tükrözi.

Szeptemberi előrejelzésünkhöz képest a legnagyobb változást az adócsökkentő intézkedések (társasági adó és szociális hozzájárulási adó) okozzák, melyek együttesen a szeptemberi előrejelzésünkhöz képest a GDP 1,4 százalékaival csökkentik a gazdaság adóterhelését (5-4. táblázat). A szociális hozzájárulási adó csökkentés mintegy felét ellensúlyozza, hogy a bérmegállapodások következtében számottevően magasabb lesz 2017-ben a nemzetgazdasági bértömeg, mint korábban becsülni lehetett. További többletbevétel a földértékesítésből előreláthatóan 2017-re átcuszó 150 milliárd forint. Előrejelzésünkben számoltunk annak a kockázatával, hogy az államháztartás részére kifizetett uniós támogatás egy részét jövőre sem használják fel (azaz előleg marad), így nem jelenik meg a kiadások között, és számottevően hozzájárulhat a kiadások csökkenéséhez.

A törvényi előirányzat 2,4 százalékos GDP-arányos hiányt tartalmaz, amelynél 0,2-0,6 százalékponttal alacsonyabb a prognózisunk (5-5. táblázat). A költségvetési szervek nettó kiadásainak eltérése az előirányzatoktól egyrészt a háttérintézmények racionalizálásának és az állami alkalmazottakat is érintő járulékcsökkentés következménye, másrészt annak, hogy az uniós kifizetések egy része – hasonlóan az idei folyamathoz – még továbbra is előleg kifizetések formájában történhet. A START munkaprogramnál a munkaerőpiac feszessége miatt azzal számolunk, hogy a költségvetés tervezésekor feltételezetttnél kevesebb résztvevője lesz a programnak.

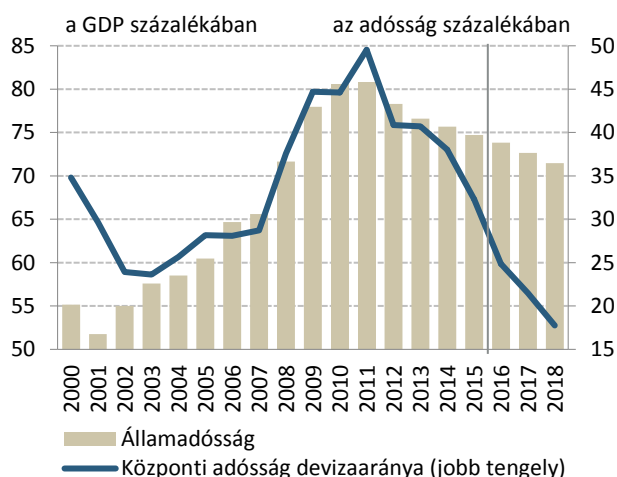
5-5. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2017. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	-0,5
Gazdálkodó szervezetek befizetései	-0,3
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,2
Munkát terhelő adók	-0,4
Állami vagyonnal kapcsolatos bevételek	0,4
II. Központi kormányzat kiadásai	0,6 - 0,8
Költségvetési szervek nettó kiadásai	0,6 - 0,8
Gyógyszerkassza nettó kiadásai	-0,1
START munkaprogram	0,1
III. Egyéb hatások	0,1 - 0,3
Nettó kamatkiadások	0,1
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 - 0,2
Összesen (I.+II.+III.)	0,2 - 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

5-9. ábra: Az államadósság várható alakulása – előzetekintve változatlan, 2015. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

5.3.4. A 2018. évi költségvetési egyenleg kivetítés

2018-ra rendelkezésre álló költségvetés hiányában technikai kivetítést készítettünk, amely szerint hasonló marad a hiány az előző évhez képest. A kiadás oldali folyamatok és az erőteljes gazdasági növekedés ellensúlyozzák az adókiengedés és más bevételek csökkenésének hatását, így az egyenleg várhatóan nem változik.

5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

Az előrejelzésben a legnagyobb bizonytalanság az uniós források kifizetését és felhasználását övezi. Prognózisunk azzal a feltevessel készült, hogy csökkenő ütemben fennmarad az előleg kiutalások rendszere a teljes előrejelzési horizonton. A prognózisunknál magasabb dinamikájú forrás felhasználás a gazdaságot ugyan jobban élénkíti, de egyúttal az önrész költség növekedésén keresztül a költségvetés hiányát is növeli.

5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

A tavalyi év végi GDP-arányos államadósság ráta a KSH szeptemberi GDP revízióját követően az előzetes 75,3 százalékos értékről 74,7 százalékra változott. A nominális GDP-t érintő felülvizsgálat 2014-ben az adósságrátát 0,5, míg 2015-ben 0,6 százalékponttal mérsékelte (5-9. ábra).

A harmadik negyedév végére az államadósság-ráta 74,2 százalékra csökkent a Magyar Nemzeti Bank előzetes pénzügyi számla adatai alapján. Az adósságráta 3,4 százalékponttal alacsonyabb a tavalyi év azonos időszaki értékénél, továbbá a tavalyi év végi szintje (74,7 százalék) alá csökkent. A nettó hitelfelvétel az adósságráta növekedését, míg a reálgazdaság bővülése és a forint árfolyam változása a ráta mérséklődését okozta. Az első három negyedévben finanszírozási képessége volt az államháztartásnak, azaz többletes volt a költségvetés, így a nettó hitelfelvétel az állam likvid betéteinek növekedését okozta.

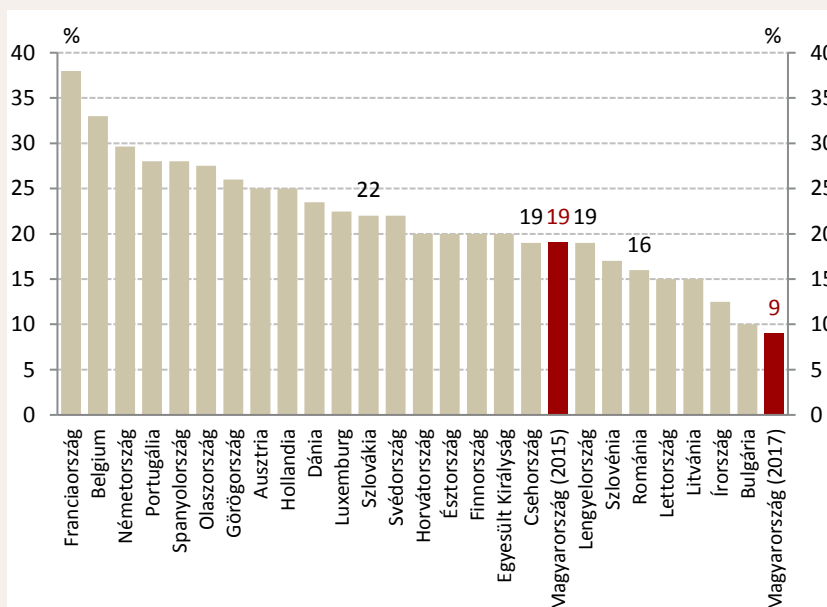
2018 végéig – változatlan, 2015. végi forint árfolyamot feltételezve – tovább csökkenő államadósság-rátát, valamint az Alaptörvényben rögzített adósságszabály teljesülését jelezzük előre. Prognózisunk alapján idén év végére 73,5-74 százalék közé csökken az adósságráta a rekord alacsony finanszírozási igény következtében. A következő években is folytatódik az adósságráta mérséklődése, amit a kedvező kamatkörnyezet miatt növekvő állami kamatmegtakarítások, a robusztus gazdasági növekedés és a pozitív elsődleges egyenleg támogat. 2017 végére 73 százalék alá, míg 2018-ra körülbelül 72 százalék alá csökken a GDP arányos

adósságráta előrejelzésünk alapján. Az előrejelzési horizonton várható negatív nettó devizakötvény kibocsátás az államadósság devizaarányának további mérséklődését eredményezi, hozzájárulva a gazdaság külső sérülékenységének csökkenéséhez.

