

Kopint–Tárki Zrt.: Szűk esztendő után...

MATHEIKA ZOLTÁN – NAGY KATALIN – PALÓCZ ÉVA

A gazdasági növekedés lefékeződése 2016-ban a vártnál erőteljesebb volt. A lassulás elsődleges oka az uniós források átmeneti kiesése, míg az idén e források beáramlásának felgyorsulása a növekedés egyik fő hajtóereje lesz, legalábbis erre mutatnak a kormányzati szándékok, a már megjelent pályázati programok. Mindazonáltal a tavalyi lassulás mértéke rávilágít a magyarországi beruházások EU-forrásoktól való túlzott függésére. A Kopint–Tárki az idei esztendőre 3,7 százalékos gazdasági növekedéssel kalkulál, amely a beruházások és a fogyasztás dinamikus emelkedésére támaszkodik. Az infláció 2,7 százalékra gyorsulhat, részben a világpiaci olajárak némi emelkedése, részben a bérköltségek számottevő növekedése és az erős belső fogyasztói kereslet miatt.

A világgazdaság

A világgazdasági növekedés 2016 folyamán megindult élénkülése a következő két évben tovább erősödhet: az OECD legfrissebb jelentése az idei évre 3,3, jövőre már 3,6 százalékos globális bővüléssel számol, s hasonló megállapításra jut a többi előrejelző is. A különböző konjunktúraindikátorok általában felfelé mutatnak, ennek ellenére a növekedési előrejelzéseket számos régi és új kockázat teszi bizonytalanná. Ilyenek mások mellett az amerikai gazdaság- és kereskedelempolitika tisztázatlan törekvései, az erősödő protekcionista tendenciák a világkereskedelemben; a különböző geopolitikai feszültségek (például Törökország, Szíria körül) eszkalálódása; a széttartó monetáris politikák a fejlett országokban, ezek pénzüpiaci és reálgazdasági következményei; a brexit és következményei a globális folyamatokra, különösen Európára; a migráció regionális fejlődést befolyásoló trendjei és kezelési stratégiái. Változatlanul igaz, hogy a korábbi válságok utáni élénkülés sokkal erőteljesebb volt és sokkal inkább kihatott a világgazdaság egészére, mint a jelenlegi.

* A cikk a Kopint–Tárki Konjunktúrajelentés. A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2016 tavaszán című, 2016. április 4-én bemutatott kiadványa alapján készült (a jelentést készítette: Kráncz Annamária, Matheika Zoltán, Nagy Ágnes, Nagy Katalin, Oblath Gábor, Palócz Éva és Vakhal Péter).

<https://doi.org/10.47630/KULG.2017.61.3-4.9>

Matheika Zoltán, a Kopint–Tárki Zrt. kutatója. E-mail: zoltan.matheika@kopint-tarki.hu

Nagy Katalin, a Kopint Konjunktúra Kutatási Alapítvány ügyvezető igazgatója.

E-mail: katalin.nagy@kopint-tarki.hu

Palócz Éva, a Kopint–Tárki Zrt. vezérigazgatója. E-mail: eva.palocz@kopint-tarki.hu

A *világkereskedelem* bővülése 2016-ban rendkívül alacsony, a világgazdaságétól is elmaradó ütemű volt. Az elmúlt hónapokban a világgazdaság erősödésével párhuzamosan a kereskedelmi kilátások is határozottan javultak. Az idei évben várható 3,5 százalékos körüli növekedés azonban a válság előtti ütemekhez mérve kifejezetten alacsony, és még ezt is komoly lefele húzó kockázatok mérsékelhetik: forgalomkorlátozó kereskedelem-politikai változások fenyegetnek, szaporodnak a protekcionista intézkedések és a globalizációellenes irányzatok, rövidülnek az értékláncok, világszerte erősödik a bizonytalanság és a bizalmatlanság (a fejlett országok körében is).

