



# INFLÁCIÓS JELENTÉS



2016  
JÚNIUS

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

*Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről*



# INFLÁCIÓS JELENTÉS

2016  
JÚNIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

*A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és vállalkozásokat egyaránt sújtó gazdasági ingadozások mértékét. A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében 2005 augusztusától a 3 százalékos középtávú cél körüli infláció biztosításával törekszik az árstabilitás megvalósítására. A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljes körűen az infláció várható alakulását, és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntése sok szempont együttes mérlegelésén alapul. Ezek közé tartozik a gazdasági helyzet várható alakulása, az inflációs kilátások, a pénz- és tőkepiaci folyamatok, a stabilitási kockázatok vizsgálata.*

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

Az elemzés Virág Barnabás, Monetáris politikáért, 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. június 16-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 .....	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk .....	13
1.3. Munkapiaci előrejelzésünk .....	16
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	20
3. Makrogazdasági helyzetértékelés .....	23
3.1. Nemzetközi környezet .....	23
3.2. Aggregált kereslet .....	30
3.3. A kibocsátás szintje és szerkezete .....	36
3.4. A munkapiac helyzete .....	41
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója .....	44
3.6. Költségek és infláció .....	46
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók .....	49
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok .....	49
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói .....	56
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója .....	58
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás .....	58
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra .....	60
5.3. Költségvetési folyamatok .....	62
6. A 2016. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása .....	69
Ábrák és táblázatok jegyzéke .....	70

**KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE**

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink .....	17
3-1. keretes írás: A hazai gazdasági növekedés jövedelemoldali folyamatainak értékelése .....	34
3-2. keretes írás: Az év eleji GDP lassulás okai .....	38
3-3. keretes írás: A mezőgazdaság jelentősen támogathatja a gazdasági növekedést 2016-ban .....	39
3-4. keretes írás: A versenyszféra bérnövekedés régiós összehasonlításban .....	42
3-5. keretes írás: Kibocsátási rés becslésünk.....	45
4-1. keretes írás: A BUBOR szerepe a magyar gazdaságban és a jegyzési rendszer megújítása .....	52
4-2. keretes írás: Az MNB programok szerepe a felminősítésben és az ország kockázati megítélésének javulásában .....	54
5-1. keretes írás: A 2017-es költségvetési törvény és a 2016. évi költségvetési törvény módosítása .....	67



## A MONETÁRIS TANÁCS FŐ MEGÁLLAPÍTÁSAI AZ INFLÁCIÓS JELENTÉSHEZ

*A Monetáris Tanács megítélése szerint az év eleji átmeneti lassulást követően újra élénkül a magyar gazdaság. A gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemzik, az infláció tartósan a jegybanki céltól elmaradóan alakul. A hazai reálgazdasági környezet dezinflációs hatása előretételezve fokozatosan csökken. A magas külső finanszírozási képesség, és az állam mérséklődő devizaadóssága csökkenti az ország sérülékenységét a következő években.*

**Az elmúlt hónapokban lelassult a világgazdaság növekedése, az inflációs ráták a jegybanki célértékektől továbbra is elmaradnak.**

2016 első negyedében a regionális különbségek fennállása mellett változatlanul visszafogott volt a világgazdaság bővülése. A fejlett gazdaságokban a növekedés ütemének lassulása mellett folytatódott a válságból való kilábalás, míg a feltörekvő régiókban romlottak a növekedési kilátások. Az infláció világszerte visszafogottan alakult. A törekeny konjunktúra és a mérsékelt inflációs környezet a globálisan meghatározó jegybankok többségének esetében a gazdasági növekedést támogató, tartósan laza monetáris politikai környezetet indokol.

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

Az elmúlt hónapokban beérkezett adatok alapján a hazai inflációs folyamatok alapvetően a márciusi Inflációs jelentéssel összhangban alakultak. A Monetáris Tanács megítélése szerint az élénkülő lakossági fogyasztás és a nemzetgazdaságban fizetett bérek gyorsuló növekedése eredményeként a maginfláció fokozatosan növekszik. Az alacsony szintről fokozatosan emelkedő nyersanyagárak a fogyasztói árak növekedését okozzák, azonban a mérsékelt inflációs várakozások és az importált infláció általánosan alacsony szintje az árszínvonal növekedési ütemét visszafogja. Előretételezve, a javuló jövedelmi folyamatokkal és az élénkülő hitelezéssel párhuzamosan bővülő fogyasztás hatására az infláció 2018 első felében közelíti meg a középtávú inflációs célt.

**Az idei gazdasági növekedés időbeli alakulását kettősség jellemzi: az év eleji átmeneti lassulást követően a gazdasági növekedés elsősorban belső keresleti tételekre támaszkodva ismét élénkül.**

A magyar gazdaság év eleji átmeneti lassulását követően a gazdasági növekedés érdemi élénkülésére számítunk. A növekedésben egyre markánsabb szerephez jut a belföldi kereslet folytatódó erősödése, amelyben a fogyasztás és a beruházások alakulása mellett meghatározó szerepet játszhatnak a költségvetés keresletélénkítő hatásai és a jegybank korábbi intézkedései. Az ipari termelés korrekciója és a mezőgazdasági hozzáadott érték bázishatásból adódó bővülése szintén gyorsítja a GDP növekedési ütemét. A lakossági fogyasztás tartós bővülését a kedvező jövedelmi folyamatok és a hitelezés élénkülése mellett a lakáspolitikai program másodkörös hatásai is támogatják. A Monetáris Tanács júniusban a Növekedési Hitelprogram keretösszegének 100 milliárd forinttal történő megemeléséről döntött a gazdasági növekedés további támogatása érdekében. A Monetáris Tanács megítélése szerint az MNB Növekedéstámogató Programja, valamint a lakásépítéseket ösztönző és az EU-források dinamikus lehívását segítő kormányzati intézkedések eredményeként elérhetővé válik a 3 százalék körüli éves növekedés fenntartása. A vállalati hitelezés folyamatait tekintve a kkv-hitelezés a jegybanki szándékkal összhangban dinamikusan növekszik, melyet a Növekedéstámogató Hitelprogram is támogat a hitelezési aktivitáshoz kötött kamatcsere-ügyleteken keresztül. A háztartási hitelezés esetében a lakáscélú szegmensben látható jelentős növekedés összhangban van az ingatlanpiaci fordulattal.

**A magas külső finanszírozási képesség és az emiatt csökkenő külső adósságállomány tartósan mérsékli a magyar gazdaság sérülékenységét.**

A gazdaság külső finanszírozási képessége a tavalyi kiugróan magas, a GDP 9 százalékát megközelítő értékről 2016-2017-ben enyhén csökken. A mérséklődés döntő mértékben az EU új költségvetési periódusához kapcsolódó alacsonyabb transzferbeáramlás következménye, amit csak részben ellensúlyoz 2016-ban a javuló cserearányokból adódó emelkedő külkereskedelmi többlet. Ennek ellenére a külső finanszírozási képesség várhatóan a teljes előrejelzési horizonton a GDP 8 százaléka közelében alakul, ami az ország külső eladósodottságának további csökkenését, és így a külső sérülékenység folytatódó mérséklődését eredményezi. A külső tartozás mérséklődését támogatja az államadósság további csökkenése is, ami az állam devizaadósságának mérséklődése mellett alakul ki.

**Az elmúlt időszak első felében a nemzetközi pénzügyi hangulatot a kockázatkerülés erősödése, majd fokozatos javulás jellemezte, júniusban azonban újra romlott a kockázatvállalási hajlandóság. A hazai folyamatokat nagyrészt a nemzetközi pénzügyi folyamatok befolyásolták.**

A kockázati mutatók márciust követő emelkedése után a kockázatkerülés fokozatosan enyhült, a főbb fejlett piaci tőzszeindexek kismértékben emelkedtek, amelyhez a világgazdasági olajárak emelkedése is hozzájárulhatott. Június első felében az Egyesült Királyság európai uniós tagságával kapcsolatos aggodalmak felerősödése a nemzetközi pénzügyi hangulat romlásához vezetett. A meghatározó jegybankok monetáris politikai döntéseivel kapcsolatos várakozások továbbra is a piaci érdeklődés középpontjában álltak. Az EKB júniusban megkezdte a márciusban bejelentett, vállalati szektort érintő kötvénycsereprogramját, míg a Fed az alapkamat tartása mellett döntött. Emellett a világgazdasági olajárak alakulásához köthető várakozások, a világgazdaság növekedési kilátásai alakították a piaci folyamatokat. A hazai hosszúlejáratú állampapír-piaci hozamok, valamint a hazai CDS-felár enyhén emelkedtek.

#### **A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.**

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alappályája mellett négy alternatív forgatókönyvet emelt ki. A vártnál lazább külső monetáris politikai környezet, illetve felvevőpiacaink és a feltörekvő piaci gazdaságok visszafogottabb növekedése az alappályánál alacsonyabb, míg a gyorsabb bérnövekedés és dinamikusabb fogyasztásbővülés illetve a pénzügyi turbulenciák megvalósulása az alappályánál magasabb inflációs pályát jelent. A vártnál lazábban alakuló külső monetáris politikai környezet a hazai gazdasági növekedést nem befolyásolja érdemben. Felvevőpiacaink és a feltörekvő piaci gazdaságok visszafogottabb növekedése, illetve pénzügyi turbulenciák esetén az alappályában előrejelzetnél alacsonyabb növekedés valósul meg, míg a gyorsabb bérnövekedés és dinamikusabb fogyasztásbővülés nyomán a hazai gazdasági növekedés erősebb az alappályaelőrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további, az előbbiekhöz képest mérsékelt kockázatként azonosította a magasabb olaj- és nyersanyagárakat, a lefelé mutató másodköros inflációs kockázatokat és az alacsonyabb beruházási pályát valószínűsítő alternatív forgatókönyveket.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemzik, és az inflációs nyomás tartósan mérsékelt marad. A monetáris politika horizontján a reálgazdaság dezinflációs hatása fokozatosan csökken.

A jegybanki előrejelzések feltételeinek teljesülése mellett az alapkamat aktuális szintje és a laza monetáris kondíciók tartós fenntartása összhangban van az inflációs cél középtávú elérésével és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzésével.

## AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

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

<sup>1</sup> A GDP arányában.

<sup>2</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.

<sup>3</sup> A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a teljes munkaidős egyenértékes hazai foglalkoztatottakkal lett kiszámítva.

<sup>4</sup> MNB-becslés.

<sup>5</sup> 2015-re előzetes adat. 2016-ban az Országvédelmi Alap felhasználásának mértékétől függően, 2017-ben az Országvédelmi Alap teljes törlesztését feltételezve.

## 1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

2016 első negyedévében átmenetileg megtorpant a magyar gazdaság növekedése. Az inflációs folyamatok korábbi várakozásunkkal összhangban továbbra is visszafogottan alakulnak. Az első negyedévben érdemben élénkült a versenyszféra bérnövekedése, míg a foglalkoztatottság szintje tovább emelkedett.

Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció idén és jövőre is a 3 százalékos inflációs cél alatt alakul, és csak 2018 első felében kerül a középtávú inflációs cél közelébe. Az inflációs folyamatok emelkedésének irányába hat, hogy a nyersanyagárak az év eleje óta emelkedő tendenciát mutatnak. Ugyanakkor az inflációs várakozások továbbra is alacsonyak historikus összevetésben, és az importált infláció változatlanul mérsékelt, ami tartósan alacsonyabb áremelkedés irányába mutat. Előrejelzésünk szerint a gyorsuló bérkiáramlás az élénkülő belföldi kereslet mellett az indirekt adóktól szűrt maginflációt fokozatosan emeli. A bejelentett jövedékiadó intézkedések áremelő hatását ellensúlyozza az egyes alapvető élelmiszerek és szolgáltatások esetében bevezetésre kerülő áfacsökkenés.

Az év eleji átmeneti megtorpanást követően a gazdasági aktivitás újbóli élénkülésére számítunk, így folytatódik a hazai gazdaság bővülése. A lakossági fogyasztás dinamikus emelkedését várjuk, melyet a tartósan kedvező jövedelmi folyamatok mellett a fogyasztási hajlandóság fokozatos emelkedése is támogat. A munkaerőpiaci feltételek tartós javulása emeli a hosszabb távú jövedelemvárakozásokat, ezért a háztartási szektor korábbi mérlegalkalmazkodása miatt elhalasztott fogyasztása egyre inkább realizálódik. Számításaink szerint a beruházási ráta az elkövetkező években stabilan 20 százalék felett alakul. Az állami beruházások az uniós forrásbeáramlás erőteljes csökkenésével párhuzamosan visszaestek az év elején, azonban a kormányzati elköteleződéssel összhangban az év második felében felfutásra számítunk. A magánberuházások növekedését a Növekedéstámogató Program következtében élénkülő hitelezés, és az év második felétől a lehívható EU-források érdemi emelkedése is támogatja. A háztartások beruházási aktivitását a stabil hosszú távú jövedelemvárakozások, a mérlegeikből kikerülő devizakockázat és az otthonteremtési program emeli az év második felétől. A belső keresleti tételek élénkülésével párhuzamosan növekszik az importigény, ezért a nettó export visszafogottan járul hozzá a gazdasági növekedéshez.

A versenyszféra munkakeresletének folytatódó bővülése tovább növeli a foglalkoztatottság szintjét. Várakozásunk szerint a munkaerőpiaci aktivitás emelkedésének üteme elmarad a munkakereslet növekedésétől, ezért a munkanélküliségi ráta tovább csökken az előrejelzési horizonton. A feszesedő munkaerőpiaci kondíciók alapján arra számítunk, hogy az idén és a következő évben is élénk bérnövekedés valósul meg a versenyszférában. Ugyanakkor az idei évi erőteljes bérnövekedés elsősorban – a gazdaságban lévő szabad kapacitások következtében – fogyasztásnövekedésben jelentkezik. Emellett a historikusan alacsony inflációs várakozások és a mérsékelt importált inflációs környezet miatt az élénkülő bérnövekedés visszafogottan emeli az inflációt. A vállalatok elmúlt években javuló jövedelmi helyzete nagyobb mozgásteret enged a béremelési döntésekben.

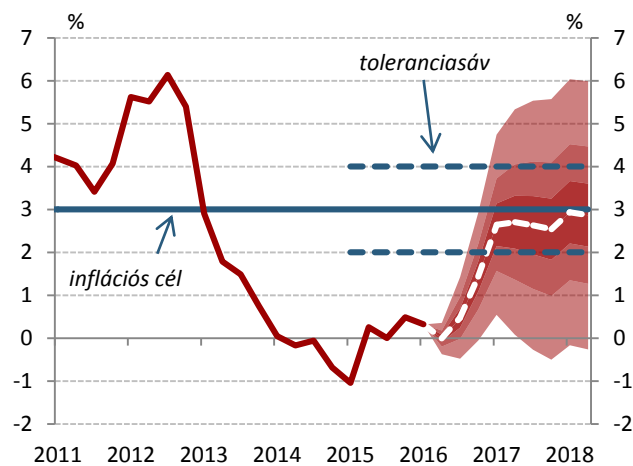
Várakozásunk szerint a gazdaság külső finanszírozási képessége a következő években is stabilan magas marad, ami hozzájárul a nettó külső adósság és az ebből adódó sérülékenység folytatódó csökkenéséhez. A költségvetés ESA-hiánya az aktuális folyamatok alapján idén várhatóan 1,6-1,8 százalék közelében alakul a GDP arányában. A fiskális politika 2017-ben keresletösztönző hatású, mivel előrejelzésünk szerint 2017-ben 2,4 százalékra emelkedik a deficit, azonban az államadósság-ráta tovább csökken.

Összességében a reál gazdasági környezet deflációs hatása fokozatosan csökken a következő években. A fogyasztóiár-index és az indirekt adóktól szűrt maginfláció csak lassan emelkedik, ami arra utal, hogy a mérsékelt költségkörnyezet mellett a historikusan továbbra is visszafogott belföldi fogyasztás inflációt visszafogó hatása változatlanul érdemi. Az előrejelzési horizontunkon ez a hatás fokozatosan mérséklődik. Alappályánk szerint az infláció csak 2018 első felében kerül a középtávú 3 százalékos inflációs cél közelébe.

## 1.1. Inflációs előrejelzésünk

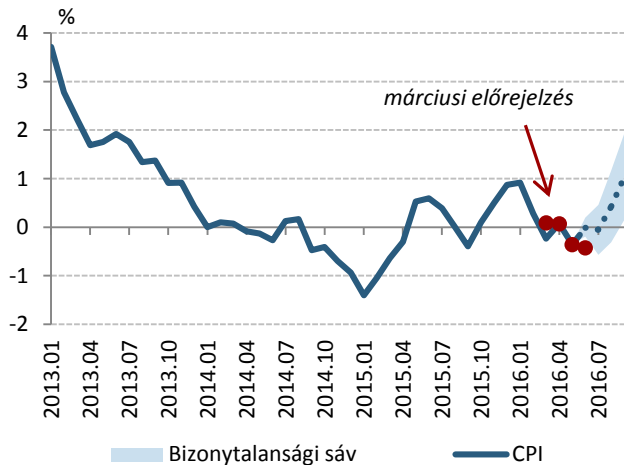
Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció idén és jövőre is a 3 százalékos inflációs cél alatt alakul, és csak 2018 első felében kerül a középtávú inflációs cél közelébe. Az inflációs folyamatok emelkedésének irányába hat, hogy világgazdasági olajárak az év eleje óta emelkedő tendenciát mutatnak, ugyanakkor továbbra is visszafogottan alakulnak az inflációs várakozások és mérsékelt az importált infláció, ami tartósan alacsony árdinamika irányába mutat. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció fokozatos emelkedéséhez az élénkülő belföldi kereslet mellett az erősödő bérnövekedés is hozzájárul.

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 előrejelzésének szórását mutatja.

Forrás: MNB

**Az infláció idén és jövőre is elmarad a 3 százalékos középtávú céljától, és csak 2018 elején kerül annak közelébe.** Az árstabilitásnak megfelelő értéktől jelentősen elmaradó, alacsony áremelkedési ráta elsősorban az importált infláció erős árleszorító hatásának következménye. Az inflációt jelentősen visszafogó költségdali hatások kifizetésére az előrejelzési horizont második felében számítunk. Ezzel párhuzamosan az indirekt adóktól szűrt maginfláció fokozatosan emelkedik, amit a kedvező jövedelmi folyamatok mellett a lakosság fogyasztási hajlandóságának emelkedése következtében élénkülő kereslet támogat, ugyanakkor ennek mértékét tompítja a historikusan alacsony inflációs várakozások mellett a negatív kibocsátási rés (1-1. ábra).

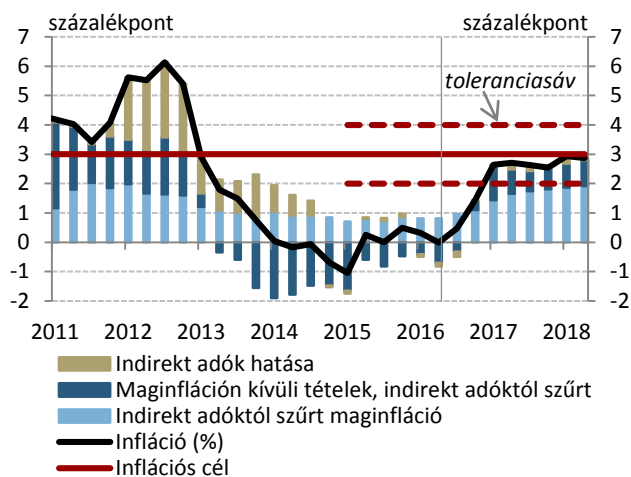
**Rövid távú előrejelzésünk alapján a nyári hónapokban nulla körül alakul a fogyasztói árak éves növekedési üteme** (1-2. ábra). Az őszi hónapokban újra stabilan pozitív tartományba kerül az éves bázisú index. Az infláció 2016–2017 fordulóján történő emelkedését főként a korábbi üzemanyagár-csökkenés bázishatása eredményezi. Várakozásunk szerint az infláció idén éves átlagban 0,5, míg jövőre 2,6 százalékon alakul (1-3. ábra, 1-1. táblázat).

**Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna inflációja is alacsony szinten tartózkodik.** A világgazdasági olajárak elmúlt időszakos emelkedése feltevéseink szerint segíti az eurozóna inflációjának emelkedését. Ugyanakkor az importált inflációs nyomás középtávon historikus összevetésben továbbra is mérsékelt marad.

**Az előrejelzési horizonton az indirekt adóktól szűrt maginfláció fokozatos emelkedésére számítunk** (1-3. ábra és 1-1. táblázat), melyet a kereslet fokozatos élénkülése, az erősödő importált infláció és a bérek emelkedése magyaráz. A negatív kibocsátási rés előrejelzési horizontunkon fokozatosan záródik, így a reálgazdaság felől érkező deflációs hatás mérséklődik. A feszesedő munkaerőpiaci kondíciók, illetve az erősödő bérnövekedés miatt a versenyszféra fajlagos munkaköltsége emelkedik. A bérkiáramlás élénkülésének inflációs hatása azonban mérsékelt lehet az alacsony bérhányad, a visszafogott inflációs várakozások, illetve a negatív kibocsátási rés miatt.

**Előrejelzésünk szerint a maginfláción kívüli tételek árindexe továbbra is mérsékeltten alakul** (1-3. ábra és 1-1.

## 1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: MNB

## 1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

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

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

Forrás: MNB

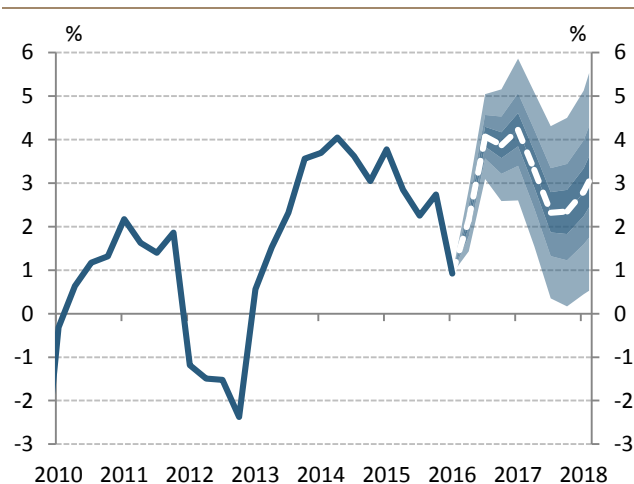
táblázat). Az euróban kifejezett olajárak továbbra is alacsony szinten mozognak, és a határidős jegyzésárak enyhén emelkedő pályát vetítenek előre. Ugyanakkor a korábbi üzemanyagár-csökkenés bázishatása következtében a termékcsoport árindexének emelkedésére számítunk 2016–2017 fordulóján, ami a fogyasztóiár-indexet is növelni fogja.

**A kormányzati intézkedések közvetlen inflációs hatása továbbra is visszafogott marad.** Az uniós szabályharmonizációból fakadó dohánytermékekre vonatkozó jövedékiadó-változtatások az infláció emelkedésének irányába mutatnak. Csökkentik ugyanakkor a fogyasztóiár-indexet a jövő év eleji áfacsökkentések (internet, tojás, tej, baromfi, éttermi szolgáltatások). Előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy a szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, míg a nem energia jellegű szabályozott árak körében is csak mérsékelt árnövekedéssel számolunk (1-1. táblázat).

## 1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Az idei évi első negyedéves átmeneti megtorpanást követően a gazdasági aktivitás jelentős élénkülésére számítunk. Előrejelzési horizontunkon a belső kereslet járul hozzá leginkább a növekedéshez, főként a lakossági fogyasztás érdemi élénkülésén keresztül, amit a kedvező jövedelmi és munkapiaci folyamatok mellett a fogyasztási hajlandóság fokozatos emelkedése is segít. Emellett 2016 második felétől a beruházások bővülése is támogatja a konjunktúra javulását. A beruházásokat 2016 elején visszafogja az EU-források jelentős mérséklődése. Ugyanakkor előretekintve az állami beruházások felfutására számítunk az év második felében. Az oldódó hitelezési korlátok és a Növekedéstámogató Program hatására élénkülő hitelezési aktivitás a vállalati beruházások ösztönzésén keresztül támogatják a növekedést. Emellett fokozatosan élénkül a lakosság beruházási aktivitása a stabil hosszú távú jövedelemvárakozások, a mérlegeikből kikerülő devizakockázat és az otthonteremtési program emeli az év második felétől.

1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája

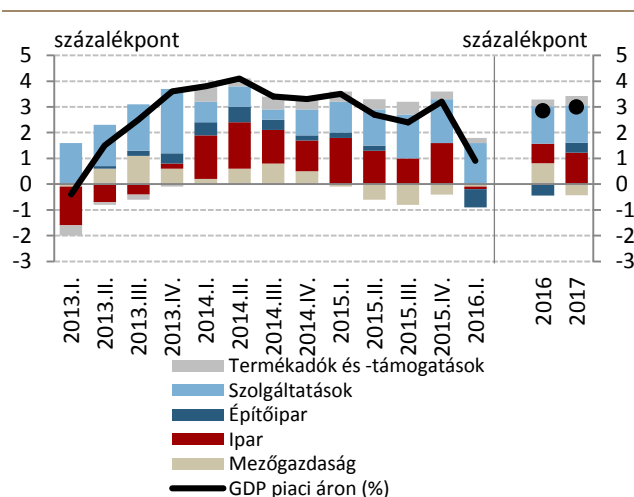


Megjegyzés: Szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok. Az idősort az előrejelzés adatait is figyelembe véve újraigazítottuk.  
Forrás: MNB

**Az év eleji átmeneti megtorpanást követően a gazdasági növekedés érdemi élénkülésére számítunk, így előrejelzési horizontunkon folytatódik a hazai gazdaság bővülése.** A

belső kereslet járul hozzá leginkább a növekedéshez, főként a lakossági fogyasztás érdemi élénkülésén keresztül. Az év elején megfigyelhető erős bériáramlás várakozásunk szerint folytatódik, mely segíti a lakossági fogyasztás folytatódó élénkülését. Emellett 2016 második felétől a beruházások dinamikus bővülésére számítunk. A belső keresleti tételek élénkülésével párhuzamosan emelkedő importigény következtében a nettó export visszafogottabban járul hozzá a gazdasági növekedéshez. A mezőgazdaság tavalyi évben mérsékelte a gazdaság növekedését. Az idei évben korrekcióra számítunk, így a növekedési hozzájárulás újból pozitívvá válik. A magyar gazdaság 2016-ban 2,8 százalékkal, 2017-ben 3 százalékkal bővül előrejelzésünk alapján (1-4. ábra, 1-5. ábra), így folytatódik a 2013-ban újraindult gazdasági felzárkózásunk.

1-5. ábra: Nemzetgazdasági ágazatok hozzájárulása a GDP éves változásához

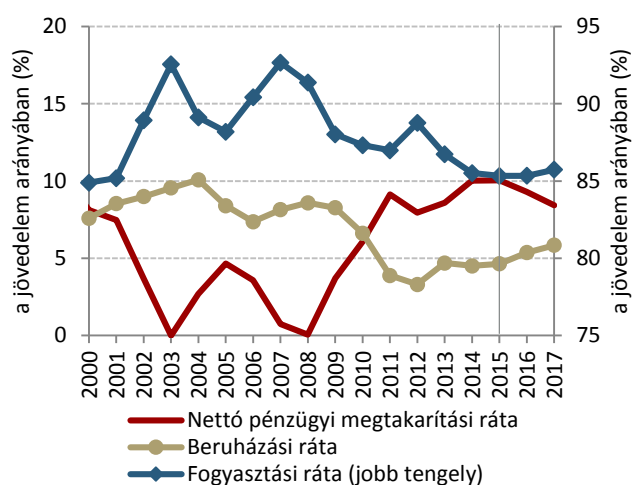


Forrás: KSH, MNB

**A háztartási fogyasztás további dinamikus élénkülését várjuk előrejelzési horizontunkon,** melyet a javuló jövedelmi folyamatok mellett a fogyasztási hajlandóság emelkedése is támogat. Az élénk bériáramlás, a historikus összevetésben alacsony infláció és a bővülő foglalkoztatás emeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét. Emellett az idei évi erőteljes bérnövekedés elsősorban a gazdaságban lévő szabad kapacitások következtében, fogyasztásnövekedésben jelentkeznek. A folyamatot támogatják az előrejelzési horizont második felében az állami béremelések és a célzott áfacsökkentés is. A kedvező jövedelmi kilátások, a historikusan magas szinten álló háztartási bizalom támogatják az elhalasztott fogyasztás realizálódását. Ezek következményeként arra számítunk, hogy a következő két évben a pénzügyi megtakarítási ráta a jelenlegi magas szintjéről csökken, miközben a fogyasztási és a lakossági beruházási ráta fokozatosan emelkedik (1-6. ábra).

**A nemzetgazdasági beruházások aránya a kibocsátáson belül stabilan 20 százalék felett alakul a következő években** (1-7. ábra). Az uniós forráslelívással párhuzamosan a

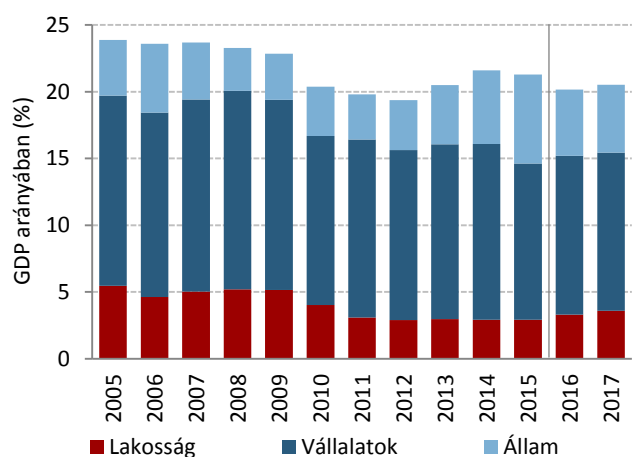
1-6. ábra: A lakossági jövedelmek felhasználása



Megjegyzés: A rendelkezésre álló jövedelem arányában. A háztartások nettó pénzügyi megtakarításait a magánnyugdíjpénztárakba kötelezően befizetett járulékok nélkül vettük figyelembe.

Forrás: KSH, MNB

1-7. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

kormányzati beruházások jelentősen visszaesnek a 2015-ös rekordévhez képest, azonban előretekintve, a kormányzati elköteleződéssel összhangban, az év második felében felfutásra számítunk. A vállalati beruházásokat támogatják a Növekedéstámogató Program következtében élénkülő hitelezés, a keresleti oldalról leginkább a belső piacra termelő ágazatok kapacitásbővítő beruházásai, továbbá az év második felétől a vállalatok által lehívható EU-források gyorsított felfutása. A háztartások beruházási aktivitását a stabil hosszú távú jövedelemvárakozások, a mérlegeikből kikerülő devizakockázat és az otthonteremtési program emeli az év második felétől.

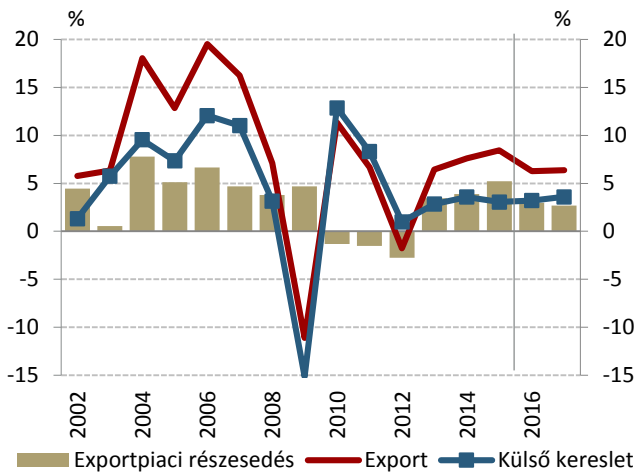
**A hitelezési kereslet erősödésével a vállalati hitelállomány érdemi bővülésére számítunk előrejelzési horizontunkon.** A Növekedési Hitelprogram kivezető szakaszának 100 milliárd forinttal megemelt keretösszege és a piaci alapú hitelezés ösztönzését szolgáló jegybanki lépések támogatják a kkv hitelállomány bővülését. Az alacsony kamatkörnyezet keresleti oldalról is megfelelő lehetőséget teremt a kereskedelmi bankok számára, hogy növeljék hitelezési aktivitásukat. Ezen kívül a kereskedelmi bankok hitelkínálatát ösztönzi a bankadó fokozatos kivezetése is. A lakásépítéseket támogató kormányzati intézkedések hatására a lakáspiac tovább élénkül, és ennek köszönhetően az új ingatlanhitelek kihelyezése emelkedik.

**A mérsékeltén bővülő külső kereslet mellett exportpiaci részesedésünk tovább emelkedik az előrejelzési horizonton.** A feltörekvő országok gyenge konjunkturális kilátásaival összhangban felvevőpiacaink importkereslete lassabban bővül, így a hazai export növekedése a korábbi évek üteménél visszafogottabb marad (1-8. ábra). Emellett a hazai exportkilátásokat rontja, hogy az euroövezetben a belső fogyasztás lehet a növekedés fő motorja az importintenzívebb export helyett. Felvevőpiacaink növekedési szerkezetének változása következtében a világgazdasági bővülés mérsékeltébb termelési célú importigény mellett valósul meg. A hazai export növekedése a korábbi éveknél mérsékeltébb dinamikával folytatódik, és a belső keresleti tételek élénkülésével párhuzamosan emelkedő importigény következtében a nettó export visszafogottan járul hozzá a gazdasági növekedéshez (1-9. ábra).

