

# Átadták a közgazdasági Nobel-díjat

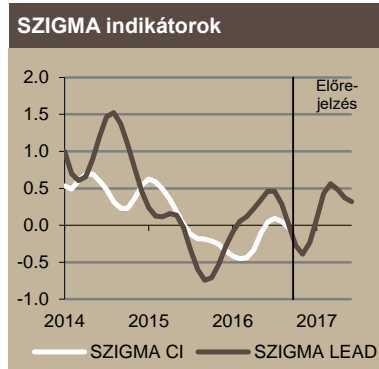
**Az októberben beérkezett adatok alapján az infláció némileg elszakadt a 0 százalékos szinttől. Mindeközben az ipar teljesítménye augusztusban kiemelkedően alakult, és az építőipar visszaesése is mérséklődött. A bérek dinamikus növekedése is folytatódott.**

A Brexitről szóló júniusi népszavazás óta az angol font árfolyama jelentősen gyengült a világ vezető valutáival szemben. Ehhez az unióból való kilépésen kívül hozzájárult a szigetország elmúlt években felhalmozódott jelentős folyó fizetési mérleg hiánya is.

Az ipar teljesítménye augusztusban 11,1 százalékkal haladta meg az egy évvel korábit. A jelentős bővüléshez a naptárhatás (idén augusztusban hárommal több munkanap volt, mint tavaly) mellett vélhetően hozzájárult a nyári leállások tavalyitól eltérő ütemezése is. Az építőipar teljesítménye bár továbbra is elmarad az egy évvel korábitól, a csökkenés mértéke azonban az előző hónapokban mérténél kisebb, 9 százalék.

Folytatódtak a kedvező munkaerőpiaci folyamatok: a munkanélküliségi ráta tovább csökkent (már csak 5 százalék), de folytatódik a bérek dinamikus növekedése is: a nettó reálbérek 8,6 százalékkal haladták meg az egy évvel korábit. A munkavállalók nagyobb rendelkezésre álló jövedelmének köszönhetően bővülni tud a kiskereskedelmi forgalom is. Egyre több ágazatban jelent ugyanakkor problémát a munkaerőhiány.

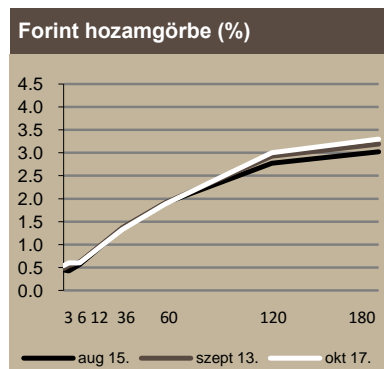
Szeptemberben az inflációs ráta 0,6 százalékot tett ki, vagyis az előző hónapokat jellemző defláció után kismértékű áremelkedés történt a gazdaságban. Augusztusban ismét növekedett a vállalatok nettó hitelállománya: a teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan igazítva) 62,6 milliárd forintnak felelt meg.



Forrás: Századvég

## Előrejelzésünk (2016.09.09.)

	2016
GDP változása (%)	2,1
Infláció (éves átlag, %)	0,1
Bruttó keresetek (éves változás, %)	6,0
EUR/HUF (éves átlag)	313



Forrás: Datastream

# Gazdasági áttekintés

## Külső környezet

*Az angol font árfolyama  
soha nem látott  
mélységbe süllyedt.*

Október közepén az angol font árfolyama soha nem látott mélységbe süllyedt az Egyesült Királyság főbb kereskedelmi partnereinek súlyozott valutakosarával szemben, így a szigetország központi bankja által készített valutaindex alapján már 15 százalékkal értékelődött le a font az unióból való kilépésről tartott június 23-ai népszavazás óta. A font októberben regisztrált gyengülésében jelentős szerepet játszott Theresa May miniszterelnök kijelentése is, mely szerint a brit kormányzat számára az önálló bevándorláspolitikai fontosabb, mint az európai közös piacokhoz való feltétel nélküli hozzáférés, ami a korábban vártnál nagyobb gazdasági áldozattal járó uniós kilépést vetít előre. Az Egyesült Királyság unióból való kilépésének gazdasági hatásai körüli bizonytalanság növekedése mellett a font gyengülésében jelentős szerepet játszik a szigetország magas, az utóbbi két évben a GDP 5 százalékára rúgó folyó fizetési mérleg hiánya is. A font jelentős gyengülése végső soron a szigetország gazdasági kilátásainak romlására mutat rá, bár rövid távon az exportszektor javuló versenyképessége miatt a font leértékelődése támogathatja a brit gazdasági növekedést.

A harmadik negyedévben éves alapon 6,7 százalékkal bővült a kínai kibocsátás, a kormányzat várakozásai szerint teljesülhet a 2016 egészére várt 6,5 százalékos meghaladó növekedési cél. A kínai növekedés továbbra is erősen függ a kormányzat által finanszírozott infrastrukturális fejlesztésektől, ám kedvező, hogy szeptemberben ismét 10 százalékos meghaladó éves fogyasztásbővülést regisztráltak a távolkeleti gazdaságban. Várakozásunk szerint az ingatlanpiac telítődése, valamint a szén-és acélipari kapacitások bejelentett csökkentése miatt a következő negyedévekben is folytatódhat a – globális összehasonlításban továbbra is magas – kínai gazdasági növekedés trendszerű lassulása.

### **Közgazdasági Nobel-díj 2016**

2016-ban is átadásra került a közgazdasági Nobel-díj, amelyet idén Oliver Hart és Bengt Holmström vehettek át a szerződéselméletek területén végzett kutatásuk elismeréseként.

A közgazdasági gondolkodásban a verseny mellett jelentős szerepet tölt be az együttműködés formáinak vizsgálata is. A téma felvetője Ronald Coase volt, aki rávilágított, hogy a gazdaság fejlődését a kölcsönösen előnyös cserék segítik elő, amik azonban akadályokba, „tranzakciós költségekbe” ütköznek. Ezen költségek minimalizálását segítik elő a felek között kötött szerződések. A következő, ehhez a témához köthető Nobel-díjat Douglass North kapta, aki a gazdasági rendszerek fejlődését elemezte, és bemutatta, milyen pozitív hatása van a gazdaságra, ha a megállapodások megkötése és betartása jól működik. 2009-ben Oliver Williamson és Elinor Ostrom ezen rendszereken belül elemezték a gazdasági együttműködés megszervezésének alapvető struktúráit.

Hart és Holmström munkájukban ennél még szűkebb fókuszot vizsgáltak, és olyan elméleteket dolgoztak ki, amelyek segítségével a szerződések kapcsán felmerülő számos kérdést lehet elemezni. Munkájuk lényegi részét a hiányos szerződések adták, amely új kutatási ágat maga Hart hozta létre a szerződéselméletek területén

még 1980-ban. A hiányos szerződések fókuszában az a tény áll, hogy nem lehet minden eshetőséget a szerződés keretébe foglalni, inkább az ellenőrzési jogok optimális allokációjára kell törekedni. A szerződésben ki kell emelni, hogy melyik fél milyen körülmények között gyakorolhat döntési jogkört. Ez az elgondolás új értelmezést adott a vállalatok tulajdonlásának és irányításának kérdésében, valamint a közgazdaságtanra, a politikatudományra és a jog számos területére is hatást gyakorolt. Új elméleti eszközöket dolgoztak ki, amelyek segítségével elemezhetőek az olyan kérdések is, hogy mely vállalatok egyesülését célszerű támogatni, milyen tőkeszerkezet számít optimálisnak, illetve mikor kerüljenek az iskolákhoz vagy börtönökhöz hasonló intézmények piaci vagy állami kézbe.