A globális trendek szempontjából továbbra is kockázati tényezőt jelentenek a *nyersanyagárak*, elsősorban a nyersolajár alakulása. A 2016 vége óta tartó, mérsékelt emelkedés napjainkra kissé megtorpant, annak ellenére, hogy az OPEC-megállapodást sikerült – többé-kevésbé – betartani. Ez részben azzal magyarázható, hogy a készletek továbbra is viszonylag magasak, részben pedig azzal, hogy az amerikai palaolaj-termelés új lendületet vett. A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) legfrissebb előrejelzése szerint a globális kínálat 2016-ban átlagosan napi 1,6 millió hordóval nőtt. Az idén ennél mérsékeltebb, napi 1,4 millió hordós bővülés várható, ami azt jelenti, hogy a piaci kereslet és a kínálat közötti rés tovább szűkülhet. A jelenlegi trendek alapján az idén nagyjából 54-55 dollár/hordó olajárra számíthatunk. A kereslet – a konjunktúrális élénkülés hatására – valamelyest élénkülhet, ami a piaci egyensúly javulását, a túlkínálat mérséklődését hozhatja magával.

A *nemzetközi pénzpiacok* az idén nagyobb mozgásokat mutathatnak. A Fed idén március 15-ei kamatemelése és annak megszellőztetése, hogy az év folyamán további kamatkiigazítások várhatók, fordulópontra jelent: a laza monetáris politika időszaka véget ért, és az amerikai szigorítást előbb-utóbb Európa is követi majd. Egyelőre azonban az Európai Központi Bank (EKB), a svájci, a brit és a japán jegybank kitart az expanzívabb monetáris politika mellett, aminek következtében a tőke az Egyesült Államok felé veheti az irányt, emiatt az amúgy is erős dollárra fokozottabb nyomás nehezhülhet. A nem konvencionális monetáris politikai eszközök lassú kivezetésének előbb-utóbb szintén napirendre kell kerülnie.

Az Európai Unió nemzetközi környezetét tekintve változatlanul vegyes a kép. Az *Amerikai Egyesült Államok* gazdasága a tavalyi, vártnál mérsékeltebb bővülést követően mind az idén, mind jövőre 2 százalékos feletti ütemben nőhet, elsősorban a belső kereslet élénkülése következtében. A különböző konjunktúra-indikátorok jelenleg kedvező irányba mutatnak, a bővülő foglalkoztatás, az emelkedő nominális jövedelmek, az egyelőre még kedvező finanszírozási környezet következtében a magánfogyasztás dinamikusan bővül. A jelenlegi várakozások szerint a prognózisidő-

szakban a beruházási tevékenység is erőre kap. Az export vonatkozásában egyelőre nagyobbak a bizonytalanságok: az erős dollár fékezi, a globális konjunktúra élénkülése viszont ösztönözheti azt. Az új amerikai elnök gazdaságpolitikája továbbra is sok bizonytalanságot rejt magában. A várakozások szerint 2017-ben az eddig alapvetően semleges fiskális kurzus expanzívabbá válik: jelentős állami infrastruktúra-fejlesztő beruházásokat hirdettek meg, s a vállalati adók átalakítása is élénkítheti a vállalkozásokat. A beígért jövedelemadó-csökkentés szintén élénkítő hatású lehet. A protekcionista kereskedelempolitika, a nemzetközi egyezményekből való kiválás, az import büntetővámokkal történő fékezése a hazai termelés élénkítése érdekében mindenképpen konjunkturális kockázatot jelent, s nem lehet tudni, hogy a fő kereskedelmi partnerekből milyen reakciót vált ki.

Japánban a növekedés továbbra is gyenge lábakon áll. Bár a GDP a módosított számítási módszer szerint tavaly 1 százalékkal bővült, a 2016. évi növekedés elsősorban az első negyedévi dinamikus teljesítménynek tulajdonítható, mert az év folyamán a konjunkturális lendület elapadt. Elsősorban a belső kereslet bővülése lassult, a magánfogyasztás a negyedik negyedévben stagnált, a nyáron meghirdetett állami konjunktúraélénkítő intézkedések hatása sem érződött, noha a beígért állami intézkedések fókuszában infrastrukturális fejlesztések álltak.