**A reálgazdaság dezinflációs hatása fokozatosan mérséklődik a következő években.** Összhangban az alacsony költségkörnyezettel és a feltörekvő országok romló konjunkturális kilátásaival külkereskedelmi partnereink kibocsátása tartósan elmaradhat potenciális szintjétől, ami változatlanul alacsony importált inflációt eredményez. Ugyanakkor a belföldi eredetű inflációs hatás szempontjából



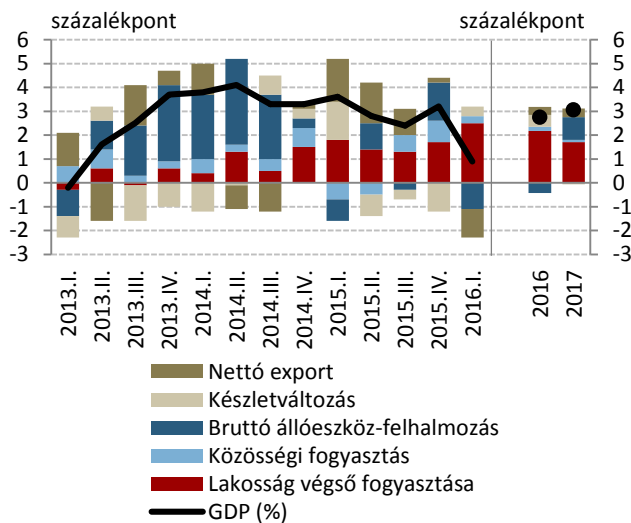
1-8. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: MNB

1-9. ábra: A GDP-növekedés alakulása



Forrás: KSH, MNB

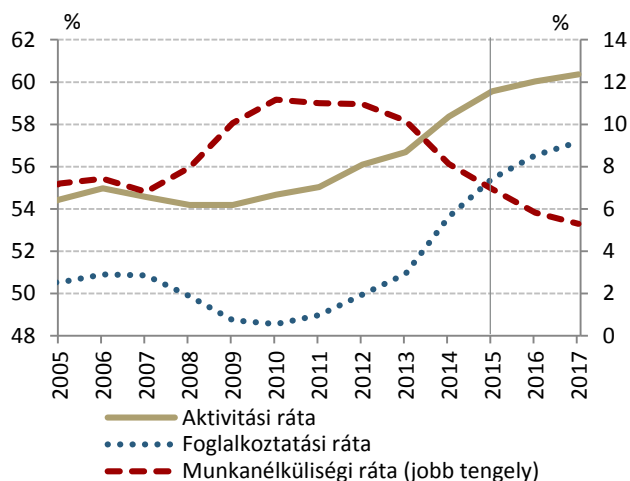
leginkább releváns lakossági fogyasztás élénkülése bár meghatározó marad, a fogyasztás volumenének szintje fokozatosan dolgozza le a válságban végbement visszaesését. A reálgazdaság dezinflációs hatása így fokozatosan mérséklődik.

**A potenciális növekedés az előrejelzési horizonton tovább élénkül**, amit elsősorban a 20 százalék felett stabilizálódó beruházási ráta és a munkapiaci aktivitás emelkedése okoz. A tőkeállomány emelését és a kapacitások bővítését célzó vállalati beruházások dinamikus növekedését a Növekedéstámogató Program, a mérséklődő bankadó és a vállalatok által lehívható EU-források egyaránt elősegítik. A hitelezés fellendülése hozzájárul a termelékenység javulásához. Előrejelzési horizontunkon a magánszektorban élénkülő beruházási folyamatokkal párhuzamosan az aktivitás fokozatosan bővül. A potenciális növekedés élénküléséhez a keresleti folyamatok javulása mellett a belföldre termelő ágazatok kapacitásbővítő beruházásainak emelkedése is hozzájárul. Össességében tehát a gazdaság növekedését a kibocsátási rés fokozatos záródása és a potenciális növekedés emelkedése is segíti.

### 1.3. Munkapiaci előrejelzésünk

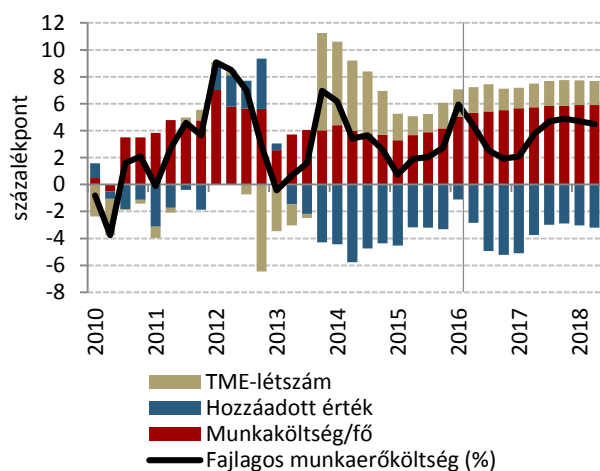
A nemzetgazdasági foglalkoztatottság emelkedését elsősorban a versenyszféra foglalkoztatotti szintjének növekedése támogatja. Aktuális előrejelzésünk szerint a munkanélküliség ráta 5 százalék közelébe csökken 2017-ben. A feszesedő munkaerőpiaci kondíciók hatására arra számítunk, hogy a következő két évben élénkülő bértárgyalás valósul meg. Ezt a jelenséget fokozza, hogy a vállalatok kedvező jövedelmi helyzete nagyobb mozgásteret enged a béremelési döntésekben. Mindezen hatások eredőjeként a korábbi éveknél erősebben emelkedő nominális bérekkel számolunk. A fajlagos munkaköltség dinamikája a javuló termelékenység következtében azonban csak mérsékelt gyorsul.

1-10. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

1-11. ábra: A versenyszféra fajlagos munkaerőköltség-dekompozíciója



Megjegyzés: TME – Teljes munkaidő egyenértékes.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

**Az aktivitás az előrejelzési horizontunk elején enyhén emelkedik, majd a második felében magas szinten stabilizálódik.** Az aktivitás emelkedését a válság óta meghozott, munkakínálat növekedését célzó intézkedések hatása, valamint a reményvesztett munkanélküliek munkaerőpiacra való visszatérése támogatja (1-10. ábra).

**A versenyszféra munkakereslete a folytatódó gazdasági növekedéssel párhuzamosan tovább emelkedik előrejelzési horizontunkon.** A javuló keresleti feltételekhez a vállalatok a foglalkoztatás szintjének bővítésével alkalmazkodnak, ugyanakkor a korábbi negyedekben megfigyeltnél lassabb ütemű bővülés várható. Az utóbbi években a részmunkaidős foglalkoztatottság növekedése megállt, így előretekintve a versenyszféra foglalkoztatásának emelkedésével párhuzamosan a részmunkaidősök aránya csökken a foglalkoztatottak körében. A ledolgozott munkaórák száma az előrejelzési horizont végére megközelíti a válság előtti szintjét. A nemzetgazdasági foglalkoztatás szintjének emelkedéséhez – a versenyszféra foglalkoztatottságának bővülése mellett – a közfoglalkoztatási programok tervezett kiterjesztése is hozzájárul az idei évben. Előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy 2016 végére 250 ezer fő közelébe emelkedik a közmunkaprogramokban részt vevők létszáma. 2017-től nem számolunk a közmunkaprogram további bővülésével.

**A feszesedő munkapiaci kondíciók mellett arra számítunk, hogy élénkülő nominális bérnövekedés valósul meg a versenyszférában.** Ezt a jelenséget erősíti, hogy a vállalatok kedvező jövedelmi helyzete lehetővé teszi a magasabb bértárgyalást. A béremelések és az idei alacsony infláció jelentős fogyasztói reálbérnövekedést eredményeznek. A fajlagos munkaköltség dinamikája az élénkülő termelékenységnek köszönhetően visszafogott ütemben emelkedik (1-11. ábra).

Az államháztartásban a már bejelentett életpályaprogramok keretében megvalósuló béremeléseken kívül változatlan nominális bérekkel számolunk. A közfoglalkoztatás a résztvevők alacsonyabb bérszintje miatt összetételhatáson keresztül csökkenti a nemzetgazdasági bérintézetet.

## 1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2016		2017		Változás	
	Március	Június	Március	Június	2016	2017
EUR/USD	1,10	1,11	1,10	1,12	0,9%	1,8%
Olajár (USD/hordó)	38,6	45,3	44,4	52,4	17,4%	18,0%
Élelmiszerárak						
Búza (USD/véka)	4,75	4,75	5,19	5,29	0,0%	1,9%
Kukorica (USD/véka)	3,72	3,85	3,96	4,05	3,5%	2,3%
Eurózóna inflációja (%)	0,4	0,2	1,2	1,4	-0,2 szp.	0,2 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	2,0	1,9	2,2	2,1	-0,1 szp.	-0,1 szp.

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

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

**Az elmúlt hónapokban a dollárban kifejezett olajárak több mint 10 százalékkal emelkedtek a márciusi feltevéssünkhöz képest.** A jelenleg 50 dollárt közelítő olajárakat elsősorban a befektetők és a piaci szereplők azon viselkedése magyarázza, hogy egyre nagyobb figyelmet kap egyes fontos olajpiaci szereplő csökkenő kitermelése (például USA, Kanada, Nigéria), melyet a piaci túlkínálat évek óta először tapasztalható csökkenése is alátámaszt. Ezen kieső termelési kapacitásokat némileg ellensúlyozza az iráni korlátozások feloldása miatt az ázsiai ország korábbi szintekhez gyorsan közelítő kitermelése. A növekedésnek stabilitást adhat a kínai olajimport növekedése. Az olajárak alakulásában jelentős szerepet játszhatnak spekulatív szereplők is. A hosszan tartó alacsony árak mellett szól továbbá az amerikai palaolajmezők hatékonyságának javulása, kitermelési költségének csökkenése, valamint gyors alkalmazkodási képessége. Egy esetleges érdemi olajár-emelkedésre a leállított kitermelési potenciálok újból gyorsan termelésbe állíthatók. Összességében a határidős jegyzésárak továbbra is enyhén emelkedő pályát vetítenek előre. Ugyanakkor az olajár várható alakulása körüli bizonytalanság továbbra is jelentős az elemzők között, a fedezeti pontokhoz tartozó olajárak széles sávban szóródnak.

Az elmúlt időszakban az euro erősödött a dollárhoz képest. Ugyanakkor előretekintve feltevéssünk szerint az euro tartósan gyenge marad a dollárral szemben, ami az Európai Központi Bank és a Fed várható monetáris politikai irányultságának eltérése miatt valószínűsíthető.

**A márciusi Inflációs jelentésben alkalmazott feltevésshez képest sem a búzaárak, sem a kukoricaárak esetében lényegében nem történt elmozdulás.** A déli félteke kedvező mezőgazdasági terméseredményeinek és a várakozások szerint bőséges készleteknek köszönhetően a búza és a kukorica tőzsdei jegyzésárai az elmúlt hónapokban továbbra is visszafogott szinten alakultak. Előretekintve a gabonaárak esetében csekély mértékű áremelkedés várható.

A globális inflációs folyamatok hosszú ideje alacsony szinten tartózkodnak, és továbbra is hasonlóan visszafogott árnövekedést várunk. Előretekintve az importált infláció csak visszafogott mértékben, fokozatosan emelkedik.

**Felvevőpiacaink GDP-növekedésére vonatkozó feltevéssünk kismértékben alacsonyabb a márciusi előrejelzésünkhöz képest.** Az év első negyedében az eurozóna gazdaságának növekedése meghaladta a korábbi negyedévek növekedési ütemét, ugyanakkor a régiós országoknál a korábbi negyedévekhez képest visszafogottabban alakult. Ugyanakkor mind a fejlett, mind a feltörekvő országok esetében a korábbi várakozásoknál mérsékeltebb növekedés várható. A növekedésre a legnagyobb kockázatot a globális kereskedelem lassulása jelenti. Az euroövezet kilátásait változatlanul negatívan befolyásolja a feltörekvő országok lassulása, valamint az orosz–ukrán konfliktus és a gazdasági szankciók hatása. Azonban az alacsony nyersanyagárak és a korábbi éveknél gyengébb euroárfolyam támogatja az európai térség gazdasági növekedését.

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

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

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

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

	2016	2017
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>		
MNB (2016. június)	0,5	2,6
Consensus Economics (2016. május) <sup>1</sup>	0,2 – 0,6 – 1,1	1,5 – 2,0 – 2,9
Európai Bizottság (2016. május)	0,4	2,3
IMF (2016. április)	0,5	2,4
OECD (2016. június)	0,1	1,7
Reuters-felmérés (2016. május) <sup>1</sup>	0,2 – 0,5 – 0,8	1,0 – 1,9 – 2,4
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>		
MNB (2016. június)	2,8	3,0
Consensus Economics (2016. május) <sup>1</sup>	2,0 – 2,3 – 2,8	2,2 – 2,7 – 3,2
Európai Bizottság (2016. május)	2,5	2,8
IMF (2016. április)	2,3	2,5
OECD (2016. június)	1,6	3,1
Reuters-felmérés (2016. május) <sup>1</sup>	1,5 – 2,1 – 2,5	2,4 – 2,7 – 3,1
<b>Folyó fizetési mérleg egyenleg<sup>3</sup></b>		
MNB (2016. június)	5,6	5,2
Európai Bizottság (2016. május)	5,6	6,3
IMF (2016. április)	5,4	5,2
OECD (2016. június)	4,9	4,6
<b>Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)<sup>3,4</sup></b>		
MNB (2016. június)	(-1,6) - (-1,8)	-2,4
Consensus Economics (2016. május) <sup>1</sup>	(-2,6) – (-2,0) – (-1,1)	(-2,9) – (-2,2) – (+0,1)
Európai Bizottság (2016. május)	-2,0	-2,0
IMF (2016. április)	-2,1	
OECD (2016. június)	-1,9	-2,6
Reuters-felmérés (2016. május) <sup>1</sup>	(-2,6) – (-2,1) – (-1,8)	(-3,0) - (-2,4) - (-2,0)
<b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>		
MNB (2016. június)	3,2	3,6
Európai Bizottság (2016. május) <sup>2</sup>	4,6	5,5
IMF (2016. április) <sup>2</sup>	4,2	4,9
OECD (2016. június) <sup>2</sup>	5,0	4,0
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>		
MNB (2016. június)	1,9	2,1
Európai Bizottság (2016. május) <sup>2</sup>	2,1	2,2
IMF (2016. április) <sup>2</sup>	2,0	2,1
OECD (2016. június) <sup>2</sup>	1,9	2,1

<sup>1</sup> A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középérték) azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> A GDP arányában.

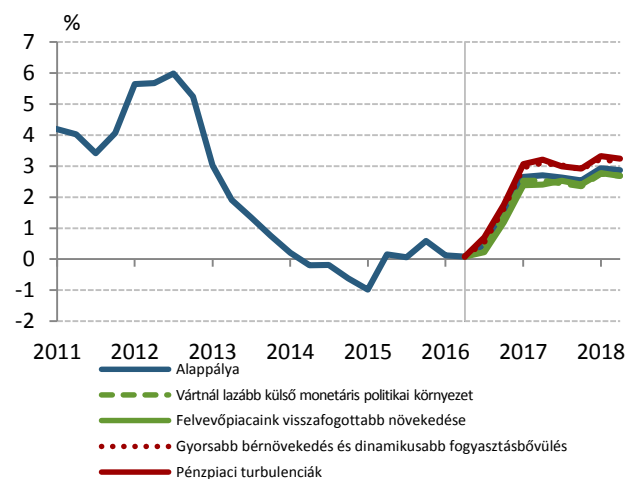
<sup>4</sup> 2016-ban az Országvédelmi Alap felhasználásának mértékétől függően, 2017-ben az Országvédelmi Alap teljes törlését feltételezve.

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

## 2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alappályája mellett négy alternatív forgatókönyvet emelt ki. A vártnál lazább külső monetáris politikai környezet, illetve felvevőpiacaink és a feltörekvő piaci gazdaságok visszafogottabb növekedése az alappályánál alacsonyabb, míg a gyorsabb bérnövekedés és dinamikusabb fogyasztásbővülés, illetve a pénzüpiaci turbulenciák megvalósulása az alappályánál magasabb inflációs pályát jelent. A vártnál lazábban alakuló külső monetáris politikai környezet a hazai gazdasági növekedést nem befolyásolja érdemben. Felvevőpiacaink és a feltörekvő piaci gazdaságok visszafogottabb növekedése, illetve pénzüpiaci turbulenciák esetén az alappályában előrejelzettnél alacsonyabb növekedés valósul meg, míg a gyorsabb bérnövekedés és dinamikusabb fogyasztásbővülés nyomán a hazai gazdasági növekedés erősebb az alappályá-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további, az előbbiekhöz képest mérsékeltebb kockázatként azonosította a magasabb olaj- és nyersanyagárakat, a lefelé mutató másodkörös inflációs kockázatokat és az alacsonyabb beruházási pályát valószínűsítő alternatív forgatókönyveket.

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



Forrás: MNB

### Vártnál lazább külső monetáris politikai környezet

A globálisan meghatározó jelentőségű jegybankok monetáris politikái közötti divergencia tovább folytatódott az elmúlt negyedévben. Míg a Fed júniusi ülésén nem változtatott a monetáris kondíciókon, addig az Európai Központi Bank márciusban átfogó lazítási programot jelentett be. Emellett az áprilisi és a júniusi ülésen hangsúlyozták, hogy a márciusi ülésen hozott nemkonvencionális eszközöket érintő döntés implementálására fókuszálnak.

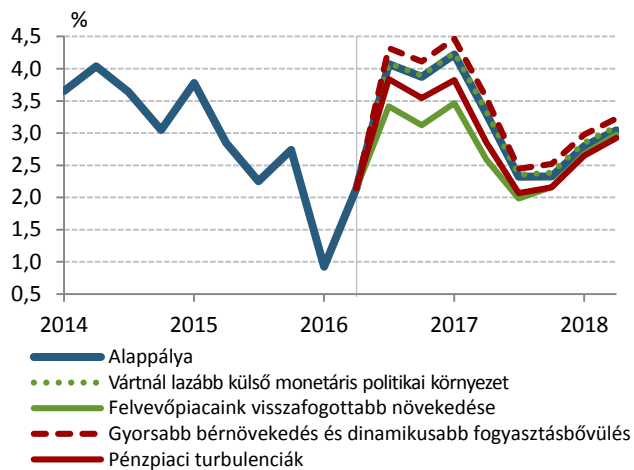
Amennyiben az EKB márciusi kamatdöntő ülésén bejelentett intézkedések lassabban érik el a kívánt reálgazdasági hatást, az EKB további intézkedéseket tehet, ami a hazai kockázati prémium alakulására kedvező hatást gyakorolhat. Az EKB lazítási programjának kapcsán megjelenő többletlikviditás a hazai eszközök iránt növekvő keresletet jelenthet a relatív hozamkülönbség növekedése miatt. A hazai rövid külső adósság utóbbi időszakban tapasztalt jelentős csökkenése, valamint a javuló külső finanszírozási pozíció szintén a kockázati prémium csökkenését elősegítő tényezők. A kockázati prémium csökkenése a banki forrásköltségek mérséklődését is eredményezheti. A lakossági és vállalati hitelezési feltételek enyhülése a konjunktúrát tovább erősítheti a hitelezési aktivitás felerősödésén keresztül.

Ezen alternatív forgatókönyvben az alappályában feltételezettnél **alacsonyabb kockázatiprémium-pálya valósul meg**, mely a forrásköltségek csökkenése révén a hitelezési feltételek enyhüléséhez vezet. Mindez **alacsonyabb inflációt eredményez** (2-1. ábra), így a **monetáris politika számára** a kockázati forgatókönyv megvalósulása az alappályánál **lazább monetáris kondíciók irányába mutat**.

### Felvevőpiacaink visszafogottabb növekedése

A korábban gyors növekedést mutató feltörekvő gazdaságokat 2014 óta lassuló növekedési dinamika

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



Forrás: MNB

jellemzi. A legfrissebb nemzetközi előrejelzések alapján ugyanakkor nemcsak a feltörekvő országok növekedése lehet visszafogottabb, hanem a **fejlettek is lassabb ütemben bővülhet.**

**Felvevőpiacaink és a feltörekvő piaci gazdaságok visszafogottabb növekedése következtében a hazai kivitel iránti kereslet visszafogottabban alakulhat.** Az exportkereslet csökkenése a GDP felhasználási oldalán keresztül kedvezőtlen hatást fejt ki a hazai gazdaság növekedésére (2-2. ábra). A hazai kockázati prémiumot nem érintik a folyamatok, ugyanis nem hirtelen bekövetkező sokkokról van szó, hanem több negyedéve fennálló folyamatokról. Az alacsonyabb növekedési ütem következtében **az inflációs cél elérését az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók támogatják.**

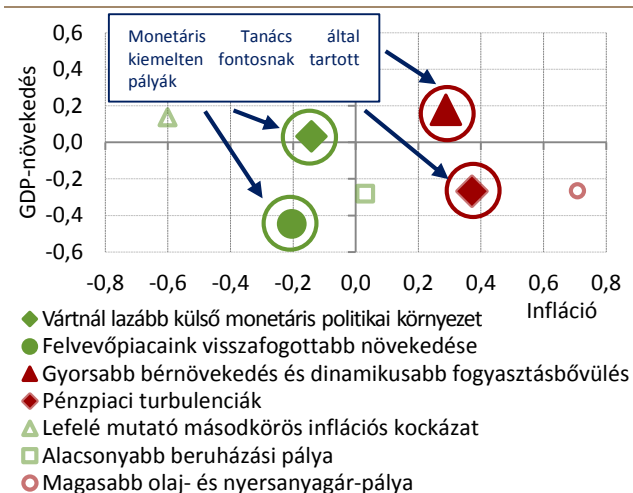
#### Gyorsabb bérnövekedés és dinamikusabb fogyasztásbővülés

A válságot követő alkalmazkodási folyamat következtében a háztartások fogyasztási és beruházási aktivitása is egyaránt csökkent, ugyanakkor az elmúlt években a fogyasztást meghatározó legfontosabb tényezők érdemben javultak, melynek következtében **a fogyasztás fokozatos emelkedése figyelhető meg, így a belföldi kereslet is egyre nagyobb mértékben járulhat hozzá a hazai gazdaság bővüléséhez.** Emellett a különböző feszességi indikátorok<sup>1</sup> alapján **2013 év eleje óta a munkaerőpiac folyamatosan feszesebbé vált,** melyet egyes szegmensekben érzékelt munkaerőhiány is alátámaszt. A munkapiaci feszesség erősödését egyéb munkapiaci mutatók is jelzik (pl. a versenyszférában ledolgozott túlórák számának emelkedése). **Az előrejelzés alappályája szerint** a versenyszféra bérdinamikája növekedhet 2016-ban, a jövedelem növekedésével párhuzamosan **a fogyasztás is fokozatosan emelkedhet** az előrejelzési horizonton.

A korábbi évekhez képest **feszesebb munkapiaci környezet a versenyszféra vállalatait erőteljesebb béremelésre kényszerítheti.** A vállalatok **az emelkedő bérköltségeket részben átháríthatják az áraikba, így a munkapiaci feszesebbé válása magasabb inflációval párosulhat.** A vállalatok által fizetett magasabb nominális bérek pedig – főként az alacsonyabb jövedelműek esetében, a magasabb fogyasztási határhajlandóság miatt – a háztartási szektor fogyasztási kiadásait növelhetik. A háztartások rendelkezésre álló jövedelmének emelkedése és az adósságleépítés során kialakuló egészségesebb

<sup>1</sup> Például a versenyszféra munkaerőigényét reprezentáló, rendelkezésre álló nem támogatott üres állás helyek számának és a munkanélküliek számának – mint szabad munkaerő-kapacitás – hányadosa.

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

mérlegszerkezet **emelheti a fogyasztási hajlandóságot**, ami előretétekintve **gyorsabban emelkedő fogyasztási pályát eredményezhet**. Ezáltal a **kibocsátási rés az alappályában előrejelzettnél gyorsabban záródhat**.

Az alappályában feltételezettnél magasabb bérnövekedés valósul meg, melynek nyomán emelkedik a háztartások rendelkezésre álló jövedelme. A háztartások javuló jövedelmi helyzete az előrejelzettnél magasabb fogyasztási pályát eredményez. **A növekvő belső kereslet gyorsabban záródó kibocsátási részt és mérsékeltebb dezinflációs hatást von maga után** (2-1. és 2-2. ábra). Összességében az **inflációs cél elérését az alappályában előrejelzettnél szigorúbb monetáris politika biztosítja**.

Pénzpiaci turbulenciák

**Pénzpiaci turbulenciákhoz vezethet egyes feltörekvő gazdaságok pénzügyi rendszereinek utóbbi éveiben felépülő instabilitása, valamint az Egyesült Királyság és az Európai Unió kapcsolatainak jövőbeli alakulása körüli bizonytalanság.** Mindezek a **pénz- és tőkepiacokon turbulenciákat okozhatnak** a feltörekvő és fejlett piacokon egyaránt. Az Egyesült Királyság referendum keretében dönt az Európai Unióból való kilépés kérdéséről. Ennek kimenete körül jelentős bizonytalanság érzékelhető.

A pénzpiacok működése és a nemzetközi befektetői kockázatvállalási kedv szempontjából meghatározó, hogy a bizalmatlanság általános növekedése a régiós pénzügyi eszközök növekvő volatilitását okozhatja és a kockázati prémium emelkedésén keresztül további kedvezőtlen gazdasági következményekkel járhat. A kockázati indexek emelkedése a magyar hozamszint és hitelkockázati prémium emelkedését okozhatja. **Az erősödő infláció következtében az inflációs cél elérését szigorúbb monetáris politika biztosítja. A pénzpiaci bizalmatlanság súlyosbodása esetén a gazdasági hatások kedvezőtlenek, amelyek az előrejelzési horizonton egészén mérsékelhetik növekedési kilátásainkat.**

További kockázatok

A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további, az előbbiekhöz képest mérsékeltebb kockázatokat azonosított. Magasabb olaj- és nyersanyagárak magasabb infláció és alacsonyabb növekedés kialakulását eredményezik. A lefelé mutató másodkörös inflációs hatások esetén az infláció az alappályában előrejelzettnél alacsonyabban alakul. Az EU-forrásoknak az alappályában feltételezettnél lassabb lehívása alacsonyabb növekedés irányába mutat.



### 3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

#### 3.1. Nemzetközi környezet

2016 első negyedében lassult a világgazdaság bővülése és a növekedés változatlanul törékeny. Az egyes régiók között továbbra is jelentős növekedési különbségek állnak fenn. A fejlett gazdaságokban folytatódott a válságból való lassú kilábalás, a növekedés üteme azonban enyhén mérséklődött. A feltörekvő régiókban szintén némileg romlott a növekedési helyzetkép. Az inflációs ráták változatlanul visszafogottan alakultak. A globálisan meghatározó jelentőségű jegybankok továbbra is rendkívül támogatóak.

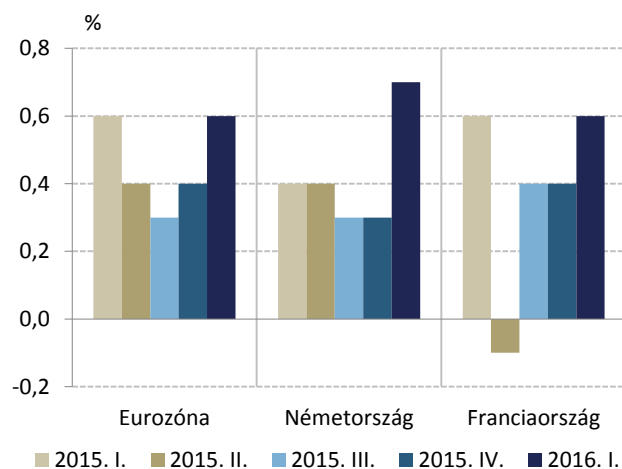
3-1. táblázat: GDP-növekedés a nagyobb gazdaságokban

	2015. II.	2015. III.	2015. IV.	2016. I.
Japán	0,7	1,8	0,8	0,0
Egyesült Királyság	2,4	2,2	2,1	2,0
USA	2,7	2,1	2,0	2,0
Euroövezet	1,6	1,6	1,7	1,7
Kína	7,0	6,9	6,8	6,7

Megjegyzés: Éves változás, százalék.

Forrás: OECD

3-1. ábra: Negyedéves GDP-növekedés az eurozónában



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

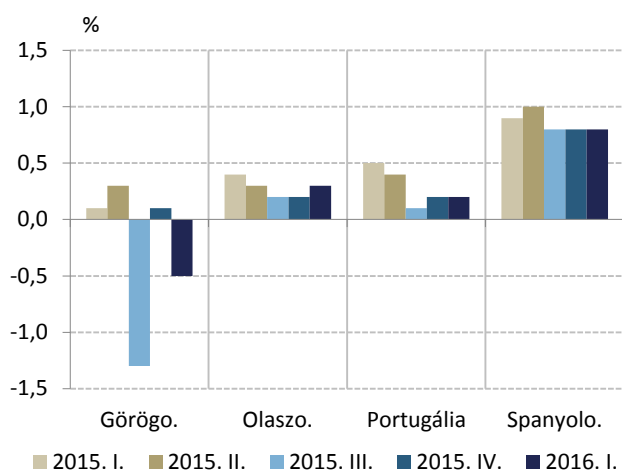
#### 3.1.1. Globális konjunkturális folyamatok

**2016 első negyedében a világgazdaság bővülése historikus összevetésben visszafogott volt, miközben az egyes régiók között továbbra is jelentős növekedési különbségek állnak fenn.** Az euroövezet gazdasága 2016 első negyedében az elemzői várakozásokat némileg meghaladó mértékben bővült, míg az Egyesült Államokban az éves növekedési ütem nem változott az előző negyedévhez képest. Az elmúlt években a növekedés motorját jelentő feltörekvő gazdaságok tovább lassultak, és erősödtek a növekedési pálya körüli lefelé mutató kockázatok. Összességében a globális növekedési helyzetkép – a regionális különbségek fennmaradása mellett – enyhén romlott az előző negyedévhez képest (3-1. táblázat).

**Az első negyedévben az eurozóna növekedése az előző negyedévhez képest gyorsult (3-1. ábra).** A legfontosabb kereskedelmi partnerünknek számító Németország 0,7 százalékkal bővült az elmúlt év utolsó negyedévéhez képest. Németország esetében a belső fogyasztás és a beruházások élénkülése mellett az ipari termelés és az export visszafogott teljesítménye volt megfigyelhető az idei év első három hónapjában. Franciaországban és Spanyolországban a vártnál nagyobb, 0,6, illetve 0,8 százalékos növekedést regisztráltak negyedéves bázison, miközben a perifériaországok bővülése összességében változatlanul visszafogottan alakult (3-2. ábra). Az alacsony világpiaci olajárak és az EKB kibővített eszközvásárlási programja ellenére az eurozóna belső keresletének élénkülése továbbra is mérsékeltnek tekinthető.

**Az előretekinő konjunktúraindikátorok enyhén javultak az elmúlt hónapokban, és mérsékelt növekedést vetítenek előre (3-3. ábra).** Az év elején megfigyelt csökkenést követően mind az euroövezet kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EABCI), mind a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) kismértékben emelkedtek az elmúlt hónapokban. Németország esetében az ipari teljesítmény a januárban megfigyelt érdemi emelkedést követően ismét visszafogottan alakult a tavaszi hónapokban. Az export

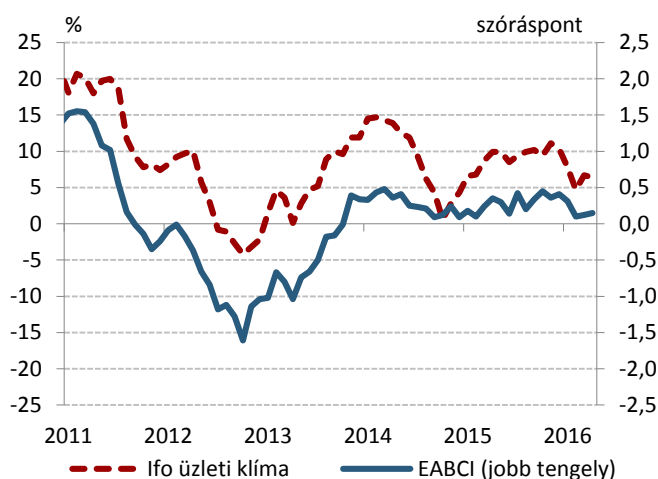
**3-2. ábra: Negyedéves GDP-növekedés az eurozóna perifériaországokban**



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

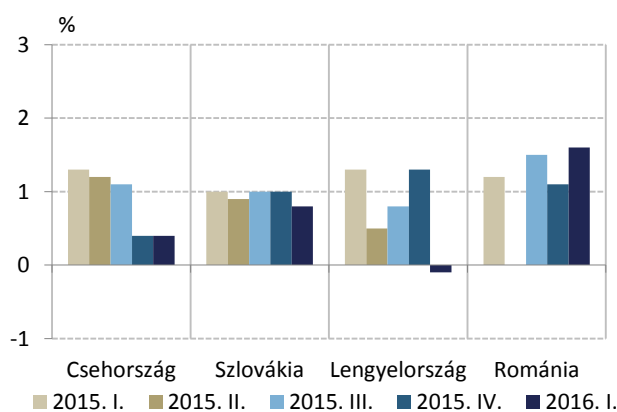
Forrás: OECD

**3-3. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása**



Forrás: Európai Bizottság, Ifo

**3-4. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a kelet-közép-európai országokban**



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat, OECD

teljesítménye ugyanakkor némileg erősödött a tavaly évi végi visszaesést követően.

A kelet-közép-európai régió átlagos növekedése visszafogottabban alakult, mint az előző negyedévben, a régió teljesítménye azonban összességében továbbra is kedvezőnek tekinthető Európában (3-4. ábra). Lengyelországban az előző negyedévhez viszonyítva 0,1 százalékkal csökkent, míg az előző év azonos időszakához képest 2,5 százalékkal bővült a gazdasági kibocsátás. Szlovákiában enyhén lassult, míg Romániában érdemben gyorsult a gazdaság növekedése az első negyedévben. Csehországban az előző negyedévhez viszonyítva 0,4 százalékkal, míg az előző év azonos időszakához képest 3,1 százalékkal nőtt a bruttó hozzáadott érték.

Az Egyesült Államokban 2016 első negyedévében a negyedéves dinamika alapján a gazdasági növekedés további lassulása volt megfigyelhető. A növekedési ütem mérséklődését elsősorban a gyengébb lakossági fogyasztás, valamint a beruházások és az export további csökkenése okozta. A mérsékelt olajár az Egyesült Államok gazdasága esetében továbbra is kettős hatást gyakorol: egyrészt visszafogja az energiaszektor beruházási dinamikáját, másrészt növeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét.

Az Egyesült Királyságban éves összevetésben 2,0 százalékos növekedés volt megfigyelhető 2016 első negyedévében, míg az előző negyedévhez képest 0,4 százalékkal bővült a gazdaság. A növekedést az élénkülő belső kereslet érdemben támogatta az első negyedévben, míg az export és a beruházások mérséklődtek, utóbbi főként az Európai Unió tagsággal kapcsolatos bizonytalanság miatt. A munkanélküliségi ráta az elmúlt években tapasztalt folyamatos csökkenést követően 5 százalék körül stabilizálódott az előző negyedévben.

A japán gazdaság 0,4 százalékkal bővült az előző negyedévhez viszonyítva, ami meghaladta az elemzői várakozásokat, az előző év azonos időszakához képest azonban stagnált a gazdaság az első negyedévben. A bővüléshez elsősorban a háztartási fogyasztás, a kormányzati kiadások és az export élénkülése járultak hozzá.