A felvetett gondolataikat több érzékletes példán keresztül is illusztrálták: logikus magyarázattal szolgáltak arra a kérdésre, miért nem a munkás birtokában vannak a termelési eszközök, illetve a megbízó-ügynök probléma esetén hogyan is köthet a megbízó optimális szerződést az ügynökével. Az első példa esetében a kapcsolat kudarca jelenti a legfőbb problémát, hiszen időt és pénzt kell áldozni a berendezések és a tudás beszerzésére. Ilyenkor a szerződésen kívüli biztosítékok előtérbe kerülnek, amely védett helyzetbe hozza a birtokosokat, és erősebb alkupozícióhoz juttatja őket. A példa keretein belül ez a biztosíték a termelési eszköz a vállalkozó részéről, azonban a vállalkozónak is fel kell ajánlani valami hasonlót a munkavállaló részére, hogy annak is megérje szerződést kötnie vele. Ez általában a cég jó hírneve vagy a szerződésbe foglalt végkielégítés. A Harték által kidolgozott elmélet azonban távolabbi területeken is könnyen alkalmazhatónak bizonyult. Például ha a szavazók az életszínvonal növekedését várják el az újraválasztott képviselőjüktől a jutalmazásért cserébe, amely tényezőt a kormány mellett sok más faktor is befolyásol, akkor a politikusok nagyobb kifizetéseket, erősebb hatalmukat stabilizáló biztosítékokat várnak el.

A kutatásuk fő mondanivalója tehát az, hogy az ösztönzést és a kockázat áttérhelését együtt kell figyelembe venni, meg kell találni a kettő közötti optimális egyensúlyt. Ez a gondolat koránt sem újszerű, az európai gondolkodás régi hagyományához való visszatérést jelenti, hogy a figyelem középpontjába az együttműködés intézményei, a tulajdon és a szerződés áll. Azonban a megalkotott módszerek újszerűsége és széleskörű alkalmazhatósága, valamint az érzékletes példák méltóvá tették Hartot és Holmströmöt a 2016-os közgazdasági Nobel-díjra.

Néhány tanulmány a témában:

Berde, É. (2014): A referenciapont-elmélet mint a hiányos információjú szerződések gondolatkörének új irányzata. *Vezetéstudomány / Budapest Management Review*, Vol 45(3). pp. 49-61.

Hart, O. (1988): Incomplete Contracts and the theory of the firm. *Journal of Law, Economics & Organization*, Vol 4(1), pp. 119-139.

Hart, O. – Holmström, B. (1987): The theory of contracts. *Advances in Economic Theory*, Fifth World Congress, ed. T. Bewley, Cambridge University Press.

Miller, G. – Babiarz, K. S. (2013): Pay-for-performance Incentives in Low- and Middle-Income Country Health Programs. National Bureau of Economic Research, Working Paper 18932.

Tirole, J. (1989): *The theory of Industrial Organization*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

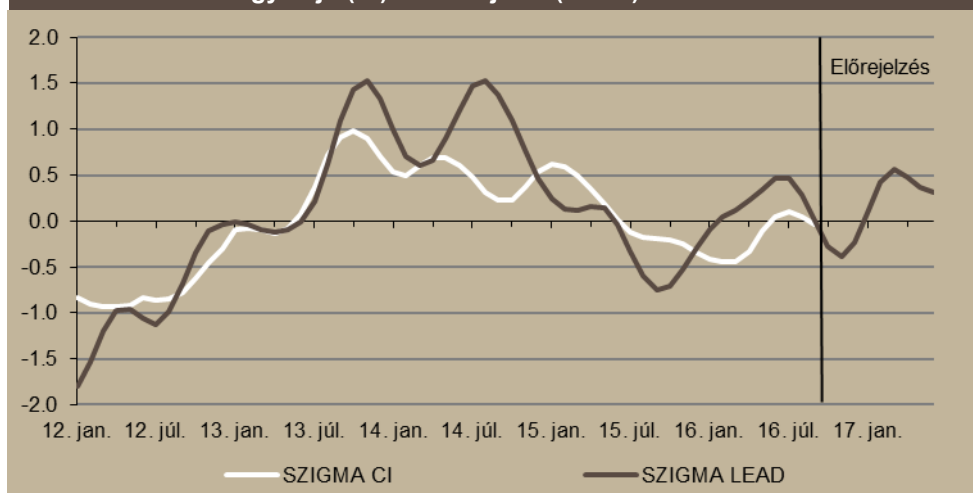
## SZIGMA indikátoraink

**SZIGMA indikátorunk alapján szeptemberben trend alatt nőtt a gazdaság.**

A gazdaság jelenlegi állapotát kifejező SZIGMA CI indikátor negatív tartományban tartózkodott szeptemberben, ami alapján trend alatti ütemben bővült a hazai gazdaság. Indikátorunk alapján viszont június és augusztus között a trendet meghaladó mértékben nőhetett a hazai kibocsátás, ami alátámasztja a gazdasági növekedés gyorsulását valószínűsítő előrejelzésünket. Augusztusban megfordult az ipari termelés volumenindexének három hónapja tartó mérséklődése, amit az utóbbi hónapokban bővülő ipari értékesítésállomány támogatott. Az építőipar kibocsátása augusztusban is elmaradt az egy évvel korábban regisztrálttól, a hazai kereslet továbbra sem képes ellensúlyozni az uniós forrásból finanszírozott fejlesztések kifizetését. Bár a szektor kibocsátásának éves visszaesése folyamatosan lassul, valamint a nem lakóépületekre kiadott építési engedélyek száma is négyéves csúcsra emelkedett, augusztusban megtört az építőipari rendelésállomány több mint fél éve tartó folyamatos bővülése.

A hazai gazdaság rövidtávú teljesítményével szembeni várakozásunkat kifejező SZIGMA LEAD indikátor alapján a magyar gazdaság trend feletti ütemben bővülhet a harmadik negyedévben. A következő hónapok bővülése és a hazai kivitel számára kedvező, hogy hazánk legfontosabb kereskedelmi partnerének, a német gazdaságnak üzleti hangulatindexe egyéves csúcsra emelkedett. Bár a kiskereskedelmi teljesítmény várhatóan a harmadik negyedévben is támogathatja a gazdasági növekedést, a kiskereskedelmi forgalom második hónapja csökken júniusi historikus csúcsát követően. Előrejelző indikátorunk alapján a tavalyi kiugróan kedvező utolsó negyedéves teljesítmény miatti magas bázis hatására a negyedik negyedév növekedési teljesítménye elmarad a harmadik negyedévben regisztrálttól, ellenben 2017 első két negyedévében ismét trendet meghaladó ütemben bővülhet a hazai kibocsátás. Összességében az idei év egészére a tavalyitól elmaradó, 2 százalékos enyhén meghaladó gazdasági növekedést valószínűsítünk.