Kína GDP-je 2016-ban 6,7 százalékkal bővült, s a következő két évben is marad a 6 százalék feletti növekedés. A bizonytalanságok, a kínai gazdaság megreformálásának nehézségei ugyanakkor óriásiak. A kormányzat, tekintettel jelentős tartalékaire, képes lehet továbbra is kezelni a kockázatokat, feltéve hogy a kapacitásfeleslegek leépítését, az ingatlanpiaci anomáliákat, a nem teljesítő hitelek felszámolását menedzselni tudja.

Oroszország gazdasága két év recesszió után az idén ismét növekedési pályára léphet. Ennek jelei 2016 második felében már látszóttak, a visszaesés megállt, különösen az ipari termelés indult növekedésnek. A gazdaság stabilizálódásának hatására a rubel leértékelődése tavaly februárban elérte mélypontját, ezzel párhuzamosan az infláció is mérséklődött. A jelenleg ismert fundamentumok alapján azonban a prognózisidőszakban nem igazán várható dinamikus növekedés. A beruházók, különösen a külföldiek továbbra is bizalmatlanok. Az ország teljesítményét változatlanul az olajexport alakulása határozza meg alapvetően, a csak mérsékelten emelkedő, továbbra is nagyon ingatag olajár mind az exportbevételeket fékezi, mind az államháztartás helyzetét kedvezőtlenül befolyásolja.

Az *euróövezetben* a konjunkturális élénkülés továbbra is bizonytalanságokkal terhes. A legnagyobb bizonytalansági tényezőt a március 29-én bejelentett brit ki-

lépési szándék jelenti. Az Egyesült Királyság távozásával a közös GDP nagyjából hatodát jelentő gazdaság válik ki, amely a 2014–2020-as időszakban Németország után a legnagyobb nettó befizetőnek számít. Ezek a kedvezőtlen hatások egyelőre azonban még alig érzékelhetők. A tavaly megindult szerény élénkülés az idén is folytatódni fog. A konjunktúraindikátorok felfelé mutatnak, a vállalatok hangulatát jelző ESI is markánsan javult az utóbbi hónapokban. A növekedés továbbra is jelentős mértékben a belső keresletre, ezen belül elsősorban a magán- és az állami fogyasztásra támaszkodik. A magánfogyasztást a kedvező munkaerő-piaci folyamatok és az erősödő béremelkedés szintén húzzák. Előrejelzéseink szerint az EU-19 összesített GDP-je az idén 1,5 százalékkal bővül, ami a német növekedés alakulásától függően valamelyest magasabb is lehet, majd jövőre is e körüli, 1,6 százalékos bővülést várunk. Ez a prognózis azon alapszik, hogy a globális élénkülés folytatódik, az amerikai gazdaságpolitika nem vezet a kereskedelmi protekcionizmus túlzott erősödéséhez, és a brexit makrogazdasági hatásai kezelhetők maradnak.

Az EU 28 egésze esetében a tavalyi 1,9 százalékos növekedési ütem kismértékben lassulni fog, 2017-re 1,7 százalékos, 2018-ra 1,6 százalékos bővülést várunk. Ebben tükröződik, hogy a brexit hatására 2018-ra az Egyesült Királyság esetében a növekedés lassulására számítunk.

Az *infláció* erősödni fog, elsősorban az energiaárak emelkedésének hatására. Az eurózóna átlagában a tavalyi 0,2 százalékos fogyasztói árindexszel szemben az idén is, jövőre is 1,5 százalék körüli áremelkedést várunk. Ez még mindig elmarad az EKB inflációs céljától, de egyre inkább megközelíti azt.