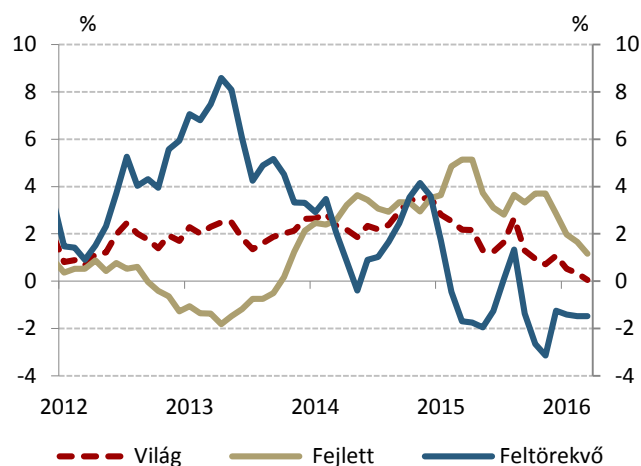
A főbb feltörekvő országok közül a kínai gazdaság növekedése 2016 első negyedévében tovább lassult, éves összevetésben 6,7 százalékkal, míg az előző negyedévhez viszonyítva 1,1 százalékkal bővült. A regisztrált növekedési ütem elmaradt az elemzői várakozásoktól (1,5 százalék) és újabb historikus mélypontot jelentett. A pénzügyi szektor növekedése tovább lassult, ugyanakkor márciusban a

**3-2. táblázat: Növekedési előrejelzések a BRICS országokban**

	2015	2016	2017
Brazília	-3,8	-3,7	0,7
Oroszország	-3,7	-1,2	1,0
India	7,5	7,6	7,7
Kína	6,9	6,5	6,3
Dél-Afrika	1,3	0,9	1,7

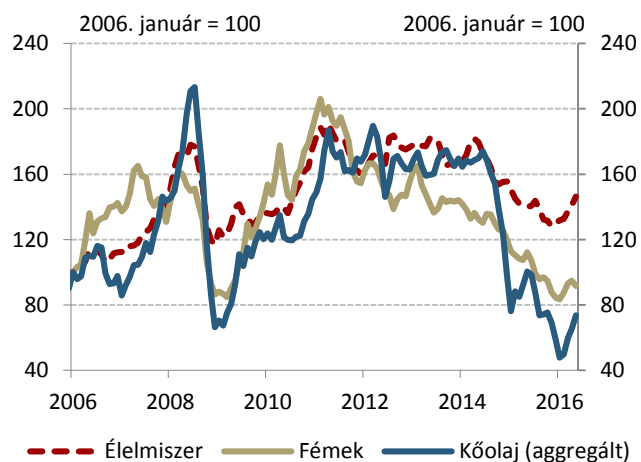
Megjegyzés: Éves változás, százalék.

Forrás: Consensus Economics

**3-5. ábra: A behozatal alakulása egyes régiókban**


Megjegyzés: Háromhavi mozgóátlag éves változása.

Forrás: Centraal Planbureau

**3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása**


Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árakból számítva.

Forrás: IMF

vártnál nagyobb mértékben bővült a kiskereskedelmi forgalom és az ipari termelés, emellett az export is jelentősen élénkült. Áprilisban és májusban azonban csökkent az export és a belső fogyasztás is elmaradt a várakozásoktól. Egyes elemzők szerint a fiskális és monetáris stimulus stabilizálta a gazdaságot, így elérhetőnek tartják a kormány által kijelölt 6,5-7 százalékos növekedési ráta teljesítését. Az elemzők 2016-ra 6,5, míg 2017-re 6,3 százalékos növekedést várnak (3-2. táblázat).

**A többi feltörekvő gazdaság esetében is visszafogott növekedés várható**, így a mérsékelt importkeresletük a világkereskedelem lassulását okozza. A brazil gazdaságot kedvezőtlenül érintik az alacsony nyersanyagárak, a visszaeső beruházások, a magas dollárban denominált adósságállomány és a belpolitikai bizonytalanság, ezért az elemzők az idei évre 3,5 százalékos meghaladó visszaesést, míg a jövő évre kismértékű növekedést valószínűsítene. India esetében továbbra is 7 százalék feletti növekedés várható, ugyanakkor itt is elsősorban lefelé mutató növekedési kockázatok figyelhetők meg. Dél-Afrikában mind az idei, mind a jövő évre vonatkozóan mérséklődtek az elemzői várakozások. **Jelentősebb feltörekvő felvevőpiacaink közül az orosz gazdaságban változatlanul visszaesést várnak az elemzők az idei évben**, elsősorban a továbbra is mérsékelt olajárak, a gazdasági szankciók, valamint a geopolitikai feszültségek miatt (3-2. táblázat).

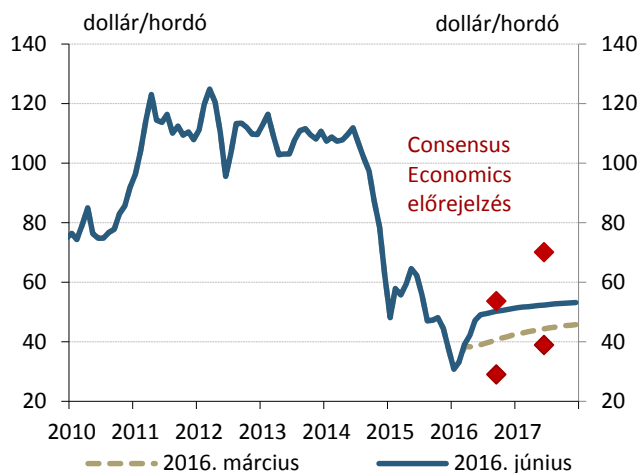
A behozatal alakulását tekintve mind a fejlett, mind a feltörekvő régiókban további lassulás volt megfigyelhető az elmúlt hónapokban (3-5. ábra).

### 3.1.2. Globális inflációs folyamatok

**2016 első negyedében, valamint áprilisban a nyersanyagárak érdemi korrekciója volt tapasztalható.** (3-6., 3-7. ábra). A Brent és a WTI kőolaj átlagos hordónkénti világpiaci ára a január végén tapasztalt 30 dollár alatti mélypontot követően jelentősen emelkedett az elmúlt hónapokban, és 45-50 dollár körül alakult mindkét olajtípus árfolyama. Az olajárak emelkedését a javuló pénzügyi hangulat, a kitermelt mennyiség korlátozásával kapcsolatban felmerülő piaci hírek egyaránt támogatták. Emellett az árak emelkedésének irányába hatott az amerikai nyersolajkészletek fokozatos mérséklődése, az USA kitermelésének csökkenése és néhány kőolajexportáló országban (Kanada, Nigéria, Venezuela) bekövetkezett váratlan termelés kiesés is.

**Az elmúlt időszakban a fémek és a mezőgazdasági nyersanyagárak világpiaci árai is érdemben emelkedtek.** A mezőgazdasági nyersanyagok áremelkedését elsősorban a kedvezőtlen időjárás miatt csökkenő kínálat, míg a fémek

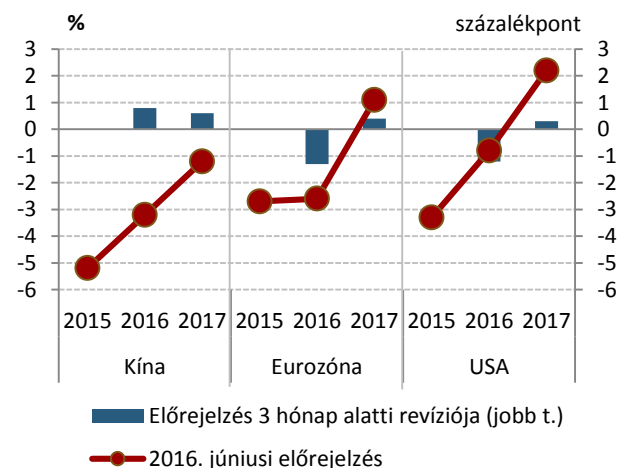
3-7. ábra: Olajár-feltevésünk változása



Megjegyzés: Az ábra a Consensus Economics elemzői várakozási sávjának maximumát és minimumát jelöli.

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics

3-8. ábra: A termelői árak alakulása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: Consensus Economics

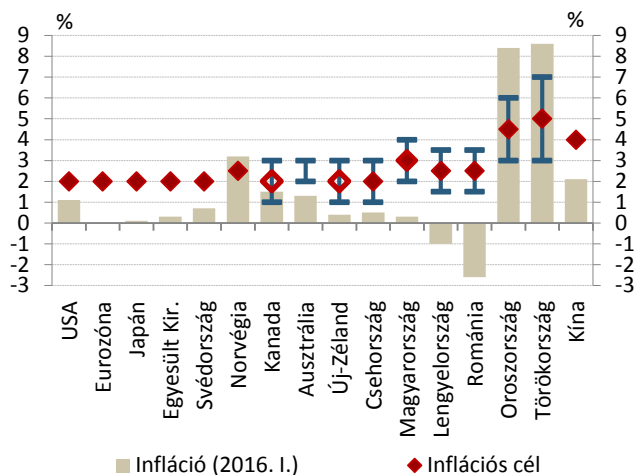
áremelkedését a növekvő kereslet és az enyhén mérsékeltebb kínálat magyarázza.

**A továbbra is alacsony nyersanyagárak és a visszafogott kereslet miatt világszerte mérsékelt termelőiár-dinamika figyelhető meg.** Az idei évre vonatkozó előrejelzések is alacsony termelői árakat mutatnak (3-8. ábra). Kínában az elmúlt hónapokban lassult a termelői árak csökkenése, áprilisban a termelői árak 3,4 százalékos visszaesést mutattak. Az euroövezetben tovább csökkentek a termelői árak és az elemzői várakozások 2016 egészére negatív értéket mutatnak. Az Egyesült Államokban 0 százalék körül alakult a termelőiár-index az első negyedévben.

**A fejlett országok többségében továbbra is a jegybanki célok alatt alakult a fogyasztói árak emelkedésének üteme** (3-9. ábra), és a jegybanki előrejelzések alapján sok esetben tartósabban a cél alatt is maradhatnak. A fejlődő országok átlagos inflációját változatlanul alacsony szinten tartózkodik. A fejlett országokat többnyire továbbra is negatív kibocsátási rés és mérsékelt keresletoldali inflációs nyomás jellemzi. **Az Egyesült Államokban a fogyasztóiár-index éves növekedési üteme januárban számottevően emelkedett, majd a februári és márciusi csökkenést követően áprilisban 1,1 százalékot regisztráltak.** A monetáris politikai szempontból releváns, személyes fogyasztási kiadásokból számított áremelkedés (PCE) hasonló dinamikát mutatott az első negyedévben. **Az euroövezetben az éves bázisú fogyasztóiár-index a januári 0,3 százalékot követően februárban, majd áprilisban ismét negatív tartományba süllyedt, miközben a maginfláció is enyhén mérséklődött.** A fejlett országok közül az Egyesült Királyságban fokozatos emelkedés volt megfigyelhető a fogyasztói árak éves növekedésében az első negyedévben. Japánban az első negyedévben tovább mérséklődött az infláció.

**A kelet-közép-európai régiót változatlanul alacsony, a jegybanki cél alatti infláció jellemzi** (3-10. ábra). **A régió átlagos inflációját továbbra is negatív tartományban alakul.** Lengyelországban az árak növekedési üteme változatlanul alacsony. A belső kereslet mérsékelt ütemben növekszik, emellett a lengyel jegybank becslése szerint a kibocsátási rés továbbra is negatív. Szlovákia esetében az infláció szintén több mint egy éve negatív tartományban van, májusban 0,8 százalékkal csökkentek a fogyasztói árak. Csehországban az infláció emelkedett az első negyedévben. Romániában részben a 2016. januári áfacsökkentés következtében az infláció továbbra is negatív tartományban alakul, és várhatóan csak 2017 elején, az áfacsökkentés átmeneti dezinflációs hatásának megszűnésével emelkedik az inflációs cél körüli toleranciasávba.

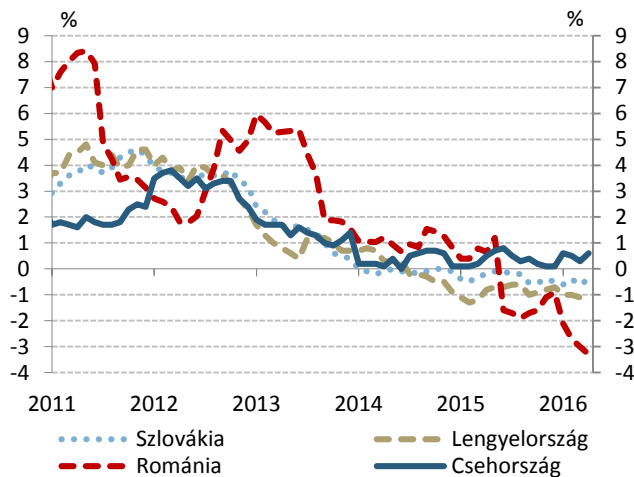
3-9. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



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

3-10. ábra: Infláció a kelet-közép-európai országokban



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: OECD, Román Statisztikai Hivatal

A nagyobb feltörekvő országok közül Kínában 2,3 százalékra emelkedett az infláció az első negyedévben. Oroszországban a tavaly év végén megfigyelt 12,9 százalékos infláció érdemben mérséklődött. Márciusban 7,3 százalékra süllyedt az árak növekedési üteme.

### 3.1.3. Monetáris politika és pénzügyi piaci folyamatok

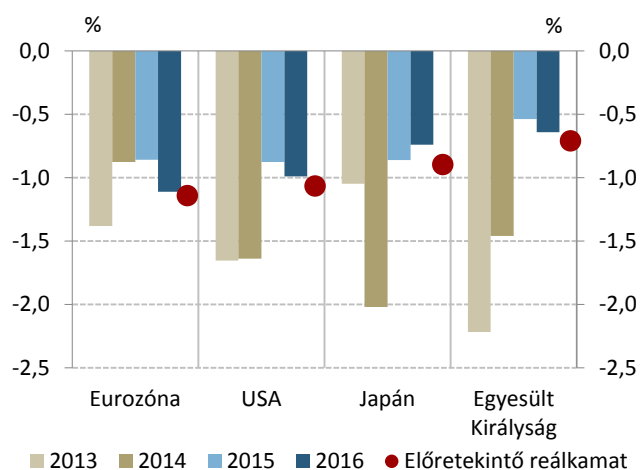
Az elmúlt hónapokban a vizsgált jegybankok nem változtattak monetáris politikai stratégiájukon. A globális jelentőségű jegybankok továbbra is elsődlegesen az árstabilitás elérésére, illetve fenntartására törekednek, miközben fokozatosan növekedett a divergencia a monetáris kondíciók alakulását illetően. A legtöbb országban inflációs és kapacitáskihasználtsági oldalról továbbra sem látható olyan folyamat, amely rövid távon a monetáris szigorítás irányába mutatna, a fejlett gazdaságok előretekintő reálkamatai változatlanul negatívak (3-11. ábra). A Fed 2016 júniusában a kamatkondíciókon nem változtatott. A többi vizsgált jegybank tovább csökkentette vagy szinten tartotta az alapkamatot az elmúlt hónapokban.

A Federal Reserve döntéshozói júniusi ülésükön az irányadó ráta tartásáról döntöttek. A kamatdöntés és az azt követő kommunikáció alapján növekedett azon tagok száma, akik idén már csak egy kamatemelésre számítanak. A közlemény gazdasági értékelő bekezdése vegyes helyzetképet mutat: a gazdasági aktivitás élénkülése mellett a munkaerőpiac javulásának üteme lassult. A döntéshozók továbbra is úgy tartják, hogy a gazdasági folyamatok fokozatos kamatemelést fognak indokolni.

Az EKB Kormányzótanácsa márciusi ülésén átfogó lazító programról döntött, majd az áprilisi ülést követő sajtótájékoztatón Mario Draghi jegybankelnök jelezte, hogy a kamatok a jelenlegi alacsony szinten vagy szükség esetén még alacsonyabban alakulhatnak, jóval az eszközvásárlási program időszakán túl is. A márciusi döntés, az áprilisban részletezett vállalati értékpapír-vásárlási program, valamint a júniusban induló célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási program (TLTRO II) bejelentése abba az irányba mutat, hogy az EKB a jövőben nagyobb figyelmet fordít a hitelezési csatorna hatékonyságának további javítására. A júniusi ülésen a Kormányzótanács nem változtatott a monetáris kondíciókon, emellett az EKB júniusban megkezdte a márciusban bejelentett, vállalati szektort érintő kötvényvásárlási programját.

A dollár az év eleje óta összességében gyengült az euróval szemben. Az EKB márciusi monetáris lazító intézkedései ellenére a második negyedév első felét az euró erősödése jellemezte. Ezt követően a Fed döntéshozóinak a júniusi

3-11. ábra: A fejlett gazdaságok reálkamatainak alakulása



Megjegyzés: A reálkamat éves átlag. Az 1 éves előretekintő reálkamatot az 1 éves állampapírhozamok és a piaci szereplők 1 éves inflációs várakozásai különbségeként számítottuk.

Forrás: Consensus Economics, Bloomberg

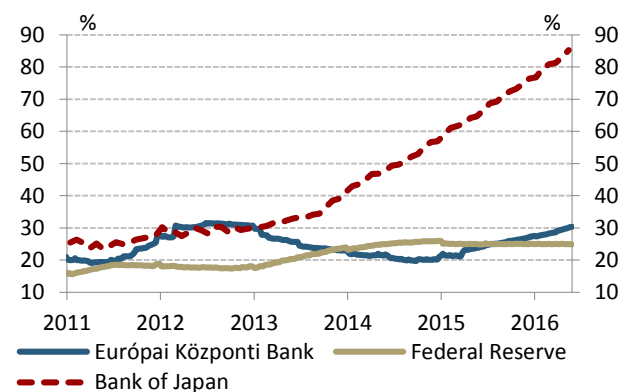
3-12. ábra: Az euro dollárral szembeni árfolyamának alakulása



Megjegyzés: \* 2016. májusi Consensus-várakozás. A nagyobb érték az euro felértékelődését jelzi.

Forrás: EKB, Consensus Economics

3-13. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban (a GDP százalékában)



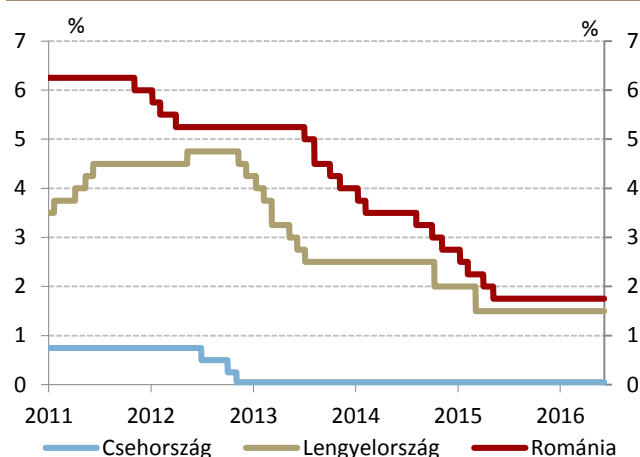
Forrás: Központi bankok adatbázisa, IMF, Eurostat

kamatemelés lehetőségére irányuló kommunikációja következtében kezdetben korrigált, majd a kedvezőtlen munkapiaci adatok hatására ismételen kitolódó kamatemelési várakozásokkal párhuzamosan gyengült a dollár árfolyama (3-12. ábra).

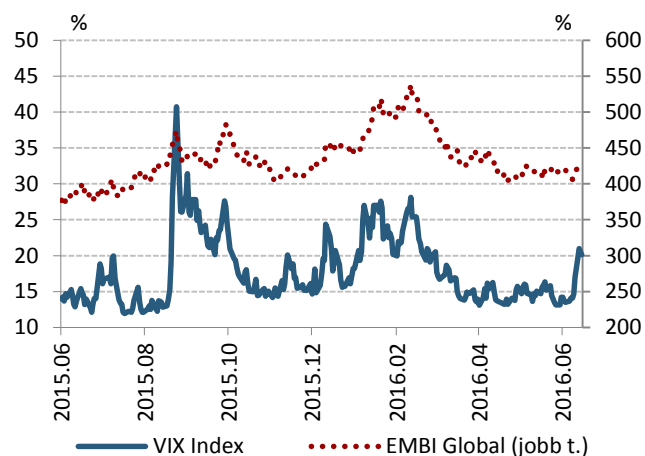
**A japán jegybank az elmúlt negyedévben nem változtatott kamatkondícióin, emellett változatlan ütemben folytatta Mennyiségi és Minőségi Lazítási Programját.** Márciusban a program operatív hatályát pontosította a jegybank, illetve jelezték, hogy szükség esetén tovább csökkenthetik az újonnan elhelyezett többlettartalékokra fizetett rátát. **A Bank of England egyelőre nem kezdte meg az alapkamat fokozatos emelését,** de a döntéshozók valószínűbbnek tartják azt, hogy kamatemelésre kerülhet sor az előrejelzési időszak alatt, mint hogy az elmarad. A jegybank emellett nem módosította az eszközvásárlások keretösszegét sem.

**A fejlődő országok jegybankjai közül a kínai központi bank** február végén 50 bázisponttal, 17 százalékra csökkentette a kötelező tartalékrátát. A jegybank szerint a tartalékráta csökkentése hozzájárul a megfelelő likviditás biztosításához, a hitelkínálat megfelelő szintű növekedéséhez és a szerkezeti reformhoz szükséges pénzügyi körülmények megteremtéséhez. A jegybank emellett az elmúlt hónapokban is folytatta egyéb, likviditásbővítő intézkedéseit. **A orosz jegybank júniusban 50 bázisponttal 10,5 százalékra csökkentette az alapkamatot** az infláció és az inflációs kockázatok mérséklődése következtében.

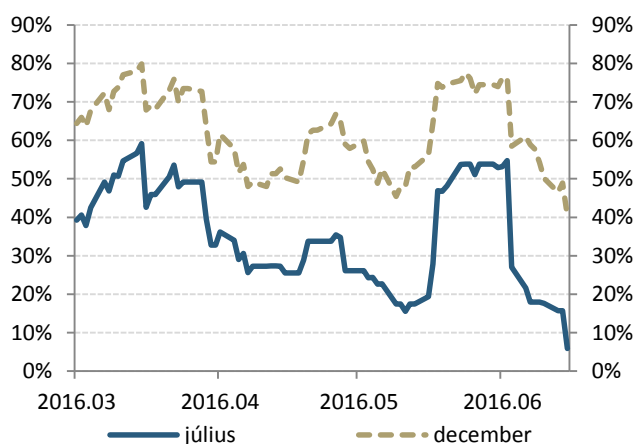
**A kelet-közép-európai régió jegybankjai fenntartották a laza monetáris kondíciókat** (3-14. ábra). A **cseh jegybank** döntéshozói továbbra is 0,05 százalékon tartották az irányadó kamatot, és fenntartották elköteleződésüket a korona árfolyamának monetáris politikai eszközként való további használata mellett, amivel – a jegybank legutóbbi iránymutatása szerint – nem fognak felhagyni 2017 előtt, így az árfolyamküszöb eltörlésére valószínűleg csak 2017 közepén kerülhet sor. A **lengyel jegybank** az elmúlt hónapokban nem változtatott az irányadó rátán. A döntéshozók szerint az árak növekedési üteme negatív marad az elkövetkező negyedévekben, míg a stabil gazdasági növekedést a fogyasztói kereslet fellendülése támogatja. A legutóbbi közlemény szerint az alapkamat jelenlegi szintje biztosítja a fenntartható növekedési pályát és a makrogazdasági stabilitást. A **román jegybank** sem csökkentette tovább az alapkamatot az elmúlt hónapokban, valamint nem változtatott sem a lej, sem a devizaforrások kötelező tartalékrátáján.

**3-14. ábra: A kelet-közép-európai országok alapkamatainak alakulása**


Forrás: Központi bankok adatbázisa

**3-15. ábra: Kockázati indexek alakulása**


Forrás: Bloomberg

**3-16. ábra: Az amerikai kamatemelési várakozások piaci árazásban megjelenő kumulált valószínűsége**


Megjegyzés: 2016. március eleje és június közepe között.

Forrás: Bloomberg

Az elmúlt időszak első részét a kockázatkerülés enyhe erősödése jellemezte, majd április közepétől a befektetői hangulat fokozatosan javult. Júniustól azonban ismét romlott a kockázatvállalási kedv a brit referendummal kapcsolatos aggodalmak felerősödése miatt (3-15. ábra). A fejlett tőzsdei volatilitást mérő index az időszak folyamán egy viszonylag alacsony szinten ingadozott, mely tükröződött a főbb fejlett piaci tőzszeindexek emelkedésében is, és amelyben az olajár stabilizálódásának, illetve emelkedésének is szerepe volt. Júniustól azonban a részvénypiaci volatilitás megnőtt, amely a fejlett tőzszeindexek visszaesésében is tükröződött. A feltörekvő részvénypiacok az időszak végi globális hangulatromlás hatására összességében csökkentek.

A fejlett és feltörekvő kötvénypiaci kockázati mutatók az időszak eleji megemelkedés után mérséklődtek, az időszak végén azonban ismét megugrottak, ezzel párhuzamosan a menedékeszköznek számító fejlett állampapírhozamok érdemben mérséklődtek, és a 10 éves német hozam történelmi mélypontra, negatív tartományba süllyedt. A meghatározó jegybankok monetáris politikája továbbra is a piaci érdeklődés középpontjában állt: a japán jegybanktól várt lazítás elmaradása a japán tőzsde 4-5 százalékos esésével és a jen átmeneti erősödésével járt együtt, míg az előbb erősödő, majd a kedvezőtlen munkapiaci adat után mérséklődő amerikai kamatemelési várakozások a dollár főbb devizákkal szembeni leértékelődéséhez vezetett, amely azután az időszak végére nagyrészt korrigálódott.

A nemzetközi piaci hangulatot a Brexittel (Nagy-Britannia EU-ból való kilépésével) kapcsolatos hírek is befolyásolták: míg az időszak közepéig az előzetes közvélemény-kutatások alapján úgy látszott, hogy a maradásra szavazók aránya kismértékben meghaladhatja a kilépésre szavazók számát, az időszak vége felé ezzel ellentétes eredményt mutattak a pollok. Ez érdemben rontotta a piaci hangulatot, továbbá az angol font és a feltörekvő devizák árfolyamának volatilitását is jelentősen megemelte, továbbá a menedékeszköznek számító svájci frank és japán jen felértékelődéséhez vezetett.

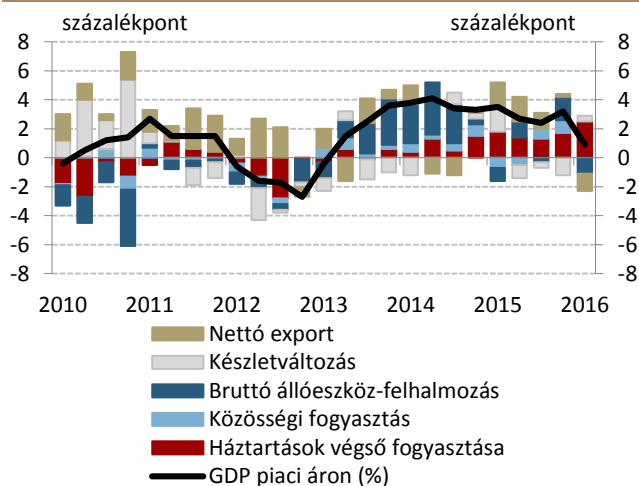
**A befektetői hangulatra mérsékelt hatással volt az amerikai kamatemelési várakozásoknak az időszak során megfigyelhető változása.** Március-április folyamán még fokozatosan csökkent az esélye egy lehetséges nyári kamatemelésnek, és a piaci szereplők legkorábban decemberre vártak a Fed részéről kamatemelést. Ezzel szemben az amerikai jegybank áprilisi ülésének néhány héttel később nyilvánosságra hozott jegyzőkönyve, valamint a Fed döntéshozóinak májusi megszólalásai hatására érdemben megnőtt az esélye a nyári hónapokban

történő következő kamatemelésnek. Végül a június elején publikált munkapiaci adat hatására ismét az év vége felé tolódott el a következő kamatemelés piacok által várt időpontja (3-16. ábra). Az amerikai kamatemelési várakozások felerősödése, majd mérséklődése azonban az általános kockázatvállalási hajlandóságra mérsékelt hatással volt.

### 3.2. Aggregált kereslet

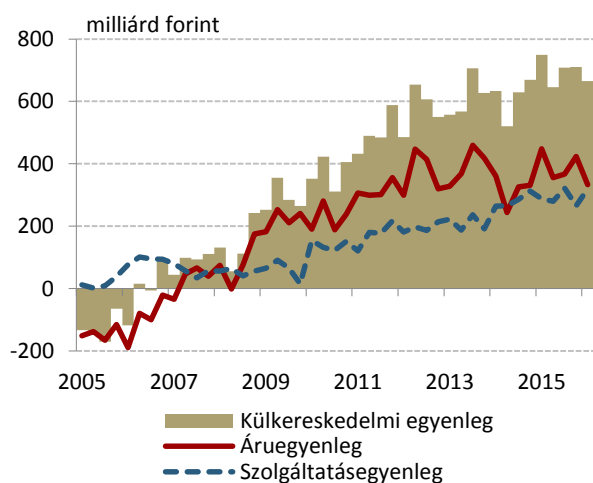
2016 első negyedévében a hazai gazdaság 0,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. Negyedéves összevetésben 0,8 százalékkal csökkent a GDP. A korábbi időszakhoz képest visszafogottabb éves növekedési ütem háttérében erős átmeneti hatások álltak. Ugyanakkor a végső fogyasztási kiadás (lakossági és közösségi fogyasztás), érdemben emelkedett, támogatva a gazdasági növekedést. A nettó export negatívan járult hozzá a növekedéshez.

3-17. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



Forrás: KSH

3-18. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok, 2005-ös árakon.

Forrás: KSH

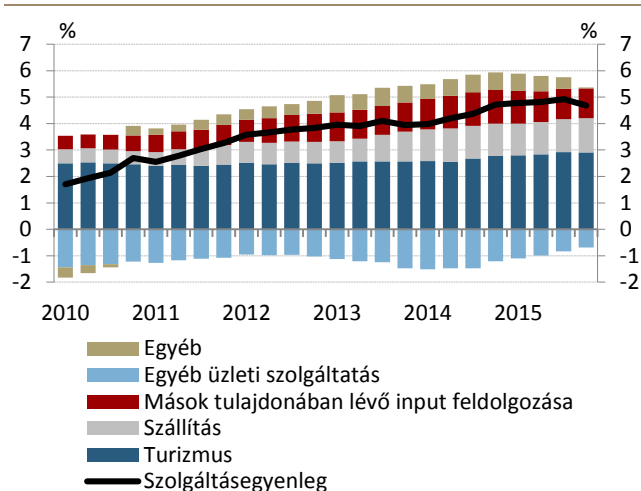
**2016 elején 0,9 százalékkal növekedett a gazdaság az előző év azonos időszakához képest.** A mérsékelt növekedési ütem háttérében erős egyedi hatások álltak, a visszafogott gazdasági teljesítményt elsősorban az ipar és az építőipar teljesítménye okozta. A belső kereslet oldaláról a fogyasztás volt meghatározó, míg a nettó export negatívan járult hozzá a növekedéshez (3-17. ábra). 2015 negyedik negyedévéhez viszonyítva 0,8 százalékkal mérséklődött a GDP.

#### 3.2.1. Külkereskedelem

**Az első negyedévben a nettó export negatívan járult hozzá a növekedéshez.** Az ipari termelés év eleji visszaesésével összhangban az árukivitel mérséklődött az előző negyedévhez képest, így az exportbővülés üteme érdemi lassulást mutatott. Az ipari termelés lassulása elsősorban az egyik nagy autógyár termelésének visszafogásához kötődött. Az év elején számottevő mértékben csökkenő privát beruházások és a reexport lassulása visszafogta az import dinamikáját, azonban a jelentősen bővülő fogyasztási célú kereslet – azon belül az importigényesebb tartós cikkek vásárlásai – ellensúlyozták ezen negatív hatásokat (3-18. ábra).

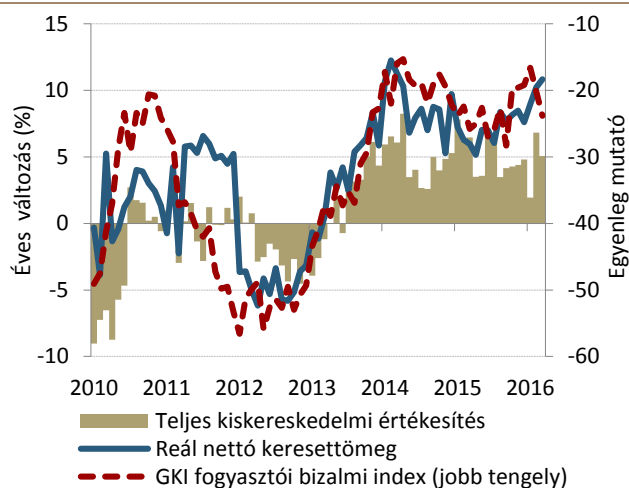
**Külkereskedelmi többletünk alakulását az áruegyenleg csökkenése és a szolgáltatás egyenleg emelkedése határozta meg.** Az áruegyenleg romlásához elsősorban a gép- és szállítóeszköz-kivitel bővülési ütemének lassulása járult hozzá. A szolgáltatás egyenleg többletében a legnagyobb szerepe a turizmusnak és a szállítási szolgáltatásoknak van, azonban a számítástechnikai és információs szolgáltatások is hozzájárultak az egyenleg növekedéséhez (3-19. ábra).



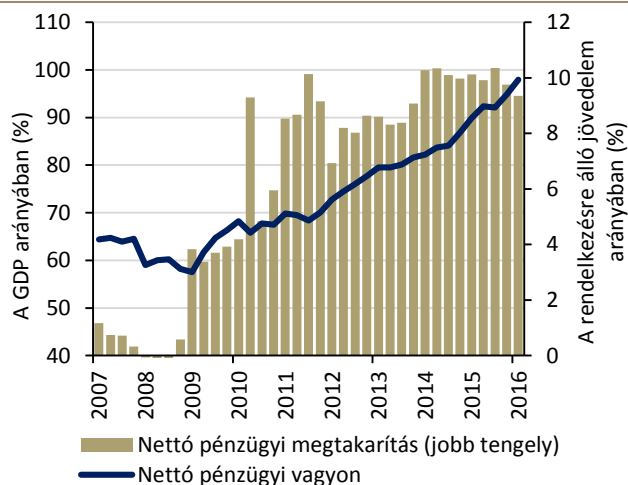
**3-19. ábra: A szolgáltatásegyenleg fontosabb tényezőinek alakulása**


Megjegyzés: Négy negyedéves GDP-arányos érték.

Forrás: MNB

**3-20. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása**


Forrás: ESI, KSH

**3-21. ábra: A háztartások megtakarítása és vagyona**


Forrás: MNB-számítás

**2016 első negyedében folytatódott a cserearány javulása az előző év azonos időszakához képest, amihez az alacsony olajáron túl az egyéb termékek kereskedelme is hozzájárult.**

### 3.2.2. Lakossági fogyasztás

**2016 elején folytatódott a háztartások fogyasztási kiadásának növekedése.** A fogyasztás dinamikus bővülését főként a javuló munkaerőpiaci alapfolyamatok, az alacsony infláció mellett növekvő reálkeresetek támogatják. Számottevő mértékben bővült a háztartások tartós cikkek és szolgáltatások iránti kereslete. Az első negyedében a kiskereskedelmi értékesítések volumene 4,6 százalékkal emelkedett a tavalyi év azonos időszakához képest (3-20. ábra). Az év elején beérkezett adatok az elmúlt évben látott élénk dinamika fennmaradását mutatják. A fogyasztási hajlandóság emelkedését az év elején érdemben mérséklődő háztartási megtakarítások is alátámasztják.