1. ábra SZIGMA egyidejű (CI) és előrejelző (LEAD) indikátorok



Forrás: Századvég

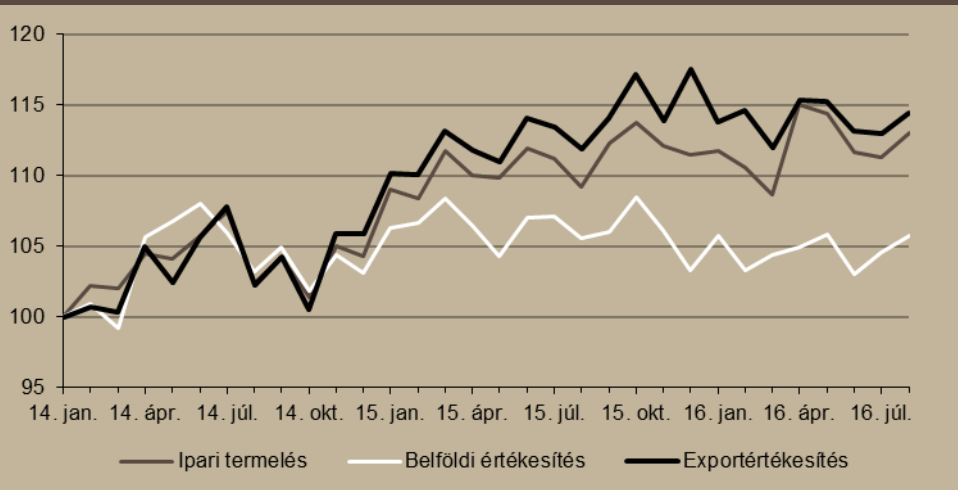
## Reálgazdaság

**Az ipar augusztusban 11,1 százalékkal növekedett éves összevetésben.**

Az ipar teljesítménye augusztusban az erős bázis ellenére is 11,1 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, azonban a munkanaphatástól kiigazított adatok szerint a termelés volumene ennél kisebb mértékben, 3,5 százalékkal növekedett. A két adat közötti eltérés oka az, hogy idén augusztusban hárommal több munkanap volt, mint tavaly. A kedvező augusztusi adat ugyanakkor azt a korábbi vélekedésünket is

alátámasztja, hogy a júliusi gyengébb teljesítményt részben a nyári leállások tavalytól eltérő lefutása okozta. Az ipari értékesítés 8,2 százalékkal haladta meg a tavalyit, amelyhez egyaránt hozzájárult a belföldi (5,8 százalék) és a külföldi értékesítés (9,5 százalék) is.

**2. ábra Ipari termelés és értékesítés alakulása (2014. január = 100%)**



Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

Forrás: KSH, Századvég

Az iparon belül legnagyobb súllyal bíró feldolgozóipar termelése 12 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. Ezen belül a következő alágazatok teljesítménye nőtt 10 százalékot meghaladó mértékben:

- Textilia, ruházat, bőr, és bőrtermék gyártása (13,8 százalék)
- Fafeldolgozás, papírtermék gyártása, nyomdai tevékenység (12,5 százalék)
- Gyógyszergyártás (18,8 százalék)
- Gumi-, műanyag és nemfém ásványi termék gyártása (13,3 százalék)
- Fémalapanyag és fémfeldolgozási termék gyártása (10,1 százalék)
- Számítógép, elektronikai, optikai termék gyártása (13,1 százalék)
- Villamos berendezés gyártása (13,2 százalék)
- Gép, gépi berendezés gyártása (16,9 százalék)
- Járműgyártás (16,6 százalék)

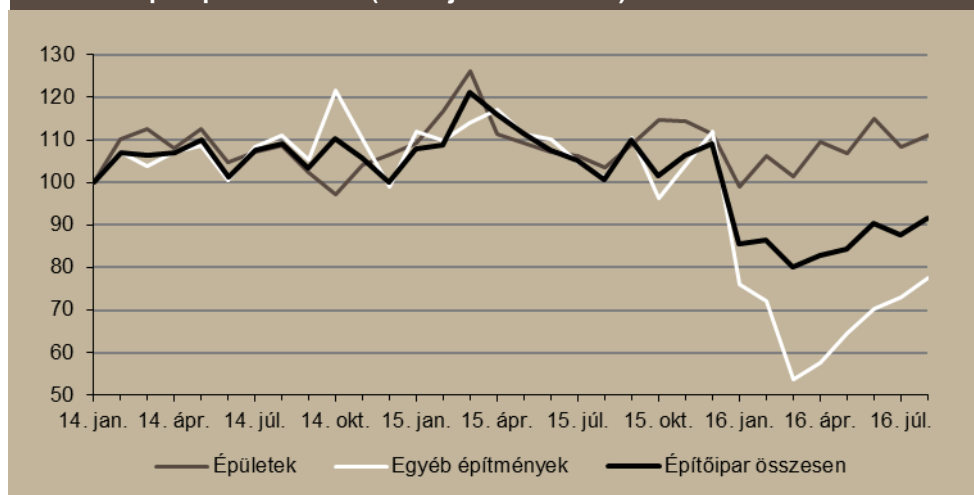
A feldolgozóipar alágazatai közül mindössze a kocszgyártás, kőolaj-feldolgozás termelésének volumene mérséklődött az előző év azonos időszakához képest (6,2 százalék). A csekély súlyú bányászat termelése több hónapnyi visszaesés után augusztusban 22,5 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, amely azonban részben a gyenge bázis következménye. A kiemelt ágazatok rendelésállománya alapján az ipar teljesítményének további javulására számítunk: az új rendelések állománya augusztusban 15,4 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, míg a teljes rendelésállomány 5,8 százalékkal volt magasabb, mint 2015-ben.

**Augusztusban az építőipar teljesítménye 9 százalékkal maradt el az egy évvel korábbitól.**

Augusztusban az építőipar teljesítménye 9 százalékkal maradt el az egy évvel korábbitól. Az év nyolcadik hónapjában mért mérséklődés mértéke jóval elmarad a korábbiaktól, így ez az idei legkedvezőbb volumenváltozás. Júliushoz képest a

termelés volumene a szezonálisan és munkanaphatással kiigazított adatok szerint 4,6 százalékkal nőtt. Júliushoz hasonlóan ugyanakkor most is eltérően alakult a két építményfőcsoport dinamikája: míg az épületeknél 7 százalékos növekedést, addig az egyéb építményeknél 23,9 százalékos csökkenést mértek az előző év azonos időszakához képest. Míg az előbbi kategóriában a növekedést elsősorban az ipari épületek építése okozta, addig az utóbbi kategóriában a mérséklődés fő okozója továbbra is az uniós források átmeneti kiesése. Érdemes azonban megjegyezni, hogy ezen építményfőcsoportnál alacsonyabb a visszaesés mértéke, mint az előző hónapokban volt. A jövő tekintetében kedvezőbb értékekre számítunk az uniós támogatások fokozatos beindulása valamint a Családi Otthonteremtési Kedvezmény hatása miatt. Egyelőre azonban a rendelésállomány ellentmondásosan alakul: míg az új szerződések állománya 13,3 százalékkal elmarad az egy évvel korábbitól, addig a teljes rendelésállomány 18,5 százalékkal meghaladja azt. A tárgyhoz végi szerződésállomány mindkét építményfőcsoport esetében meghaladja az egy évvel korábbit – erre az egyéb építmények esetében idén most először volt példa.

