



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2016
MÁRCIUS

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2016
MÁRCIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és vállalkozásokat egyaránt sújtó gazdasági ingadozások mértékét.

A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében 2005 augusztusától a 3 százalékos középtávú cél körüli infláció biztosításával törekszik az árstabilitás megvalósítására. A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljes körűen az infláció várható alakulását, és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntése sok szempont együttes mérlegelésén alapul. Ezek közé tartozik a gazdasági helyzet várható alakulása, az inflációs kilátások, a pénz- és tőkepiaci folyamatok, a stabilitási kockázatok vizsgálata.

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

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

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

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2016. március 18-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	21
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	24
3.1. Nemzetközi környezet	24
3.2. Aggregált kereslet	34
3.3. A kibocsátás szintje és szerkezete	41
3.4. A munkapiac helyzete	45
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója	46
3.6. Költségek és infláció	47
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	50
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	50
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	55
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	59
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	59
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	61
5.3. Költségvetési folyamatok	63
6. Kiemelt témák	68
6.1. A 2015-ös évre adott jegybanki előrejelzések értékelése	68
6.2. Az olajár várható alakulása és makrogazdasági hatásai	72
6.3. Az új monetáris politikai előrejelző modell	78
7. A 2016. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	83
Ábrák és táblázatok jegyzéke	84

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink	17
3-1. keretes írás: Az Európai Központi Bank márciusban átfogó lazító programról döntött	32
3-2. keretes írás: A lakásépítések támogatásának részletei és lehetséges makrogazdasági hatásai	38
3-3. keretes írás: A mezőgazdasági teljesítmény volatilitása mögött meghúzódó tényezők	43
4-1. keretes írás: A hosszú hozamok alakulása Magyarországon és a feltörekvő régióban	53
4-2. keretes írás: A Piaci Hitelprogram kamatcsere-tendereinek (HIRS) értékelése	58

A MONETÁRIS TANÁCS FŐ MEGÁLLAPÍTÁSAI AZ INFLÁCIÓS JELENTÉSHEZ

A Monetáris Tanács megítélése szerint folytatódik a magyar gazdaság növekedése. A gazdaságot változatlanul kihasználatlan kapacitások jellemzik, így a hazai reálgazdasági környezet dezinflációs hatású marad. Az infláció pályája a decemberi előrejelzéshez képest érdemben lejjebb tolódott és tartósan a jegybanki cél alatt alakul. A tartósan magas külső finanszírozási képesség és a mérsékelt költségvetési hiány csökkenti az ország sérülékenységét a következő években.

Lassult a világgazdaság növekedése az elmúlt hónapokban, az inflációs ráták a jegybanki célértékektől elmaradva továbbra is alacsonyban alakultak.

2015 negyedik negyedében lassult a világgazdaság bővülése. A fejlett gazdaságokban a növekedés ütemének lassulása mellett folytatódott a válságból való kilábalás, 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 közelítheti meg az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket.

Az elmúlt hónapokban beérkezett adatok alapján az árak emelkedése főként a december óta bekövetkező, számottevő olajárcsökkenés következtében érdemben elmaradt a korábbi prognózistól. A Monetáris Tanács megítélése szerint az élénkülő lakossági fogyasztás és a mérsékelt emelkedő bérszínvonal eredményeként a maginfláció csak fokozatosan növekszik. A tartósan alacsony globális inflációs környezet visszafogja a hazai fogyasztói árak emelkedésének ütemét. A tartósan alacsony költségoldali inflációs nyomás, a világgazdaság lassulása és az inflációs várakozások historikusan alacsony szintje következtében erősödött a tartósan cél alatti inflációt eredményező másodkörös hatások kialakulásának kockázata. Előretekintve az alacsony nyersanyagárak és a csökkenő inflációs várakozások következtében, az óvatossági motívumok fokozatos oldódásával párhuzamosan élénkülő fogyasztás hatására az infláció csak 2018 első felében ér a középtávú inflációs cél közelébe.

Folytatódik a hazai gazdaság növekedése, melyben meghatározó szerepe lesz a belső fogyasztás élénkülésének.