5-1. keretes írás: Társasági adó csökkentésének makrogazdasági hatása

A társasági adó módosítása értelmében a jövő évtől **9 százalékos és arányos lesz a vállalati nyereségadó**. Az egyszámjegyű társasági adó bevezetésével Magyarországon lesz a legalacsonyabb a társasági adó az Európai Unióban (5-10. ábra). Az alábbi keretes írás a társasági adókulcs csökkentésének makrogazdasági hatásával foglalkozik részletesebben.

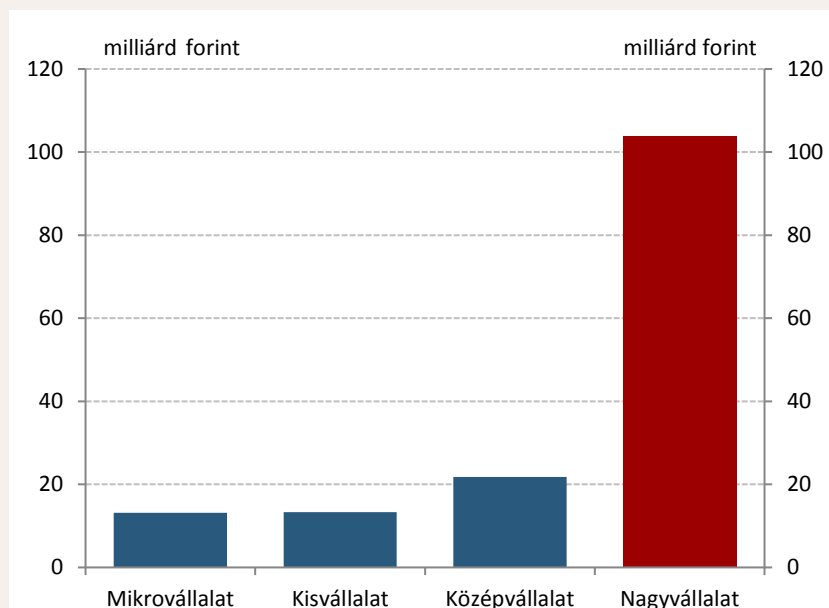
5-10. ábra: Társasági adókulcsok felső mértéke (2015)



Forrás: OECD Statistics, Trading Economics

A korábbi társasági adószabályok 500 millió forintos adóalapig 10 százalékos, míg 500 millió forintos adóalap felett 19 százalékos adókulcsot írtak elő. **A bejelentett intézkedés tehát elsősorban az 500 millió forintot meghaladó adózás előtti eredménnyel rendelkező vállalatok esetében effektív.** A magyar vállalati kör túlnyomó többsége azonban a kulcsváltó határ alatti eredménnyel rendelkezik, számukra a könnyítés mindössze 1 százalékpont. A több mint 400 ezer vállalatot magába foglaló hazai vállalati körből mindössze **800-900 olyan cég** működik, amelynek adózás előtti eredménye magasabb 500 millió forintnál. A társasági adókulcs egységesen 9 százalékra csökkentése nyomán **az adókötelezettség mérséklődése elsősorban a nagyvállalatoknál jelentkezik**, a kisebb méretű vállalkozások helyzetében a társasági adórendszer módosítása csupán kis mértékű enyhítést jelent (5-11. ábra).

5-11. ábra: A társasági adókötelezettség csökkenése vállalatméret szerint 2017-ben



Forrás: NAV, MNB-számítás

A társasági adó felső kulcsának csökkentése által érintett vállalatok által termelt hozzáadott érték a nemzetgazdasági szintű hozzáadott értéknek közel 30 százalékát teszi ki. Árbevételük a teljes kibocsátás 40 százaléka, export árbevételük a nemzetgazdasági szintű export 40 százaléka, beruházásaik pedig az összer beruházás 21 százaléka. A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak 9 százalékát alkalmazzák, míg az összes bérköltség 17 százalékát fizetik ki (5-6. táblázat).

5-6. táblázat: Felső adókulccsal adózó vállalkozások jellemzői (2014)

	2014
Hozzáadott érték	28%
Árbevétel	40%
Export	40%
Létszám	9%
Bérköltség	17%
Beruházás	21%

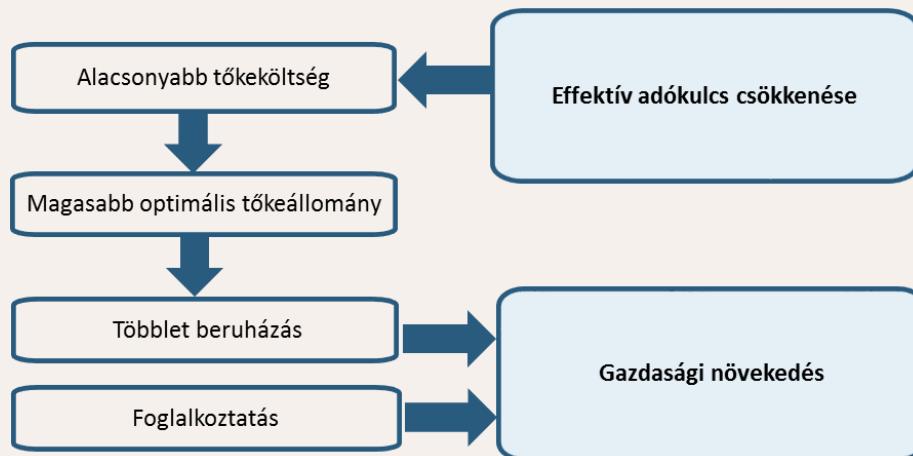
Megjegyzés: Nemzetgazdaság arányában.

Forrás: NAV adatbázis, KSH, MNB-számítás

Az adókötelezettség mérséklődésével összhangban az intézkedés elsősorban a nagyvállalati kör beruházási aktivitását élénkítheti a közeljövőben. A társasági adókulcs csökkenése a vállalatai kör effektív adókulcsának és így a tőkeköltségének mérséklődését eredményezi, ami egyensúlyi helyzetben az optimális tőkeállomány magasabb szintjét indokolja, vagyis magasabb beruházásokat eredményez.