3. ábra Építőipar alakulása (2014. január = 100%)

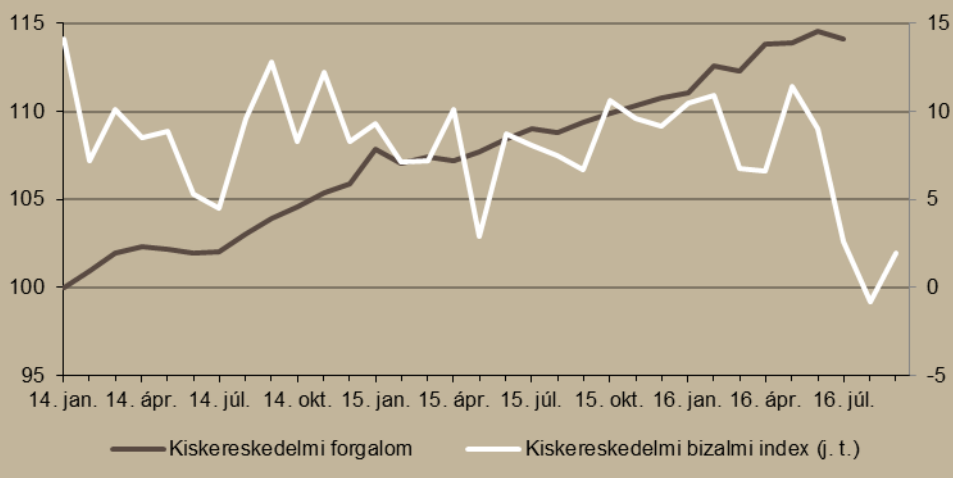


Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

Forrás: KSH, Századvég

**A kiskereskedelmi  
forgalom augusztusban  
5,8 százalékkal  
növekedett.**

Júliusban a kiskereskedelmi üzletek forgalmának volumene a nyers adatok szerint 2,9, naptárhatástól megtisztított adatok szerint pedig 4,0 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A mérsékeltebb bővülés oka az előző évi magas bázisban keresendő. Az augusztusi első becslés alapján a forgalom nyers adatok alapján 5,8, naptárhatástól megtisztítva pedig 4,3 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Az élelmiszer- és élelmiszer jellegű vegyes kiskereskedelmi üzletek esetében 2,8, a nem élelmiszer-kiskereskedelmi üzletekben 6,1, az üzemanyag-kiskereskedelemben 7,5 százalékos, naptárhatástól megtisztított növekedést figyeltek meg.

**4. ábra Kiskereskedelmi forgalom volumene (2014. január = 100%) és bizalmi indexe**

Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek.

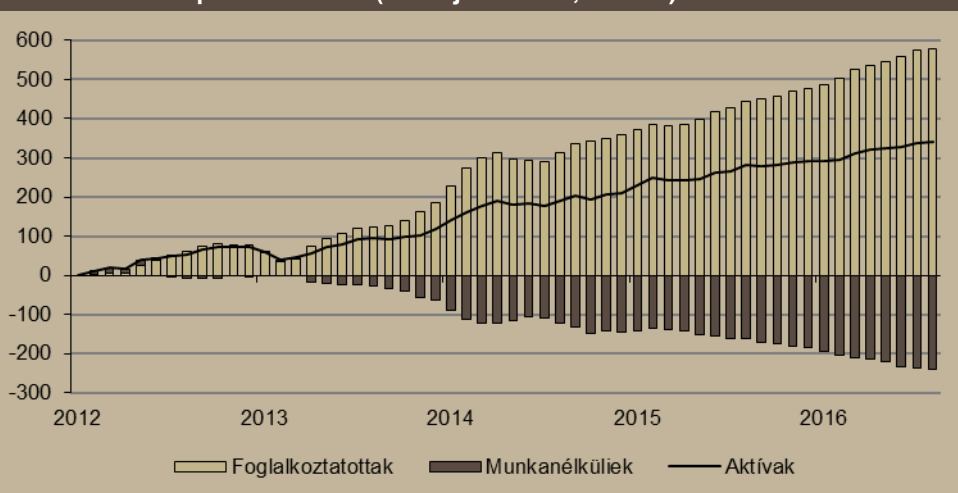
Forrás: KSH, Eurostat, Századvég

Júliusban ismét bővült a csomagküldő és internetes forgalom: naptárhatástól megtisztított értéken 34,1 százalékos növekedés következett be. 8,0 százalékkal bővült a könyv, számítástechnika és egyéb iparcikkek összesített forgalma, amihez nagy mértékben hozzájárult a számítástechnikai és egyéb iparcikkek áruló üzletek forgalmának 8,0, valamint a könyv, újság és papíraru 7,4 százalékos emelkedése. A textil, ruházati és lábbeli üzletekben az eladási forgalom 9,5 százalékkal növekedett, míg az iparcikk jellegű vegyes boltokban 3,2 százalékos emelkedést könyvelhettek el. A bútor és műszacikk szaküzletekben a forgalom 2,5, az illatszer szaküzletekben 3,1 százalékkal nőtt. A hasznáلتcikkek kiskereskedelmének volumene tovább mérséklődött: 8,8 százalékos visszaesést könyvelhettek el ebben a hónapban. A gépjármű és üzemanyag forgalom is tovább emelkedett 2,5 százalékkal.

#### **A munkanélküliségi ráta 5 százalékra csökkent.**

A magyar munkaerőpiac helyzete 2016 augusztusában a korábbi időszakoknál lassabb ütemben, de tovább javult. A foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma 5 ezer fővel emelkedett az előző hónaphoz képest. Ugyanezen időszak alatt az aktívak szezonálisan kiigazított száma 4 ezer fővel nőtt. Az aktivitási ráta ennek köszönhetően 61,1 százalékra emelkedett augusztusban a 15-74 éves korosztályban. A két hatás eredőjeként a munkanélküliek szezonálisan kiigazított száma a kis mértékben, ezer fővel, de tovább csökkent 231 ezer főre. Az intézményi statisztikák alapján az alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma 2 ezer fővel emelkedett, vagyis a foglalkoztatás növekedésében továbbra is jelentős szerepet játszanak az 5 főnél kevesebbet foglalkoztató vállalkozások. Az előző hónapokhoz hasonlóan a növekedés teljes mértékben a versenyszektorhoz köthető, ahol 6 ezer fővel emelkedett foglalkoztatás, míg a költségvetési szektorban visszaesett 4 ezer fővel. A költségvetési szférán belül a közfoglalkoztatottak száma a nyers adatok alapján 2 ezer fővel csökkent, így augusztusban 207 ezren dolgoztak a START munkaprogramokban. A szezonálisan kiigazított munkanélküliségi ráta 5 százalékra csökkent, amely a rendszerváltás óta mért legalacsonyabb érték. Ezzel tovább folytatódik a foglalkoztatási szempontból több évtizedes távlatban kedvező trend, ugyanakkor egyre több ágazatban jelentkezik munkaerőhiány, ami arra utal, hogy a magyar gazdaság növekedési potenciálja jelenleg elsősorban a képzési struktúra munkaerőpiacnak való jobb megfeleltetésén keresztül javítható.