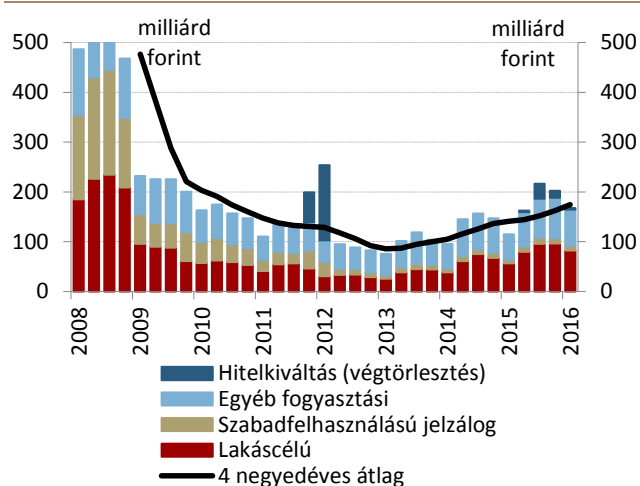
**A háztartások nettó pénzügyi vagyona tovább bővült az idei év első hónapjaiban,** ugyanakkor a vagyon növekedési üteme lassult az előző negyedévekhez képest. A háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseinek fokozatos átalakulásával összhangban, a dinamikusan bővülő fogyasztási pálya mellett a megtakarítási ráta mérséklődött a 2015-ös év átlagához viszonyítva, azonban továbbra is historikusan magas szinten áll (3-21. ábra).

**Az új hitelkibocsátások volumene tovább bővült a háztartások hitelkeresletének növekedésével párhuzamosan.** 2016 első negyedében a pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 58 milliárd forinttal csökkent, ami egyaránt érintette a lakáscélú és az egyéb fogyasztási hitelek állományát. Az új hitelkihelyezések volumenét azonban folytatódó élénkülés jellemezte, éves átlagban 24 százalékot tett ki a hitelintézetek új háztartási hiteleinek növekedése (3-22. ábra). Legnagyobb mértékben a lakáscélú szegmensben nőtt a szerződéskötések értéke a vizsgált időszakban, éves átlagban mintegy 36 százalékkal. A lakáshitelezés élénkülése továbbra is döntően a kereslet bővülésének tulajdonítható, miközben a kínálati feltételeket változatlanság jellemezte a vizsgált időszakban. A kereslet támogató tényezők között kiemelt szerepe volt a korábban elhalasztott lakásvásárlásoknak és -felújításoknak, amit a reálbér-emelkedés és a kedvező finanszírozási költségek is támogattak. Előretekintve továbbá a Családi Otthonteremtési Kedvezmény keretében felvehető kedvezményes hitel várhatóan érdemben élénkíti a háztartási hitelkeresletet.

### 3.2.3. Magánberuházás

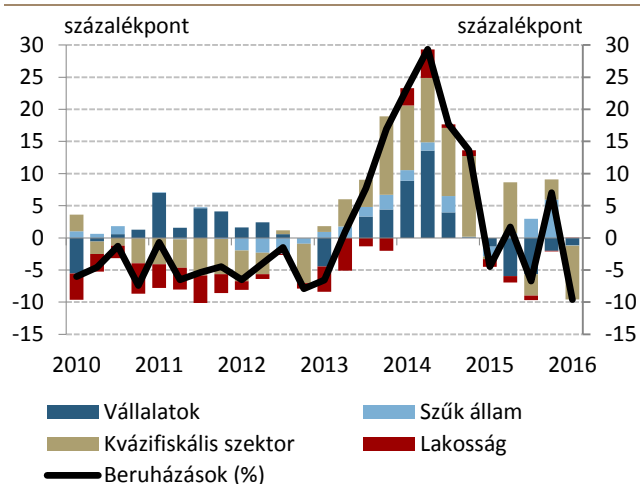
**Az év első negyedében a nemzetgazdasági beruházások 9,6 százalékkal mérséklődtek éves összevetésben.** A

3-22. ábra: Új háztartási hitelkihelyezések a hitelintézeti szektorban



Forrás: MNB

3-23. ábra: Szektorok hozzájárulása a nemzetgazdasági beruházások éves változásához

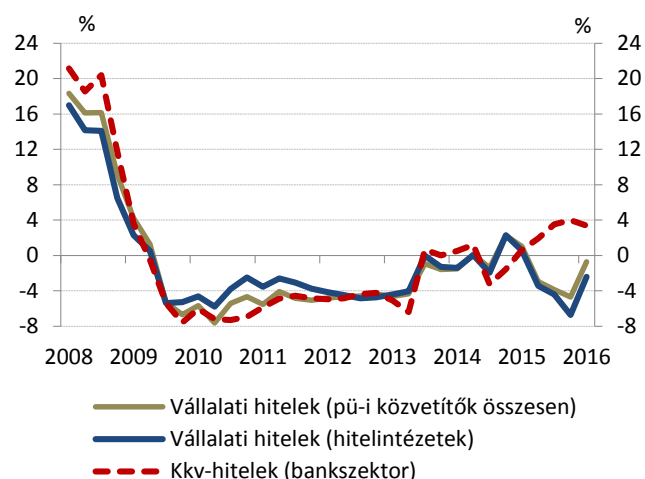


Forrás: KSH

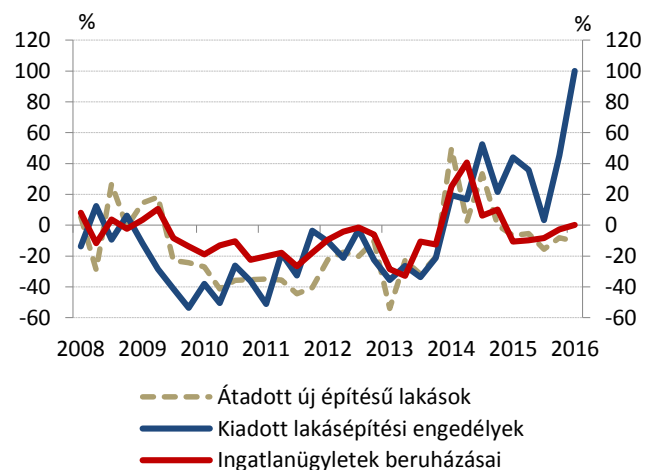
lassulást elsősorban az uniós forrásból finanszírozott állami beruházások év eleji visszaesése magyarázta. Ezzel párhuzamosan az uniós források lehívásában szorosan érintett kvázifiskális szektor (szállítás és raktározás, vízellátás) beruházásai is számottevően csökkentek. A vállalatok beruházási aktivitása a megelőző negyedévekhez hasonlóan továbbra is visszafogottan alakult, míg a lakossági beruházások stagnáltak az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-23. ábra).

**A vállalati beruházás mérséklődése** főként a külső piacra termelő vállalatok aktivitásának a visszaeséséből fakadt. Ezzel szemben a belföldre termelő – elsősorban szolgáltató – ágazatok beruházási aktivitása emelkedett. A mezőgazdasági beruházások tekintetében a csökkenést az előző években megvalósuló Növekedési Hitelprogram (NHP) beruházásai által létrejött magas bázis okozza. A keresleti feltételek továbbra is támogatják a bővítő beruházásokat. Bár a bankrendszer hitelezési hajlandósága javult az előző negyedévekhez képest, az MNB által számított Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) alapján összességében továbbra is negatívan járul hozzá a beruházások növekedési üteméhez.

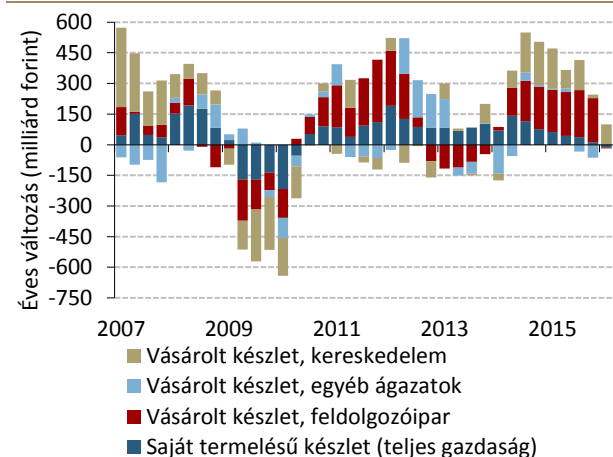
**Az első negyedévben éves összevetésben jelentősen nőtt a kkv hitelállomány.** 2016 első negyedévében bővült a nem pénzügyi vállalatok hazai pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállománya, összesen mintegy 102 milliárd forint értékben. Éves összevetésben ugyanakkor a teljes vállalati hitelezés még összesen 0,7 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest, döntően a 2015. évi egyedi nagyvállalati tranzakciók hatása miatt (3-24. ábra). A teljes vállalati hitelezés mérséklődésével szemben azonban a kkv-szektor hitelállománya összességében 3,4 százalékkal bővült éves összehasonlításban, amelyben jelentős szerepet játszott a Növekedési Hitelprogram. Kínálati oldalról a hitelezési feltételek lazítása is elősegítette a hitelállomány növekedését. Keresleti oldalon a nemzetgazdasági beruházások dinamikájának lassulásával párhuzamosan a bankok inkább a rövid futamidejű hitelek iránt érzékelték bővülést. A Növekedési Hitelprogram harmadik szakaszát mind keresleti, mind kínálati oldalon az új feltételrendszerhez történő alkalmazkodás, felkészülés jellemezte. A program lassabb felfutásához az is hozzájárult, hogy már csak beruházási finanszírozás igénybevételére van lehetőség, amit általánosan is erősebb szezonális jelleg jellemzte. A program lassabb felfutásához az is hozzájárult, hogy már csak beruházási finanszírozás igénybevételére van lehetőség, amit általánosan is erősebb szezonális jelleg jellemzte. A bankok döntő hányada szerint a következő időszakban a keresletbővülés motorja a hitelfelvevők tárgyi eszközökbe történő befektetések növekedése lesz. A gazdasági környezet beruházási aktivitással összefüggő kockázatait továbbá mérsékelheti az NHP harmadik szakaszának 100 milliárd forintos keretemelése.

**3-24. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves növekedési üteme**


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

**3-25. ábra: Az épített lakások, a kiadott építési engedélyek és az ingatlanügyletek beruházásainak alakulása**


Forrás: KSH

**3-26. ábra: A készletváltozás folyó áron**


Forrás: KSH, MNB

**A lakásárak emelkedő trendet mutatnak, összhangban a lakáspiaci tranzakciós forgalom élénkülésével.** Bár a tavalyi év során az élénkülő kereslet hatására a használt lakások ára 12 százalékkal, míg az új lakásoké 7,3 százalékkal nőtt, azok továbbra is elmaradnak a válság előtti szinthez képest. Az év első negyedévében az értékesített lakások száma 3,7 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához mérten. 2016 elején az új lakások építése visszafogottan alakult, az első negyedév során 1407 új építésű lakást adtak át, ami 10 százalékkal kevesebb, mint a tavalyi év azonos időszakában. Bár az új lakások építése mérséklődött az év elején, a kiadott építési engedélyek dinamikus növekedése tovább folytatódott. Ezen időszak alatt 4765 lakásépítési engedélyt adtak ki, ami 100,1 százalékkal több mint tavaly ilyenkor (3-25. ábra). A lakásépítési engedélyek átfutási ideje alapján a kiadott építési engedélyek tartós emelkedése az idei év második felében, illetve a jövő év elején az új lakásépítések élénkülését vetíti előre.

#### 3.2.4. Kormányzati kereslet

A közösségi fogyasztás emelkedett az előző év azonos időszakának alacsony bázisához képest, ami mögött elsősorban a kormányzati bérkiadások bővülése áll. A kormányzattól származó természetbeni transferek volumene lényegében nem változott.

**Az állami beruházások visszaesése elsősorban az uniós forráslehívások csökkenéséhez kötődött.** A szűk állami szektor esetében a közigazgatás, egészségügy és oktatás ágazat beruházásai egyaránt mérséklődtek, azonban az egyéb szolgáltatások esetében a gyógyfürdő-felújítások és az egyházi épületek rekonstrukciós munkálatai növelték az állam beruházási aktivitását. A kvázifiskális szektor beruházásai érdemben visszaestek, amit elsősorban az uniós forráslehívás által érintett ágazatok (szállítás és raktározás, vízellátás) mérsékelt év eleji teljesítménye indokolt (3-23. ábra).

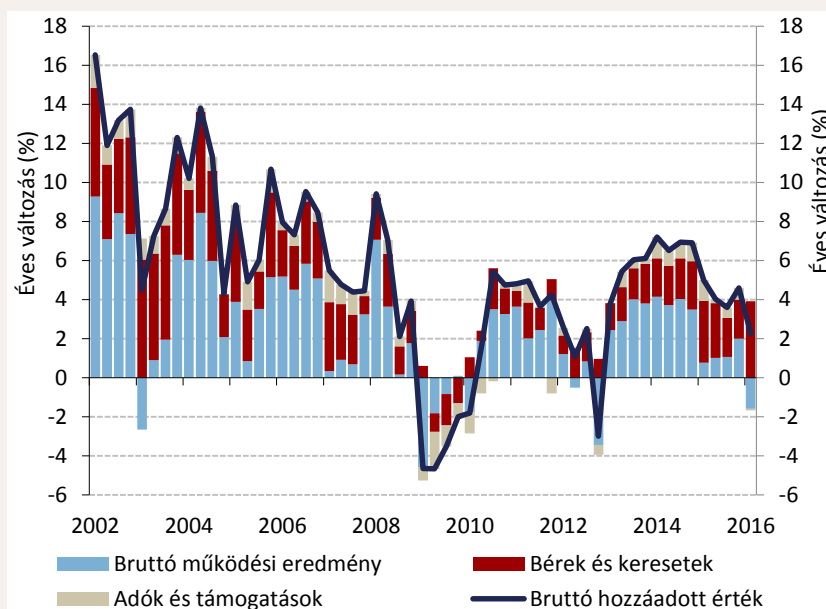
#### 3.2.5. Készletváltozás

**Az idei első negyedévben a készletváltozás pozitívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez.** A készletek volumenváltozásához elsősorban a kereskedelmi szektor vásárolt készleteinek emelkedése járult hozzá. A gazdaság saját termelésű készletei, a feldolgozóipar, valamint az egyéb ágazatok vásárolt készletei csökkentek az év elején (3-26. ábra).

## 3-1. keretes írás: A hazai gazdasági növekedés jövedelemoldali folyamatainak értékelése

A GDP alakulását leggyakrabban termelési és felhasználási oldalról vizsgáljuk. Ugyanakkor fontos információval szolgál a folyamatok jövedelemoldali elemzése is. A GDP változásának a jövedelmek oldaláról történő felbontása azt mutatja meg, hogy a termelési tényezők (a tőke és a munka), illetve az adókon keresztül az állam milyen mértékben részesültek a növekedés során megtermelt jövedelemből. A KSH az egyes termelési oldali ágazatok hozzáadott értékét munkavállalói jövedelemre és működési eredményre bontja, aminek segítségével lehetőség nyílik annak értékelésére, hogy a GDP változása miként érintette a gazdaság szereplőinek jövedelmét (3-27. ábra).

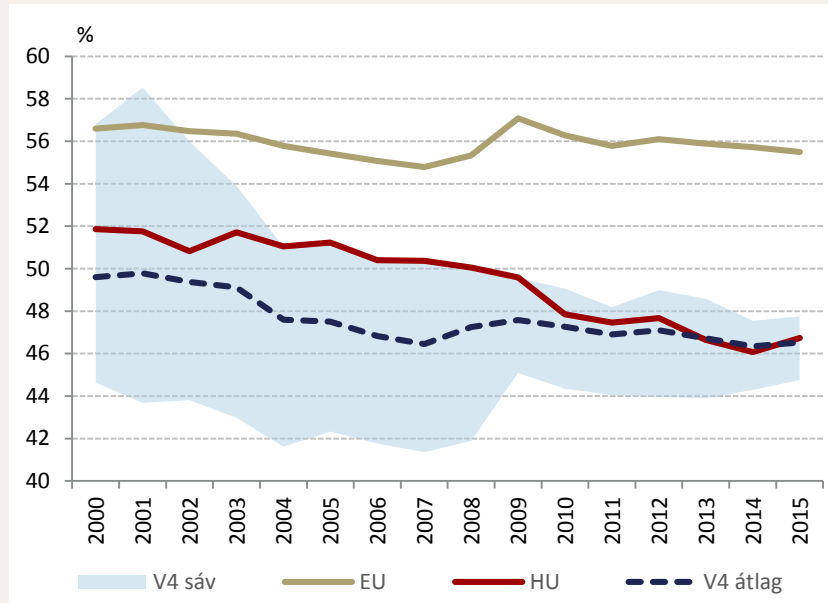
3-27. ábra: A folyóéves GDP-változás jövedelemoldali dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

2013-ban a tőke részesedése érdemben emelkedett, de ettől eltekintve mindkét termelési tényező részesült a gazdasági növekedésből. **2014-ben a munka hozzájárulása dinamikusán nőtt, összhangban a tartósan javuló munkapiaci folyamatokkal.** Az adatok alapján 2013 első negyedétől kezdve javult a profitabilitás, ami a későbbi negyedévekben a munkakereslet erősödését is maga után vonta. A belső kereslet tartós élénkülése a konjunkturális kilátások javítása révén a vállalati szektor termelőkapacitásainak bővülését eredményezte. **A növekedési kilátások javulása mind a tőke-, mind a munkajövedelmek arányának növekedésével párosult.** 2014-ben a bruttó bérek és a foglalkoztatottság egyaránt jelentősen emelkedett, így a nemzetgazdasági bértömeg is érdemi emelkedést mutatott. Másfelől a nemzetgazdasági bérhányadot megvizsgálva nemzetközi vonatkozásban azt tapasztaljuk, hogy a magyar bérhányad a válságot követően a régiós országokhoz hasonlóan csökkent. Ebből a szempontból a vállalatok számára van tér béremelésekre (3-28. ábra).

3-28. ábra: A nemzetgazdasági bérhányad alakulása



Megjegyzés: Korrigált bérhányad. V4 országok: Csehország, Lengyelország, Magyarország és Szlovákia.

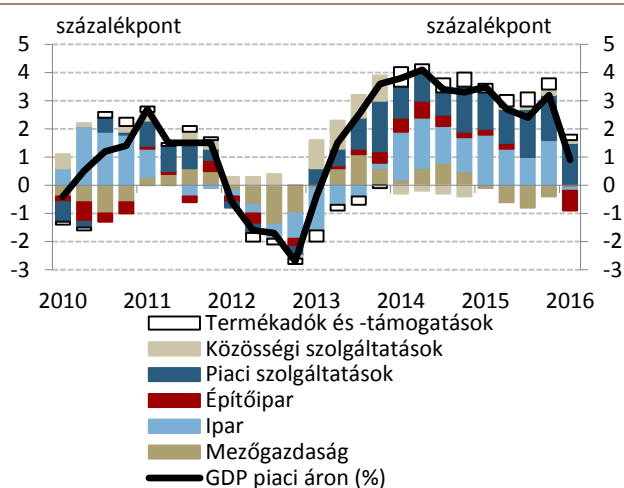
Forrás: Ameco

**A GDP jövedelemoldali szerkezete alapján** – hasonlóan a felhasználási oldalon megfigyelt folyamatokkal – **a gazdasági növekedés az elmúlt években kiegyensúlyozottabbá vált**, a magyar gazdaságban keletkezett többletjövedelemből a háztartási, a vállalati és az állami szektor egyaránt részesedett. A kedvező trendet támogatja a belső, elsősorban fogyasztási kereslet élénkülése, valamint a vállalati szektor kapacitásbővítése, ami a profitabilitás javítása mellett többletmunkaerőigényt is támaszt. Az elmúlt időszakban mindhárom jövedelemtulajdonos helyzete javult.

### 3.3. A kibocsátás szintje és szerkezete

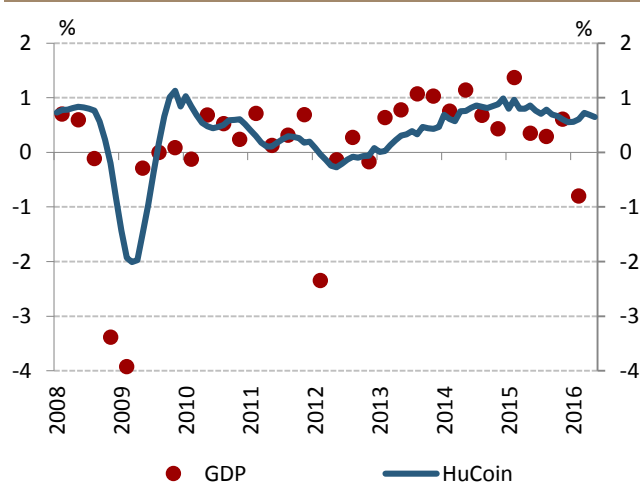
2016 első negyedében átmeneti hatások miatt lassult a gazdasági növekedés. Az építőipar termelése az uniós források felhasználásának kifizetésével párhuzamosan csökkent, emellett az ipar teljesítménye – a járműiparhoz kapcsolódó egyedi hatások következtében – enyhén mérséklődött. Az év elején a szolgáltatások teljesítményének bővülése mérsékelte a visszaesést.

3-29. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP-növekedéshez való hozzájárulása



Forrás: KSH

3-30. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



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

Forrás: KSH, MNB-számítások

2016 első negyedében az építőipar és az ipar átmeneti lassulásának következtében mérséklődött a gazdasági növekedés az előző negyedévhez képest. (3-29. ábra). A gazdasági növekedés alapfolyamatait megjelenítő makrogazdasági indikátorok széles körére támaszkodó HuCoin-indikátor továbbra is stabilan alakult, mely szintén azt jelzi, hogy az átmeneti hatások utána újból élénkülés várható (3-30. ábra).

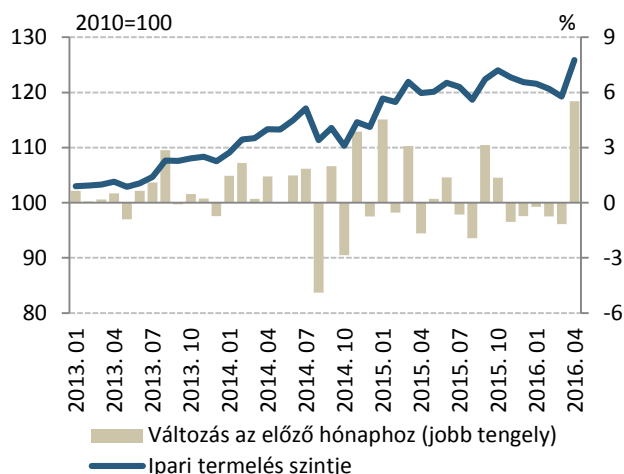
**Az ipari termelés korábbi negyedekben tapasztalt dinamikus bővülése megállt, amiben átmeneti tényezők jelentős szerepet játszottak.** Az év első hónapjaiban a járműgyártás alágazatban gyárleállítás és a hozzá kapcsolódó beszállítói hálózat teljesítménye lassította a termelést. Az ipari termelés 2016 első negyedében 2,4 százalékkal múlta alul a 2015. negyedik negyedévi szintjét. Ugyanakkor áprilisban az ipar teljesítménye korrekciót mutatott az év eleji visszaesést követően (3-31. ábra). Az ágazatok többségében bővült a termelés, jelentős volt az emelkedés a legnagyobb súlyú, járműgyártás ágazatban.

**Az előretekintő rövid távú indikátorok összességében az ipari termelés emelkedése irányába mutatnak.** Mind a magyar ESI, mind a német gazdaság kilátásait tükröző Ifo indikátor az év eleji csökkenést követően javulást mutatnak. A hazai feldolgozóipar új exportrendelése kissé nőttek (3-32. ábra). Ugyanakkor a magyar ipari termelés kilátásaira továbbra is kockázatot jelenthet a német export előző időszakoktól elmaradó dinamikája, melyet a világgereszkedelem lassulása, valamint a német növekedés átalakuló szerkezete magyaráz.

**Az építőipar termelése visszaesett 2016 első negyedében,** amit az európai uniós finanszírozással megvalósult beruházások kifizetése magyaráz. Emellett egyelőre az új lakásépítések sem emelkedtek. A szerződésállomány növekedett a tavalyi év közepén megfigyelhető mélypontjához képest, azonban a tavalyi évi magas bázist egyelőre továbbra sem éri el (3-33. ábra).

**A mezőgazdaság teljesítménye enyhén csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva,** ami egy statisztika-technikai hatásból fakad. Az idei évi terméseredmények csak az év második felében lesznek elérhetőek, mely alapján a KSH az első negyedévi növekedési hozzájárulást

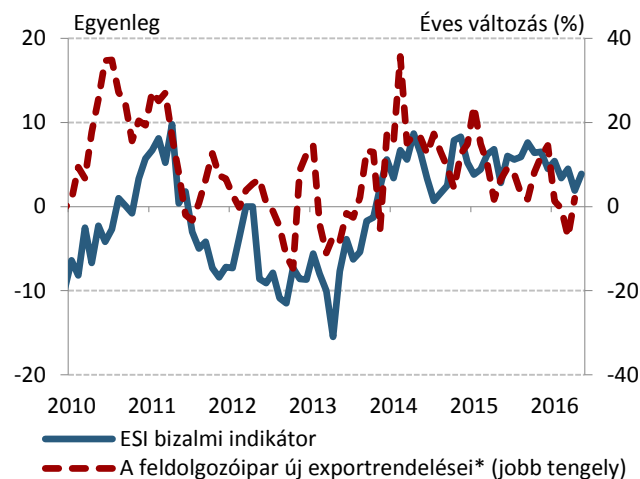
3-31. ábra: Az ipari termelés alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

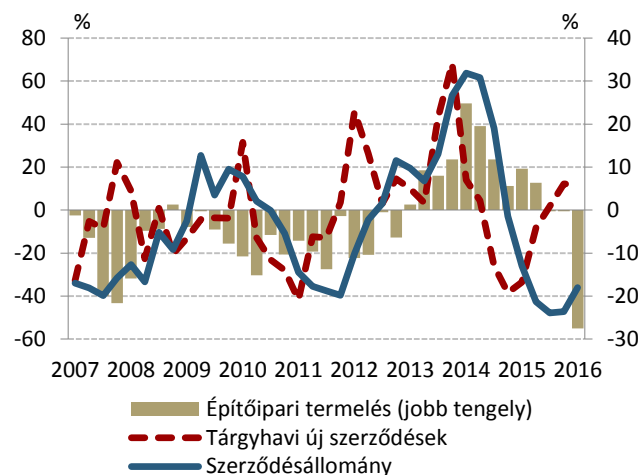
3-32. ábra: Ipari konjunktúraindikátorok alakulása



Megjegyzés: \*Háromhavi visszatekintő mozgóátlag.

Forrás: Európai Bizottság, KSH

3-33. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása



Forrás: KSH

felülvizsgálhatja. **Várkozásaink szerint a mezőgazdaság érdemben támogatja idén a hazai GDP növekedését.**

**A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke tovább növekedett az év első negyedében,** az alágazatok általános bővülését figyeltük meg. A bővülést a fogyasztási kereslet stabil növekedése támogatta.

**A kiskereskedelmi eladások stabil emelkedése tovább folytatódott az év első negyedében.** A kiskereskedelmi értékesítések volumene 4,6 százalékkal nőtt az előző év első negyedéhez képest, a termékek széles körében az eladások emelkedését figyeltük meg. Az alacsony infláció és az emelkedő reáljövedelmek miatt folytatódott a lakossági fogyasztás bővülése.

**A vendéglátás és turizmus ágazatok hozzáadott értéke az első negyedében tovább növekedett,** a vendégéjszakák száma bővült. Az élénk belföldi turisztikai kereslet részben a háztartások javuló jövedelmi helyzetére, illetve a hazai turizmust élénkítő, béren kívüli juttatások (SZÉP-kártya) növekvő felhasználására vezethető vissza. Emellett a külföldiek által eltöltött vendégéjszakák száma is tovább emelkedett.

**A pénzügyi ágazat teljesítménye az előző év azonos időszakához képest enyhén mérséklődött.** Az ingatlanügyek ágazat növekedéséhez elsősorban a használt lakások piacának élénkülése járult hozzá.

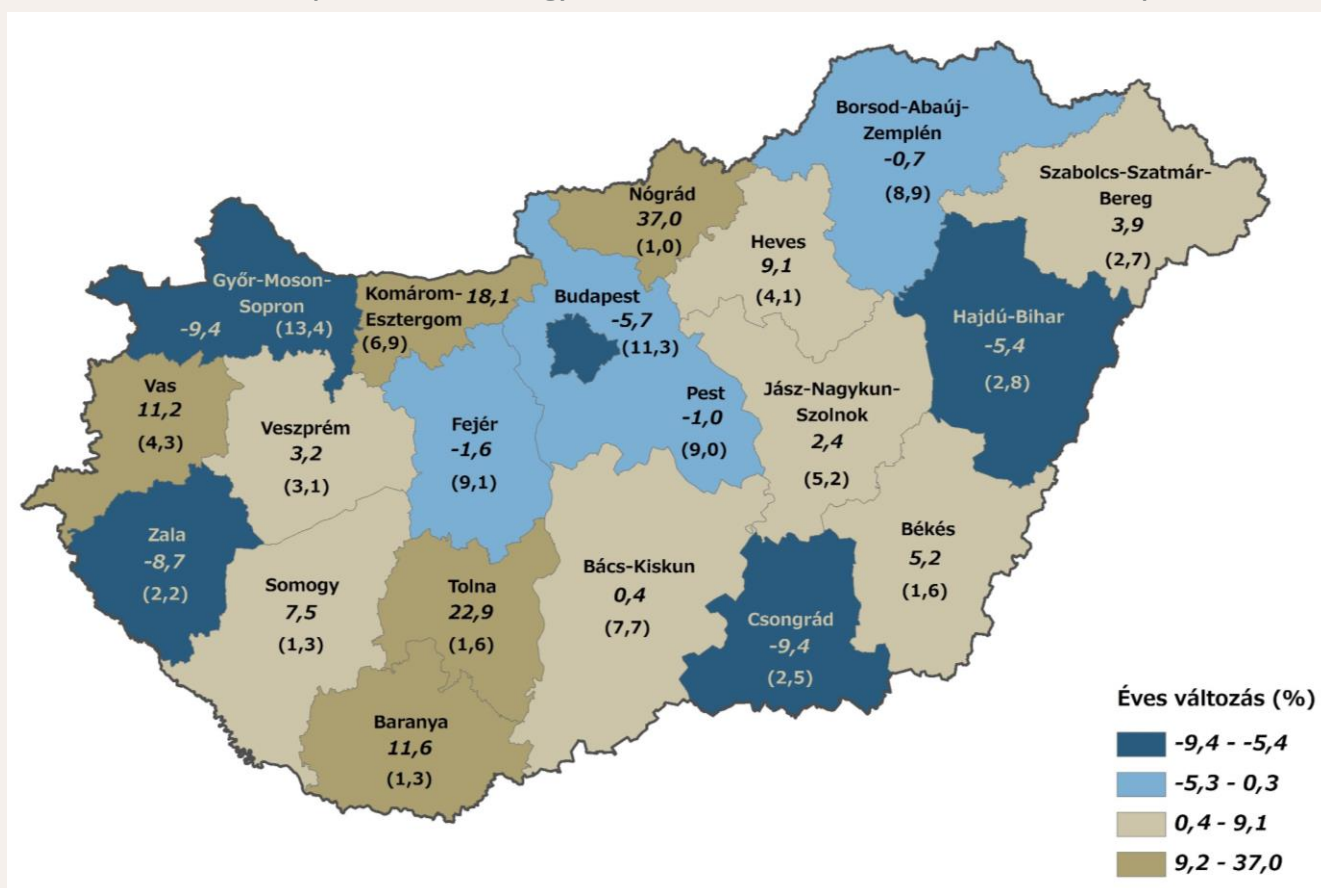
**A kereslet bővülésével párhuzamosan a potenciális növekedés is élénkülhet.** A javuló elhelyezkedési kilátások javíthatják az aktivitást. Az oldódó finanszírozási korlátok a tőkefelhalmozás mellett a termelékenység javulását is támogatják.

## 3-2. keretes írás: Az év eleji GDP lassulás okai

A KSH részletes adatközlése szerint 2016 első negyedében a bruttó hazai termék 0,9 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. Szezonálisan igazított adatok alapján az előző negyedévhez képest 0,8 százalékos csökkenést regisztrált a KSH. Véleményünk szerint a korábbi időszak adataitól elmaradó növekedés alapvetően átmeneti hatások eredménye. Emellett az üzleti ciklus továbbra is felívelő fázisban van. **Az egyedi hatások következtében megtorpant év eleji növekedést a következő negyedévekben újból élénkülés követi.** A gazdasági növekedést felhasználási oldalon elsősorban a végső fogyasztási kiadás, termelési oldalon pedig a belső kereslethez kötődő szolgáltatások támogatták.

Az ipari hozzáadott érték enyhén mérséklődött az első negyedévben, ami elsősorban a járműipart és a beszállítói hálózatot érintő átmeneti hatásokhoz kötődött. Sajtóinformációk alapján egy nagy autóiipari vállalat modellváltása következtében jelentősen visszaesett a termelés, amit a megyei iparstatisztikai adatok is megerősítenek (3-34. ábra). Becsléseink szerint a járműgyártás év eleji visszaesésének közvetlen hatásai 0,6 százalékponttal csökkentették az év eleji növekedési ütemet. A közvetett hatások becslését ÁKM<sup>2</sup> segítségével végeztük, mely alapján az ágazati kapcsolatokon keresztül a járműgyártás év eleji lassulásának közvetett hatása további -0,4 százalékpont körüli. Várakozásunk szerint ez a hatás csak ideiglenes, és a gyár termelésének felfutása pozitív hatást fejt ki a beszállítói ágazatokra is, ezért az ipari termelés és a hozzáadott érték jelentős megugráásával számolhatunk az következő negyedévekben. Ezt a hipotézisünket támasztja alá az áprilisi ipari statisztika is, mely szerint erős korrekció volt megfigyelhető az év eleji lassulást követően.

3-34. ábra: Az ipari termelés első negyedéves változása az előző év azonos időszakához képest



Megjegyzés: zárójelben az adott megye súlya az ipari termelésből.

Forrás: KSH

<sup>2</sup> Az ÁKM a nemzetgazdaság ágazatai közötti termelési kapcsolatokat, valamint a termelés és a végső felhasználás strukturális kapcsolatát leíró tábla. Szerepel benne az ágazatok közötti folyó termelőfelhasználás, melynek segítségével egy adott gazdasági esemény teljes nemzetgazdaságra tovagyűrűző hatásai is megbecsülhetők.