A magasabb beruházási aktivitás pedig a GDP szintjét tartósan emeli, vagyis kedvezőbb növekedési pályát eredményez (5-12. ábra). Becslésünk szerint a társasági adórendszer módosítása hosszú távon a vállalati effektív adókulcsot 1-2 százalékponttal, a tőkeköltséget pedig 0,4-0,7 százalékponttal mérsékli, ami 0,3-0,7 százalékponttal magasabb optimális tőkeállomány szintet és ezzel összhangban enyhén magasabb foglalkoztatási szintet eredményez. Abból kifolyólag, hogy a TAO csökkentésből adódó megtakarítás elsősorban tőkeintenzív nagyvállalatokhoz kerül, az intézkedés foglalkoztatási hatása visszafogott lehet. A vállalati beruházásokon keresztül a társasági adókulcsok egységesítése a GDP szintjét hosszútávon 0,4-1 százalékponttal emeli, ami előrejelzési horizontunkon 0,1-0,3 százalékponttal magasabb gazdasági növekedést eredményez.

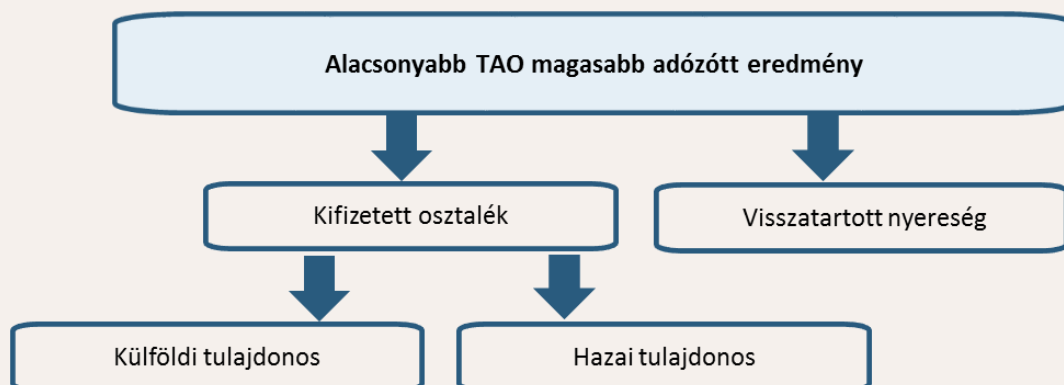
5-12. ábra: A TAO csökkentés hatása a gazdasági növekedésre



Forrás: MNB

A folyamat eredményeként növekszik a vállalatok nyeresége. Ennek egy részét osztalékként fizetik ki, másik része a vállalat eredmény tartalékát növeli, ami a jövőben kerül majd elköltésre. A kifizetett osztalék a fogyasztás növekedésén keresztül hat a GDP-re. Mivel a vállalatok egy része külföldi tulajdonban van, az általuk kifizetett osztalék külföldön kerül elköltésre, ezért a keletkezett osztalékot megbontjuk vállalati tulajdon szerint (5-13. ábra). Mivel a külföldi vállalatok gyakorlatilag 100 százalékos külföldi tulajdonban vannak, ez jó közelítést ad. A számításokat egyedi vállalati adatokon végeztük el, és feltevésünk szerint az osztalékhiány az elmúlt négy év átlagának felel meg.

5-13. ábra: A TAO csökkentés vállalati nyereségre gyakorolt hatása



Forrás: MNB

Az eredmények szerint 171 milliárd forint a TAO intézkedések miatti adózott eredmény növekmény. Ebből 118 milliárd forint osztalékot fizetnek a vállalatok, aminek 75 százaléka külföldi vállalatoknál jelentkezik. Vagyis összesen 27 milliárd forinttal több osztalék kerül kiosztásra hazai szereplők számára. **A hazautalt jövedelmek emelkedésének hatására romolhat a folyó fizetési mérleg egyenlege, továbbá erősödhet a GDP és GNI közötti elnyílás.** Az intézkedések hatására az Európai Unióban **legalacsonyabb szintre mérséklődő társasági adó növelheti Magyarország vonzerejét a külföldi vállalkozások körében.** Az ennek következtében beáramló FDI ösztönözheti a beszállítói hálózatok szélesedését, élénkítve a kkv-szektor beruházási aktivitását és termelékenységének emelkedését.

6. KIEMELT TÉMÁK

6.1. A GDP revíziójának vizsgálata

GDP gyorsbecslésében a KSH az adott időpontban elérhető, korlátozott információs bázison a legjobb becslést adja. Ebben a kiemelt írásban a múltbeli karakterisztikák és a ciklikus pozíció helyzete alapján vonunk le következtetést a becslést övező bizonytalanságról, illetve arról, hogy milyen irányú és nagyságú revízió várható a GDP alakulásának előzetes becslésében.

A közelmúltról publikált makrogazdasági idősorok nagy jelentőséggel bírnak mind az üzleti, mind a gazdaságpolitikai döntések esetében. Ennek megfelelően az elemzők számára az adatok pontossága és megbízhatósága (reliability), valamint időbeli elérhetősége (timeliness) a legfontosabb. Ezeket a szempontokat a statisztikai adatszolgáltatóknak egyszerre kell kielégíteniük. **A statisztikai adatközlés megbízhatósága és időbeli elérhetősége között azonban átváltás van.** Mivel a makrogazdasági adatok aggregált mutatók, amelyet több milliós megfigyelés összegződése ad eredményül, az első gyorsbecslések készítése során nem áll rendelkezésre minden információ,⁸ illetve több mint egy év is eltelhet, mire az éves statisztikák a rendelkezésünkre állnak. A statisztikai hivatalok időközönként felülvizsgálják, azaz revideálják a makrogazdasági idősorokat. Az adott évre vonatkozó Nemzeti Számlákat a következő év szeptemberének második felében publikálja a KSH, és azt a harmadik negyedéves GDP adat közlésekor építi be az idősorba.

A revízió vizsgálata képet ad az előzetes adatközlés megbízhatóságáról. Elemzésünkben a gyorsbecslés megbízhatóságát a következő dimenziók alapján értékeljük: (1) jól írja-e le a gazdaság fejlődésének irányát, vagyis növekedés vagy recesszió jellemzi-e a gazdaságot, (2) milyen irányba változik a növekedési ráta, vagyis gyorsul vagy lassul a növekedés, valamint (3) mekkora az átlagos abszolút revízió, amivel számolni lehet a GDP gyorsbecslésének értékelésekor. Eredményeinket (6-1. táblázat) összevetettük egy korábbi, Bauer és szerzőtársai (2008) által a 2002-2007 közötti időszakról készített elemzés eredményeivel.

6-1. táblázat: A GDP gyorsbecslésének revíziós statisztikái

	Előzetes adatközlés
Információ a gazdaság fejlődésének irányáról	96 (100)
Információ a növekedés változásáról	82 (75)
Átlagos abszolút revízió (előrejelzési pontosság)	0,7 (0,6)

Megjegyzés: Zárójelben Bauer és szerzőtársai (2008) által a 2002-2007 közötti időszakról készített elemzés eredményeit szerepeltetjük.