A *fiskális politika* számos országban enyhén expanzívvá válik. Nagy valószínűséggel a strukturális deficit az eurózóna átlagában valamelyest emelkedni fog. A jelenlegi alacsony kamatkörnyezet és a mérsékelt konjunkturális élénkülés következtében az államháztartási hiányok átlagos szintje mind az euróövezet, mind az EU-28 átlagában nagyjából stabil marad. Pozitív egyenleget Németország és Hollandia államháztartása mutat.

Az *Egyesült Királyság* 2017. március 29-én hivatalosan is aktiválta a Lisszaboni Szerződés 50. cikkelyét, és bejelentette kilépési szándékát az Európai Unióból. A brit uniós tagság megszűnéséhez vezető folyamat megindításával egyelőre még semmi nem változott, hiszen a szigetország szerződéses jogai és kötelezettségei a kilépés pillanatáig érvényesek maradnak. A kiválás mindkét oldal számára veszteséget jelent, ezért a felek a károk minimalizálására töreksenek. Azt egyelőre nem lehet tudni, hogy milyen kereskedelmi megállapodás jön majd létre; a kiválás legvitatottabb kérdései a belső piachoz való hozzáférés, a pénzügyi szolgáltatások kezelése,

a munkaerőmozgás korlátozása, illetve a közös költségvetéshez való hozzájárulás feltételeinek rögzítése. Kemény tárgyalásoknak lehet elébe nézni, ugyanakkor a brit gazdaság európai integráltságát és a nagy európai országok piaci érdekeit figyelembe véve remélni lehet, hogy mindenki számára kezelhető kompromisszum születik meg. Addig azonban az a bizonytalanságok a befektetők, beruházók tevékenységét erősen fékezhetik.

Az új EU-tagállamok 2016 utolsó negyedében összesen 3,1 százalékkal növekedtek. A térség élén, ahogy az előző három negyedévben mindig, Románia áll, 4,7 százalékos növekedéssel. Az EU-s források továbbra is táplálni fogják az új tagállamok gazdasági növekedését, amit mérsékelt infláció kísér majd. A térségben az idei évre 3,1 százalékos, jövőre 3,0 százalékos bővülést várunk, amely minden tagállamban kiegyensúlyozott lesz. Az új tagállamok kockázati megítélése sokat javult, mára csupán Magyarország, Románia, Horvátország, Bulgária és Ciprus állampapírjai nem minősülnek „A” kategóriásnak.

Magyar gazdaság

Míg 2014-ben és 2015-ben a gazdaság dinamikája rendre felülmúlta az előrejelzői várakozásokat, addig a tavalyi növekedési teljesítmény bizonyos fokú csalódást okozott: 2016-ban a GDP 2 százalékkal bővült. Habár tudni lehetett, hogy a növekedési ütem lassulni fog, tavaly áprilisban az előrejelzők többsége még 2,5 százalék körüli vagy épp azt meghaladó ütemmel számolt.

Megjegyzendő, hogy a 2015-ös évvel szemben tavaly a mezőgazdaság nem visszahúzta, hanem erőteljesen (0,6 százalékponttal) támogatta a növekedést. Ez azt jelenti, hogy a nagyrészt időjárásfüggő mezőgazdaság nélkül a gazdaság dinamikája 1,5 százalékot sem ért volna el.

A felhasználási oldalon elsősorban a beruházások minden várakozásra rációzó visszaesése nyomta le a gazdasági dinamikát. A bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene éves átlagban 15,5 százalékkal zsugorodott, vagyis mintegy 10 százalékponttal súlyosabb volt a visszaesés, mint amire egy évvel korábban akár a legpesszimistább előrejelzők számítottak. Az utolsó negyedév volt a legrosszabb: ekkor a zuhanás üteme közel 20 százalékos volt. A beruházások negyedik negyedévi negatív rekordja végleg lenullázta a 2 százalékosnál érdemben gyorsabb éves növekedés esélyét.