5. ábra Munkapiac alakulása (2012. január = 0, ezer fő)



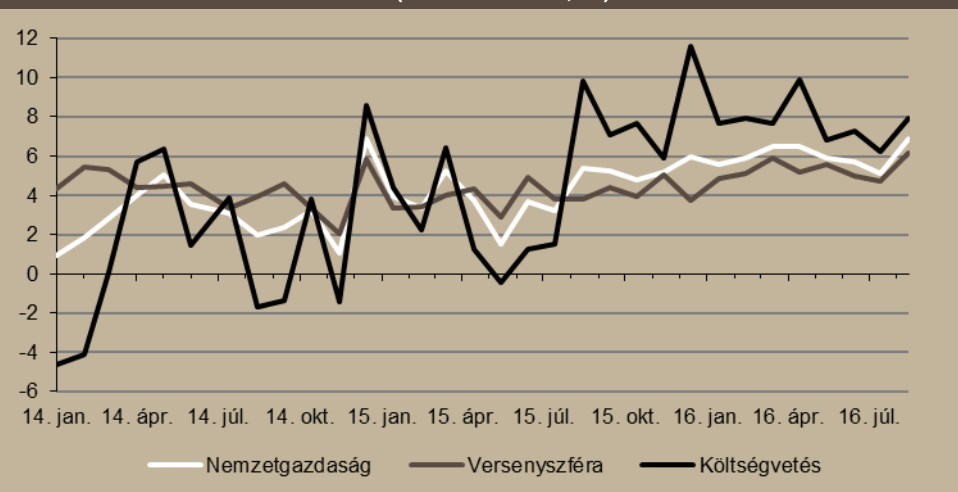
Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással kiigazított indexek

Forrás: KSH, Századvég

**A nettó reálbérek 8,6  
százalékkal nőttek  
augusztusban.**

A bruttó átlagkeresetek 2014 decembere óta nem látott ütemben 6,9 százalékkal, 258 260 forintra emelkedtek. Éves szinten a versenyszektorban 6,2, míg a költségvetési szektorban 7,9 százalékkal emelkedtek a bruttó keresetek, vagyis az előző hónapi lassabb növekedés csupán egyszeri hatásoknak köszönhető. A keresetek dinamikus növekedésére a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, a közsféra bérrendezései, valamint a versenyszektorban az egyes szegmensekben kialakuló munkaerőhiány gyakorol hatást. Az árszínvonal alakulását is figyelembe véve, a bruttó reálkeresetek 7, míg a nettó reálkeresetek 8,6 százalékkal növekedtek éves szinten augusztusban. Ez jelentős felhajtóerőt gyakorol a háztartások fogyasztási kiadásaira.

6. ábra Bruttó bérek alakulása (éves változás, %)



Forrás: KSH, Századvég

## Külső egyensúly

**Júliusban és  
augusztusban is nőtt a  
külkereskedelmi többlet.**

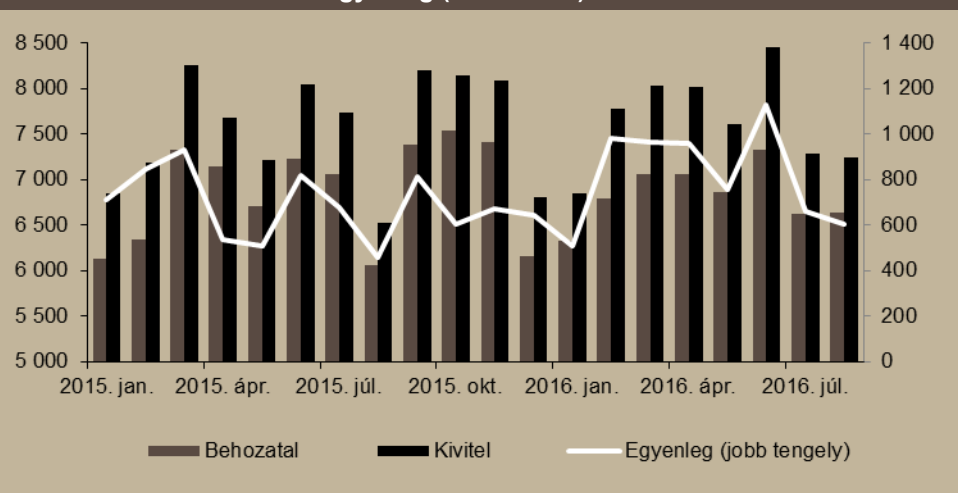
A KSH 2016 júliusára vonatkozó adatai alapján a külkereskedelmi termékgazdaság exportvolumene 5,4 százalékkal, míg a behozatalé 6,4 százalékkal csökkent éves bázison. A külkereskedelmi mérleg többlete 668 millió eurót tett ki, így az előző év azonos időszakához képest 31 millió euróval nőtt. Júliusban az egy évvel korábbihoz képest a gépek és szállítóeszközök volumene a kivitelben 3,1, a behozatalban 4,7 százalékkal csökkent. A közúti járművek behozatala közel 8 százalékkal esett vissza. A feldolgozott termékek exportvolumene 3,5 százalékkal, importvolumene 1,3



százalékkal mérséklődött. Az energiahordozók importvolumene 10 százalékkal nőtt. A kőolaj és kőolajtermékek behozatalának volumene közel 30 százalékkal emelkedett, miközben az olaj világpiacon az előző év azonos időszakához képest 23 százalékkal esett vissza. A 2016. augusztusra vonatkozó első becslés alapján a külkereskedelmi mérleg aktívuma 601 millió eurót tett ki. Ez 157 millió euróval több, mint az egy évvel korábbi érték. Az export euróban számított értéke 13 százalékkal, míg az importé 11 százalékkal nőtt éves összevetésben.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2016. augusztusában 461,5 millió eurót tett ki, amely az első hét hónapban mért értékekkel együtt (4962 millió euró) jelentős mértékben felülmúlja az előző év azonos időszakában mértet (3540 millió euró). A folyó fizetési mérleg szaldójának több mint 1,4 milliárd eurós (40 százalékos) emelkedése döntően az áruk kereskedelmének egyenlegnövekményéből származik.