Az építőipar termelése az uniós forrásokból megvalósuló projektek év eleji kifizetésével párhuzamosan érdemben visszaesett az első negyedévben. A 2007–2013-as uniós költségvetési ciklus kifizetései az év közepéig fokozatosan leállnak, míg az új költségvetési ciklus kifizetései csak az év második felében gyorsulhatnak fel. Az uniós források kifizetése önmagában az első negyedéves növekedést becsléseink szerint közel 1,3 százalékponttal csökkentette.

3-3. táblázat: A növekedést befolyásoló egyedi tényezők 2016. első negyedévében

EU-forrásbeáramlás visszaesése	-1,3%
Járműipari gyárleállások közvetlen hatása	-0,6%
Járműipari gyárleállások közvetett hatása	-0,4%

Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: MNB-számítás

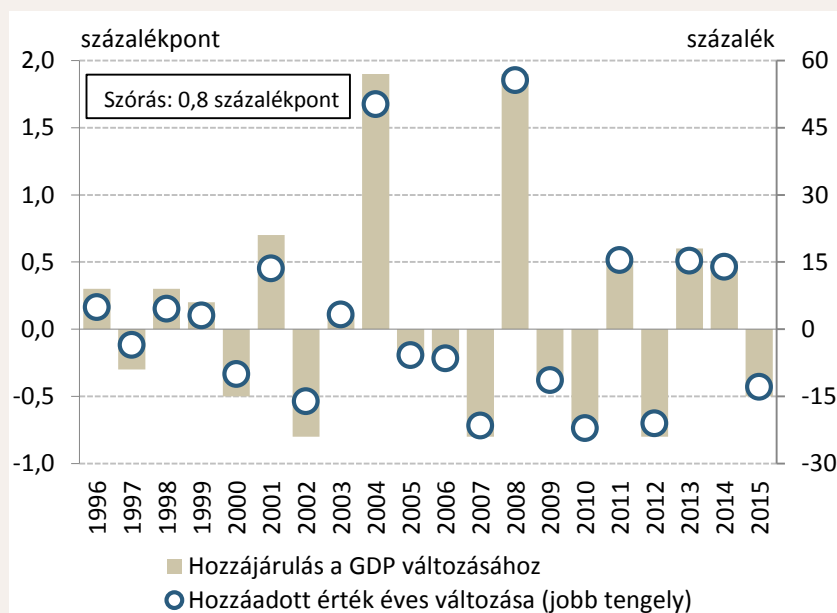
A GDP első negyedéves átmeneti lassulását nagyrészt egyedi hatások magyarázták, melyek kifizetésével a következő negyedévekben ismét élénkülő növekedésre számíthatunk.

### 3-3. keretes írás: A mezőgazdaság jelentősen támogathatja a gazdasági növekedést 2016-ban

**Teljesítményének jelentős ingadozása miatt a hazai mezőgazdaság kibocsátásának változása érdemben befolyásolja a GDP alakulását.**<sup>3</sup> Bizonyos években a szektor közel 2 százalékponttal is hozzájárult a GDP bővüléséhez (3-35. ábra). Aktuális előrejelzésünk szerint **2016-ban a mezőgazdaság érdemben – akár 0,5-1 százalékponttal is – támogathatja a gazdaság bővülését.**

Az ágazat hozzáadott értékének ideji növekedését több tényező támogatja. Egyfelől az ideji évben statisztikai hatás is befolyásolja a mezőgazdasági hozzáadott érték emelkedését. 2015-ben az agrárium 0,5 százalékponttal mérsékelte a hazai GDP növekedését, így ennek **bázishatása** a mezőgazdasági hozzáadott érték emelkedése irányába hat. Ezt támogatja, hogy korábbi megfigyelések alapján **gyengébb mezőgazdasági évet kedvező időszakok követtek.**

3-35. ábra: A mezőgazdasági teljesítmény alakulása



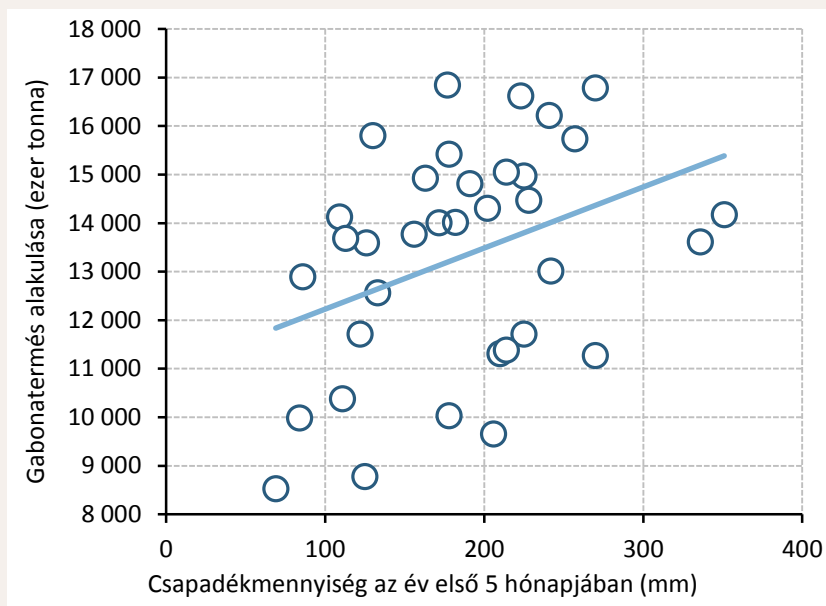
Forrás: KSH

Mivel hazánkban számottevő a növénytermesztés – ezen belül is az időjárási viszonyoknak leginkább kitett szántóföldi növények – súlya (60 százalék), az időjárási viszonyok érdemben befolyásolják a mezőgazdaság kibocsátását. Az ágazat

<sup>3</sup> Az uniós összehasonlításban is jelentős volatilitás háttérben több tényező is szerepet játszik, melyekkel részletesebben a 2016. márciusi Inflációs jelentés 3-3. keretes írásával foglalkoztunk.

hozzáadott értékének alakulását illetően elsősorban a tárgyévi gabonatermés (búza és kukorica) szolgál információval. Előzetes terméseredmények az év második felétől érhetőek el, az év első felében csupán egyéb indikátorok alapján vonhatunk le következtetéseket a mezőgazdasági teljesítményről. Empirikus tapasztalatok alapján a **lehullott csapadékmennyiség és az adott évi gabonatermés között statisztikailag kimutatható kapcsolat figyelhető meg**. Az idei év első hónapjaiban a lehullott csapadék mennyisége meghaladta a historikus átlagot, melynek alapján a gabonatermés érdemben kedvezően alakulhat az idei évben (3-36. ábra).

3-36. ábra: A csapadékmennyiség és a gabonatermés közötti kapcsolat



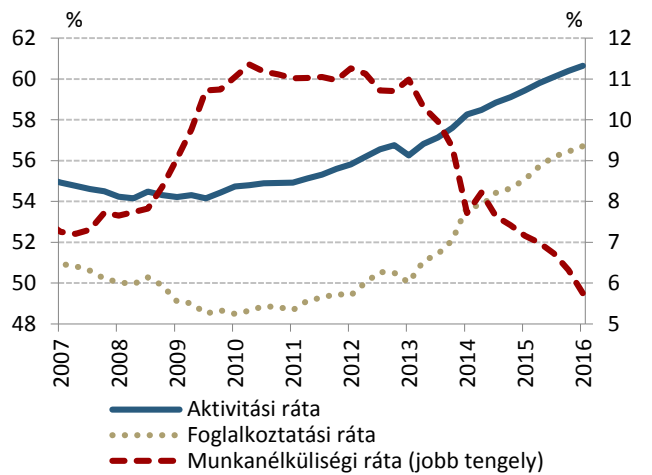
Forrás: KSH, VáraljaMet

Az agrárium teljesítményére és versenyképességére érdemi hatással bír az ágazat megfelelő mennyiségű és minőségű fizikai tőkével, valamint technológiai fejlesztésekkel való ellátottsága. A géppark fejlesztése magas finanszírozási igényű korszerűsítő beruházások útján lehetséges, így a mezőgazdaság teljesítményét jelentősen befolyásolja az **ágazat finanszírozási helyzete**. A hazai mezőgazdaságban **2010 óta a beruházások bővülését figyelhettük meg**, amit az ágazat kiterjedt támogatási rendszere mellett az utóbbi években elsősorban a **Növekedési Hitelprogramnak köszönhetően javuló finanszírozási környezet** támogatott. A **megvalósuló beruházások egyre nagyobb hányada kapcsolódott gépberuházásokhoz** az elmúlt években, így előretekintve a géppark fejlődése emelheti az ágazat termelékenységét.

### 3.4. A munkapiac helyzete

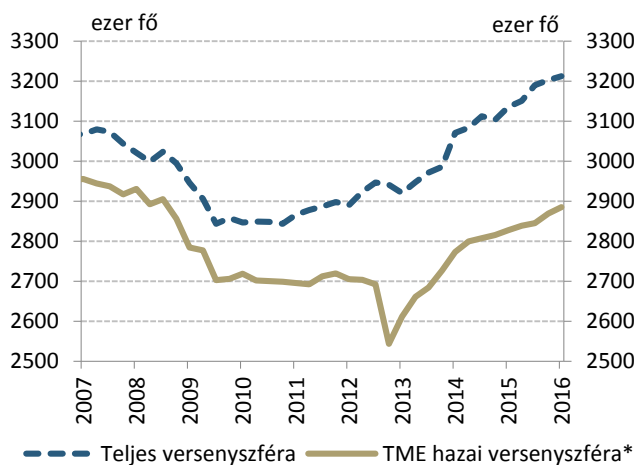
2016 első negyedében a versenyszférában foglalkoztatottak száma enyhén emelkedett. A mérsékelt növekedés a feldolgozóiparban és a piaci szolgáltató szektorban dolgozók létszámában egyaránt jelentkezett. A munkanélküliségi ráta 6 százalékon állt az év első negyedében. Folytatódott a munkapiac feszesedése.

**3-37. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban**



Forrás: KSH

**3-38. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása**



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

Forrás: KSH

**2016 első negyedében érdemben nem változott az aktívák száma, a 15–74 éves korosztályra vonatkozó aktivitási ráta 60,3 százalékon állt (3-37. ábra). A 15–64 éves korosztályt tekintve ez az arány 69,2 százalék volt.**

A szezonálisan igazított adatok alapján **az év elején kismértékben tovább nőtt a nemzetgazdasági foglalkoztatottság**, amihez a versenyszféra, valamint az állami szféra munkakeresletének növekedése egyaránt hozzájárult. Az államháztartásban foglalkoztatottak létszámának emelkedése a közfoglalkoztatottak létszámának csökkenése mellett ment végbe.

**A versenyszféra foglalkoztatottsága enyhén emelkedett.** A versenyszférán belül mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltató szektorban dolgozók számában mérsékelt növekedés volt tapasztalható. A ledolgozott munkaórák tekintetében sem a részmunkaidősök által, sem a teljes munkaidőben dolgozók által ledolgozott heti átlagóraszám nem változott érdemben. Ezzel párhuzamosan a részmunkaidős-arány csökkent, melynek hátterében a részmunkaidőben dolgozók számának csökkenése, valamint a teljes munkaidőben foglalkoztatottak létszámának növekedése állt. A ledolgozott munkaórákkal korrigált teljes munkaidő egyenértékes létszám a fenti hatások eredőjeként növekedett az év első negyedében (3-38. ábra).

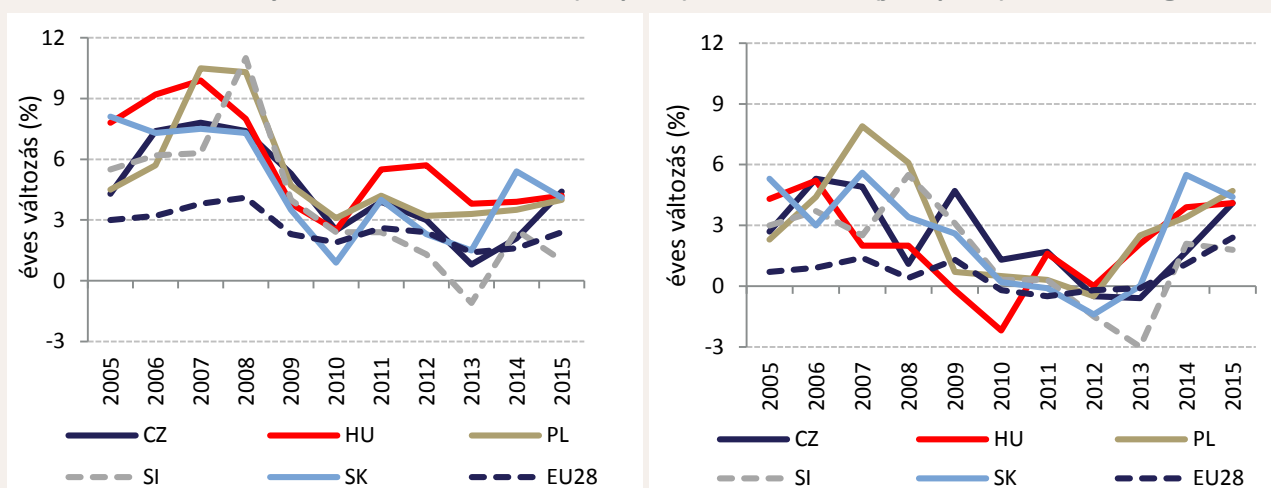
**A munkanélküliségi ráta csökkent 2016 első negyedében, és 6 százalékos szinten áll.** Az első negyedévben bejelentett nem támogatott új álláshelyek számában és a negyedév végi nem támogatott betöltetlen álláshelyek számában nem volt számottevő változás az előző negyedévhez képest. A különböző statisztikák alapján számolt feszeségi mutatók a munkapiac folyamatos feszesedését jelzik az elmúlt évek folyamán (3-38. ábra).

## 3-4. keretes írás: A versenyszféra bérnövekedés régiós összehasonlításban

A 2000-es évek közepére jellemző magas bérnövekedés a válság kitérésével megtört, és jelentős alkalmazkodás ment végbe a munkaerőpiacon. A bérdinamika visszafogása a gyenge kereslethez való alkalmazkodás egyik fontos csatornája volt, ami a recessziós időszakban tompította a munkaerő-kereslet visszaesését, ideiglenesen javította az ország versenyképességét és segítette a foglalkoztatás felfutását a ciklus felzárkózási fázisában.

**A régióban általánosan megfigyelhető a válság előttinél alacsonyabb nominális bérnövekedés (3-39. ábra), azonban Magyarországon volt a legerősebb alkalmazkodás a reálbérekben.** Az elmúlt időszakban a konjunktúra erősödésével párhuzamosan a versenyszféra munkaerőigénye folyamatosan nőtt, a kihasználatlan munkaerő-kapacitás pedig csökkent. **Feszességi mutatóink alapján az utóbbi években egyre feszesebbé vált a munkaerőpiac, ami a versenyszféra vállalatait erőteljesebb béremelésre készíti.**

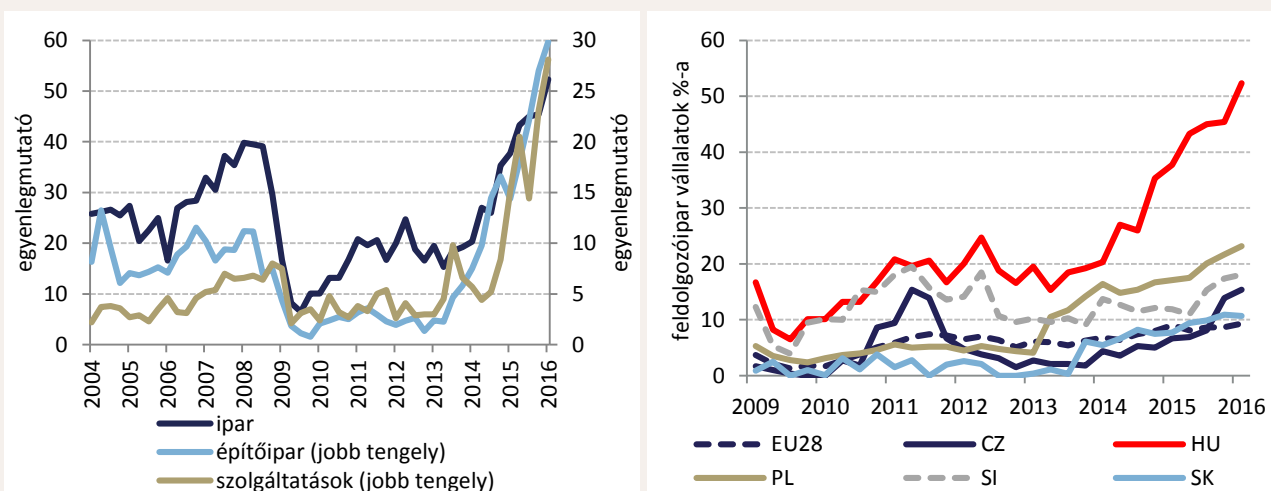
3-39. ábra: A versenyszféra nominális béreinek (bal panel) és reálbéreinek (jobb panel) alakulása a régióban



Forrás: Eurostat, MNB-számítás

A hazai feszesező munkapiaci kondíciókat mutatja, hogy az ESI (Economic Sentiment Indicator) felmérés alapján az utóbbi években egyre több vállalat jelöli meg a munkaerőhiányt a termelés fő korlátjaként az iparban, az építőiparban és a szolgáltató szektorban egyaránt (3-40. ábra, bal panel). A vállalatok számára tehát egyre nehezebb a megfelelő munkaerő megtalálása. Ennek oka egyrészt, hogy a gazdaságban végbemenő technológiai változásokból adódóan a magasabb szintű, összetett készségeket igénylő feladatok elvégzéséhez emelkednek a munkaerővel szembeni minőségi követelmények az alacsonyabb munkakörökben is. Másrészt, mivel hazánk bérszintje a nyugat-európai országokhoz képest alacsony, és a munkaerő iránti kereslet növekedése a környező országokban is megfigyelhető (3-40. ábra, jobb panel), a hazai foglalkoztatásnak erős versenytársa a külföldi munkavállalás.

3-40. ábra: Munkaerőhiány mint a termelés fő korlátja hazánkban (bal panel) és a régió országaiban (jobb panel)

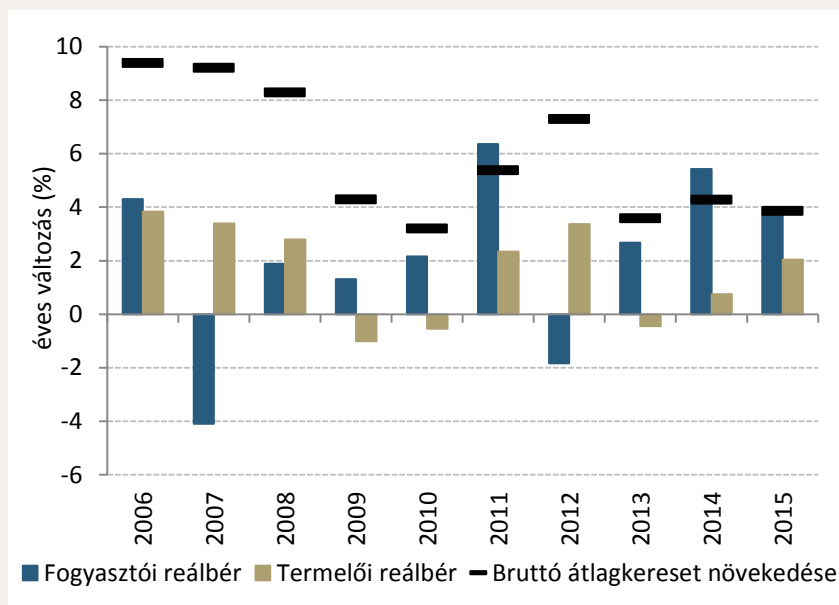


Forrás: Európai Bizottság, OECD

Az első negyedéves adatok a válság utáni években megfigyeltnél erőteljesebb nominális bérdinamikát mutatnak. **Az év első három hónapjában tapasztalt élénkülő béremelkedést főként a feszes munkaerőpiaci kondíciók okozták.**

A jelenlegi munkaerőpiaci környezetben arra számítunk, hogy – főként azokban az ágazatokban, ahol a munkaerő szűk keresztmetszet – **a vállalatok között egyre erőteljesebb verseny alakulhat ki a hiányzó munkaerő pótlása érdekében.** Ennek következtében a versenyszféra bérdinamikája fokozatosan erősödhet. Ugyanakkor **az egységnyi bérnövekedés felől jelentkező inflációs hatás jelentősen mérsékeltebbé vált az elmúlt időszakban.**<sup>4</sup> Egyrészt az utóbbi évek alacsony költségkörnyezetének hatására erősödő vállalati jövedelmezőség nagyobb mozgásteret enged a béremelésekre vonatkozóan. Másrészt az árváltozások és az adórendszerben történő elmozdulások következtében a lakosság és a vállalatok eltérő reálbérekkel szembesültek; míg a fogyasztók által érzékelt reálbér a tartósan alacsony inflációs környezettel párhuzamosan számottevően bővült, addig a vállalatok számára releváns GDP-deflátorral számított reálbér visszafogottabb ütemben emelkedett az elmúlt években (3-41. ábra).

3-41. ábra: A reálbér alakulása a versenyszférában



Megjegyzés: Fogyasztói reálbér: nettó átlagkereset CPI-vel deflálva, Termelői reálbér: átlagos munkaerőköltség GDP-deflátorral deflálva.

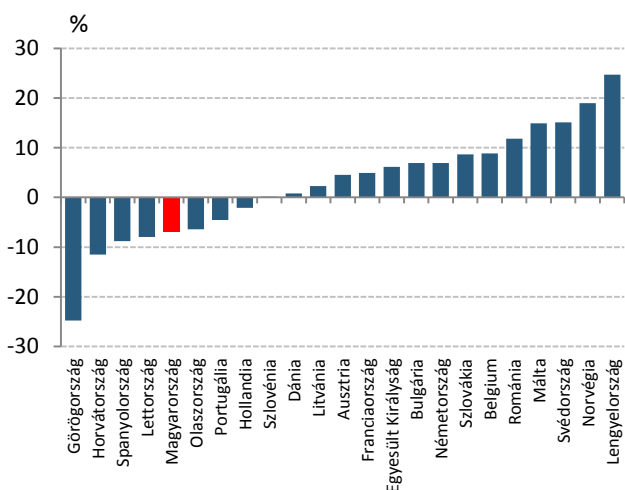
Forrás: KSH, MNB-számítás

<sup>4</sup> Részletesebben lásd 2015. júniusi Inflációs jelentés, 6.2. kiemelt téma.

### 3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

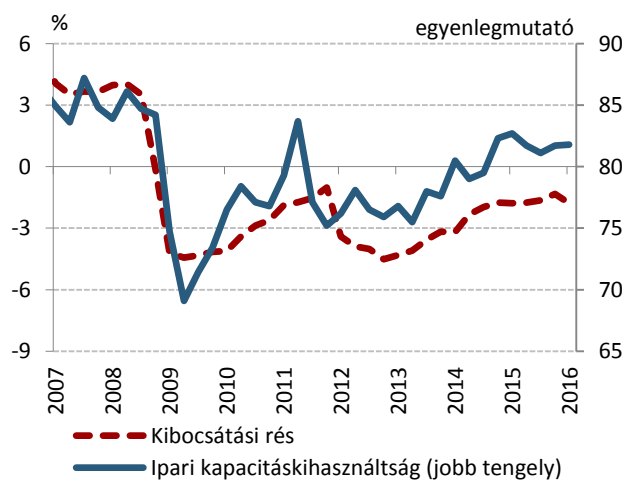
A kibocsátási rés becslésünk szerint 2016 első negyedében is negatív tartományban alakult. A bizalmi indikátorok és vállalati felmérések arra utalnak, hogy a gazdaság növekedésével párhuzamosan a vállalati kapacitások kihasználtsága emelkedett az elmúlt negyedekben.

3-42. ábra: A fogyasztás 2015-ös szintje a válság előttihez képest



Forrás: Az Eurostat adatai alapján MNB-számítás

3-43. ábra: Kibocsátásrés-mutatók



Forrás: MNB-számítás, ESI felmérés

Becslésünk szerint a kibocsátási rés 2016 első negyedében is negatív tartományban alakult. A negatív kibocsátási rés háttérében elsősorban a válság előtti szintjétől elmaradó lakossági fogyasztás áll (3-42. ábra).

Az év első hónapjait jellemző átmeneti hatások – járműipari gyárleállítás, az előző évitől elmaradó uniós forrásbeáramlás következtében visszaeső építőipari termelés – következtében a ciklikus pozíció átmenetileg nyitottabbá válhatott. Az átmeneti hatások kifutásával a kibocsátási rés az év második felében ismét záródik.

Vállalati felmérések alapján a kapacitáskihasználtságot jelölő mutatók az elmúlt időszakban emelkedtek (3-43. ábra). A kereslet mint a termelést korlátozó tényező megjelölése az ipari és az építőipari vállalkozások vonatkozásában 2016 elején összességében nem változott, míg a szolgáltató szektor vállalatai a keresletet az elmúlt időszaknál kedvezőbbben ítélték meg. A vállalati konjunktúrahangulatot tükröző mutatók jellemzően historikus átlaguk felett alakultak, illetve a munkaerőhiány egyes ágazatokban szűk keresztmetszetként jelentkezett.

A válság utáni években a bizonytalan keresleti kilátások és az erősebb finanszírozási korlátok egyaránt arra ösztönözték a cégeket, hogy a korábbinál intenzívebben használják ki termelőkapacitásukat.

## 3-5. keretes írás: Kibocsátási rés becslésünk

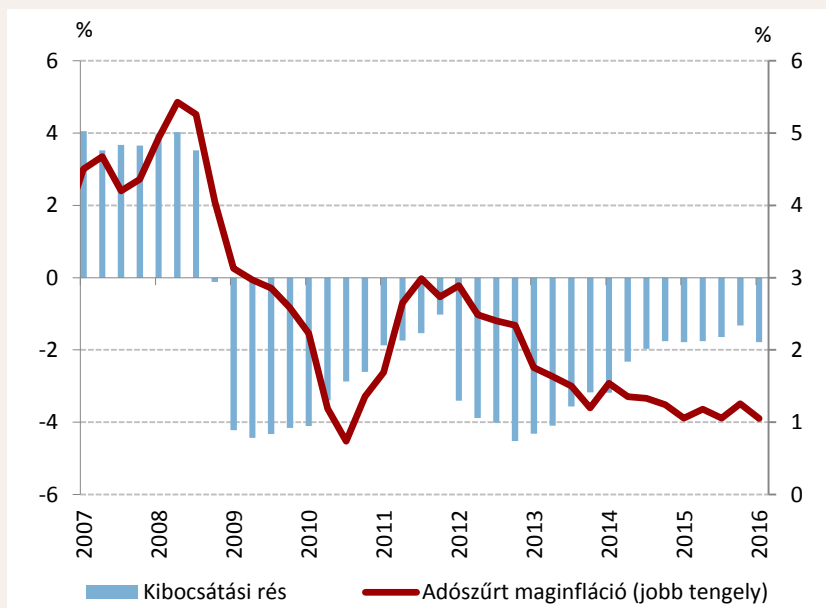
A ma alkalmazott legtöbb előrejelzői modell alkalmazza a kibocsátás szintjének a potenciális és a ciklikus komponensére való megbontását. A potenciális kibocsátás alapvetően olyan kibocsátási szintet jelöl, mely nem vezet az inflációs ráta megváltozásához. A gazdaság ciklikus helyzetét pedig az ún. kibocsátási rés becslésével ragadjuk meg, amely az aktuális kibocsátásnak a potenciális szintjétől való eltérését jelöli. A kibocsátási rés információt hordoz a reálgazdaság felől jelentkező inflációs hatások mértékéről és irányáról (Phillips-görbe koncepció). Negatív kibocsátási rés esetén a potenciális szintjétől elmaradó kereslet önmagában deflációs hatású, míg a pozitív kibocsátási rés többletinflációs hatást eredményez (3-44. ábra).

A potenciális kibocsátás, illetve a kibocsátási rés közvetlenül nem megfigyelhető makrogazdasági változó, azonban többféle módszertan is rendelkezésre áll a becsléséhez. A különböző statisztikai eljárások mellett népszerűek a közgazdaságtani összefüggésekre alapuló technikák is (pl.: termelési függvény). Az eltérő becslési technikák közös problémája azonban a végponti bizonytalanság, amely arra utal, hogy új információ beépítésével a becslés eredményei visszamenőlegesen is megváltozhatnak.

A MNB által használt többváltozós, strukturális szűrő úgy ad becslést a kibocsátási résre, hogy figyelembe vesz számos makrogazdasági statisztikát (infláció céltól vett eltérése, külső keresleti környezet, folyó fizetési mérleg), illetve a látens és megfigyelt változók között elméletileg fennálló összefüggéseket (ár és bér Phillips-görbe, Okun törvénye). Az egyenletrendszer a közvetlenül nem megfigyelhető kibocsátási rés alakulását egy megfigyelhető változóval, az inflációval köti össze. Az alkalmazott módszer a tisztán statisztikai eljárásokhoz képest jelentősen javíthatja a ciklikus pozíció pontosabb azonosítását, hiszen a becslés során közgazdasági összefüggéseket is felhasználunk.

Az inflációs alapfolyamatok huzamosabb ideje visszafogottan alakulnak, így becslésünk szerint a kibocsátási rés változatlanul negatív, bár az elmúlt időszakban a konjunktúra élénkülésével párhuzamosan fokozatosan záródott. Előretekintve további záródásra számítunk, azaz a hazai gazdaság deflációs hatása fokozatosan mérséklődik.

3-44. ábra: A maginfláció és a kibocsátási rés alakulása



Forrás: KSH, MNB

### 3.6. Költségek és infláció

Az infláció visszafogott szinteken, változatlanul érdemben a 3 százalékos cél alatt alakult 2016 első felében. A visszafogott árdinamikát a nyersanyagárak mérsékelt árszintje, az alacsony importált infláció és a mérséklődő inflációs várakozások magyarázták. A versenyszektor bérnövekedése emelkedett az év első negyedében.

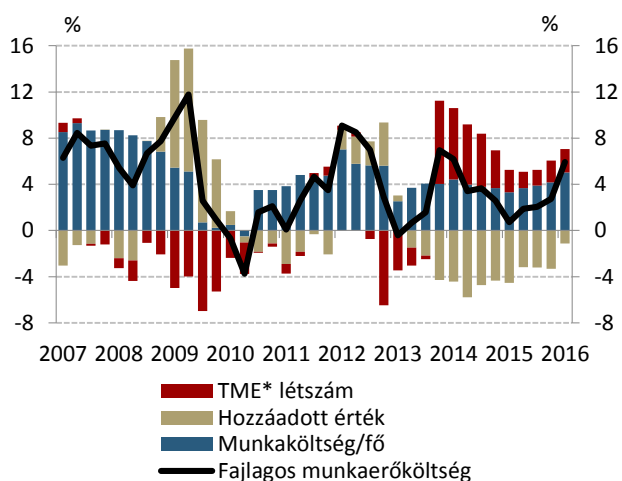
3-4. táblázat: Éves bérnövekedés a versenyszféra főbb ágazataiban

	2015. I.	2015. II.	2015. III.	2015. IV.	2016. I.
Versenyszféra	3,5	4,0	3,9	4,0	5,4
Feldolgozóipar	3,3	4,2	4,1	4,3	5,8
Piaci szolgáltatások	3,1	3,5	3,5	4,0	5,4

Megjegyzés: Éves változás, százalék.

Forrás: KSH

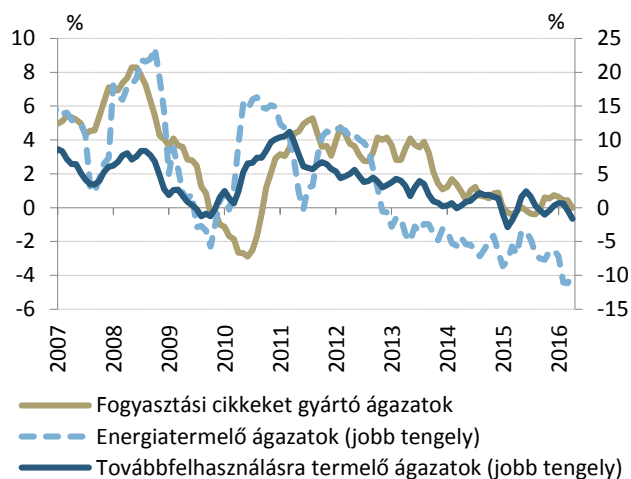
3-45. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása



Megjegyzés: \* Teljes munkaidő egyenértékes. Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-46. ábra: Az ipari termelői árak éves változása



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

#### 3.6.1. Bérek

**2016 első negyedében a versenyszektor bruttó átlagkeresetei 5,4 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest.** A bruttó átlagkeresetek növekedési üteme gyorsult az előző évihez képest, ami a feldolgozóiparhoz és a piaci szolgáltató szektorhoz egyaránt köthető (3-4. táblázat). A vállalatok által kifizetett prémiumok megegyeztek az első negyedévben szokásos mértékekkel. A versenyszféra béralakulását az utóbbi negyedévekben jelentkező munkaerőhiány és az ezen keresztül erősödő munkapiaci feszesség befolyásolta érdemben.

**A teljes munkaidő egyenértékes létszámmal számolt fajlagos munkaerőköltség dinamikája érdemben meghaladta az előző negyedévet** (3-45. ábra). A hozzáadott érték dinamikájának éves alapú mérséklődése mellett megvalósuló létszámbővülés a termelékenység lassulását okozta. A fajlagos munkaerőköltség alakulásához az egy főre eső munkaköltség emelkedése is hozzájárult.

#### 3.6.2. Termelői árak

**Az elmúlt időszakban a mezőgazdasági termelői árak továbbra is alacsony szinteken tartózkodtak.** A környezeti tényezőkre érzékeny szezonális termékek – a friss gyümölcsök és a burgonya – árszintje továbbra is magas szinten tartózkodik, míg az állati eredetű termékek és a gabona esetében folytatódott az árcsökkenés. A tej termelői ára 2016 első negyedében tovább mérséklődött.