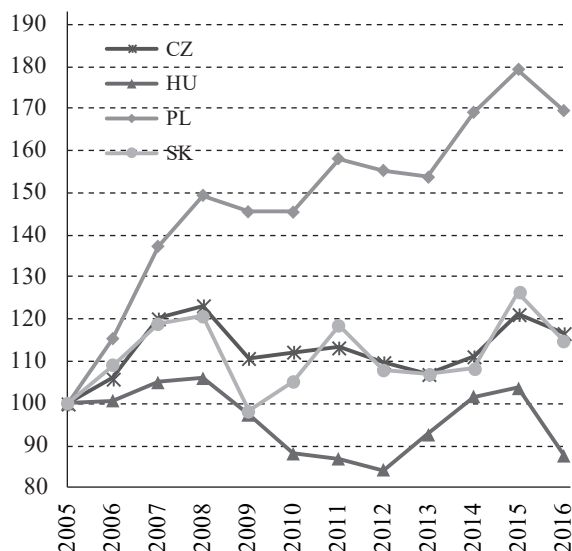
A beruházások tavalyi esése alapvetően az uniós források átmeneti megszakadásának tulajdonítható. Az év utolsó harmadában meglódultak ugyan a kifizetések,

de ezek nagy részét – részben jogszabályi kötöttségek miatt – majd csak idén fogják ténylegesen elkölteni. Rövid távon az uniós forrásokhoz kapcsolódó visszaesés nem túlságosan aggasztó, mert a tavalyi leülést az idén az uniós kifizetések fellendülése fogja követni. Ugyanakkor figyelemre méltó, hogy a többi kelet-európai országban a beruházások jóval kisebb mértékben estek vissza, noha az előző uniós tervezési ciklus lezárása őket is érintette (lásd az *1. ábrát*). Ez a magyar beruházásoknak az uniós forrásoktól való kényelmetlen mértékű függését mutatja, ami a távolabbi jövő szempontjából nem megnyugtató.

1. ábra

Bruttó állóeszköz-felhalmozás a visegrádi országokban

(2005 = 100)



Forrás: Eurostat.

A lassulás másik említésre méltó – és bizonyos értelemben problematikusabb – tényezője az *áru-külkereskedelem* volt. Ahogy azt sejteni lehetett, a beruházások visszaesése miatt az import növekedési üteme az erős fogyasztási dinamika ellenére sem ugrott meg jelentősen. Ám ahogy a nyugat-európai országok növekedésének exportvezéreltsége csökkent, a magyar áruexport növekedési üteme is lassult, negatívba fordítva a nettó áruexport hozzájárulását a növekedéshez. Minderre úgy került

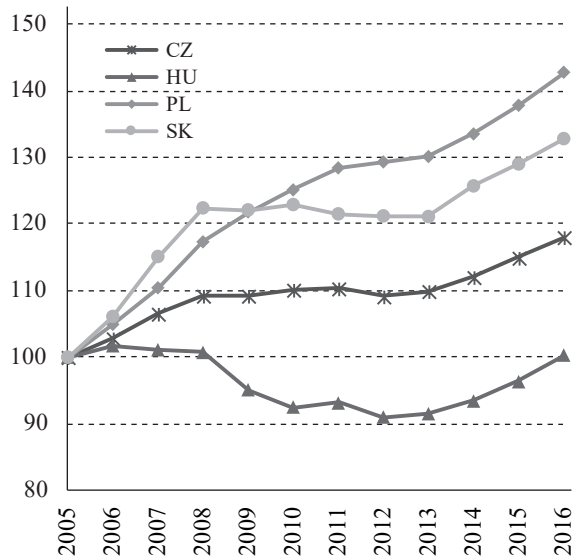
sor, hogy közben a régi tagállamok növekedési üteme csak kismértékben lassult, azon belül a német növekedés még gyorsult is valamelyest. Az áru-külkereskedelem negatív fordulatának növekedésre gyakorolt hatását a szolgáltatás-külkereskedelem kedvező alakulása mérsékelte.