Forrás: KSH, MNB-számítás

A GDP gyorsbecslés **revíziójának historikus karakterisztikáit** a korábbi elemzéshez hasonlónak találtuk. A KSH gyorsbecslése a korábbi elemzéshez hasonlóan 2002 óta a gazdasági fejlődésének irányáról az esetek 96 százalékában, míg a növekedési ráta változásáról az esetek 82 százalékában adott megfelelő értékelést. Az átlagos abszolút revízió elérte a 0,7 százalékpontot, vagyis pusztán a GDP várható revíziója miatt ekkora a bizonytalanság a GDP gyorsbecslése körül.

A GDP felhasználási tételei eltérő mértékű revízióknak voltak kitéve az elmúlt több mint egy évtizedben, 2003 és 2015 között a közösségi fogyasztás és a bruttó állóeszköz-felhalmozás esetén volt megfigyelhető a legnagyobb mértékű átlagos revízió (6-2. táblázat). A felhasználási tételek bizonytalansága mérhető a revíziók szórásával is, azonban ezt torzíthatja, hogy ezek dinamikája eltérő mértékű lehet. Jellemzően a beruházások időszora a legváltozékonyabb, míg a háztartások fogyasztásának alakulása kiegyensúlyozott. A revíziók szórását korrigálva az adatsor szórásával meghatározható a zaj-jel arány, ami a szórás egyfajta sztenderdizálásának tekinthető. Ez a mutató is alátámasztja a közösségi fogyasztás és a bruttó állóeszköz-felhalmozás idősorok bizonytalanságát. Cunningham és Jeffery (2007) brit adatokon azt találta, hogy a zaj-jel arány a felhasználási tételek esetén a kormányzati és lakossági fogyasztásnál, valamint a beruházások esetén a legnagyobb.

⁸ Az előzetes gyorsbecslés készítésénél a KSH egy szűkebb mintát használ fel, amelyet a részletes adat publikálásához a teljes megfigyelési mintára bővít ki.

6-2. táblázat: A GDP felhasználási tételek éves változásának revízió statisztikái (2003-2015)

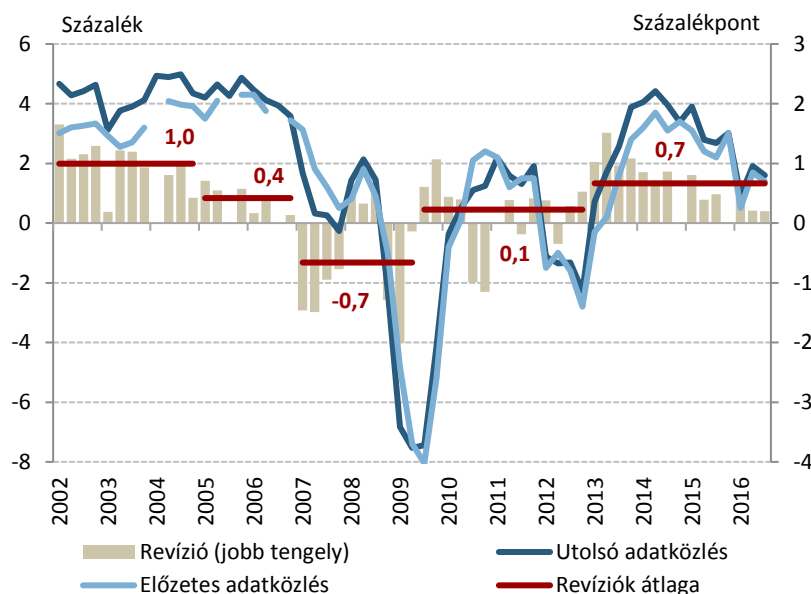
	Átlagos revízió	Revíziók szórása	Legfrissebb közlés szórása	Zaj-jel arány
Háztartások fogyasztási kiadása	0,1	0,8	3,6	0,2
Közösségi fogyasztás	2,9	2,5	3,7	0,7
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	0,4	2,8	6,0	0,5
Export	-0,2	2,2	8,3	0,3
Import	0,2	2,1	8,4	0,3
GDP	0,2	0,6	3,1	0,2

Megjegyzés: A zaj-jel arány a második és harmadik oszlop hányadosa.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

A revíziók értékelésekor az is fontos kérdés, hogy van-e szisztematikus torzítás (bias) a GDP előzetes adataiban a végleges, éves statisztikákhoz képest. Bishop et al. (2013) kiemeli, hogy visszaesés idején lefelé, fellendülés során pedig felfelé módosult az ausztrál GDP-növekedés becslése. **A revízió ciklikus viselkedése a magyar GDP idősorának esetén is tetten érhető (6-1. ábra), aminek oka a trendfordulók idején tapasztalt végponti bizonytalanság:** a GDP-növekedés gyorsbecslése különösen pontatlan a gazdasági teljesítmény fordulópontjai közelében. Megállapítható, hogy a visszaesési időszakokban, mint a 2007 évi lassuláskor vagy a 2008-ban kezdődő válság időszakában utólagos, lefelé történő revideálásra volt szükség. Ezzel ellentétes folyamat figyelhető meg a recessziókból, negatív ciklusokból való kilábalások során, mint például a válság befejeztével 2009 végén és 2010 elején, vagy a 2013-as fordulatkor. Nemzetközi összevetésben Öller és Hansson (2004) is azt találta, hogy az európai országokra általában jellemző volt (1980-1998 között) az, hogy a GDP revízió a ciklussal korrelál.⁹ Vagyis az általunk megfigyelt jelenség nem csak magyar specifikus probléma.

6-1. ábra: A GDP gyorsbecslése és annak revíziója



Forrás: KSH

A monetáris politika számára fontos, hogy a lehető legkisebb bizonytalanság mellett, a legszélesebb információs bázis alapján hozza meg a döntést,¹⁰ ezért az angol és a francia jegybankhoz hasonlóan¹¹ megkíséreltük előrejelezni a GDP

⁹ Mogliani és Ferriere (2016) ezzel szemben arra a következtetésre jutott a francia GDP gyorsbecslésére vonatkozóan, hogy az üzleti ciklusok figyelembe vétele nem segíti az előrejelzést, amelynek hátterében az állhat, hogy a 2008-09-es visszaesési és kilábalási periódus alatti revíziók dinamikáját nehéz pontosan előrejelezni.

¹⁰ A korai adatok bizonytalanságának a brit monetáris politikára gyakorolt hatását vizsgálja Jääskelä és Yates (2005).

¹¹ Cunningham et al. (2007), Mogliani és Ferriere (2016).

idősor revízióját. Egy az általunk megbecsült modell alapján korrigáltuk a KSH által publikált GDP becslést. Ugyanakkor megjegyezzük, hogy óvatosan kell következtetéseket levonni a múltbeli revízióból a jövőbeli revízióra vonatkozóan. Egyrészt azért, mert szignifikáns revíziót jelentős módszertani váltások is okozhatnak, amelyek a jövőben nem ismétlődnek meg. Másrészt azért, mert a múltban a revízió előrejelzésében jól teljesítő magyarázó változók elveszíthetik előrejelző képességüket.