7. ábra Külkereskedelmi egyenleg (millió euró)



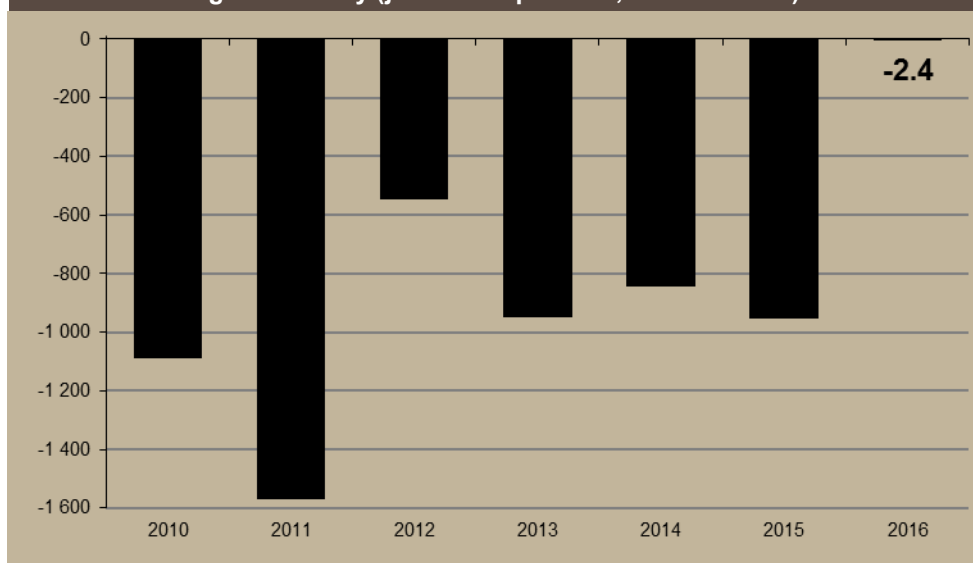
Megjegyzés: A 2016. augusztusi adatok az első becslésből származnak.  
Forrás: KSH

## Költségvetési helyzet

**A költségvetés első kilenc havi hiánya mindössze 2,4 milliárd forint volt.**

Az államháztartás központi alrendszerének szeptember végi halmozott hiánya 2,4 milliárd forint volt, ami – az NGM tájékoztatása szerint – az elmúlt tizenöt év legkedvezőbb kilencedik havi adata. Szeptemberben a központi költségvetés 95,5 milliárd forintos deficittel, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 21,3, az elkülönített állami pénzalapok pedig 71,8 milliárd forintos többlettel zártak. A halmozott hiányhoz a kilencedik hónap 271,6 milliárd forintos többletével járult hozzá, szemben a tavalyi 39,7 milliárd forintos hiánnyal. Az első kilenc hónap – tavalyi évhez viszonyított – kedvezőbb teljesülése mögött a kedvező gazdasági folyamatok adóbevétel generáló hatása és az európai uniós források eltérő teljesülése áll.

8. ábra Költségvetési hiány (január–szeptember, milliárd forint)



Forrás: NGM

Szeptemberben benyújtották a 2015. évi költségvetésről szóló zárszámadási törvényjavaslatot, amelyet már az Állami Számvevőszék is jóváhagyott. Az államháztartás 2015-re vonatkozó főbb adatai kedvezően alakultak, a pénzforgalmi hiány - döntően az uniós források megelőlegezése miatt - a GDP 3,6 százaléka lett (1 223,6 mrd ft). A kormányzati szektor európai uniós módszertan szerinti hiánya jóval kisebb lett a kitűzött célnál, a GDP 2,4 százaléka helyett 1,6 százalékban teljesült, ugyanezen módszertan szerint számított adósság rátája pedig 74,7 százalékra mérséklődött az előző évi 75,7 százalékról.

## Monetáris folyamatok

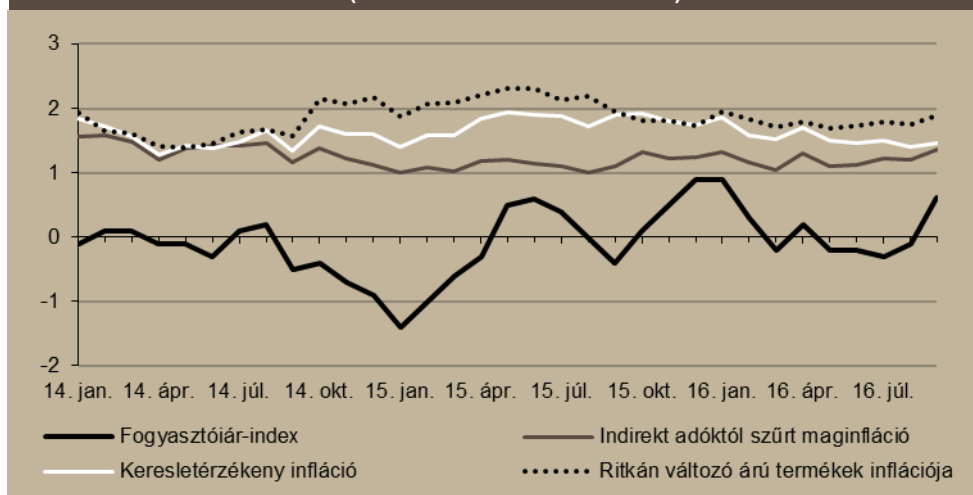
*Szeptemberben megindult a fogyasztói árak emelkedése.*

A szeptemberi infláció 0,6 százalékos volt az előző év azonos időszakához viszonyítva, azaz a több hónapja fennálló defláció után enyhén növekedésnek indultak az árak. Az élelmiszerek árában 0,8 százalékos növekedést figyeltek meg, amelyben szerepet játszott a cukor árának 22,2, az étolaj árának 5,8 és az idényáras élelmiszerek (burgonya, friss zöldség, gyümölcs) árának 4,3 százalékos emelkedése, valamint a sertéshús 10,8, a tojás 3,3, illetve a baromfi 2,1 százalékos árcsökkenése. A sertéshús esetében azonban az áfacsökkentést követő ármérséklődés fokozatosan kezd eltűnni, mivel az árak folyamatosan emelkednek. A jelenlegi árszintet tekintve már az áfacsökkentés hatásának fele eltűnt az ágazatból. A szeszes italok és dohányárak tovább drágultak, szeptemberben 2,0 százalékkal kerültek többre, mint tavaly ilyenkor. Emelkedett még a szolgáltatások (1,3), a ruházati cikkek (0,2), valamint a tartós fogyasztási cikkek (0,2) ára is. A háztartási energia árában nem történt változás, míg az egyéb cikkek árának esetében 0,7 százalékos csökkenést tapasztaltak. Ez utóbbi kategórián belül a járműüzemanyagok ára 3,9 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához viszonyítva, ami már lényegesen kisebb árcsökkenést takar, mint az ezt megelőző hónapokban.

Az MNB által közzétett inflációs alapmutatók mind növekedést mutatnak: az indirekt adóktól szűrt maginfláció 0,2 százalékponttal 1,4 százalékpontos szintre emelkedett. A keresletérzékeny infláció és a ritkán változó árú termékek inflációja 0,1-0,1 százalékponttal rendre 1,5, illetve 1,9 százalékpontra növekedtek. A jegybank kommunikációja szerint az infláció tartósan alacsony szinten marad, és csupán 2018 közepére közelíti meg a 3 százalékos célértéket. Az alapkamatban várakozásaink

szerint nem történik változás 2017 végéig. A jegybank Monetáris Tanácsa október 25-ei ülésén nem változtatott az alapkamaton. Azonban csökkentette az egynapos jegybanki hitel (overnight collateralised loan) kamatát 1,15-ről 1,05 százalékra, továbbá a kötelező tartalékrátát (reserve ratio) 2-ről 1 százalékra.