A magánfogyasztás nagyjából az elvárt teljesítményt hozta – e komponenssel kapcsolatban az erős jövedelemkiáramlás időszakában kevés lefelé mutató kockázat volt (lásd a 2. ábrát). Ezen felül az év során a felhasználási oldalon az állóeszköz-felhalmozás zuhanásának hatását a *készletek* halmozódása tompította – különösen 2016 negyedik negyedében. Ez utóbbi természetesen nem lesz tartós. A készletállomány részben azért nőtt, mert az ipar eladásai az ágazat termelésénél is gyengébben alakultak, az ipar tehát tavaly részben készletre termelt. Ennek fényében nemcsak várható, hanem remélhető is, hogy a készletváltozás az idén nem járul hozzá a gazdasági növekedéshez.

2. ábra

A háztartások fogyasztásának volumenindexei a visegrádi országokban

(2005 = 100)



Forrás: Eurostat.

A *termelési oldalon az ipar* drasztikus lefékeződése volt a lassulás leglátványosabb tényezője – amit az ipari exportértékesítés stagnálása és a belföldi értékesítés csökkenésbe fordulása kísért. Ahogy azt az áru-külkereskedelem kapcsán említettük, a vártnál sokkal gyengébb ipari teljesítmény részben a kedvezőtlen nemzetközi környezettel magyarázható – a német feldolgozóipari exportértékesítés hosszú idő után a tavalyi év utolsó harmadában mutatott először halvány életjeleket. De az már szerkezeti problémára utal, hogy a térségben csak Szlovákia iparát sújtotta akár csak megközelítőleg hasonló mértékben a nemzetközi környezet, a cseh és a lengyel ipari export az utóbbi egy év folyamán is érdemben bővülni tudott. A magyar ipar részben az autóipar túlságosan domináns súlyát szenvedte meg 2016-ban.

Az ipari lassuláshoz az építőipar meredek esése társult, ami főleg az uniós források hiányából adódott. E két negatív hatást a mezőgazdaság rekordteljesítménye, illetőleg a dinamizálódó fogyasztói kereslet nyomán a szolgáltatások gyorsuló bővülése együttesen is csak részlegesen volt képes ellensúlyozni.

A fentiek fényében felvethető a kérdés: a megelőző évek jó ütemű növekedése után a tavalyi évet egyszeri botlásként vagy inkább a magyar gazdasággal kapcsolatos komolyabb problémák tüneteként kellene-e értékelni?

Első közelítésben az optimista értelmezés tűnik kézenfekvőnek. Az uniós források hiánya 2016-ban a növekedés legfőbb kerékkötője volt, idén viszont ezek válnak a növekedés fellendülésének első számú hajtóerejévé. Emiatt, illetőleg a magánvállalati beruházási kedv valószínűsíthető erősödése nyomán az állóeszköz-felhalmozás az idén szárnyalni fog, noha egyelőre arra számítunk, hogy a növekedési ütem elmarad a tavalyi zuhanás mértékétől. Mivel eközben a tavalyi fő hajtóerő, a fogyasztás idén is dinamikus marad, a belföldi felhasználás dinamikája erőteljesebb lehet, mint 2005 óta bármikor. Így idén kevesebb a bizonytalansági pont, mint tavaly volt.