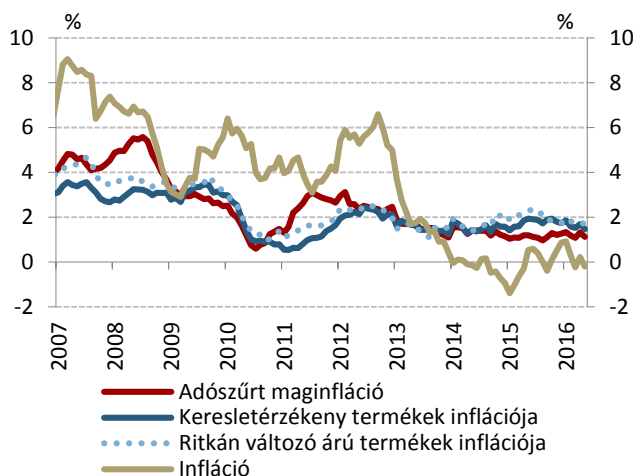
**Az ipari termelői árak visszafogottan alakultak az elmúlt időszakban.** Az alacsony olajárak következtében az energiatermelő ágazatok éves árindexe továbbra is negatív tartományban tartózkodik. A továbbfelhasználásra termelő ágazatok árdinamikája éves összevetésben az év eleji mérsékelt növekedést követően az utóbbi hónapokban csökkent. A fogyasztási cikkek gyártó ágazatok árdinamikájában nem volt érdemi változás az elmúlt negyedév során (3-46. ábra). A hazai termelői árak alakulása összhangban állt az eurozónában megfigyelt folyamatokkal.

#### 3.6.3. Fogyasztói árak

**Az infláció továbbra is érdemben a 3 százalékos cél alatt, 0 százalék közelében alakult az elmúlt hónapokban.** Az

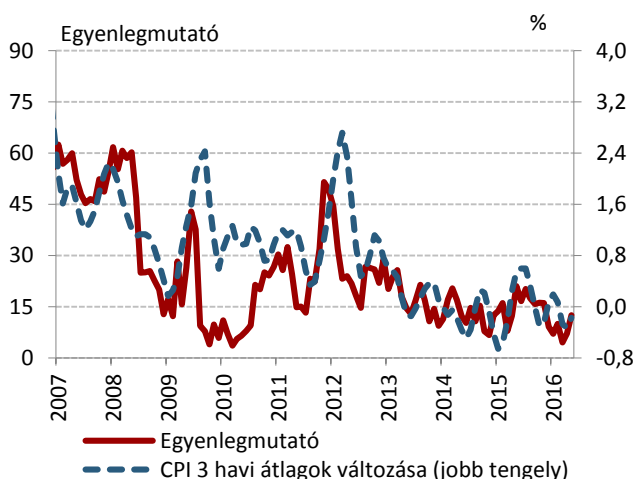


3-47. ábra: Az infláció és az inflációs alapotatók alakulása



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-48. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban\* és a tényinfláció



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

Forrás: GKI, illetve KSH-adatok alapján MNB-számítás

alacsony inflációhoz a nyersanyagárak korábbi időszaki számottevő csökkenése, a gyenge importált inflációs nyomás és a mérséklődő inflációs várakozások együttesen járultak hozzá. Keresztmetszeti adataink alapján a visszafogott inflációt döntően a költségérzékeny termékek árdinamikája okozta.

**A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók (a keresletérzékeny, illetve a ritkán változó árú termékek inflációja) 2013 második fele óta stabilan 1,5–2 százalékos tartományban mozogtak.** A mutatók szintje változatlanul visszafogott inflációs környezetre utal, amit a nyomott költségek és a visszafogott kereslet egyaránt magyaráznak (3-47. ábra).

**Az iparcikkek árdinamikája enyhén emelkedett az előző hónapokban.** A kereslet emelkedése következtében a tartós iparcikkek árai emelkedtek, ugyanakkor továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak. A nem tartós termékek árai változóképpen alakultak az elmúlt hónapokban, amihez a volatilis árazású repülőjegyek dinamikája járult hozzá. Az iparcikkek árazására az elmúlt negyedév során a mérsékelt importárak árleszorító hatása mellett a folyamatosan élénkülő belföldi kereslet is hatással volt.

**A piaci szolgáltatások éves indexe lényegében változatlan maradt az elmúlt hónapokban.** A tavaszi hónapokban a piaci szolgáltatások esetében a korábbi éveknek megfelelő havi áremelkedést figyelhettünk meg, mely a termékek széles körében megfigyelhető volt.

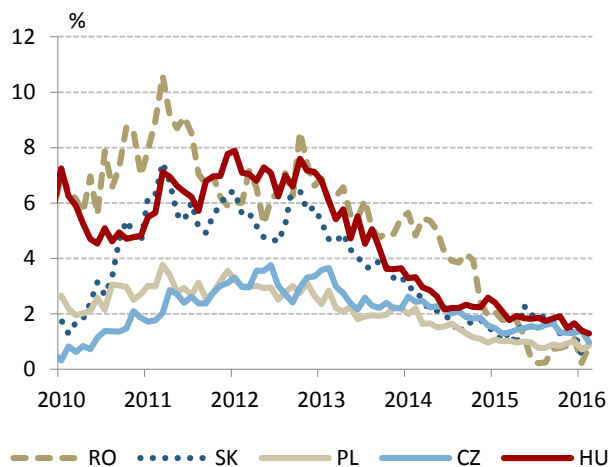
**A feldolgozott élelmiszerek árai az elmúlt hónapokban nagy volatilitást mutattak,** és lényegében nem változott az árszint az év elejéhez képest. A nem feldolgozott élelmiszerek árdinamikája továbbra is visszafogott maradt.

**Az üzemanyagárak a forintban kifejezett olajárak elmúlt időszaki emelkedése következtében növekedtek, azonban változatlanul csökkenést mutat a termékek éves indexe.** Az elmúlt hónapokban a Brent olaj világgiazi ára fokozatosan emelkedett.

**A szabályozott árak éves árszintje az utóbbi hónapokban visszafogottan alakult.**

Az infláció lényegében megegyezett a márciusi Inflációs jelentés prognózisának, összetételét tekintve azonban kisebb eltérések figyelhetők meg. Az üzemanyagok vártnál nagyobb áremelkedését ellensúlyozta – a havi alapon nagy volatilitást mutató – élelmiszerek alacsonyabb árszintje.

3-49. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

### 3.6.4. Inflációs várakozások

**A kiskereskedelmi szektor értékesítési áaira vonatkozó inflációs várakozások az utóbbi hónapokban tovább csökkentek.** Ez arra utal, hogy a termelői árak alakulása nem indokol áremelést a következő hónapokban (3-48. ábra).

A hazai lakossági várakozások a régió többi országával összevetve a korábban is tartósan alacsony inflációval jellemezhető országok, Csehország és Lengyelország szintjén tartózkodtak. A hazai lakossági inflációs várakozások a tavaszi hónapokban enyhén mérséklődtek, míg a régió többi országában továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak (3-49. ábra).

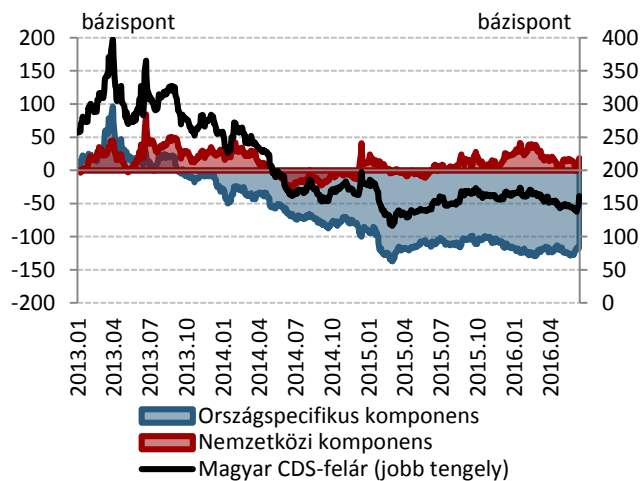
## 4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

### 4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt időszak elején előbb enyhén romlott, majd április közepétől fokozatosan javult a befektetői hangulat, így a főbb részvényindexek emelkedtek, amit az olajárak növekedése is támogatott. Az időszak végén azonban a brit referendummal kapcsolatos aggodalmak hatására érdemben romlott a kockázatvállalási hajlandóság, ami a részvényindexek esésével, és a menedékeszköznek számító svájci frank és japán jen felértékelődésével, valamint a fejlett piaci hosszú hozamok csökkenésével járt együtt. A japán jegybanktól várt lazítás elmaradása a japán tőzsde esésével és a jen átmeneti erősödésével járt együtt, míg az előbb erősödő, majd júniusban ismét mérséklődő amerikai kamatemelési várakozások a dollár árfolyamára is érdemi hatással voltak, azonban az időszak összességében az euróval szemben nem mozdult el jelentősen az árfolyam.

A hazai piaci folyamatokban elsősorban a nemzetközi tényezők voltak meghatározók. Ezzel összhangban a forint a 309-317-es sávban ingadozott, az időszak elejéhez képest összességében enyhén leértékelődve. A zloty régióhoz képest jelentősebb leértékelődéséhez országspecifikus hírek is hozzájárultak. A hazai állampapírpiacra a rövid hozamok csökkentek, míg a hosszú hozamok emelkedtek, így a hozamgörbe meredekebbé vált. A külföldiek állampapír-állománya az elmúlt negyedév nagy részében mérséklődött, majd az időszak végén megemelkedett. Az ország kockázati megítélését tükröző CDS-felár emelkedését az időszak végén a Brexittel kapcsolatos általános befektetői kockázatkerülés okozta.

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



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

Forrás: Bloomberg

#### 4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

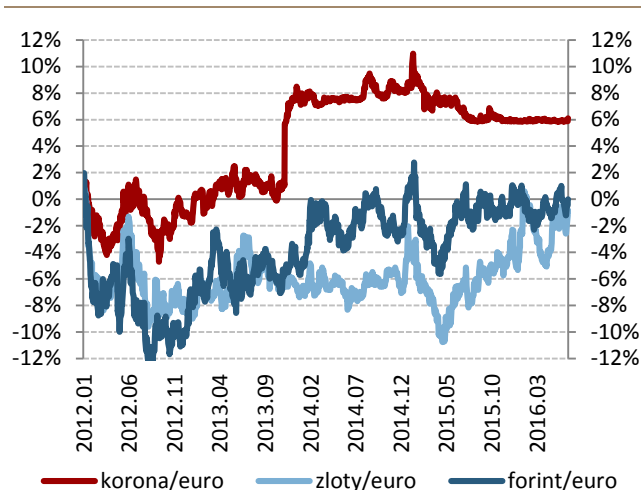
**A márciusi inflációs jelentés megjelenése óta hazánk kockázati mutatói enyhén romlottak.** A magyar 5 éves szuverén CDS-felár a vizsgált időszak első felében még mérséklődött, majd az időszak végén megugrott, így összességében 10 bázisponttal került feljebb, azonban továbbra is mérsékelt szinteken ingadozott (135-160 bázispontos sáv, 4-1. ábra). A 10 éves állampapírhozam megemelkedett, míg a forint euróval szembeni árfolyama összességében gyengült. A hazai deviza az időszak második felében némileg nagyobb volatilitást mutatva előbb 2 százalékkal gyengült, majd ezt júniusra részben korrigálta. A környező országokban a CDS-felárak és a hosszú hozamok szintén emelkedtek, a régiós devizák többsége pedig az euróhoz képest enyhén leértékelődött.

**Hazánk CDS-felárának alakulása az időszak második felében inkább nemzetközi tényezőkkel magyarázható.** A vizsgált időszak első felében még mind a nemzetközi, mind a hazai komponens támogatta a felár-csökkenést, majd május második felében már főként a nemzetközi tényező okozta a hazai felár folytatódó csökkenését, miközben a hazai komponens a Fitch-felminősítés miatti mérséklődést követően inkább az emelkedés irányába hatott. A júniusi kockázati felár-emelkedés a brit referendummal kapcsolatos kockázatvállalási kedv megingásával magyarázható. A régiós felárak a hazaihoz hasonló nagyságrendű emelkedést mutattak az időszak során.

#### 4.1.2. Devizapiaci folyamatok

**A forint euróval szembeni árfolyama az időszak közepi gyengülés után erősödött, majd az időszak végén ismét gyengült, így összességében enyhe, 1,5 százalékos**

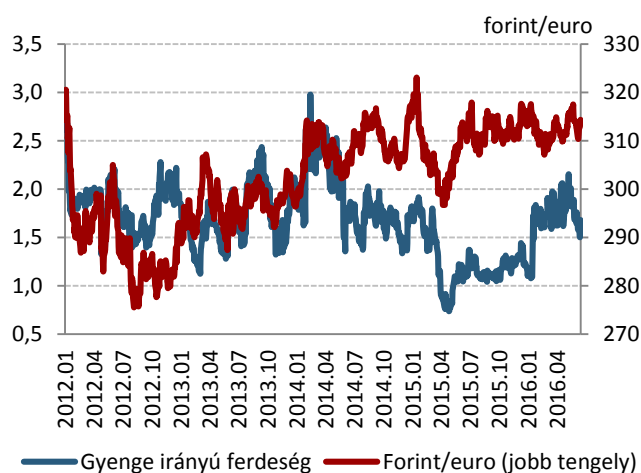
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

4-3. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyam 1 hónapos gyenge irányú ferdeségi mutatójának alakulása



Megjegyzés: Gyenge irányú ferdeség (skewness) = Risk reversal /Volatilitás\*10 (mértékegység nélküli mutató).

Forrás: Bloomberg

**leértékelődést mutatott** (4-2. ábra). A forint árfolyama a 309-317 szintek között mozgott az időszak során, az időszak második részében némileg nagyobb volatilitást mutatva. A május első felében bekövetkezett 2 százalékos körüli leértékelődést a hazai deviza május második felében, június elején részben korigálta, melynek során az euróval szemben a 310,5-es szintig értékelődött fel. A romló globális hangulatban azután június második hetétől ismét a 314-es szint fölé gyengült a hazai deviza. A forintra az időszak nagy részében nemzetközi tényezők hatottak. Ezek közül elsősorban a globális kockázatkerülés, illetve a május során egyre erősödő Fed kamatemelési várakozások említhetők, amelyek az euróra és a térségi devizákra gyengítő hatással voltak. Júniustól az amerikai kamatemelés valószínűsége ismét az év végére tolódott el, amely támogatta a régiós devizák felértékelődését. Az időszak végi piaci folyamatokat, így a forint árfolyamának alakulását is a brit referendummal kapcsolatos félelmek határozták meg. A nemzetközi tényezők mellett az MNB márciusban újraindított, majd májusban lezárt kamatcsökkentési ciklusa, az IRS-program kivezetése, illetve a jegybanki nyilatkozatok mérsékelt hatással voltak a haza deviza árfolyamára. Az árfolyamvárakozások ferdesége összességében enyhén csökkent az időszakvégi kismértékű emelkedés ellenére (4-3. ábra).

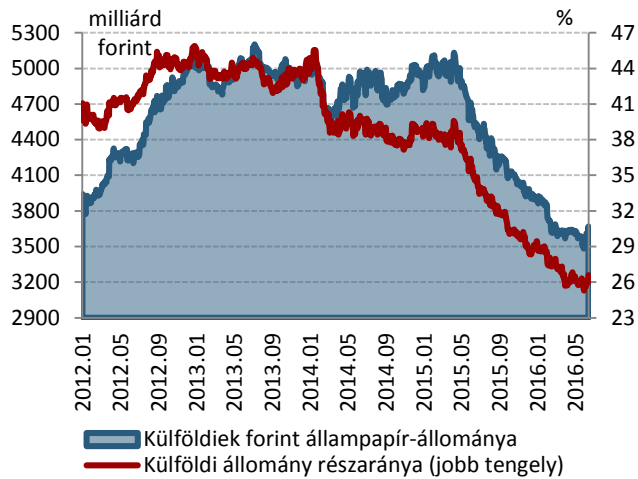
**A régiós devizák közül a zloty részben országspecifikus tényezők következtében a térségi devizáknál jelentősebb, közel 4 százalékos, míg a román lej a forinttal megegyező mértékű, egy százalékos feletti gyengülést mutatott az időszak összességében.**

**Enyhén emelkedett a külföldi szereplők forint állampapír-állománya.** A nem rezidensek forint állampapír-állományának tavaly óta tartó folyamatos csökkenése folytatódott az elmúlt időszak nagyobb részében is, átmenetileg a 3500 milliárdos szint alá mérséklődve, majd az időszak végén egy érdemi emelkedést lehetett tapasztalni, amelynek során az állományuk mintegy 55 milliárddal a kiinduló szint fölé emelkedett, részarányuk pedig a forintpapírok tekintetében az időszak eleji 26,8 százalékról csak minimális mértékben csökkent (4-4. ábra).

#### 4.1.3. Állampapírpiac és hozamalakulás

**Az állampapírok elsődleges piacán vegyesen alakult a kereslet, és a hozamtendencia is eltérő volt az egyes lejáratok esetében.** A rövid papírok közül a 3 hónapos lejáraton egészséges, míg az 1 éves kincstárjegy esetében gyenge volt a kereslet, a hozamok – elsősorban a 3 hónapos DKJ esetében – számottevően csökkentek. A hosszabb lejáratokon, bár erőteljes, átlagosan 2,5-3-szoros lefedettség

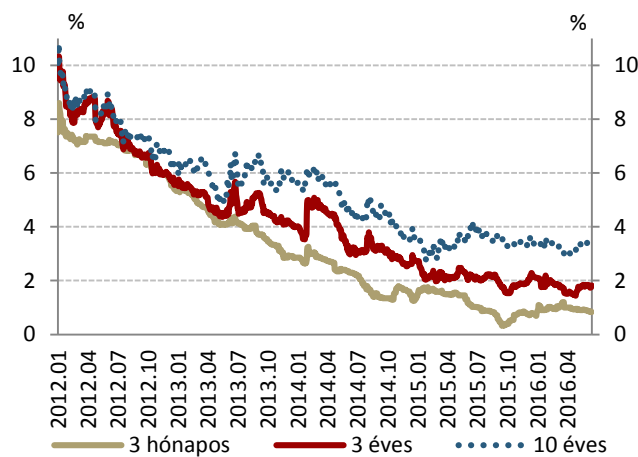
4-4. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra kizárólag diszkontkincstárjegyek és állampapírok állományát, illetve a külföldiek ezen belüli állományát jeleníti meg, és nem tartalmazza az ún. lakossági állampapírokat.

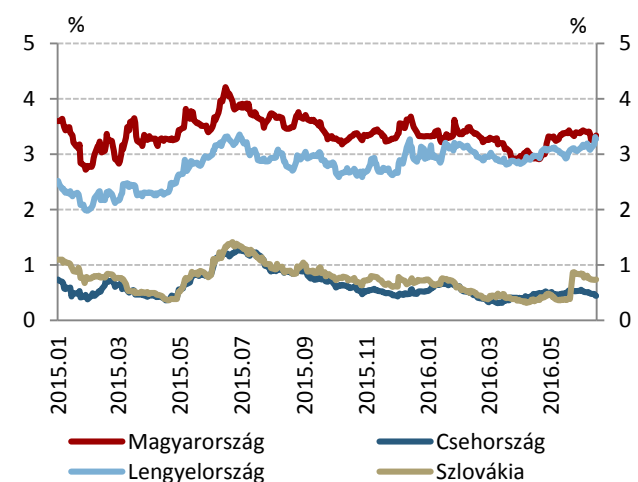
Forrás: MNB

4-5. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok



Forrás: ÁKK

4-6. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

mutakozott, az átlaghozamok, a másodpiaci hozamokkal összhangban, érdemben emelkedtek.

**Az állampapír-piaci hozamgörbe meredekebbé vált az elmúlt negyedév során.** A rövid lejáratú másodpiaci hozamok 15-30 bázisponttal csökkentek. A 3 éves referenciahozam 10 bázisponttal került feljebb, míg az 5-10 éves lejáratokon összességében egy 20-30 bázispontos hozamemelkedés volt megfigyelhető. A 15 éves hozam némileg kisebb, nagyságrendileg 15 bázispontos növekedést mutatott. A hazai 10 éves hozam az időszak első felében átmenetileg a lengyel hasonló futamidejű hozam szintje alá mérséklődött, azonban az időszak közepétől, részben a jegybanki kamatcsökkentési ciklus lezárásához kapcsolódóan, majd az időszak végén a globális kockázatkerülés hatására, emelkedést mutatott, így végül 25 bázisponttal kiinduló szintje fölé került. A régiós 10 éves benchmark hozamok közül a román a magyarhoz hasonló mértékben nőtt az időszak elejéhez képest, míg a lengyel hozam ennél nagyobb mértékű, közel 45 bázispontos emelkedést mutatott. A cseh hozam csak enyhén emelkedett az időszak összességében, a szlovák hozam megugrását pedig benchmarkváltás okozta (4-6. ábra).

## 4-1. keretes írás: A BUBOR szerepe a magyar gazdaságban és a jegyzési rendszer megújítása

A különböző lejáratú BUBOR-jegyzések a derivatív és más pénzügyi termékek, a változó kamatozású hitelszerződések, valamint a monetáris kondíciók nyomán követése szempontjából is kiemelt szerepet töltenek be a hazai pénzügyi piacokon. A 2015-re vonatkozó adatok alapján 29 ezer milliárd forint, azaz közel az éves magyar GDP-nek megfelelő értékű hitelállomány és kamatderivatív ügylet árazódott BUBOR alapján. A BUBOR-hoz árazott hitelállomány 2012-ben még 2700 milliárd forint körül alakult, mostanra azonban meghaladja a 6000 milliárd forintot, ami főként a háztartási devizahitelek konverziójához köthető.

4-1. táblázat: 3 és 6 hónapos BUBOR-hoz árazódó állományok

Felhasználás	Állomány (mrd HUF)
FRA	400
IRS	16 114
CCIRS	6 499
Hitelek	6 127
Összesen	29 140

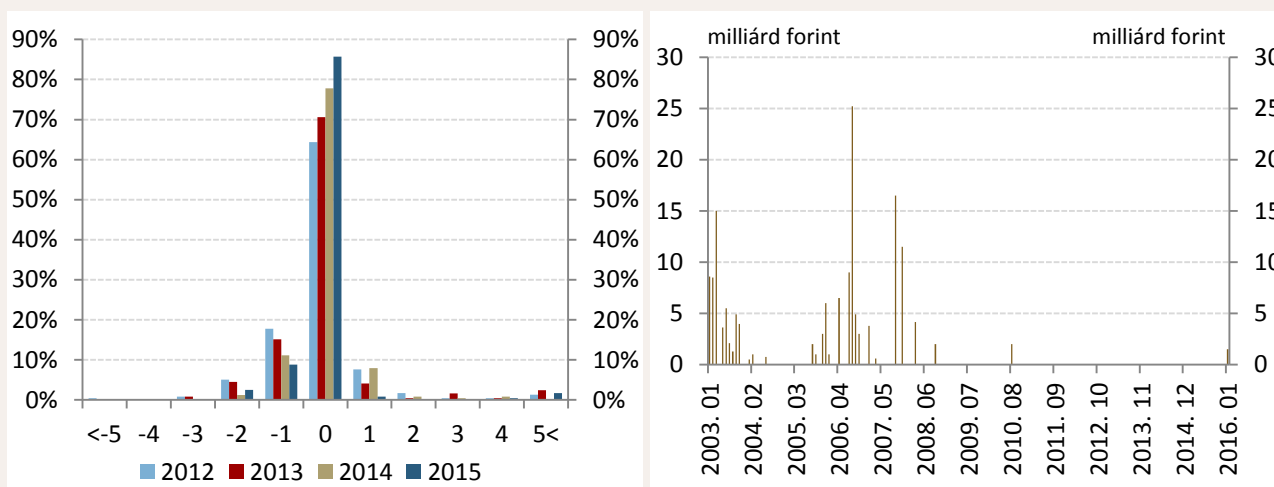
Megjegyzés: 2015 év végi állományok. FRA: Határidős kamatláb-megállapodás;

IRS: Kamatcsere ügylet; CCIRS: többdevizás kamatcsere ügylet.

Forrás: MNB, 2015-re vonatkozó adatok

Annak érdekében, hogy a BUBOR betölthesse funkcióit és megbízható árazási alapja legyen az említett termékeknek, meg kell jelenítenie minden releváns piaci információt. A legfontosabb lejáratokon a jegyzések 2016 áprilisáig látott egyre erősebb „beragadása” ugyanakkor arra utal, hogy ez a feltétel nem teljesül, és így a BUBOR nem tölti be megfelelően a szerepét. A 3 hónapos BUBOR esetében az alapkamat módosításától eltekintve a változatlan napok aránya az utóbbi 12 évben fokozatosan nőtt (2004: 12%; 2008: 35%; 2012: 64%; 2015: 85%; 2016 májusáig: 95%).

4-7. ábra: A 3 hónapos BUBOR napi elmozdulásainak gyakorisága (bal panel), illetve a BUBOR panelbankok közti 3 hónapos fedezetlen ügyletek (jobb panel)

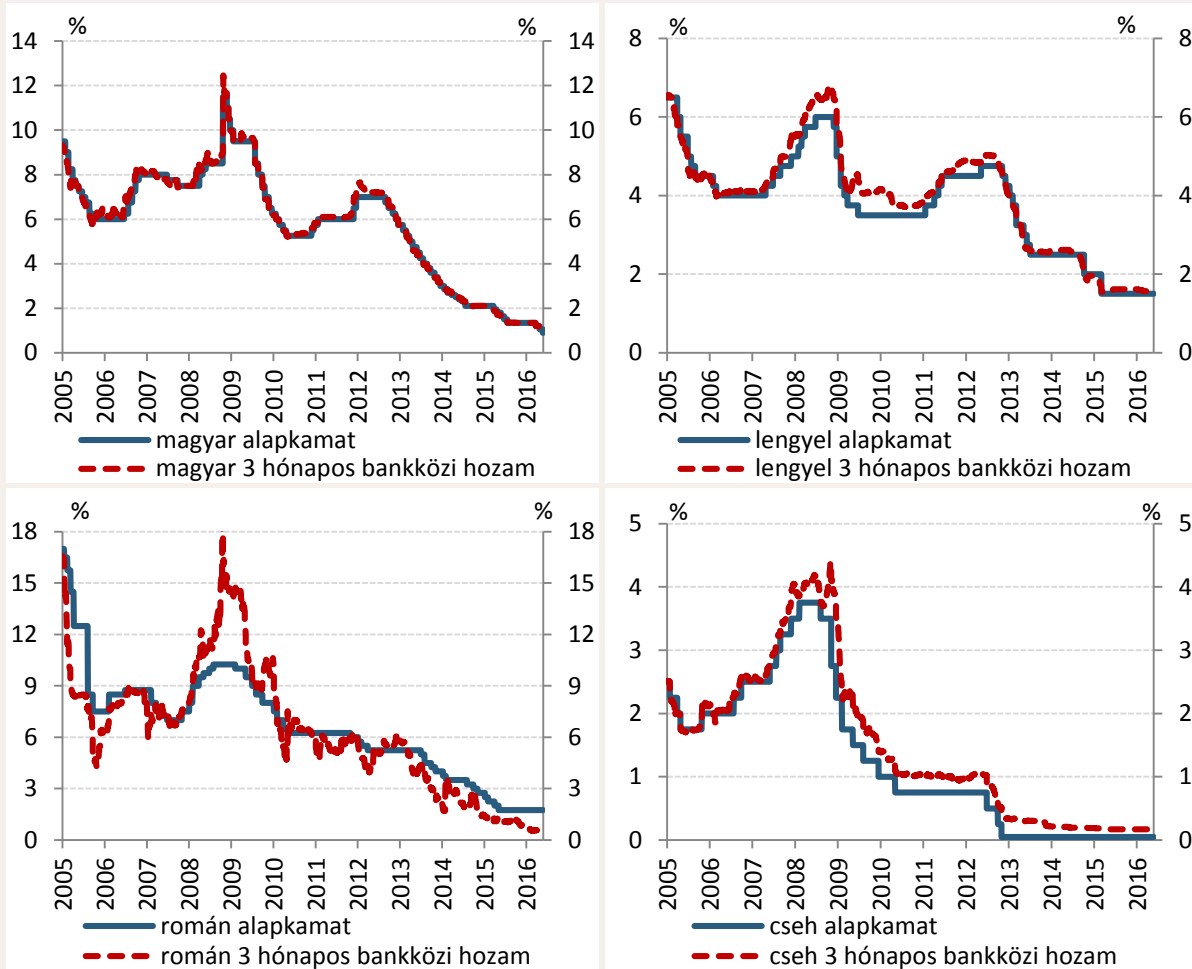


Forrás: MNB. Megjegyzés: Forgalmi adatok 2016 áprilisáig

A néhány hetesnél hosszabb bankközi referenciakamatok beragadásának több oka van. Már a válság előtt sem beszélhettünk igazán likvid piacról, azonban a válságban gyakorlatilag megszűnt a kereskedés a fedezetlen bankközi piac hosszabb szegmenseiben, miközben a partnerlimitek nulla közelébe csökkentek. Emellett a LIBOR-botrány, illetve az azt követő szabályozói szigorítás miatt egyre inkább erősödött a „csorda-hatás”, azaz a panelbankok igyekeztek a csoportátlaghoz, esetleg a korábbi jegyzéseikhez közeli kamatot beadni. Végül a szigorodó szabályozás és növekvő követelmények mellett az esetleges reputációs előnyökön túl nincs olyan ösztönző, amely a bankokat a kamatjegyzésben érdekeltté tenné, így hazánkban és a legtöbb nemzetközi benchmark esetében is a panelméret csökkent. Ennek kapcsán érdemes kiemelni a BUBOR közjósággá jellegét: ingyenesen és mindenki által elérhető termék, melynek megbízható, stabil minőségű előállítására közös erőfeszítést igényel. Ezek alapján összességében megállapítható, hogy a BUBOR jelentősége és információtartalmának megalapozottsága nincs összhangban.

Fontos megemlíteni, hogy nemzetközi jelenségről van szó, tehát a bankközi referenciakamatok információtartalmának csökkenése nem magyar sajátosság. Ugyanakkor **a fixing ilyen mértékű beragadása a régióban is példa nélküli.** Csehországban, illetve a kötelező jegyzési rendszerben működő román és lengyel piacon a 3 hónapos bankközi referenciakamat mozgása sokkal inkább tükröz valós piaci folyamatokat (4-8. ábra).

4-8. ábra: A régió bankközi referenciahozamainak alakulása



Forrás: Bloomberg, MNB-számítás

Az elmúlt években több lépés történt a BUBOR megbízhatóságának, a jegyzések transzparenciájának javítására. A BUBOR-hoz kapcsolódó szabályok és elvek fejlesztése (trimmelési módszertan, futamidők, magatartási kódex, transzparencia stb.), valamint a kamatjegyző banki panelméret bővítése fontos lépés volt a jegyzések fejlesztése érdekében. Ugyanakkor ezen lépések eddig nem erősítették érdemben a BUBOR információtartalmát. A problémához jelentős mértékben hozzájárul, hogy lényegében nincsenek fedezetlen piaci tranzakciók, így a piac árfeltárási funkciója nem is támogatja a jegyzési rendszert.

A BUBOR jegyzések megalapozottságának növelése érdekében az MNB kezdeményezésére 2016 májusától a BUBOR-Szabályzat módosítására, a jegyzési rendszer átalakítására került sor, amit a Jegyzési Bizottsággal és a panelbankokkal folytatott többkörös egyeztetés előzött meg. A változtatások eredményeként a lengyel és román régiós mintához hasonló ügyletkötési kötelezettségen alapuló árjegyzési rendszer jött létre, mely a nemzetközi ajánlásokkal összhangban növeli a jegyzéshez kapcsolódó valós piaci tranzakciók szerepét.

Az új szabályzat értelmében a BUBOR fixing 11 órai publikációját követően a panelbankok 15 percen át kereskedhetnek egymással a beadott BUBOR-jegyzéseiknek megfelelő kamatlábon. A bankok ügyletkötési kötelezettsége az 1 és 3 hónapos lejáratokra vonatkozik, és az adott napon partnerenként 100, illetve 50 millió forintos összegig érvényes. A betételfogadás kamata fix 15 bázispontos szpred alkalmazásával kerül meghatározásra a beadott BUBOR-jegyzést alapul véve. A rendszer

2016. május 2-től 9 BUBOR-jegyző panelbank részvételével indult el, amihez a nyár folyamán várhatóan további intézmények csatlakoznak.

**Az új jegyzési rendszerrel kapcsolatos első tapasztalatok a bankközi ügyletek számának és a forgalom növekedéséről, a BUBOR mögötti információtartalom növekedéséről tanúskodnak.** A BUBOR-panelbankok között az egyhónapos szegmensben május során összességében 10,2 milliárd forint, a 3 hónapos futamidőn pedig 3,85 milliárd forint összegben került sor ügyletkötésre. Emellett a BUBOR információtartalma és így változékonysága is erősödött, amit a BUBOR régiós mintához hasonló viselkedése is alátámaszt.

Az MNB folyamatosan nyomon követi a BUBOR-jegyzéssel kapcsolatos folyamatokat, és az ősz folyamán a tapasztalatok kiértékelése nyomán további lépéseket tehet a BUBOR kereskedési alapú információtartalmának erősítése érdekében.

#### 4-2. keretes írás: Az MNB programok szerepe a felminősítésben és az ország kockázati megítélésének javulásában

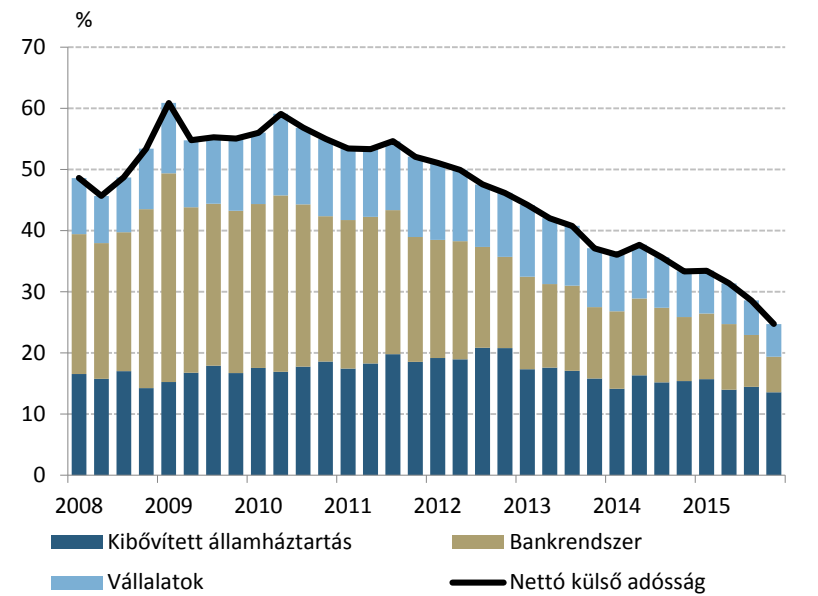
**A FitchRatings május közepén a három meghatározó hitelminősítő közül elsőként ismét befektetésre ajánlott kategóriába emelte Magyarország hitelminősítését. A pozitív lépés fő indokai között kiemelték a magas fizetésimérleg-többletet, az uniós források nagymértékű beáramlását, a bankok külső adósságának leépülését, az önfinszírozási programot és a devizahitelek forintosítását.** Utóbbi három folyamat a jegybank közvetlen szerepvállalása mellett valósult meg, így az MNB programjai jelentősen hozzájárultak a külső sérülékenység csökkenéséhez.