Becsült modellünkben figyelembe vesszük, hogy a revízió jelentős része átlagosan az adatközlést követő első 8 negyedév során beérkezik, ezután jellemzően már csak nagyobb módszertani váltások miatt kerülnek az adatok felülbírálásra. A KSH első becslései nagyobb eltérést mutatnak a tényadattól, azonban a becslések jelentős mértékben közelednek az adatokhoz, ahogy egyre újabb adatközlések jelennek meg. Becslésünket a **Bank of England gyakorlatának megfelelően** (Cunningham et al. (2007)) végeztük el. A modell a következő egyenletekkel írható le.

$$GDP_t = \mu + \sum_{i=1}^q A_i GDP_{t-i} + \varepsilon_t$$

ahol GDP_t jelöli a t . időszakban a GDP valós, éves bázisú növekedésének negyedéves lefutását, ami egy nem megfigyelt változó. Feltesszük, hogy a kibocsátás valós növekedése autoregresszív folyamatot követ. A következő egyenlet a megfigyelt GDP és a valós, nem megfigyelt GDP közötti kapcsolatot mutatja be.

$$GDP_t^{t+n} = GDP_t + c^n + v_t^{t+n}$$

ahol GDP_t^{t+n} a statisztikai hivatal által n negyedévvel később a t -edik időszakra vonatkozó becslése. Továbbá a gyorsbecslésről feltesszük, hogy a mérési hiba torzítása (c^n) az idő előrehaladtával várhatóan fix ütemben csökken, miközben a hibatag bizonytalanságot tartalmazó részében (v_t^{t+n}) figyelembe vettük a következő negyedévekben esetlegesen bekövetkező fordulópont miatti torzítást. Bishop et al. (2013) tanulmányával összhangban úgy gondoljuk, hogy a fordulópontok alatt nagyobb az adatok becslésének a bizonytalansága, és ezeket az időszakokat nagyobb revízió jellemzi. Ezért – a megfigyelési hibatag viselkedésében – a trendforduló modellezésekor számoltunk azzal, hogy kapcsolat áll fenn a revízió és a következő évi gyorsuló, illetve lassuló növekedés között.

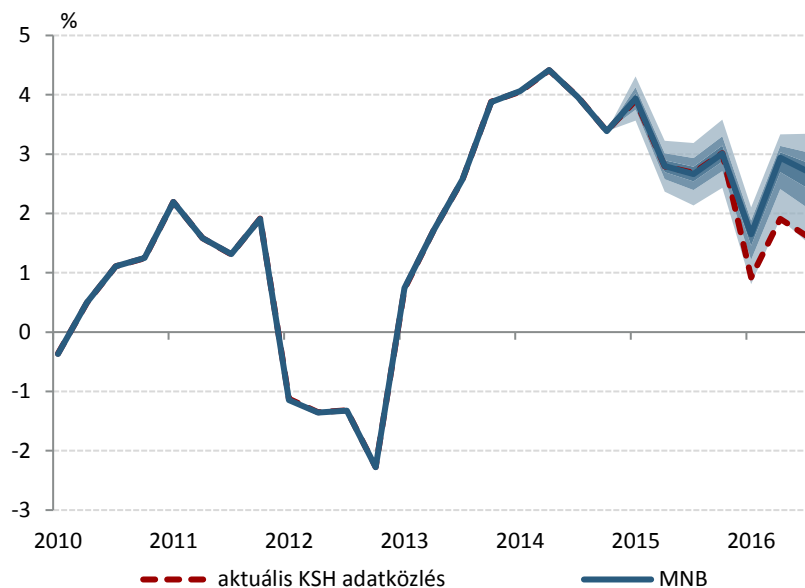
Eredményeink azt mutatták, hogy a magyar adatokon is tetten érhető a trendforduló hatása. Mivel az előrejelzések szerint a jövő évi GDP bővülés dinamikája érdemben múlhatja felül az ideit, ennek következtében a 2016. évi növekedési számok esetén felfelé történő revíziót várunk a későbbiekben, leginkább igaz ez az elmúlt negyedévek adatközléseire. Megjegyezzük, hogy az eredmények itt is megerősítették, hogy a gazdaság folyamatairól kialakult képet az utolsó két évben végrehajtott revízió befolyásolja érdemben: a trendforduló hatása ezekben az időszakokban szignifikáns. A revíziók historikus karakterisztikái és a trendfordulók során tapasztalt viselkedése alapján készített becslés arra enged következtetni, hogy a GDP idősor 2016-os növekedése dinamikusabb pályán alakulhat (6-2. ábra, 6-3. táblázat). **Becslésünk alapján a GDP idei növekedését várhatóan 0,3-0,5 százalékpontos revízió jellemezheti a későbbi adatközlések alkalmával.**

6-3. táblázat: A GDP éves növekedésére becsült várható revízió

	2015	2016
Várható revízió mértéke (százalékpont)	0,0 – 0,1	0,3 – 0,5

Forrás: MNB-számítás

6-2. ábra: A GDP éves változásának revíziós bizonytalansága



Megjegyzés: A várható revíziók hatását is figyelembe vevő ténybecslés. A sávok a 30, 60 és 90 százalékos konfidencia intervallumokat jelölik.

Forrás: KSH, MNB-számítás

Összességében elmondhatjuk, hogy az előzetes GDP adatok rövid távon jelentős, a gazdasági ciklus helyzetétől függő, szisztematikus torzítást mutatnak. Az adatokat a KSH az idők során folyamatosan revideálja, és a változtatás mértéke jelentős lehet. A monetáris politika szempontjából a tényleges gazdasági folyamatokat kell figyelembe venni a ciklikus pozíció megítéléséhez, illetve a megfelelő monetáris irányultság kialakításához. Emiatt a KSH által publikált előzetes becslés korrigálható az általunk megbecsült modell alapján. A múltbeli karakterisztikák és a ciklikus pozíció helyzete alapján az idei évi növekedés érdemi felfelé történő revízióját várjuk a következő negyedévekben.

Felhasznált irodalom

Bauer, P. – Eppich, Gy. – Nobilis, B. – Virág, B. (2008): *Makrogazdasági statisztikák elemzői szemmel*. Statisztikai Szemle, 86(7–8): 666–694. (only in Hungarian)

Bishop, J. – Gill, T. – Lancaster, D. (2013): *GDP Revisions: Measurement and Implications*. Reserve Bank of Australia Bulletin, 2013. March, pp. 11–22.

Cunningham, A. – Eklund, J. – Jeffery, C. – Kapetanios, G. – Labhard, V. (2007): *A state space approach to extracting the signal from uncertain data*. Bank of England Working Paper No. 336.

Cunningham, A. – Jeffery, C. (2007): *Extracting a better signal from uncertain data*. Bank of England Quarterly Bulletin, 2007 Q3. pp. 364–375.

Jääskelä, J. – Yates, T. (2005): *Monetary policy and data uncertainty*. Bank of England Working Paper No. 281.

Mogliani, M. – Ferriere, T. (2016): *Rationality of announcements, business cycle asymmetry, and predictability of revisions. The case of French GDP*. Banque de France Working Paper Series No. 600.