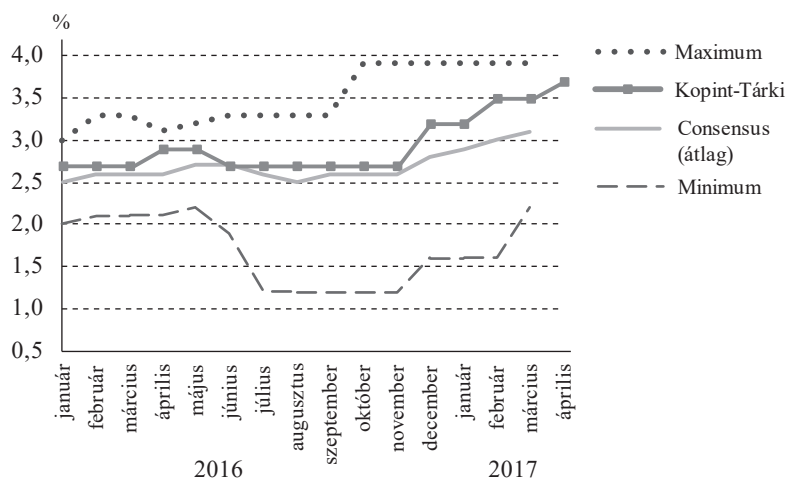
Ugyanakkor továbbra is kérdés, hogy mi történik az exporttal, illetőleg az iparral. E téren optimizmusra ad okot, hogy jelenleg a világgazdaság összes nagy régiójában gyorsulni látszik a növekedés, és ez – a belső kereslet szélesebb bázisú bővülésével együtt – jó alapot adhat ahhoz is, hogy a magyar ipar magára találjon. Ugyanakkor a világgazdaságban a bizonytalanságok továbbra is fennállnak, ráadásul a rendelés-állományra vonatkozó statisztikai adatokból – különösen az exportmegrendelések esetében – egyelőre nemigen olvashatóak ki a tartós ipari élénkülés előjelei.

Ezzel együtt jelenleg az ipar érezhető, de nem különösebben erőteljes gyorsulására számítunk az idén – bár nem elhanyagolható lefelé mutató kockázatokkal. Hasonlóképpen, az exportdinamika bizonyos fokú erősödését várjuk. Ez segíteni fog abban, hogy a meglóduló beruházások okozta importnövekedéssel a külkereskede-

lem ne húzza le túlságosan erőteljesen a GDP-t az idén. De az áru-külkereskedelem, illetőleg a termelési oldalon az ipar azért okozhat még kellemetlen meglepetéseket. A bizonytalanság részben abból adódik, hogy az autóipari fellendülés inkább csak 2018-ra várható, márpedig a magyar ipar dinamikája – mint említettük – nagyon is függővé vált a járműipartól.

3. ábra

A Consensus prognózisa a magyar GDP 2017. évi növekedésére



Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts.

Ezzel együtt, miután a belföldi keresletet a két tényező immár nem ellentétes, hanem azonos irányba húzza, komoly az esélye, hogy idén a gazdaság növekedési üteme eléri vagy meghaladja a 3,5 százalékot (lásd a 3. ábrát). A termelési oldalon ezt a szolgáltatások dinamikájának további erősödése, illetőleg az építőipar megugrása teszi lehetővé, az ipar viszonylag szerény növekedése és stagnáló vagy csökkenő agrárkibocsátás mellett.

Az uniós forrásoknak és a belső keresletnek – valamint egyes autóipari beruházások üzembe helyezésének – köszönhetően jövőre is erős, 3 százalékot meghaladó növekedés valószínűsíthető. Idővel azonban a munkaerőhiány a növekedés egyre keményebb korlátjává válik, és súlyos kérdés, hogy mennyire sikerül majd a mostani,

nagyobbrészt munkaerő-bevonásra támaszkodó növekedésről termelékenységalapú növekedésre átállni.

A *költségvetés központi alrendszer*e 2017 első két hónapjában ismét rekordtöbbletet ért el, ami annak a következménye, hogy az állami kiadások jóval nagyobb mértékben maradtak el az időarányostól, mint a kiadások. Ebből azonban nehéz következtetéseket levonni az egész évre vonatkozóan, mivel a kormány a törvény adta diszkrécionális jogára támaszkodva jóformán tetszése szerint alakíthatja a költségvetési folyamatokat, ahogy ezt a tavaly decemberi kiadási dömping is szemléltette. Mindenesetre a stabil fiskális pozíció fennmaradásával, 2 százalékot kevéssel meghaladó GDP-arányos államháztartási hiánnyal számolunk 2017-ben. Az *államadósság* GDP-arányos rátája 2016 végére 74 százalék közelébe ereszkedett, a továbbiakban a csökkenés folytatódására számítunk.