A hitelminősítő számításai szerint **hazánk GDP-arányos nettó külső adóssága a 2012-es szintről 25 százalékponttal mérséklődött** 2015 harmadik negyedévére, és előrejelzésük szerint a mutató további csökkenése várható a következő években. A 2002 és 2009 közötti időszakban meredeken emelkedő hazai bruttó külső adósság 2011-től kezdődő érdemi csökkenésében jelentős szerepet játszottak az MNB külső sérülékenység csökkentésében hozott intézkedései. A FitchRatings a döntés indoklásában kiemeli, hogy **az MNB önfinszírozási programjának**, és természetesen a gazdaság érdemi alkalmazkodásának **köszönhetően** a magyar adósságfinanszírozás egyre kevésbé van ráutalva külső forrásokra.

Az MNB által 2014-ben meghirdetett Önfinszírozási **program célja a jegybanki eszköztár átalakításán keresztül a külső sérülékenység csökkentése.** A külső forrásokra való mérsékeltebb ráutaltság miatt Magyarország finanszírozása akár turbulens külső környezet esetén is kisebb kockázat mellett biztosítható, mint a korábbi magas külső finanszírozási igény esetén. A külső sérülékenység csökkentése érdekében a jegybanki eszköztár úgy került átalakításra, hogy az a kereskedelmi bankok jegybanknál tartott likviditását a nem jegybanki, piaci elfogadható fedezetek, elsősorban forint-állampapírok felé tereli, melynek hatására az állam forintkötvények kibocsátásával képes refinanszírozni a lejáró devizakötvény-állományt. **A bankok a program hatására érdemben több mint 2600 milliárd forinttal növelték állampapír-portfóliójukat**, amivel a forint-állampapírok piacán a legnagyobb szereplővé vált a szektor.



4-9. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP arányában)



Megjegyzés: A FITCH az MNB-től szintben eltérő, a tulajdonosi hiteleket is tartalmazó mutatót használ, ugyanakkor a külső adósság csökkenésének mértéke a két módszertan szerint megegyezik.

Forrás: MNB, tulajdonosi hitel nélkül

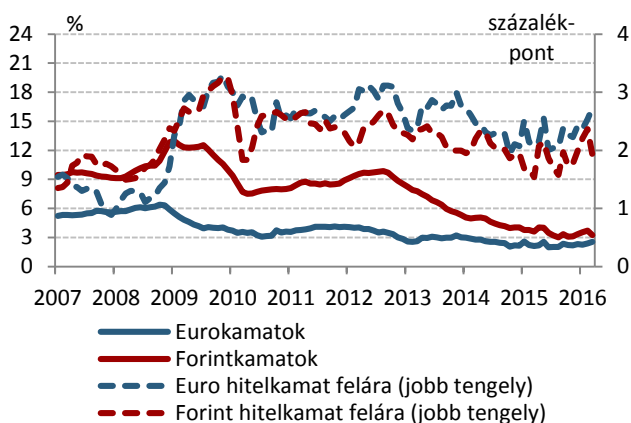
A hitelminősítő által kiemelt másik fontos változás, a bankszektor külső adósságának csökkenése szintén az elmúlt években, 2010-et követően indult meg. Ebben számottevő szerepe volt a lakossági devizahitelek jegybanki kezdeményezésre történő forintosításának, melynek során a jegybank biztosította a bankrendszer számára szükséges devizát. Az MNB és a bankok közötti devizaügyletek kifutása 2015 vége óta fokozatosan biztosította a fedezetet a bankok számára külföldi forrásaik törlesztéséhez, mely érdemben hozzájárult az ország teljes külső adósságának dinamikus csökkenéséhez.

A hitelminősítő előretekintve a stabil kilátás megítélésén túl megemlíti, hogy több tényező mellett a külső eladósodottság további mérséklődése újabb felminősítéshez vezethet. Az MNB említett programjai ebbe az irányba hatnak, így a jövőben is várhatóan hozzájárulnak az ország kockázati megítélésének javulásához, ami támogatja az inflációs cél elérése szempontjából szükséges jelenlegi monetáris kondíciók tartós fenntartását.

## 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

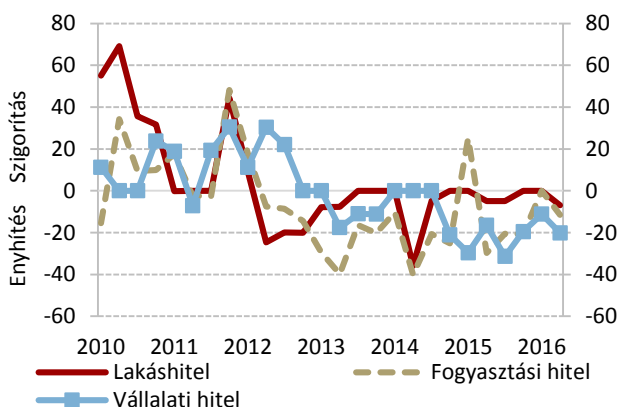
2016 első negyedében tovább mérséklődtek a vállalati forinthitelek finanszírozási költsége és a hitelhez jutás feltételei is. Az enyhüléshez hozzájárult a bankok között kiéleződő verseny, a gazdasági kilátások javulása, valamint a kockázati tolerancia emelkedése is, és ezek előreláthatóan a következő két negyedévben is támogatják a hitelezési feltételek további lazítását. A háztartások fogyasztási finanszírozásában is mérséklődtek a hitelezési költségek, míg a lakáscélú hitelek esetében változatlanok maradtak a hitelkondíciók. Emellett folytatódott a hitelkereslet markáns élénkülése mindkét szegmensben, amelyet az Otthonteremtési Program elérhetősége jelentősen támogat. Az egyéves előretekintő reálkamat visszaemelkedett korábbi historikus mélypontjáról, döntően az inflációs várakozások csökkenésének hatására.

4-10. 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

4-11. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben



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

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján

### 4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

**Tovább csökkentek a vállalati forinthitelfelárak, ami elsősorban összetételhatásnak tudható be.** A változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással<sup>5</sup> rendelkező új forinthitelek átlagos kamatszintje 0,4 százalékponttal tovább csökkent a megelőző negyedév végéhez képest. Az felárak átlagos mérséklődése a kisösszegű hitelfelárak emelkedésének és a nagyösszegűek jelentős csökkenésének eredményeként adódott össze. A kibocsátott hitelek összetételének ugyanakkor számottevő szerepe van az átlagos felár csökkenésében. Nőtt ugyanis a jellemzően alacsonyabb átlagos felárral rendelkező, de nagyösszegű hitelek aránya, illetve azon belül különösen az ún. „money market” típusú ügyletek részaránya. Ezeket kiszűrve az egyéb hitelek átlagos felára 0,1 százalékponttal 1,9 százalékra csökkent volna a negyedév során (4-10. ábra). Az euróhitelek átlagos kamatfelára mintegy 0,3 százalékponttal növekedett a vizsgált időszakban. Az időszak végére a forintkamatok átlagos szintje 3,3 százalékot, míg az euróhiteleké 2,7 százalékot tett ki.

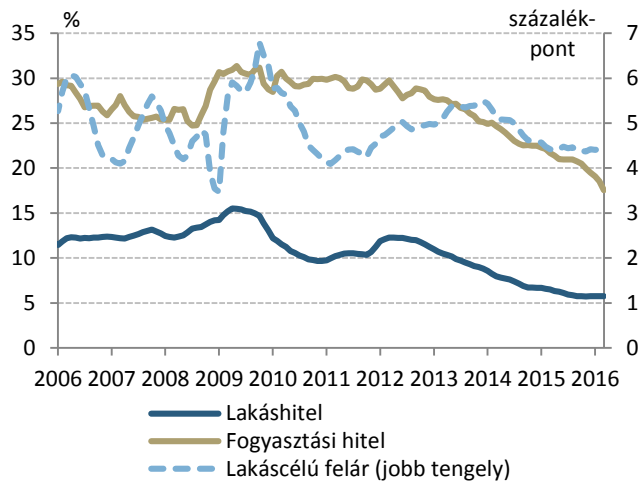
**Az első negyedévben tovább enyhültek a vállalati hitelfeltételek.** A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok nettó értelemben vett<sup>6</sup> 11 százaléka enyhített vállalati hitelfeltételein (4-11. ábra). A válaszadó intézmények az enyhítéshez hozzájáruló tényezők között a gazdasági kilátások javulását emelték ki a legnagyobb arányban. A bankok válaszai között megjelentek továbbá a piaci részesedési célok, és a kockázati tolerancia megváltozása is.<sup>7</sup> Előretekintve a válaszadók nettó 20 százaléka említette meg általánosan a hitelezési feltételek várható lazítását, aminek kiváltó okát a legnagyobb arányuk a piaci részesedési célokban és a gazdasági kilátások javulásában látják. Ugyancsak megjelölték a bankok

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

<sup>6</sup> A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

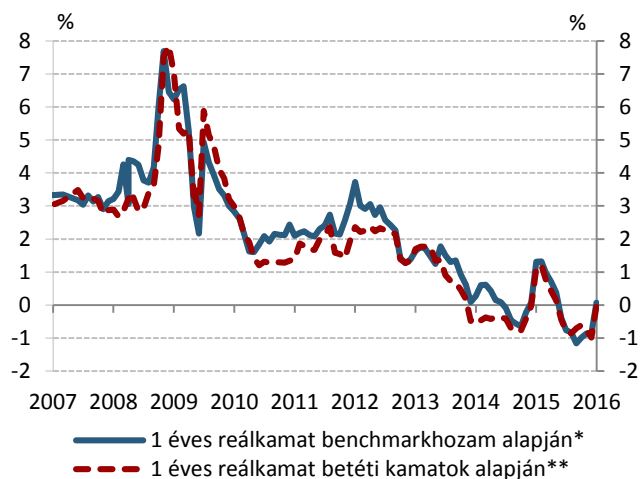
<sup>7</sup> A hitelezési felmérés eredményeinek részletesebb elemzése megtalálható az MNB Hitelezési folyamatok című kiadványában: <http://www.mnb.hu/letoltes/hitelezesi-folyamatok-2016-majus-hu.pdf>

4-12. 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

4-13. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása



Megjegyzés: \* Az 1 éves zéró kuponhozam 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

kockázati toleranciájuk javulását is, amihez hozzájárulhat a portfólióminőségek folytatódó javulása is.

#### 4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

**A lakáscélú hitelek kamatai és felárai változatlanok maradtak az első negyedévben.** A megvalósult hitelügyletek teljes hitelköltsége a fogyasztási hitelek esetében 1,9 százalékponttal 17,6 százalékra csökkent. A lakáshitelek átlagos kamatlába és kamatfelára ugyanakkor nem változott a vizsgált időszakban, továbbra is 5,8 százalékot, illetve 4,4 százalékpontot tettek ki március végén (4-12. ábra). A költségek a kamatozás módja szerint nem mutattak heterogenitást, a változó kamatkonstrukciójú lakáscélú hiteltermékek teljes hitelköltsége 4,9 százalékot, míg a fix kamatozású hitelek átlagos THM-szintje 6,5 százalékot tett ki a negyedév végén, a december végi értékeikhez hasonlóan.

**A hitelezési feltételek egyik hitelszegmensben sem enyhültek a negyedév során.** A Hitelezési felmérésben válaszadó bankok 2016 első negyedévében nem változtattak sem a fogyasztási, sem a lakáscélú hitelek feltételein. Az enyhítést a válaszadók szerint a fogyasztási hitelek esetében a piaci versenyhelyzet és részesedési célok, a lakáshitelek esetében a gazdasági kilátások és a lakáspiaci folyamatok indokolják. A feltételeket tekintve a következő időszakban sem várható enyhítés, miközben a kereslet érdemi élénkülésének folytatódását várja bankok többsége. A lakáscélú hitelek tekintetében a válaszadók teljes köre keresletbővülésre számít, amelyben a Családi Otthonteremtési Kedvezmény igénybe vétele is jelentős szerepet játszik.

#### 4.2.3. Reálkamatok alakulása

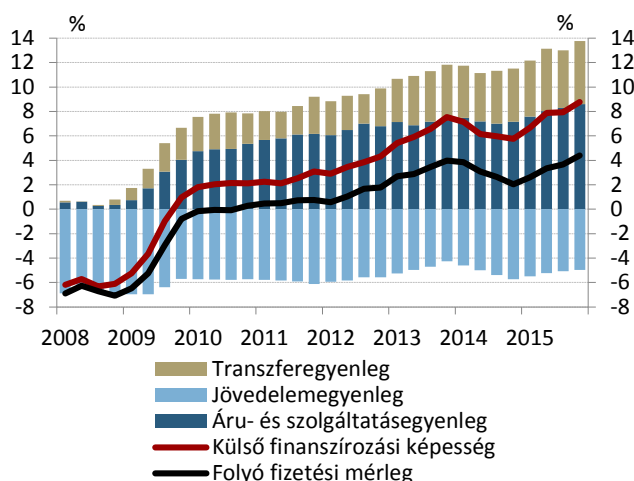
**2016 első negyedévében az egy évre előretekintő reálkamat visszaemelkedett historikus mélypontjáról.** Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint 2016 márciusában az állampapírpiazi hozamokból becsült hozam alapján 1 százalékpontos emelkedés után 0,1 százalékot tett ki. A betéti kamatok alapján számított reálkamat hasonló mértékű, 0,9 százalékpontos emelkedés után márciusban – 0,1 százalékos szinttel ért el. A januárban bekövetkezett emelkedést követően a reálkamat átlagos szintje változatlan maradt a negyedév során mindkét mutató szerint (4-13. ábra). A reálkamatláb januárban tapasztalt emelkedését elsősorban az inflációs várakozásokban megfigyelt 1 százalékpontos esés magyarázza.

## 5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

## 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

Magyarország külső finanszírozási képessége tovább nőtt 2015. negyedik negyedévében, és a GDP 8,8 százalékát tette ki. Az emelkedő külső többletnek mindhárom résztétel hozzájárult. A külkereskedelem többletének emelkedése az autóipari termelés bővülése és a cserearány javulása, valamint a szolgáltatások nagyobb nettó exportja mellett alakult ki. Az EU-transzferek felhasználása az év végén ismét bővült, míg a jövedelemegyenleg hiánya enyhén mérséklődött. A havi adatok alapján az év elején a külső finanszírozási képesség az EU-transzferek mérséklődő felhasználása mellett enyhén csökkent. A finanszírozási megközelítés szerint a negyedik negyedévben – korábban nem látott méretű – 3,9 milliárd euro volt a külső adósság csökkenése, amiben a legnagyobb szerepet a bankok játszották. A külföldi hitelek törlesztése az év első három hónapjában is folytatódott, miközben az FDI-források nőttek. 2015 végére tovább mérséklődtek a külső adósságmutatók, és a nettó külső adósság a GDP 25 százaléka alá csökkent. Szektorálisan a vállalatok nettó pénzügyi megtakarítása nőtt, míg az állam forrásigénye továbbra is visszafogott, a háztartások megtakarítása pedig magas maradt.

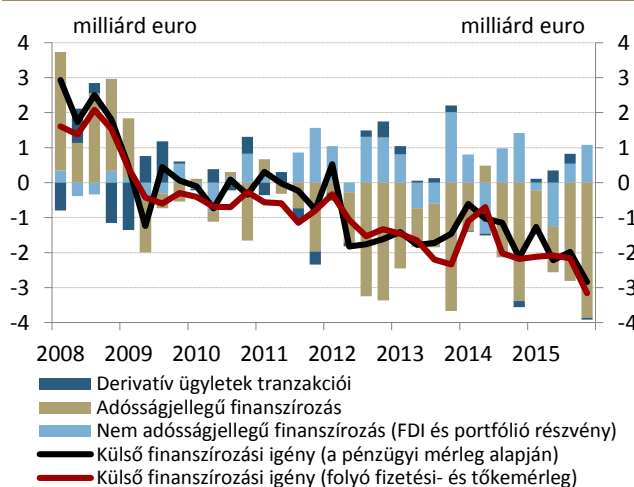
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (négy negyedéves kumulált értékek, GDP arányában)



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek.

Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása\*



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

Forrás: MNB

## 5.1.1. Külső egyensúlyi pozícióknak alakulása

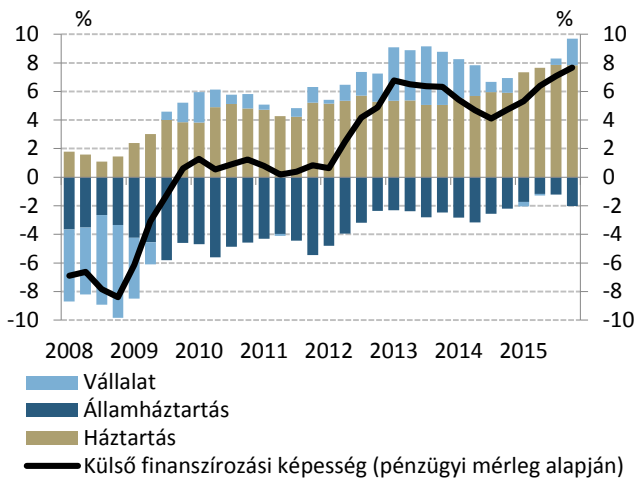
**2015. negyedik negyedévében Magyarország külső finanszírozási képessége a GDP 8,8 százalékára, a folyó fizetési mérleg többlete 4,4 százalékra emelkedett** (5-1. ábra). A külkereskedelmi többlet 2015-ben a GDP 8,6 százalékára nőtt, amiben jelentős szerepe volt a járműipar bővülő kapacitáskihasználtsága miatt emelkedő áruexportnak, valamint az olajár esése miatt javuló cserearányoknak. A beruházások lassuló dinamikájának köszönhetően az import mérsékeltebb bővülése is növelte a nettó export többletét. A **transzferegyenleg** ismét emelkedett, és négy negyedéves értéke az év végén meghaladta a GDP 5 százalékát. Ebben továbbra is az EU-transzferek felhasználása volt meghatározó, ami negyedéves szinten meghaladta a 3 milliárd eurót. Folytatódott a **jövedelemegyenleg** hiányának csökkenése, amiben továbbra is a külföldre fizetett kamatok mérséklődése tükröződik. Az előzetes havi adatok alapján a gazdaság finanszírozási képessége enyhén mérséklődött az első negyedévben, főként az EU-transzferek – új költségvetési ciklushoz köthető – alacsonyabb felhasználása miatt. Ennek hatását részben ellensúlyozta, hogy a külkereskedelmi többlete enyhén bővült.

## 5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A finanszírozási oldalról számított külső finanszírozási képesség a negyedik negyedévében korábban nem tapasztalt mértéket, több mint 2,8 milliárd eurót tett ki (5-2. ábra). A negyedév során közel 1 milliárd euróval bővültek a nem adósság jellegű források, ami mellett a belföldi szereplők mintegy 3,9 milliárd euróval törlesztették külföldi adósságaikat.

A negyedik negyedévben 0,6 milliárd eurót meghaladó mértékben emelkedett a külföldiek nettó közvetlentőkebefektetése, amit a részvénybefektetések közel 0,4 milliárd eurós emelkedése egészített ki. Tovább nőtt a külföldiek

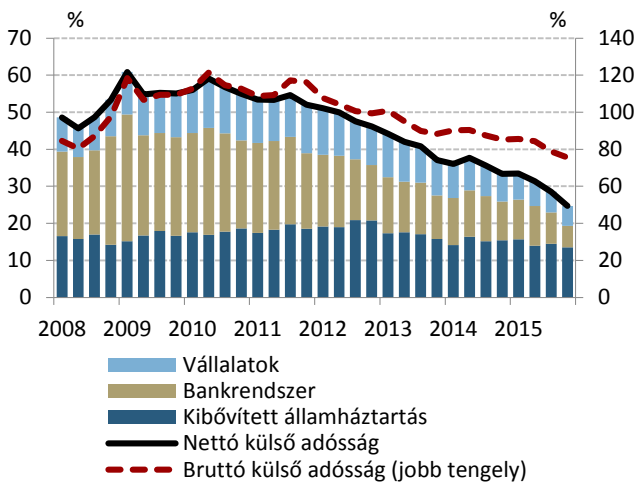
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint (négy negyedéves GDP-arányos értékek)



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek.

Forrás: MNB

5-4. ábra: A külső adósságráták alakulása (GDP-arányos értékek)



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül.

Forrás: MNB

FDI-befektetése, elsősorban a külföldi vállalatok megtermelt jövedelmének újrabefektetésének köszönhetően. Emellett a negyedik negyedévben nőtt a külföldiek magyarországi részvénybefektetése is, így összességében több mint 1 milliárd euróval nőttek a gazdaság nem adósság jellegű forrásai.

**Az ország nettó külső adóssága nagymértékben, 3,9 milliárd euróval csökkent az év végén, ami döntően a bankszektorhoz köthető.** A bankok nettó külső adóssága az év végén mintegy 2,8 milliárd euróval csökkent, amiben szerepet játszott a devizahitelek forintosítása miatt kapott devizalikviditás mellett a bankok negyedév végi mérlegoptimalizációja, valamint a vállalati szektor év végi betételhelyezése is. A konszolidált állam is csökkentette nettó külső adósságát az év végén, mintegy 0,8 milliárd euróval, ami az EU-transzferek számottevő felhasználására vezethető vissza. Az első negyedévben az előzetes havi adatok alapján tovább folytatódott a külső adósság mérséklődése – ugyanakkor a forráskiáramlás szektorális bontását érdemben befolyásolta a devizahitelek forintosításhoz kapcsolódóan csökkenő devizatartalék.

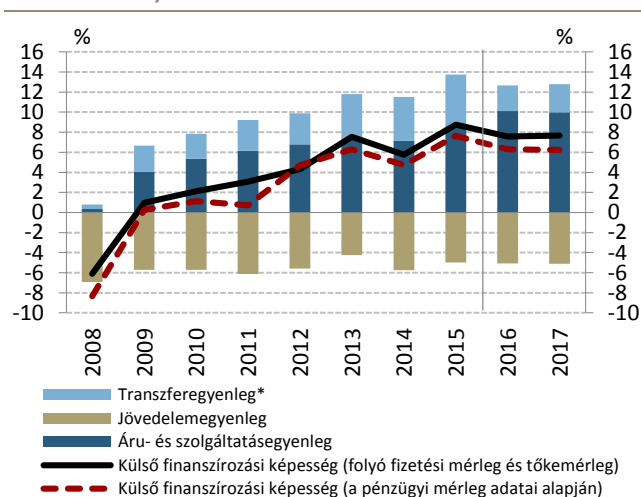
**A külső finanszírozási képesség emelkedése főként a vállalatok érdemben bővülő megtakarításához köthető, míg a háztartások nettó megtakarítása továbbra is magas, az állam forrásigénye alacsony (5–3 ábra).** A költségvetés továbbra is visszafogott forrásigénye a bővülő foglalkoztatás és fogyasztás, valamint a gazdaság fehéredése miatt emelkedő adóbevételre, illetve mérséklődő kamatkiadásokra vezethető vissza. A vállalatok finanszírozási képessége tovább nőtt az év végén, amiben szerepe lehetett a mérsékeltebben bővülő beruházásoknak is, míg a háztartások magas megtakarítása továbbra is az alacsony hitelkereslethez és emelkedő jövedelemekhez köthető. Az előzetes pénzügyi számla szerint a háztartások négy negyedéves nettó megtakarítása – az elszámolás hatásának kiesése miatt – mérséklődött, míg az állam finanszírozási igénye – főként a magasabb társasági adóhoz kapcsolódóan – mérséklődött.

**2015 végére a GDP-arányos nettó külső adósság 25 százalék alá csökkent (5–4 ábra).** Folytatódott a külső adósság mérséklődése, amit a GDP emelkedése is támogatott. Így az év végén a nettó külső adósság a GDP 25 százalék alá csökkent. A legnagyobb mérséklődés – az adósságtörlesztéssel összhangban – a bankrendszerrel valósult meg. A bruttó külső adósság is tovább, a GDP 76 százaléka alá csökkent, ami mintegy 10 százalékpontos mérséklődést jelent egy év alatt. Utóbbi mérséklődésében a szigorodó DMM és az újonnan bevezetett DEM-szabályok hatása is tükröződhetett.

## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A külső finanszírozási képesség 2016–2017-ben az alacsonyabb EU-transzfer miatt mérséklődik, azonban továbbra is magas lesz. A továbbra is jelentős, a GDP 8 százaléka körül stabilizálódó külső egyensúlyi többlettel összhangban tovább mérséklődik az ország külső eladósodottsága. A 2016-os mérséklődés az EU új költségvetési periódusához köthetően visszaeső transzferbeáramláshoz köthető. Az emelkedő külső kereslet mellett várakozásunk szerint tovább bővül a magyar gazdaság exportpiaci részesedése, ami a külkereskedelmi többlet növekedésével jár. Emellett az alacsonyabb olajárak miatt javuló cserearány is hozzájárul a külkereskedelmi többlet növekedéséhez, aminek hatását fékezi a lakossági fogyasztás gyorsabb bővülése. 2017-ben a külső finanszírozási képesség enyhén emelkedik, aminek hátterében az újra emelkedést mutató transzferegenylen áll. A szektorok felől vizsgálva a magas külső finanszírozási képességben továbbra is kiemelt szerepe van a háztartások magas finanszírozási képességének, míg az állam hiánya a tavalyi historikusan alacsony szint közelében alakul idén is, azonban 2017-re a fiskális expanzió a magasabb hiányban is tükröződik. Összességében a külső finanszírozási képesség a teljes előrejelzési horizonton magas marad, ami az állam devizaadósságának csökkenésével a külső sérülékenységet további mérséklődéséhez vezet.

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



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

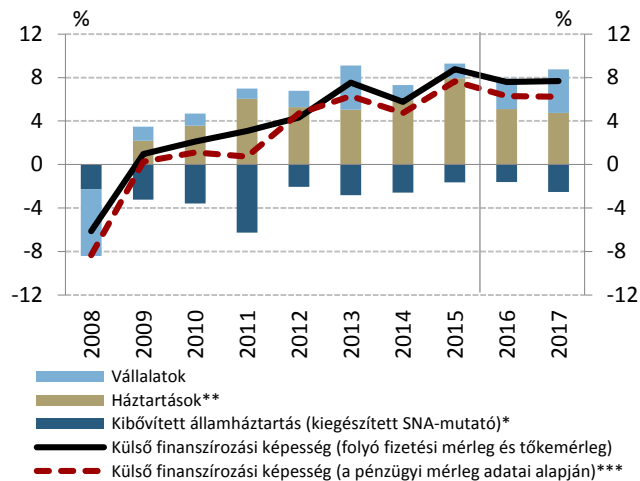
Forrás: MNB

**A külső finanszírozási képesség 2016–2017-ben magas szinten, a közel GDP 8 százalékán stabilizálódik** (5-5. ábra). A gazdaság nettó megtakarítása idén csökken, mivel az EU-költségvetés ciklusváltásával összhangban mérséklődik a transzferek felhasználása, amit részben ellensúlyoz a külkereskedelmi többlet növekedése. A külkereskedelmi egyenleg bővülését az emelkedő külső kereslet mellett az alacsonyabb olajárak miatt tovább javuló cserearány is támogatja – utóbbi tétel várhatóan a GDP 1 százalékát meghaladó mértékben járul hozzá a külkereskedelmi többlet emelkedéséhez. Az említett hatásokat mérsékli a belföldi felhasználás bővülésének importtartalma, így összességében a külkereskedelmi többlet a GDP 10 százalékán stabilizálódik. A jövedelemegyenleg hiánya ellentétes hatások mellett közel változatlan lesz. A gazdasági növekedés hatására tovább bővül a külföldi vállalatok profitja, amit a mérséklődő külső adósság alacsonyabb kamatkiadása ellensúlyoz.

A szektorok megtakarítása felől vizsgálva, **a gazdaság magas finanszírozási képessége továbbra is főként a lakosság számottevő megtakarításához köthető**: az államháztartás finanszírozási igénye a fiskális expanzióval enyhén emelkedik, a lakossági megtakarítás a fogyasztás bővülése mellett enyhén mérséklődik, de továbbra is magas marad, miközben a vállalatok finanszírozási képessége emelkedik (5-6 ábra).

**Az alapfolyamatok szerint 2015–2017 között enyhén mérséklődik a háztartások pénzügyi megtakarítása, de továbbra is magas marad.** A megtakarítást átmenetileg emelő devizahiteles elszámolás nélkül a háztartások finanszírozási képessége 2016–2017-ben – a gyorsuló fogyasztásnövekedés, illetve az állami támogatások és alacsonyabb áfa miatt is emelkedő lakossági beruházások mellett – enyhén mérséklődik. A megtakarítások mérséklődését ugyanakkor enyhíti az adócsökkentések –

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

szja, áfa – valamint az idén és jövőre megvalósuló állami béremelések hatása.

**Az előrejelzési horizonton – a fiskális expanzióval párhuzamosan – emelkedik a vállalatok finanszírozási képessége.** 2015-ben a devizahitelekhez kötődő elszámolás átmenetileg csökkentette a pénzügyi vállalatok nettó finanszírozási képességét. A vállalati megtakarítás – egyszeri hatások nélküli – ideji mérséklődése az alacsonyabb EU-transzferhez köthető. 2017 során azonban a fiskális expanzió hatására nő a jövedelem, ami a vállalatok finanszírozási képességének emelkedésével jár együtt.

**Az államháztartás finanszírozási igénye az ideji alacsony szint után 2017-ben a növekedést ösztönző kiadások bővülése miatt emelkedik.** Az állam finanszírozási igénye idén nem változik, és ismét a GDP 1,6 százalékát teszi ki. A változatlan finanszírozási igény ellentétes hatások eredményeként alakul ki. Növelik idén a finanszírozási igényt az állami béremelések és beruházások, valamint az szja-csökkentés és a családi adókedvezmény kibővítése. Ezzel szemben az alacsonyabb hiány felé mutatnak a magasabb társaságiadó-bevételek, a földárverések bevételei, valamint a forintadósság folytatódó átárazódása miatt mérséklődő kamatkiadás, illetve az alacsonyabb EU-transzfer-felhasználás kisebb önrészigénye. 2017-ben a továbbra is fegyelmezett költségvetési politika mellett végrehajtott expanzió érdemben növeli a keresletet, míg a bejelentett béremelések és beruházások növelik az állam finanszírozási igényét.

**A magas külső finanszírozási képesség tovább mérsékli a külső adósságmutatókat, és így az ország külső sérülékenységét is.** A továbbra is számottevő külső finanszírozási képesség mellett folytatódik a külföldi hitelek törlesztése, ami a külső sérülékenység mérséklődésével jár együtt. A GDP-arányos államadósság fokozatos mérséklődése mellett a devizaadósság gyorsabb ütemben mérséklődik, ami szintén hozzájárul a külső sérülékenység csökkenéséhez. Összességében a finanszírozási folyamatok a következő években is a külső tartozásmutatók erőteljes csökkenését vetítik előre.

### 5.3. Költségvetési folyamatok

A kormányzati szektor elmúlt években elért alacsony hiánya előrejelzésünk szerint tovább csökken 2016-ban, 2017-ben viszont a kormányzat gazdaságélénkítő szándékának nyomán némileg nagyobb deficit alakul ki. 2016-ra a márciusban vártnál enyhén kisebb, 2017-re azonban nagyobb hiányt várunk. Az idei és a jövő évi költségvetés is kedvező alapfolyamatokra (dinamikusan bővülő adóalapok, historikusan alacsony kamatok) támaszkodhat. 2016-ban a GDP 2 százaléknál kisebb, 1,6 – 1,8 százalékos ESA-hiány kialakulását vetítjük előre, mert a költségvetés többletbevételei meghaladják az eddig bejelentett többletkiadásokat. 2017-ben a hiány emelkedésére számítunk a GDP 2,4 százalékáig, ugyanis az elfogadott költségvetés a beruházások és az állami alkalmazottak bérének szélesebb körű emelése, illetve adócsökkentések révén a gazdaság további dinamizálására törekszik. Ennek nyomán a költségvetési politika keresletstönző hatása 2016-ban közel semleges, míg 2017-ben számottevően keresletélénkítő lesz. Márciusi várakozásunkhoz viszonyítva a 2016. évi hiány-előrejelzés enyhén alacsonyabb lett, a 2017. évi pedig az elfogadott költségvetés alapján 0,7 százalékponttal nőtt. Előrejelzésünk szerint az adósságpálya csökkenő trendje folytatódik, amit a makrogazdaság kedvező fundamentumai támogatnak. A GDP-arányos bruttó államadósság a 2015. év végi 75,3 százalékról idén 74,5 százalékra, 2017 végére pedig 73,4 százalékra mérséklődik, teljesítve a hazai és a nemzetközi előírásokat.

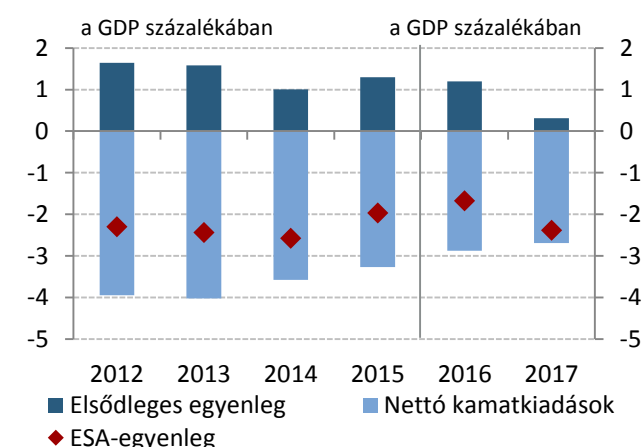
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában)

	2015	2016	2017
ESA-egyenleg*	-2,0	(-1,6) - (-1,8)	-2,4
Ciklikusan igazított ESA-egyenleg	-1,5	(-1,3) - (-1,5)	-2,2
Elsődleges ESA-egyenleg	1,3	1,1 - 1,3	0,3
Fiskális keresleti hatás*	-0,6	0,1 - 0,3	1,2

Megjegyzés: 2016-ban az Országvédelmi Alap felhasználásának mértékétől függően a megadott sávban alakulhatnak az egyenlegmutatók. 2017-ben az Országvédelmi Alap teljes törlesztését feltételezzük, ugyanis az csak abban az esetben használható fel, ha a hiány nem haladja meg – a felhasználni kívánt tartalékösszeg figyelembevételével – a 2,4 százalékot. \* A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.

Forrás: MNB

5-7. ábra: Az ESA-egyenleg felbontása



Megjegyzés: Az adatok a nyugdíjrendszer átalakítása miatt jelentkező imputált kamatkidadásokat nem tartalmazzák.