**9. ábra Infláció alakulása (éves változás százalékban)**

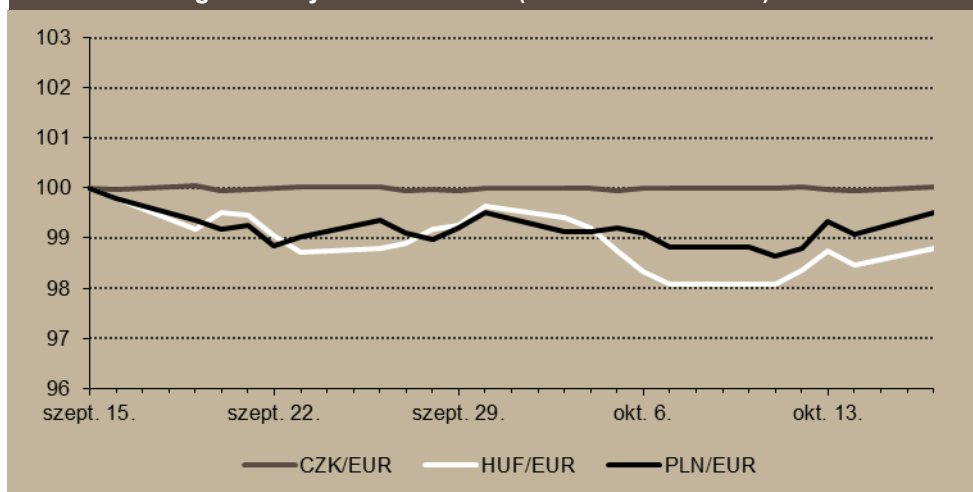


Forrás MNB, Századvég

**Az EKB és a Fed sem változtatott a monetáris kondíciókon.**

Sem az EKB Kormányzótanácsa nem változtatott a monetáris politikai eszköztáron a 2016. október 20-i ülésén, sem pedig a Fed kamatokról határozó Nyíltpiaci Bizottsága (FOMC - Federal Open Market Committee) nem emelt kamatot az elmúlt időszakban, így nem alakultak ki e két monetáris politikai szereplő által indukált hatások a pénz- és tőkepiacokon. A Fed szeptember 20-21-i üléséről októberben közzétett jegyzőkönyve alapján a kamatemelési ciklus folytatásának időpontjára vonatkozóan a testület megosztott. A döntéshozók szerint ugyanis a kamatemelési esélyek alig változtak, hiszen a 17 százalékos novemberi-, míg 68 százalékos a decemberi kamatemelés valószínűsége jelenleg.

**10. ábra A régiós árfolyamok alakulása (induló érték = 100%)**



Forrás: Datastream

**A régiós pénzügyi mutatók vegyesen alakultak.**

A régiós folyamatok kismértékű változást indukáltak a vizsgált pénzügyi mutatókban. A cseh korona árfolyama gyakorlatilag stagnált, míg a lengyel zloty 0,5 százalékot erősödött az euróval szemben. Az országkockázati felár (az 5 éves CDS) Lengyelországban nem változott, és 76 bázisponton maradt, míg Csehországban 1 egységgel 41 bázispontra nőtt. A hazai pénzügyi mutatók összességében kedvezőbbé

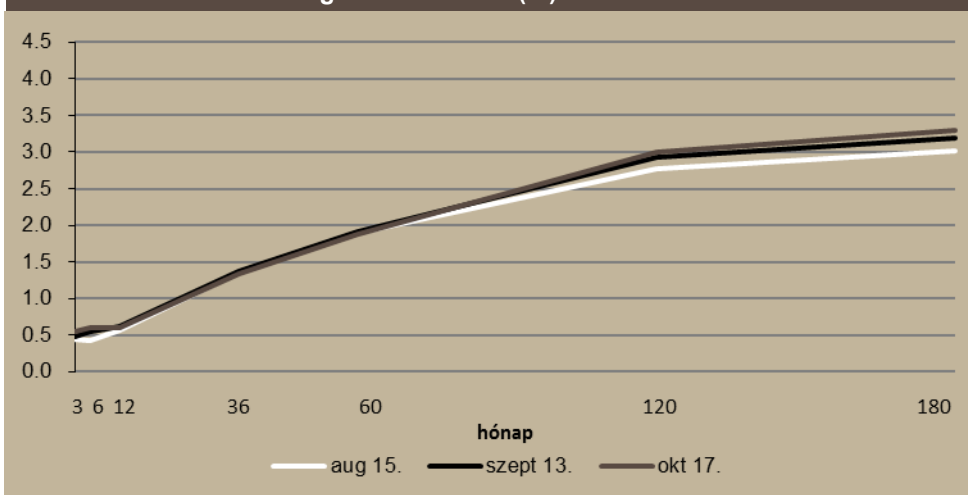
váltak. Miközben az országhozadékot kifejező mutató, az 5 éves CDS értéke 9 egységgel 131 bázispontról 122 bázispontra csökkent, addig az elmúlt hónapban a forint árfolyama a svájci frankkal szemben stagnált, az amerikai dollárral szemben 1,1 százalékkal gyengült, míg 1 százalékkal erősödött az euróval szemben. Az időszak végén így egy svájci frank 282, egy euró 307, míg egy amerikai dollár 279 forintba került. Az elmúlt hónapban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány gyakorlatilag stagnált: 2 milliárd forinttal csökkenve az időszak végén 3699 milliárd forintot tett ki.

**A Monetáris Tanács nem változtatott az irányadó rátán.**

A magyar jegybank szeptemberben sem változtatott irányadó rátáján, és 0,9 százalékon hagyta azt. A Monetáris Tanács jegyzőkönyve alapján a 9 fős grémiumból a megjelent 8 fő mindegyike a kamat tartására és a kamatfolyosó változatlanul hagyására voksolt. A Monetáris Tanács tagjai egyetértettek abban, hogy az előző kamatdöntés óta nem történt olyan fejlemény, amely a jelenlegi kamatszint megváltoztatását indokolná. Érdekes azonban az a tény, hogy a jövőbeni 3 hónapos kamatok piacán (FRA (forward rate agreement) – határidős kamatmegállapodás) 0,65 százalékos kamatlábon kötnek üzletet a bankok, azaz azt prognosztizálják, hogy a 9 hónap múlva induló 3 hónapos eszköz kamata 25 bázisponttal alacsonyabb lesz a jelenlegi jegybanki alapkamatnál.

A kamat tartását követően az állampapírok rövid futamidejű piacán néhány bázisponttal emelkedtek a hozamok. A 3 hónapos hozam 6 bázisponttal növekedett, így továbbra is alacsony (0,54 százalék), és 36 bázisponttal kisebb az irányadó kamatnál (3 hónapos jegybanki betét). A további DKJ-k hozamai a következőképpen változtak: a 6 hónaposé 6 bázisponttal emelkedett, míg az egy évesé 2 bázisponttal csökkent. A 3 és az 5 éves állampapírok hozama kis mértékben csökkent - 4 és 3 bázisponttal -, míg a 10 és 15 éves állampapírok hozama 7 és 11 bázisponttal emelkedett. Azaz a hozamgörbe rövid- és hosszú vége feljebb toródott, míg a közepe kis mértékben lejjebb toródott.