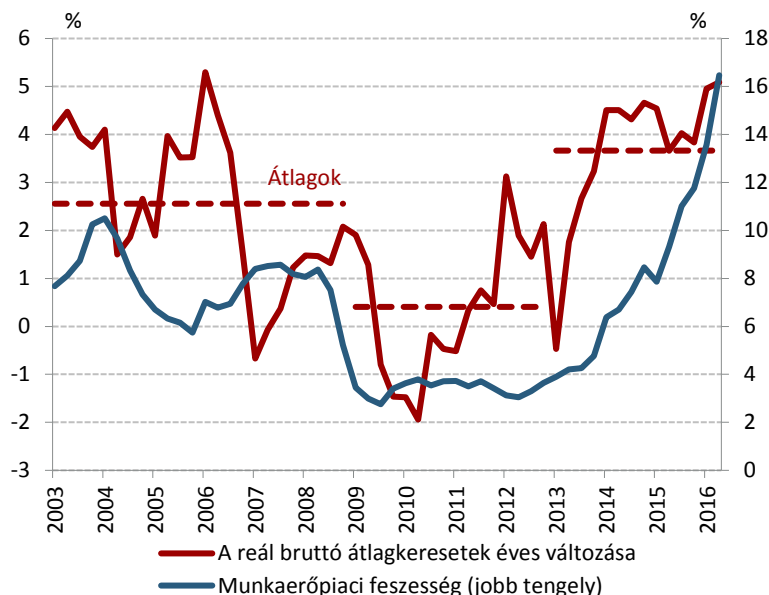
Öller, L.-E. – Hansson, K.-G. (2004): *Revision of National Accounts: Swedish Expenditure Accounts and GDP*. Journal of Business Cycle Measurement and Analysis, Vol. 2004/3.

6.2. Összetételhatások a bérnövekedésben

A bérek növekedési üteme a gazdasági konjunktúra egyik kulcsindikátora. A statisztikában tükröződik a munkaerőpiac ciklikus és strukturális helyzete, ami jelentős hatást gyakorol a fogyasztásra, valamint az árak változását is befolyásolja. Ebben a kiemelt témában **azt vizsgáljuk, hogy a foglalkoztatottak összetételének változása hogyan befolyásolta a bérek változását 2003 és 2015 között.** A bérek monetáris politikai szempontból kulcsfontosságú rövid távú, gazdasági ciklusokkal magyarázható változása elfedheti a mélyben rejlő, hosszú távú bérnövekedést okozó folyamatokat. Éppen ezért az összetételhatások megértése segíti a monetáris politikát abban, hogy pontosabb képet kapjon a bérek változásáról.

A vizsgált időszak kezdetétől, 2003-tól egészen a 2008-as válságig a reál bruttó átlagkereset dinamikája a versenyszférában átlagosan 2,5 százalék körül alakult (6-3. ábra). A válság során jelentős alkalmazkodás ment végbe a hazai vállalatok esetében, mivel a reálbérek növekedési üteme érdemben lassult, majd ezen historikusan alacsony szinten stabilizálódott. 2012-ben a versenyszféra bérdinamikájának gyorsulását tapasztaltuk, ez azonban egy egyszeri, viszonylag magas minimálbér-emelés hatásnak tudható be. **A reál bruttó átlagkereset növekedési üteme 2013 óta gyorsul és 2016-ban meghaladta az 5 százalékot, amiben a historikusan alacsony infláció mellett a munkaerőpiaci feszesedés játszott a kulcsszerepet.**

6-3. ábra: A versenyszféra bruttó reálkeresetének éves változása és a munkaerőpiaci feszeség



Forrás: KSH, MNB-számítás

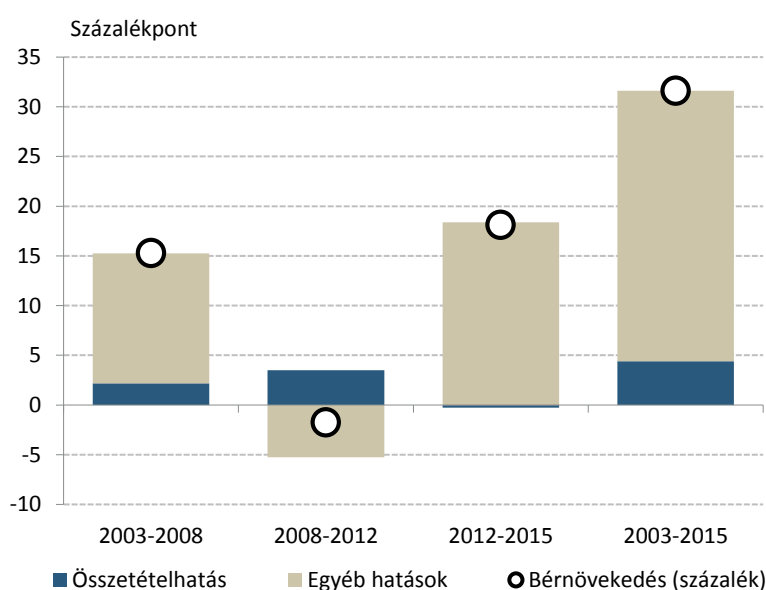
Hogy jobban megértsük a bérdinamika változásának okait, **fontos megvizsgálni, hogy az egyéni béreket meghatározó tényezők hogyan változtak a vizsgált időszakban.** A bérek alakulására hatással vannak a foglalkoztatásban résztvevők jellemzői. Egyszerű példa erre, hogy ha a munkavállalók átlagos iskolázottsága nő, az átlagbérek feltehetően felfelé tolnak, mivel a magasabb végzettséggel rendelkező munkavállalók átlagosan magasabb bért kapnak. Ezt nevezzük összetételhatásnak. A fogalom alatt tágabb értelemben a foglalkoztatásban résztvevők egyéni jellemzőiben bekövetkezett változásoknak a bérek átlagos növekedésére gyakorolt hatását értjük.

Az összetételhatás bérnövekedésre gyakorolt hatásának kiszámításához a Blinder–Oaxaca-féle dekompozíciós módszert alkalmaztuk. Az eljárás a különböző években mért átlagkeresetek különbségét bontja fel a megfigyelt személyek tulajdonságainak változásával megmagyarázható, illetve nem megmagyarázható tényezőkre. A dekompozícióhoz a Bértarifa munkavállaló-szintű adatbázisát összekötöttük a NAV adatbázisával annak érdekében, hogy a vállalati heterogenitásokra is tudjunk kontrollálni. Az adatok éves frekvencián állnak rendelkezésre és tartalmazzák a kor, nem, iparág, foglalkozás, szolgálati idő, iskolai végzettség karakterisztikákat, valamint az órabért. Az általunk használt dekompozíciós módszer a bérek változását a vizsgálatba bevont tényezők által megmagyarázott és nem magyarázott komponensekre bontja. Ez utóbbiak főként a konjunktúra ciklusokhoz, illetve gazdaságpolitikai intézkedésekhez köthetők.

A megmagyarázott rész az összetételhatás, ami a bérek növekedéséből az egyéni jellemzők változása miatt következett be.