A *folyó fizetési mérleg* 2014 óta tartó javuló irányzata 2016-ban folytatódott, amihez az áru- és szolgáltatás-külkereskedelem GDP-arányos többletének emelkedése járult hozzá. Ennek ellenére a folyó- és a tőkemérleg összevont aktívuma jelentősen csökkent, a tőkemérleg pozitív egyenlegének 90 százalékos zsugorodása miatt. Utóbbi mögött az EU-források beáramlásának visszaesése húzódik meg.

Az idei évre vonatkozó kilátásokat illetően arra számítunk, hogy a folyó fizetési és a tőkemérleg GDP-arányos együttes egyenlege nem változik jelentősen 2016-hoz képest, módosul viszont a többlet szerkezete. Az áru- és szolgáltatásforgalmi aktívum apadásával a folyó mérleg többlete csökken, a tőkemérleg aktívuma azonban az EU-források beáramlásának élénkülése miatt emelkedik.

Az összesített *FDI-beáramlás* az előzetes adatok szerint 2016-ban jelentős volt, megközelítette a GDP 4 százalékát. Ám ez teljes egészében az újrabefektetett jövedelemnek tulajdonítható, miközben a friss tőkemozgások esetében a tőkekivonás meghaladta a beáramlás mértékét. E két tétel megkülönböztetése azért fontos, mert az, hogy a külföldi cégek Magyarországon mutatják ki jövedelmüket, adóoptimalizálási célokat is szolgálhat, viszont a „friss tőke” beáramlása nagyobb valószínűséggel reálgazdasági beruházásokat finanszíroz. Vagyis a tavalyi év adatai egyáltalán nem adnak okot az elbizakodottságra az ország tőkevonó képességét illetően; ez főleg a későbbiekben – a vissza nem térítendő uniós források visszaszorulásával – válhat akut problémává.

Tavaly még fennmaradt az előző három év lényegében (vagy majdnem) *inflációmentes* gazdasági környezete, bár a legutóbbi hónapokat már a fogyasztói árak emelkedése jellemezte. Az éves árindex 2016-ban 0,4 százalék lett. Ez a folyamat 2017-ben megtörik, és jelenlegi ismereteink szerint 2,5–3 százalék közötti fogyaszt-

tóiar-index várható. Ez még mindig alatta marad a Magyar Nemzeti Bank inflációs célplafonjának. A magasabb árindex 2017-ben részben a nemzetközi inflációs trendeknek, de főleg a hazai bérek jelentős emelkedésének tudható be. Ezt figyelembe véve a Kopint–Tárki a korábbi 2 százalékról *2,7 százalékra* emeli 2017. évi inflációs előrejelzését.

A nem pénzügyi vállalatok új hiteleinek kamatlába 2016 folyamán jelentősen, 2017 első két hónapjában pedig meredeken csökkent. Azonban kevés a jó háttérrel rendelkező potenciális hitelfelvevő, emiatt az alacsony kamatok ellenére a vállalati szektor kereslete a beruházási hitelek iránt összességében továbbra is viszonylag gyenge, bár a trend emelkedő.

A háztartások ingatlanvásárlási célú hitelfelvétele az elmúlt hónapokban határozottan emelkedett, ami összhangban van a lakásépítés némi élénkülésével. A családi otthonteremtési kedvezmény által kínált jelentős előnyök tükrében az áttörés azonban még várat magára. A fogyasztási célú új hitelek év/év alapon dinamikusabban növekednek, habár a hitelszerződések összesített értéke hónapról hónapra erősen ingadozik.