**11. ábra A forint hozamgörbe alakulása (%)**

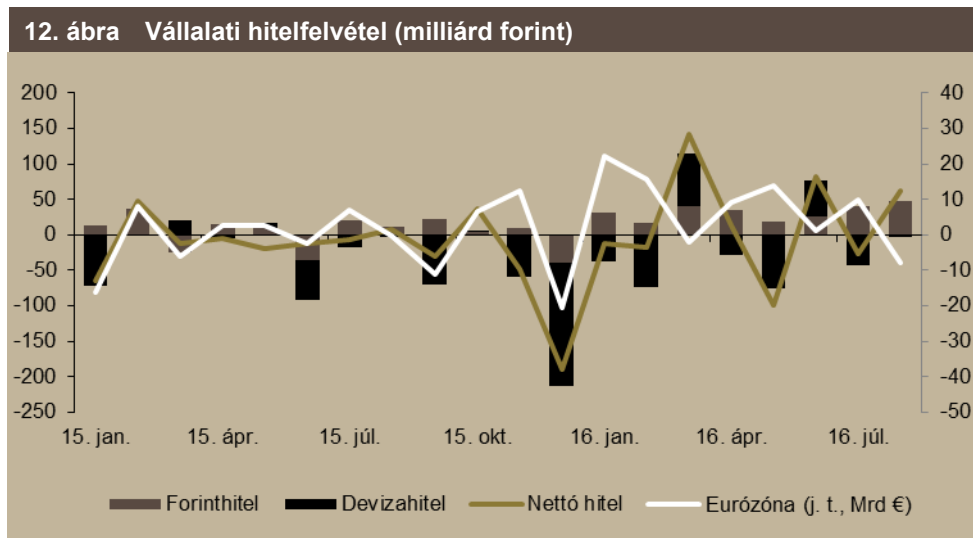


Forrás: ÁKK, Századvég

**A hitelfelvétel volt jellemző a vállalatoknál.**

A vállalatoknál 2016 augusztusában a szezonálisan kiigazított számok alapján a banki nettó forinthal felvétel 46,8 milliárd forintnak felelt meg. A devizahitelek tranzakcióinak nettó értéke -2,9 milliárd forintot tett ki, azaz a nem pénzügyi vállalatok augusztusban kis mértékben nettó hiteltörlesztők devizában. A kettő eredőjeként adódó augusztusi teljes nettó hitelfelvétel (szezonálisan igazítva) így 62,6 milliárd forintnak felelt meg. Ez alapvetően kedvező folyamat, hiszen a forintban denominált hiteleknél ugyan

folyamatosan hitelfelvét történt (szezonálisan igazítva), míg a devizában a hitelfelvétel/hiteltörlesztéses hónapok váltakoznak. Ez idén immár a negyedik hónap, amikor összességében szezonálisan igazítva bővült a hitelállomány.



Forrás: MNB, EKB, Századvég

A folyószámlahiteleken felüli bruttó forint hitel-kihelyezés 162,1 milliárd forintot tett ki, ami kismértékű emelkedést mutat az előző hónaphoz képest. Az újonnan nyújtott euróhitelek összege 71,2 milliárd forint volt, ami kismértékű növekedést jelent az előző havi értékhez képest. Az összességében 4,4 milliárd forint összegű növekmény nem jelenti azonban a vállalati szektor jelentősen nagyobb árfolyamkockázati kitettségét.

# Századvég előrejelzés<sup>1</sup>

## 13. ábra 2016. III. negyedévi előrejelzésünk

	2015					2016					2017				
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves	I.	II.	III.	IV.	éves	I.	II.	III.	IV.
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	2,9	0,9	1,8	2,8	2,9	2,1	4,0	3,6	2,8	2,5	3,2				
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,2	4,4	4,8	4,4	4,6	4,6	3,5	4,1	3,6	3,0	3,6				
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	1,2	-11,9	-17,6	-6,1	-3,9	-9,9	0,9	5,2	6,0	5,0	4,3				
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	8,4	5,8	8,0	7,1	7,9	7,2	7,6	5,5	5,9	5,7	6,2				
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,7	7,8	6,0	5,9	7,3	6,8	6,5	6,2	7,1	6,6	6,6				
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	8,6	2,6	2,8	2,2	2,2	9,8	2,5	2,6	2,7	2,1	10,0				
Fogyasztóiár-index (%)	-0,1	0,4	-0,1	-0,1	0	0,1	0,7	0,9	1,6	2,1	1,3				
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,35	1,05	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9				
Munkanélküliségi ráta (%)*	6,8	6,0	5,1	5,0	5,0	5,3	4,9	4,8	4,7	4,6	4,8				
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,2	6,1	6,1	6,1	5,8	6,0	4,9	5,0	5,4	6,1	5,3				
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,4	-	-	-	-	5,1	-	-	-	-	5,2				
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,8	-	-	-	-	7,2	-	-	-	-	8,2				
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,0	-	-	-	-	-1,7	-	-	-	-	-1,9				
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	2,1	1,9	1,8	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	1,9				

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

## 14. ábra Az előrejelzésünk változása az előző negyedévhez képest

	2016			2017		
	2016. június	2016. szeptember	változás	2016. június	2016. szeptember	változás
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	2,1	2,1	0,0	3,2	3,2	0,0
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	4,1	4,6	+0,5	3,4	3,6	+0,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	-5,8	-9,9	-4,1	3,3	4,3	+1,0
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,4	7,2	-0,2	6,2	6,2	+0,0
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,2	6,8	-0,4	6,4	6,6	+0,2
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	9,0	9,8	+0,8	9,3	10,0	+0,7
Fogyasztóiár-index (%)*	0,4	0,1	-0,3	1,6	1,3	-0,3
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	0,9	0,9	0,0	0,9	0,9	0,0
Munkanélküliségi ráta (%)*	5,6	5,3	-0,3	5,4	4,8	-0,6
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	5,5	6,0	+0,5	5,4	5,3	-0,1
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,9	5,1	+0,2	4,7	5,2	+0,5
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	7,2	7,2	0,0	7,9	8,2	+0,3
Az államháztartás egyenlege a GDP százalékában	-1,8	-1,7	0,1	-2,1	-1,9	0,2
GDP-alapon számított külső kereslet*	2,2	1,8	**	2,3	1,9	**

\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.

\*\* A külső kereslet változása a modellváltás miatt nem értelmezhető.

Forrás: Századvég-számítás

<sup>1</sup> Készítés dátuma: 2016. szeptember 9.

## Jogi nyilatkozat

A jelen kiadvány a Századvég Gazdaságkutató Zrt. szellemi terméke, melyet külső személyek által szolgáltatott adatok alapján tájékoztató jelleggel állított össze partnerei részére. Ennek megfelelően a kiadványban foglalt megállapítások, előrejelzések nem számítanak szakmai vagy egyéb tanácsadásnak, a Századvég Gazdaságkutató Zrt. semmilyen felelősséget nem vállal az azokon alapuló döntések eredményességéért.