2003 és 2015 között a versenyszféra legalább 5 fős vállalataiban dolgozók egy munkaóra vetített reálbére átlagosan mintegy 31 százalékkal nőtt, amiből az összetételhatás 4 százalékpontot magyaráz (6-4. ábra). A vizsgált időszakot három periódusra oszthatjuk a reálbérek növekedési ütemének átlagos szintje alapján. **2003 és 2008 között az összetételből eredő hatások átlagosan 2,2 százalékponttal járultak hozzá a reálbérek növekedéséhez.** 2008-2012 között a munkaerő szerkezetében bekövetkezett változások ugyan a reálbér-dinamika növekedésének irányába hatnak – 3,5 százalékponttal –, az időszakban kibontakozó válság hatása azonban megmutatkozott a reálbérek növekedésének mérséklődésében is. Így ebben az időszakban a konjunkturális hatások visszahúzták az összetételhatások bérfelhajtó erejét, ami negatív reálbér-dinamikát eredményezett. **A válságot követően, 2012-től 2015-ig a munkaerő szerkezetében történő változások a reálbérek növekedési ütemét kismértékben lefelé mozdították,** amit a konjunkturális és szakpolitikai hatások ellensúlyoztak.

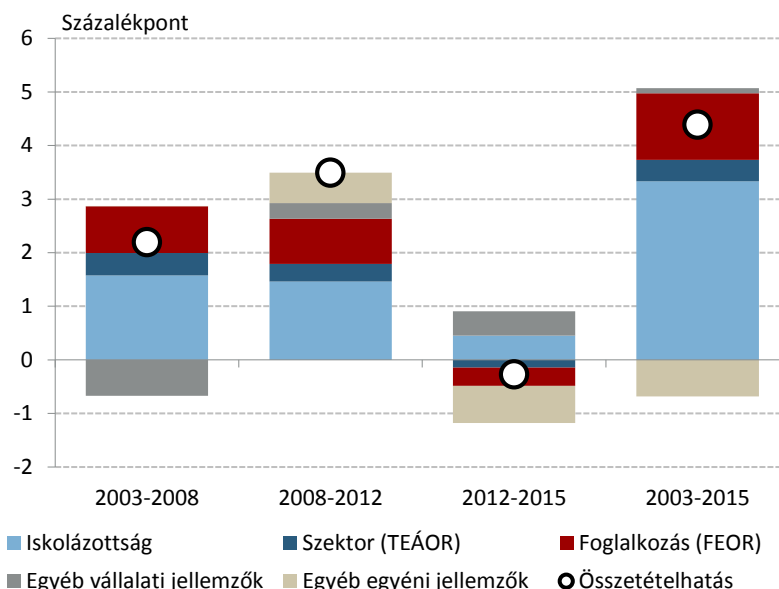
6-4. ábra: Az összetételhatások hozzájárulása a reálbérek növekedéséhez 2003 és 2015 között



Forrás: Bértarifa-felvétel, MNB-számítás

Az összetételhatáson belül számos tényező befolyásolja az átlagbérek növekedési ütemének változását a fent leírt csatornán keresztül, jellemzően ilyen a kor, az iskolai végzettség, a foglalkozás típusa, az iparág, amelyben a cég működik, illetve az adott vállalatnál eltöltött idő. A felsorolt ismérvek közül **az iskolai végzettség járult hozzá a legnagyobb mértékben a reálberváltozásból az egyéni jellemzők változásával magyarázható tényezőkhöz, a teljes időszakon mintegy 3,3 százalékpontos növekedést magyaráz a reálbérek növekedéséből** (6-5. ábra). 2012-2015 között az iskolázottsági szint emelkedéséből fakadó bérnövekedés jelentősen csökkent. Ebben a periódusban a munkaerőpiacra feszedés volt jellemző, melynek hatására számos alacsonyabb végzettségű, vagy egyéb karakterisztika alapján hátrányosabb helyzetű munkavállaló térhetett vissza foglalkoztatotti státuszba.

6-5. ábra: Összetételhatások az átlagos reál órabér alakulásában



Megjegyzés: Egyéb egyéni jellemzők: nem, kor, megye, szolgálati idő, kollektív szerződés dummy, munkaszerződés típusa. Egyéb vállalati jellemzők: külföldi tulajdon részaránya, állami tulajdon aránya.

Forrás: Bértarifa-felvétel, MNB-számítás

Az összetételhatáson belül elkülönített tényezők hatása időben változó. Az egyes időszakokban az iskolázottság szerinti összetétel azt mutatja, hogy az átlagos képzettség időben növekszik; az általunk vizsgált időszakban emelkedett a felsőfokú végzettségűek és csökkent az alacsony végzettségűek aránya. Ezt az is jól szemlélteti, hogy míg 2003-ban a Bértarifa adatai alapján minden 8. foglalkoztatott rendelkezett felsőfokú diplomával, addig 2015-re már minden 5. munkavállalónak egyetemi vagy főiskolai diplomája volt. Egy egyszerű példán szemléltetve, ha a felsőfokú végzettségűek 150 ezer forintot keresnek, míg az alacsonyabb végzettségűek 100 ezer forintot, akkor ez 2003-ban 106 250 forintos, 2015-ben pedig 110 000 forintos átlagfizetést jelent. A példában az átlagkereset növekedése csak abból fakad, hogy megváltozott a felsőfokú diplomával rendelkezők aránya.

A magasabb iskolázottsággal összhangban a magasabb képzettséget igénylő munkakörben dolgozók száma is növekedett. **Ez a foglalkozások közötti átrendeződés 1,2 százalékponttal járult hozzá a bérek növekedéséhez. Összességében a munkaerő szerkezetében bekövetkezett minőségi javulás a becsült eredmények alapján az időszak egészén átlagosan közel 4,6 százalékponttal járult hozzá a bérek növekedéséhez.**

A vállalatok oldaláról vizsgálva azt tapasztaljuk, hogy az iparágak közötti megoszlás is szerepet játszik a reálbér-dinamika alakulásában. **A foglalkoztatottak eloszlásának változása az egyes gazdasági ágazatok között kis mértékben, 0,4 százalékponttal emelte az átlagos reálbért.**

Elemzésünkben arra kerestük a választ, hogy milyen, a konjunktúra alakulásától többé-kevésbé független tényezők befolyásolták a bérdinamika alakulását az elmúlt években. Felhasználva azt a tényt, hogy az egyéni karakterisztikák (mint a kor, nem, iskolázottsági profilok) szignifikáns hatással bírnak a munkabérekre – így azok változására is –, megvizsgáltuk, hogy e jellemzők változása mennyiben járult hozzá a bérek növekedési üteméhez. Blinder-Oaxaca dekompozíciós eljárással becsült eredményeinkből azt látjuk, hogy **az összetételhatások 4 százalékpontot magyaráznak a vizsgált időszakon (2003 és 2015 között) megfigyelhető 31 százalékos reálbér-növekedésből.** Az összetételhatáson belül a foglalkoztatottak átlagos iskolai végzettségének emelkedése 3,3, a foglalkozások közötti átrendeződés 1,2 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez. A foglalkoztatottak eloszlásának változása az eltérő ágazatok között kis mértékben, 0,4 százalékponttal emelte az átlagos reálbért.