Forrás: Eurostat, MNB

#### 5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

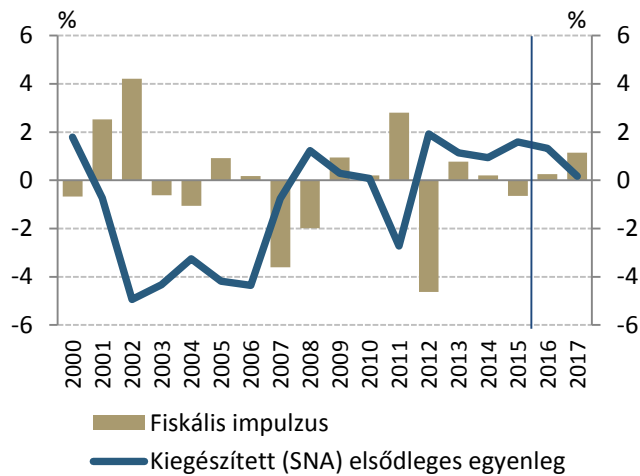
**A kormányzati szektor GDP-arányos ESA-hiánya prognózisunk szerint 2016-ban 1,6 – 1,8 százalék, 2017-ben 2,4 százaléka lesz** (5-1. táblázat). Bevételi és kiadási oldali tényezők is hozzájárulnak az alacsony hiány kialakulásához mindkét évben. A bevételek a magas bérdinamikának, a gazdaság fehéredését célzó intézkedések eredményességének és egyes rendkívüli tételeknek köszönhetően nőnek dinamikusan. Másfelől a kiadások fölött erős kormányzati kontroll érvényesül, a kamatkidadások pedig a tartósan alacsony kamatkörnyezet és az adósság fokozatos átárázódása következtében évről-évre csökkennek (5-1. ábra). 2016-ban a rendelkezésre álló szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) felhasználása esetén 1,8 százalék, annak el nem költése esetén 1,6 százalék lenne a hiány. Előrejelzésünk alapján nyílna lehetőség a tartalék felhasználására, de erről még nincs kormányzati döntés, ami így 2016-ra sávos előrejelzést indokol. 2017-ben előrejelzésünk szerint teljesül a 2,4 százalékos kormányzati hiánycél, amihez az Országvédelmi Alap zárolása szükséges. Ennek feltételezése megfelel a költségvetési törvényben előírtaknak, ugyanis a tartalék csak abban az esetben használható fel, ha biztosított a hiánycél elérése (5-7. ábra).

**Előrejelzésünk szerint a 2015. évi enyhe keresletszűkítést követően 2016-ban nagyjából semleges lesz a fiskális politika az aggregált keresletre nézve** (5-8. ábra).<sup>8</sup> Az aggregált keresletet növeli a személyi jövedelemadó egységes kulcsának mérséklése, a családi adóalap-kezdmény és a családi otthonteremtési kedvezmény bővítése, továbbá a sertéshús és az újépítésű lakások áfa-

<sup>8</sup> A fiskális impulzust a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával számszerűsítjük, ami megmutatja, hogy a költségvetési intézkedések és folyamatok, valamint az automatikus stabilizátorok miként érintik a többi szektor jövedelmi helyzetét.



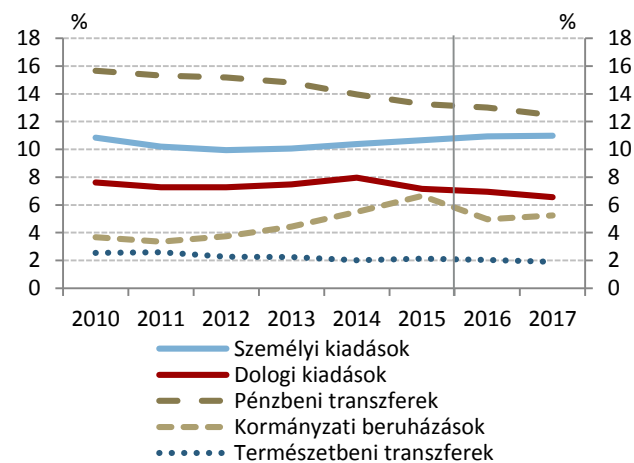
5-8. ábra: A fiskális impulzus (a GDP százalékában)



Megjegyzés: 1. A fiskális impulzus megegyezik a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával. 2. Fiskális impulzus esetén a pozitív előjel keresletbővítést, a negatív előjel keresletszűkítést jelent. 3. A költségvetési szabad tartalékok részleges felhasználását feltételezve 2016-ban, teljes törlését 2017-ben.

Forrás: MNB

5-9. ábra: A kormányzati szektor elsődleges kiadásai a GDP százalékában



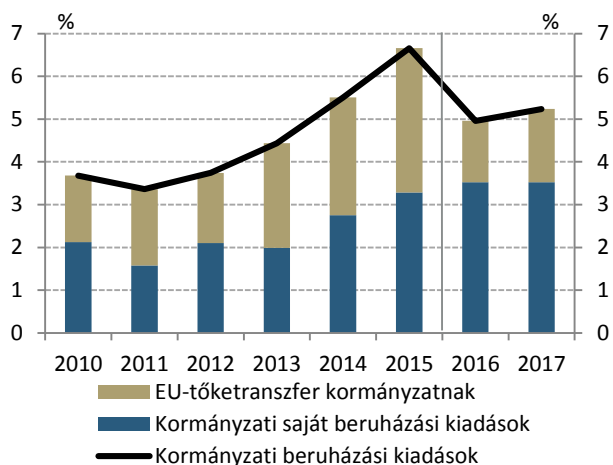
Forrás: KSH, MNB

kulcsának 27 százalékról 5 százalékra csökkentése, a bankadó jelentős mérséklése, valamint a kormányzati bérek és beruházások szignifikáns növelése. Ezek pozitív hatásait ellensúlyozza a növekedési adóhitel lehetőségén keresztül történő társasági adóbefizetési többlet, az állami földek értékesítéséhez kapcsolódó befizetés, valamint a GDP arányában évek óta csökkenő pénzbani transzferek. Prognózisunk szerint 2016-ban a GDP 1,3–1,5 százaléka körül alakul a gazdaság ciklikus ingadozásaitól tisztított ESA-hiány. 2017-ben ennek mértéke a fiskális lazítás következtében 2,2 százalékra nőhet, ami lényegében megegyezik a kormány várakozásaival.

**2017-ben erőteljes keresletélénkítés várható, ami a költségvetési hiány alakulásában is tükröződik.** Bevételei oldalon a célzott áfa-csökkentés és a családi adóalapkedvezmény további bővítése növeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét. Emellett csökken a bankrendszer adóterhe is a bankadó mérséklése, valamint a hitelintézeti járadék eltörlése révén. Kiadási oldalon a kormányzat saját forrású beruházásainak növelése (például Modern Városok Program, közútfejlesztés) és az állami béremelések, életpálya-modellek folytatása, bővítése (oktatási és egészségügyi ágazatban dolgozók, továbbá NAV és rendvédelmi dolgozók, valamint állami tisztviselők) további keresletélénkítést generál és számottevő hányada adó- és járulékbételek formájában visszakerül a költségvetésbe. Ezen intézkedések pozitív növekedési hatásait a 2017-től várható jövedéki adóemelések (dohány) csak kisebb mértékben ellentételezik.

**A 2017-es fiskális lazítás elsősorban az állami béremeléseken és a kormányzat saját forrású beruházásainak érdemi növekedésén keresztül valósul meg** (5-9. ábra). Előrejelzésünk szerint 2016 után 2017-ben folytatódik a kormányzati szektor GDP-arányos személyi kiadásainak emelkedése, ami mögött főként az ágazati életpálya-modellek keretein belül végrehajtott állami béremelések húzódnak. Emellett a kormányzati beruházások is emelkednek, ami elsősorban a Modern Városok Program és a közúthálózat fejlesztését célzó program kiterjedt megvalósításában jelentkezik, részben az uniós transzferek átmeneti csökkenését ellensúlyozva. Csökkennek azonban a GDP arányában a kamatkidadások az alacsony kamatkörnyezetnek köszönhetően, valamint a dologi kiadások és a pénzügyi transzferek. Utóbbi mögött főként a nyugdíj- és szociális kiadások GDP-arányos mérséklődése áll, míg a dologi kiadások mérséklődése a kormányzat fegyelmezett gazdálkodásának eredménye.

5-10. ábra: A kormányzati szektor beruházási kiadásainak összetétele (a GDP százalékában)



Forrás: KSH, MNB

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

	Makro-adat	Intézkedés és egyéb	Összesen
<b>I. Központi bevételek</b>	0,4	0,2	0,6
Gazdálkodó szervezetek befizetései		0,1	0,1
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,1	0,03	0,2
Munkát terhelő adók	0,3	0,0	0,3
<b>II. Központi kiadások</b>	0,0	-0,5	-0,5
Költségvetési szervek nettó saját kiadásai		-0,5	-0,5
Gyógyító-megelőző ellátások		-0,1	-0,1
<b>III. Egyéb hatások</b>	0,0	0,1	0,1
Egyéb tételek		0,1	0,1
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	0,4	-0,2	0,2

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

Forrás: MNB

### 5.3.2. A 2016. évi egyenleg

Prognózisunk szerint 2016-ban az államháztartás ESA-hiánya – az Országvédelmi Alap felhasználásától függően – a GDP 1,6–1,8 százaléka lehet, ami kissé kedvezőbb a márciusi Inflációs jelentéshez készült előrejelzésünkénél. (5-2. táblázat). A költségvetési hiányra vonatkozó sávos előrejelzést az indokolja, hogy az Országvédelmi Alap felhasználása csak kormányhatározat alapján válhat lehetségessé, amennyiben a hiánycél elérhető. Sajat prognózisunk alapján erre nyílna lehetőség, de a kormányzati szándék nem ismert. Az államháztartás központi alrendszerének GDP-arányos bevételeire vonatkozó prognózisunk 0,6, míg a kiadásaira vonatkozó prognózisunk 0,5 százalékponttal emelkedett a legutóbbi előrejelzésünkhöz képest. Bevételi oldalon az eltérést elsősorban a munkát terhelő adókra vonatkozó előrejelzésünk 0,3 százalékpontos emelése okozza, amely mögött az ideai bruttó bér- és keresettömeg korábban vártnál magasabb üteme húzódik. Az egyenleg javulását emellett a fogyasztáshoz kapcsolódó adók növekedése is segíti, részben a háztartások fogyasztása, részben az állami beruházások, végül pedig a jövedéki adót érintő kisebb intézkedések következményeképp.

A kiadási oldal hasonló, 0,5 százalékpontos növekedése teljes egészében a költségvetési törvény módosításából ered. Ebből 0,3 százalékpont a kormányzat saját beruházásainak növekedéséhez köthető, amely mögött túlnyomórészt a Modern Városok Program idei évre szánt keretösszegeinek bővítése áll. A további, mintegy 0,2 százalékpontos kiadásnövelést az államháztartás személyi kiadásaira vonatkozó prognózisunk emelése magyarázza. E mögött elsősorban az oktatási célú – a KLIK-et, a felsőoktatást és a szakképzési centrumokat érintő – közkiadások időközi kormányzati növelése és az egészségügyben bejelentett béremelések húzódnak. A törvénymódosításban megjelenő kiadások jelentős része korábban is ismert volt, és így megjelent a márciusi prognózisunkban is (CSOK, közútfejlesztések).

Előrejelzésünk szerint tehát idén a költségvetési törvényben előirányozottnál kisebb hiány alakul ki (5-3. táblázat). Ezt nagyrészt az állami földértékesítésből várható magasabb bevételek magyarázzák. Ezen felül a kedvező makrogazdasági folyamatok miatt dinamikusan bővülő adó- és járulékalapok okoznak az előirányzatnál némileg több bevételt. Másfelől a kiadásokat is magasabbra becsüljük az előirányzatnál. A költségvetési szervek nettó kiadásai 0,3 százalékkal alakulhatnak magasabban az ideai költségvetésben szereplőnél, amit több kisebb tétel együttes hatása mellett főként a kórházak szállítói

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

	<i>Eltérés az előirányzattól</i>
<b>I. Központi kormányzat bevételei</b>	<b>0,6</b>
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,2
Munkát terhelő adók	0,1
Állami vagyonnal kapcsolatos bevételek	0,3
<b>II. Központi kormányzat kiadásai</b>	<b>-0,5</b>
Költségvetési szervek nettó kiadásai	-0,3
EU támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások	-0,1
Lakástámogatások	-0,2
START munkaprogram	0,1
<b>III. Egyéb hatások</b>	<b>0,1 - 0,3</b>
Nettó kamatkiadások	0,1
Önkormányzatok egyenlege	0,1
Országvédelmi Alap zárólása	0,0 - 0,2
Egyéb tételek	0,0
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,2 - 0,4</b>

Megjegyzés: A pozitív előjel az előirányzathoz képest hiánycsökkentő, a negatív hiánynövelő hatást 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 márciusi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)

	Makroadat	Intézkedés és egyéb	Összesen
<b>I. Központi bevételek</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,8</b>
Fogyasztáshoz kapcsolódó	0,2	0,0	0,2
Munkát terhelő adók	0,5	0,0	0,5
Állami vagyonnal kapcsolatos bevétel		0,1	0,1
<b>II. Központi kiadások</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,8</b>
Költségvetési szervek nettó saját kiadásai		-2,1	-2,1
Támogatások, szociális		0,1	0,1
Helyi önkormányzatok		0,1	0,1
Állami vagyonnal kapcsolatos kiadások		0,1	0,1
<b>III. Egyéb hatások</b>	<b>0,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
Országvédelmi Alap zárólása		0,2	0,2
Egyéb tételek		0,1	0,1
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,7</b>

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

Forrás: MNB

tartozásainak általunk várt nagyobb állománynövekedése magyaráz. Emellett a lakástámogatások soron várunk az előirányzatnál nagyobb kiadást, ami mögött a CSOK-program erőteljesebb felfutása húzódik. Ezt kissé ellentételezheti, hogy a START munkaprogram esetében a tavalyi adatok alapján az előirányzatnál alacsonyabb állami kiadást várunk.

### 5.3.3. A 2017. évi egyenleg

**Előrejelzésünk szerint az államháztartás GDP-arányos ESA-hiánya 2017-ben 2,4 százalék lesz az Országvédelmi Alap teljes törlésével. Aktuális prognózisunk a GDP 0,7 százalékával lett magasabb a márciusban vártnál, amit főként a jövő évi költségvetés megismerése magyaráz** (5-4. táblázat). A költségvetési bevételek esetében a márciusi előrejelzésünkhöz képest bekövetkezett változások szinte teljes mértékben a makrogazdasági pálya módosulásához köthetőek. A bérekhez kapcsolódó adóbevételek jelentős növekedését a korábban vártnál magasabb ütemű bruttó bérdinamika magyarázza. A fogyasztáshoz kapcsolódó adóbevételek emelkedése mögött elsősorban a vártnál magasabb lakossági fogyasztás és állami beruházás, valamint a gazdaság fehéritését célzó kormányzati intézkedések eredményei állnak. A jövő évi áfa-csökkentések hatását a jövedéki adóemelések hatása részben ellensúlyozhatja.

A kiadási oldalon – a bevételekkel ellentétben – a bejelentett intézkedések okozták az eltéréseket márciusi prognózisunkhoz képest. Egyrészt az állami bérek (ágazati életpályaprogramok folytatása, bővítése, valamint egyéb állami béremelések), másrészt a saját forrású kormányzati beruházások (Modern Városok Program, közútfejlesztés) emelkednek jelentős mértékben. A keresletélénkítő intézkedések mellett a hiánycél elérése érdekében az Országvédelmi Alap törlését tételezzük fel jövőre. Utóbbi azért indokolt, mert a költségvetési törvény értelmében a tartalék csak abban az esetben használható fel, ha a hiány nem haladja meg – a felhasználni kívánt tartalékösszeg figyelembevételével – a 2,4 százalékot.

**Össességében az előrejelzésünk szerint elérhető a 2017. évi költségvetési törvényben szereplő ESA-hiánycél** (5-5. táblázat), de a központi alrendszer egyes tételeit tekintve prognózisunk több ponton eltér az előirányzattól. Bevételi oldalon főként az adóbeszedés hatékonyságát javító intézkedések várható hatásának eltérő becslése okozza, hogy előrejelzésünk a fogyasztáshoz kapcsolódó adókra nézve alacsonyabb az előirányzatnál. Ezek hatásait azonban a törvényben szereplőnél magasabb jövedéki adóbevételek némileg ellensúlyozhatják. Kiadási oldalon a CSOK magasabb igénybevételére számítunk, mint a költségvetési

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

	<i>Eltérés az előirányzattól</i>
<b>I. Központi kormányzat bevételei</b>	<b>-0,2</b>
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,1
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,2
<b>II. Központi kormányzat kiadásai</b>	<b>-0,1</b>
Lakástámogatások	-0,2
EU támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások	0,1
<b>III. Egyéb hatások</b>	<b>0,2</b>
Országvédelmi Alap zárólása	0,2
Egyéb tételek	0,0
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,0</b>

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

Forrás: MNB

törvény. Az uniós támogatások kifizetése azonban előrejelzésünk szerint még nem fut fel olyan magas szintre 2017-ben, mint az előirányzat. Ez az állami önrész mértékével csökkenti a kiadásokat. Az előirányzott hiánycélt az Országvédelmi Alap el nem költése esetén elérhetőnek véljük.

#### 5.3.4. Az alappálya körüli bizonytalanságok

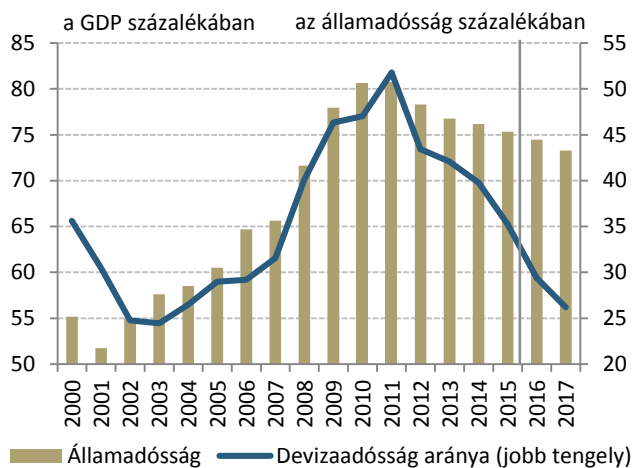
##### **Három fő bizonytalanságot lehet kiemelni az előrejelzési horizonton: uniós támogatások igénybevétele, CSOK felhasználása, adóbeszedés hatékonyságának növelése.**

Az uniós támogatások felhasználásának előrejelzését megnehezíti, hogy új uniós költségvetési ciklus kezdődött. 2016-ban az előirányzatnál kissé magasabbra, 2017-ben azonban alacsonyabbra becsüljük a várható igénybevételt. E címen 2016-ban beérkezett transzferek döntő hányada még a régi ciklushoz kapcsolódik, ami a következő hónapokban lényegében teljesen kifut. Ezzel párhuzamosan az év vége felé azonban az új ciklushoz köthető transzferek volumene érdemben felfuthat. Nehezen becsülhető azonban, hogy milyen mértékű lesz a felhasználás gyorsulása. A CSOK igénybevétele előrejelzésünk szerint mindkét évben meghaladja a költségvetési törvényben szereplő mértéket, de a jelenlegi adatok alapján csak nagy bizonytalansággal készíthető becslés. Végül az adóbeszedés hatékonyságát célzó kormányzati intézkedések eddig jelentős eredményeket értek el. Nehéz megítélni azonban, hogy az eddigi intézkedések kiteljesedése és az új lépések milyen mértékben növelhetik a bevételeket, különösen azért, mert a költségvetési törvény sem részletezi az intézkedéseket és a hatásokat. Nagyrészt e bizonytalanságból fakad, hogy a 2017. évi áfabevételeket alacsonyabbra becsüljük, mint az előirányzat.

#### 5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

**2016 első negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 76,9 százalék volt** az MNB előzetes pénzügyi számla adatai szerint. Az adósságráta idei első negyedéves szintje meghaladta a 2015. év végi 75,3 százalékot, valamint enyhén (0,1 százalékkal) magasabb lett a tavalyi év azonos időszakának értékénél. Az adósság első negyedévi növekedése megfelel a szokásos éven belüli szezonitásnak, más évekkal szemben azonban nem a költségvetés hiánya, hanem az állami betétek növelése okozta. Az EU-IMF hitelcsomag utolsó (1,5 milliárd eurós) részletének kifizetéséhez szükséges forrásbevonás is hozzájárult az első negyedév végi adóssághoz, a törlesztés adósságcsökkentő hatása azonban csak a második negyedévben jelentkezett. Az államháztartás nettó finanszírozási igénye ugyanakkor rendkívül alacsony volt, ami támogatta az adósság mérsékelt növekedését. 2016

5-11. ábra: Az adósságpálya várható alakulása – előretekinve változatlan, 2015. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

első negyedévében mindössze 4 milliárd forintot tett ki a finanszírozási oldalról számított államháztartási hiány, ami a rendszerváltás óta a legkedvezőbb érték.

**2017 végéig – konstans, 2015. végi forint árfolyamon feltételezve – tovább csökkenő államadósság-rátát, valamint az Alaptörvényben rögzített adósságszabály teljesülését prognosztizáljuk (5-11. ábra).** Előrejelzésünk szerint folytatódik az év végi adósságráta elmúlt években mutatott csökkenő trendje, amelyet a némileg lazuló, ám továbbra is fegyelmezett költségvetési gazdálkodás, az alacsony kamatkörnyezet miatt növekvő állami kamatmegtakarítások, valamint a gazdaság bővülése támogat. Előrejelzésünk szerint az adósságráta idén 74,5 százalék körüli szintre, 2017. év végére pedig 73,4 százalékra süllyed. Ezzel párhuzamosan a lejáró devizaadósság forintból történő finanszírozása a jövőben is biztosítja az államadósság devizaarányának és a gazdaság külső sérülékenységének dinamikus csökkenését. Statisztikai módszertani oldalról bizonytalanságot jelent az előrejelzésben az Eximbank esetleges állami szektorba sorolásának kérdése, amit az MNB továbbra sem tart indokoltnak. Prognózisunkban a jelenlegi hivatalos adatoknak megfelelően ezzel nem számolunk.

#### 5-1. keretes írás: A 2017-es költségvetési törvény és a 2016. évi költségvetési törvény módosítása

**A Parlament által június 13-án elfogadott 2017. évi költségvetési törvény szerint 2017-ben az ESA-szemléletű költségvetési hiány a GDP 2,4 százaléka lehet.** A tavalyi Konvergenciaprogramban és a márciusi Inflációs jelentésben is várt 1,7 százalékos hiánycélhoz képest tehát számottevő lazítást tervez a Kormány, ami három területen valósul meg: a kormányzati beruházások növelése (például közútfejlesztés és a Modern Városok Program), a korábban ismerteken felüli béremelések (egészségügyben, felsőoktatásban, közigazgatásban és az adóhivatalban), valamint a célzott áfa-csökkentések. Az új információk hatására a GDP-arányos személyi kiadások 0,3 százalékponttal, míg a kormányzati beruházások mértéke 0,5 százalékponttal emelkednek 2017-ben a márciusi Inflációs jelentéshez képest.

5-6. táblázat: Lakosságot közvetlenül érintő új költségvetési intézkedések GDP volumenre gyakorolt hatása (százalék)

	2016	2017
Áfacsökkentés	-	0,1
Jövedékiaadó-emelés	-0,0	-0,1
Állami béremelés	0,1	0,2
<b>Összesen</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>

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

Forrás: MNB-számítás

**Jövő évi előrejelzésünkbe beépítettük az adóintézkedések hatását is,** melyek közül az áfa-csökkentések (baromfi, tej, tojás, éttermi szolgáltatások, internet előfizetés) becslésünk szerint összesen 63 milliárd forinttal mérséklék az adónemből származó bevételt. A dohány jövedéki adójának emelése 2017-ben összesen 37 milliárd forint többletbevételt jelent. A márciusi Inflációs jelentésben feltételezethez képest jelentkező több mint 60 milliárd forintos állami bérkiengedés (az életpálya-modellek folytatása, bővítése az oktatási és egészségügyi ágazatban dolgozók, továbbá a NAV és a rendvédelmi dolgozók, valamint állami tisztviselők esetében) hatására továbbá mintegy 40 milliárd forinttal emelkedik a háztartások elkölthető jövedelme, mely 0,1 százalékkal emelheti a fogyasztáson keresztül a GDP-t. A 2017-es áfacsökkentés és

folytatódó bértkiengedés következtében a lakoságnál több mint 70 milliárd forint többletjövedelem, illetve megtakarítás keletkezik, **mely a fogyasztáson keresztül a GDP szintjét több mint 0,2 százalékkal emeli 2017-ben** (5-6. táblázat).

Becsléseink alapján a jövő évi áfacsökkentések (alapvető élelmiszerek, internet, éttermi szolgáltatások) a fogyasztói árakat 0,4 százalékponttal csökkentik. Ezzel ellentétes hatást eredményez a dohánytermékek jövedéki adójának emelése. A jövedékiadóemelés az infláció éves indexében 2016 folyamán várhatóan 0,1 százalékpontos, 2017-ben 0,5 százalékpontos elmozdulást eredményez. A jelenleg rendelkezésre álló információk alapján az adóváltozások együttesen idén és jövőre is 0,1 százalékponttal emelhetik az éves inflációs rátát (5-7. táblázat).

5-7. táblázat: A kormányzati intézkedések inflációra gyakorolt hatása

	2016	2017
Áfacsökkentés: élelmiszerek, internet, éttermi szolgáltatások	-	-0,4
Jövedékiadó-emelés: cigaretta és vágott dohány	0,1	0,5
Összesen (százalékpont)	0,1	0,1

Forrás: MNB-számítás

**A Parlament döntött az üzemanyagok jövedéki adójának 2017-es emeléséről.** Az üzemanyagok jövedéki adója az olaj világpiacon árához lett kötve. Amennyiben a törvénybe foglalt 50 dolláros szint alatt van a Brent olaj hordónkénti árfolyama, a benzin jövedéki adója 10, a gázolajé 5 forinttal nő. A világpiacon olajárra vonatkozó piaci várakozások alapján úgy becsüljük, hogy 2017-ben e csatornán keresztül nem keletkezik költségvetési többletbevétel.

**A Parlament módosította a 2016. évi költségvetési törvényt is, figyelembe véve egyfelől a várható többletbevételeket, másfelől jelentősen emelve a kiadásokat.** A törvénymódosítás ismerete előtt 1,8 százalékra becsültük az idén várható hiányt, úgy, hogy a módosításban szereplő többletbevételeket lényegében teljes egészében, a kiadásoknak pedig jelentős részét már figyelembe vettük, mert korábban bejelentette a Kormány (például a CSOK bővítésének költségét, a KLIK és a közúthálózat fejlesztésének forrásigényét). Az új információk hatására azonban a márciusi 1,8 százalékosnál is enyhén kedvezőbb hiányra számítunk. A márciusi Inflációs jelentéshez képest a GDP-arányos személyi kiadásokat 0,2 százalékponttal, míg a kormányzati beruházások mértékét 0,3 százalékponttal emeltük. A költségvetési egyenlegre ugyanakkor kedvezően hat a többletkiadások adóvonzata, illetve a hónapról hónapra magas alakuló bevételek, így a várható hiányt az új kiadások ellenére a GDP 1,6–1,8 százalékára becsüljük.

## 6. A 2016. ÉVI ÁTLAGOS FOGYASZTÓIÁR-INDEX FELBONTÁSA

6-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódo hatásra

	Inflációs hatás 2016-ra		
	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,0	0,0
Piaci	-0,4	1,0	0,6
Indirekt adók és intézkedések	0,0	-0,1	-0,1
<b>Infláció</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>

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

Forrás: MNB

6-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódo és bejövő hatásra

2016					
	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo Indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	-0,6	0,0	0,7	0,0	0,1
nem feldolgozott	-0,7	0,0	4,0	-3,2	0,1
feldolgozott	-0,5	0,0	0,7	0,0	0,2
Ipari termékek	0,6	0,0	0,7	0,0	1,3
tartós	0,7	0,0	0,7	0,0	1,4
nem tartós	0,6	0,0	0,6	0,0	1,2
Piaci szolgáltatások	0,5	0,0	1,5	0,0	2,0
Piaci energia	0,3	0,0	-1,2	0,0	-0,9
Alkohol, Dohány	0,3	0,4	1,4	0,6	2,7
Benzin	-6,4	0,0	0,4	0,0	-6,0
Szabályozott árak	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2
<b>Infláció</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,5</b>
Maginfláció	0,3	0,1	1,0	0,1	1,5

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

Forrás: MNB

## ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

## Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája .....	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása .....	11
1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója .....	12
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája .....	13
1-5. ábra: Nemzetgazdasági ágazatok hozzájárulása a GDP éves változásához .....	13
1-6. ábra: A lakossági jövedelmek felhasználása .....	14
1-7. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként .....	14
1-8. ábra: Az exportpiaci részesedés változása .....	15
1-9. ábra: A GDP-növekedés alakulása .....	15
1-10. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban .....	16
1-11. ábra: A versenyszféra fajlagos munkaerőköltség-dekompozíciója .....	16
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre .....	20
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves GDP-előrejelzésünkre .....	21
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	22
3-1. ábra: Negyedéves GDP-növekedés az eurozónában .....	23
3-2. ábra: Negyedéves GDP-növekedés az eurozóna perifériaországokban .....	24
3-3. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása .....	24
3-4. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a kelet-közép-európai országokban .....	24
3-5. ábra: A behozatal alakulása egyes régiókban .....	25
3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása .....	25
3-7. ábra: Olajár-feltevésünk változása .....	26
3-8. ábra: A termelői árak alakulása .....	26
3-9. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása .....	27
3-10. ábra: Infláció a kelet-közép-európai országokban .....	27
3-11. ábra: A fejlett gazdaságok reálkamatainak alakulása .....	28
3-12. ábra: Az euro dollárral szembeni árfolyamának alakulása .....	28
3-13. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban (a GDP százalékában) .....	28
3-14. ábra: A kelet-közép-európai országok alapkamatainak alakulása .....	29
3-15. ábra: Kockázati indexek alakulása .....	29
3-16. ábra: Az amerikai kamatemelési várakozások piaci árazásban megjelenő kumulált valószínűsége .....	29
3-17. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás .....	30
3-18. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása .....	30
3-19. ábra: A szolgáltatásegyenleg fontosabb tényezőinek alakulása .....	31
3-20. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása .....	31
3-21. ábra: A háztartások megtakarítása és vagyona .....	31
3-22. ábra: Új háztartási hitelkihelyezések a hitelintézeti szektorban .....	32
3-23. ábra: Szektorok hozzájárulása a nemzetgazdasági beruházások éves változásához .....	32
3-24. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves növekedési üteme .....	33
3-25. ábra: Az épített lakások, a kiadott építési engedélyek és az ingatlanügyletek beruházásainak alakulása .....	33
3-26. ábra: A készletváltozás folyó áron .....	33
3-27. ábra: A folyóáras GDP-változás jövedelemoldali dekompozíciója .....	34
3-28. ábra: A nemzetgazdasági bérhányad alakulása .....	35
3-29. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP-növekedéshez való hozzájárulása .....	36
3-30. ábra: A HuCoin-mutató alakulása .....	36
3-31. ábra: Az ipari termelés alakulása .....	37
3-32. ábra: Ipari konjunktúraindikátorok alakulása .....	37
3-33. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása .....	37



3-34. ábra: Az ipari termelés első negyedéves változása az előző év azonos időszakához képest .....	38
3-35. ábra: A mezőgazdasági teljesítmény alakulása .....	39
3-36. ábra: A csapadékmennyiség és a gabonatermés közötti kapcsolat .....	40
3-37. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban .....	41
3-38. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása .....	41
3-39. ábra: A versenyszféra nominális béreinek (bal panel) és reálbéreinek (jobb panel) alakulása a régióban .....	42
3-40. ábra: Munkaerőhiány mint a termelés fő korlátja hazánkban (bal panel) és a régió országaiban (jobb panel) .....	42
3-41. ábra: A reálbér alakulása a versenyszférában .....	43
3-42. ábra: A fogyasztás 2015-ös szintje a válság előttihez képest .....	44
3-43. ábra: Kibocsátásirés-mutatók .....	44
3-44. ábra: A maginfláció és a kibocsátási rés alakulása .....	45
3-45. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása .....	46
3-46. ábra: Az ipari termelői árak éves változása .....	46
3-47. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása .....	47
3-48. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tényinfláció .....	47
3-49. ábra: Inflációs várakozások a régióban .....	48
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői .....	49
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása .....	50
4-3. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyam 1 hónapos gyenge irányú ferdeségi mutatójának alakulása .....	50
4-4. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya .....	51
4-5. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok .....	51
4-6. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása .....	51
4-7. ábra: A 3 hónapos BUBOR napi elmozdulásainak gyakorisága (bal panel), illetve a BUBOR panelbankok közti 3 hónapos fedezetlen ügyletek (jobb panel) .....	52
4-8. ábra: A régió bankközi referenciahozamainak alakulása .....	53
4-9. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP arányában) .....	55
4-10. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban .....	56
4-11. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben .....	56
4-12. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára .....	57
4-13. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása .....	57
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (négy negyedéves kumulált értékek, GDP arányában) .....	58
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása* .....	58
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint (négy negyedéves GDP-arányos értékek) .....	59
5-4. ábra: A külső adósságráták alakulása (GDP-arányos értékek) .....	59
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (a GDP százalékában) .....	60
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (a GDP százalékában) .....	61
5-7. ábra: Az ESA-egyenleg felbontása .....	62
5-8. ábra: A fiskális impulzus (a GDP százalékában) .....	63
5-9. ábra: A kormányzati szektor elsődleges kiadásai a GDP százalékában .....	63
5-10. ábra: A kormányzati szektor beruházási kiadásainak összetétele (a GDP százalékában) .....	64
5-11. ábra: Az adósságpálya várható alakulása – előretekintve változatlan, 2015. végi árfolyamon számítva .....	67

## Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei .....	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása .....	17
1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest .....	18
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal .....	19
3-1. táblázat: GDP-növekedés a nagyobb gazdaságokban .....	23
3-2. táblázat: Növekedési előrejelzések a BRICS országokban .....	25
3-3. táblázat: A növekedést befolyásoló egyedi tényezők 2016. első negyedében .....	39
3-4. táblázat: Éves bérnövekedés a versenyszféra főbb ágazataiban .....	46
4-1. táblázat: 3 és 6 hónapos BUBOR-hoz árazódó állományok .....	52
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában) .....	62
5-2. táblázat: A 2016. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a márciusi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában) .....	64
5-3. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2016. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában) .....	65
5-4. táblázat: A 2017. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a márciusi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában) .....	65
5-5. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2017. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában) .....	66
5-6. táblázat: Lakosságot közvetlenül érintő új költségvetési intézkedések GDP volumenre gyakorolt hatása (százalékpont) .....	67
5-7. táblázat: A kormányzati intézkedések inflációra gyakorolt hatása .....	68
6-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódo hatásra .....	69
6-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódo és bejövő hatásra .....	69



# 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. június**

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