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	0,1	0,1
Piaci	-0,4	0,9	0,5	0,7	1,7	2,4
Indirekt adók és intézkedések	0,0	-0,1	-0,1	0,2	-0,3	-0,1
Infláció	-0,4	0,8	0,4	0,9	1,5	2,4

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi 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	0,8	0,0	0,2	0,1	0,0	2,7	-1,4	1,4
nem feldolgozott	-0,7	0,0	4,2	-3,2	0,3	-2,0	0,0	4,6	-2,9	-0,3
feldolgozott	-0,5	0,0	0,7	0,0	0,2	1,2	0,0	2,1	-0,7	2,6
Ipari termékek	0,6	0,0	0,4	0,0	1,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,7
tartós	0,7	0,0	-0,2	0,0	0,5	-0,6	0,0	0,6	0,0	0,0
nem tartós	0,6	0,0	0,7	0,0	1,3	0,4	0,0	0,5	0,0	0,9
Piaci szolgáltatások	0,5	0,0	1,5	0,0	2,0	0,8	0,0	2,7	-0,4	3,1
Piaci energia	0,3	0,0	-0,9	0,0	-0,6	0,9	0,0	0,3	0,0	1,2
Alkohol, Dohány	0,3	0,4	1,0	0,6	2,3	0,6	0,6	1,3	2,1	4,6
Üzemanyag	-6,4	0,0	-1,3	0,6	-7,1	4,4	1,7	3,8	-1,4	8,5
Szabályozott árak	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,0	0,2	0,0	0,4
Infláció	-0,4	0,0	0,9	-0,1	0,4	0,7	0,2	1,8	-0,3	2,4
Maginfláció	0,3	0,1	0,9	0,1	1,4	0,6	0,1	1,7	0,0	2,4

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi 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-intézkedésekből adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	10
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	10
1-3. ábra: Az eurozóna inflációjára vonatkozó előrejelzések	11
1-4. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója	11
1-5. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	13
1-6. ábra: A GDP éves változása	13
1-7. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátája a rendelkezésre álló jövedelem arányában	14
1-8. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként	14
1-9. ábra: Vállalati és járműipari nagyberuházások éves változása	15
1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	15
1-11. ábra: Mezőgazdasági termésmennyiség alakulása	16
1-12. ábra: Az elmúlt évek GDP-növekedését érintő revíziók	17
1-13. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	18
1-14. ábra: A fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása a versenyszférában	18
1-15. ábra: A minimálbér és garantált bérminimum emelésének hatása a versenyszféra nominális bérdinamikájára	20
1-16. ábra: A munkaerőköltség változása 2017-ben bérkategóriánként	21
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	24
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	24
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	25
3-1. ábra: GDP negyedéves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban	26
3-2. ábra: A GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban	26
3-3. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	27
3-4. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása	27
3-5. ábra: Fejlett és feltörekvő piaci 10 éves állampapírhozamok	28
3-6. ábra: GDP negyedéves változása az eurozónában	28
3-7. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása	29
3-8. ábra: Inflációs várakozások és hosszú hozamok az eurozónában	29
3-9. ábra: GDP negyedéves változása a kelet-közép-európai országokban	30
3-10. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	31
3-11. ábra: A HuCoin-mutató alakulása	31
3-12. ábra: A teljes kiskereskedelmi forgalom és a fogyasztás volumenének alakulása	32
3-13. ábra: A háztartások megtakarítása és vagyona	32
3-14. ábra: Szektorális beruházások alakulása	32
3-15. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	33
3-16. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása	33
3-17. ábra: A fogyasztási ráta alakulása 2000 és 2015 között	34
3-18. ábra: A háztartások hitel/jövedelem arányának alakulása	35
3-19. ábra: A fogyasztási kiadások szerkezetének alakulása, 2005=100	35
3-20. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	36
3-21. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása	36
3-22. ábra: A kibocsátási rés és az ipari kapacitáskihasználtság alakulása	37
3-23. ábra: Az eurozóna kibocsátási részének alakulása	37
3-24. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereseteinek éves változása	38
3-25. ábra: A fajlagos munkaerőköltség éves változásának dekompozíciója	38
3-26. ábra: Az ipari termelői árak éves változása	39
3-27. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók	39
3-28. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tényinfláció	39
3-29. ábra: Inflációs várakozások a régióban	40

4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	41
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	42
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya	42
4-4. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok alakulása	42
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	43
4-6. ábra: 10 éves állampapír hozamok a régióban	43
4-7. ábra: 10 éves CDS-felárak (bal panel), illetve 2 év múltára árazott rövid bankközi hozam (jobb panel) a régióban	44
4-8. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban	45
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben	45
4-10. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára	46
4-11. ábra: Az előretekinthető reálkamatlábak alakulása	47
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei a GDP arányában	48
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	49
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint, GDP-arányos értékek	49
5-4. ábra: A külső adósságráták alakulása a GDP arányában	50
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (a GDP százalékában)	51
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (a GDP százalékában)	52
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása	53
5-8. ábra: A fiskális keresleti hatás (a GDP százalékában)	54
5-9. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekinthető változatlan, 2015. végi árfolyamon számítva	56
5-10. ábra: Társasági adókulcsok felső mértéke (2015)	57
5-11. ábra: A társasági adókötelezettség csökkenése vállalatméret szerint 2017-ben	58
5-12. ábra: A TAO csökkentés hatása a gazdasági növekedésre	59
5-13. ábra: A TAO csökkentés vállalati nyereségre gyakorolt hatása	59
6-1. ábra: A GDP gyorsbecslése és annak revíziója	61
6-2. ábra: A GDP éves változásának revíziós bizonytalansága	63
6-3. ábra: A versenyszféra bruttó reálkeresetének éves változása és a munkaerőpiaci feszesség	64
6-4. ábra: Az összetételhatások hozzájárulása a reálbérek növekedéséhez 2003 és 2015 között	65
6-5. ábra: Összetételhatások az átlagos reál órabér alakulásában	66

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	11
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	12
1-3. táblázat: A 2017-től életbe lépő főbb változások a bejelentett bértmegállapodás értelmében	19
1-4. táblázat: A bértmegállapodás költségvetési bevételre gyakorolt hatása (mrd Ft)	21
1-5. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	22
1-6. táblázat: Az MNB alapelőrejelzése összevetve más prognózisokkal	23
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában)	53
5-2. táblázat: A 2016. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a szeptemberi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)	54
5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2016. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	55
5-4. táblázat: A 2017. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a szeptemberi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)	55
5-5. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2017. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	56
5-6. táblázat: Felső adókulccsal adózó vállalkozások jellemzői (2014)	58
6-1. táblázat: A GDP gyorsbecslésének revíziós statisztikái	60
6-2. táblázat: A GDP felhasználási tételek éves változásának revíziós statisztikái (2003-2015)	61
6-3. táblázat: A GDP éves növekedésére becsült várható revízió	62
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra	67
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra	67

Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

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

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

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2016. december

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