A magyar gazdaság növekedése a negyedik negyedévben a várakozásunknak megfelelően erőteljes volt. Felvevőpiacaink fokozatos élénkülése támogatja az export további bővülését. A növekedést az európai uniós forrásbeáramlás lassulása mérsékli, ugyanakkor a jegybanki és kormányzati intézkedések egyaránt hozzájárulnak a gazdaság élénküléséhez. A Monetáris Tanács megítélése szerint az MNB Növekedéstámogató Programja, a lakásépítéseket ösztönző és az EU-források ütemes lehívását segítő kormányzati intézkedések által elérhetővé válik a 3 százalékos körüli növekedés fenntartása. A vállalati hitelezés folyamatait tekintve a kv-hitelezés a jegybanki szándékkal összhangban dinamikusan növekszik, melyet a Piaci 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 és a gazdasági konjunktúra folytatódó élénkülésével. A javuló jövedelmi folyamatok, a hitelezés élénkülése, valamint az óvatossági motívumok fokozatos oldódása segíti a fogyasztás jelentős bővülését, mely a következő években érdemben támogatja a gazdaság növekedését.

Magas finanszírozási képesség mellett tovább mérséklődik a külső eladósodottság.

A gazdaság külső finanszírozási képessége a tavalyi kiugróan magas, a GDP 9 százalékát meghaladó értékről 2016-2017-ben enyhén csökken. A mérséklődéshez alapvetően hozzájárult az EU új költségvetési periódusához köthető alacsonyabb transzferbeáramlás, amit csak részben ellensúlyoz az emelkedő külső kereslet és a javuló cserearány miatt tovább emelkedő külkereskedelmi többlet. Ennek ellenére a külső finanszírozási képesség várhatóan a teljes előrejelzési horizonton magas marad, ami az ország külső eladósodottságának további csökkenéséhez, és így a külső sérülékenység folytatódó mérséklődéséhez vezet. Ehhez hozzájárul, hogy a fegyelmezett fiskális politika tovább folytatódik és az államháztartás hiánya a tavalyi historikusan alacsony szint alatt alakul az előrejelzési horizonton, aminek következtében az államadósság is tovább csökken.

A nemzetközi pénzügyi piaci hangulat az időszak első felében bekövetkezett jelentős romlást követően javult. A hazai folyamatokat nem befolyásolta érdemben a globális kockázatvállalási hajlandóság változása.

A globális pénzügyi hangulat év eleji romlását február közepétől korrekció követte, amellyel párhuzamosan a tőzsdeindexek és a kockázati mutatók a korábbi csökkenés után újra emelkedtek. A piaci folyamatokat leginkább a globálisan meghatározó jegybankok döntéseivel, a világgazdaság növekedési kilátásaival és az olajárak alakulásával kapcsolatos várakozások befolyásolták. A hazai pénzügyi piacokra kevésbé volt hatással a globális kockázatvállalási hajlandóság kezdeti romlása, összességében a forint eszközök kockázati megítélése érdemben javult. A forint árfolyama a régiós devizákat meghaladó mértékben erősödött. Az állampapír-piaci és a bankközi határidős hozamok számottevően mérséklődtek az elmúlt negyedévben.

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet tartott relevánsnak, amelyek a jövőbeli monetáris politikára hatást gyakorolhatnak. A vártnál lazább külső monetáris politikai környezet és az erősödő másodkörös hatások az alappályánál alacsonyabb, míg az erősödő bérdinamika és dinamikusabb fogyasztás megvalósulása az alappályánál magasabb inflációs pályát jelent. A vártnál lazábban alakuló külső monetáris politikai környezet a hazai gazdasági növekedést nem befolyásolja érdemben. Az erősödő másodkörös hatások, illetve az erősödő bérdinamika nyomán dinamikusabban alakuló belföldi fogyasztás megvalósulása esetén a hazai gazdasági növekedés kedvezőbben alakulhat az alappálya-előrejelzésénél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további, mérsékeltebb kockázatként azonosította a feltörekvő piaci gazdaságok visszafogottabb növekedését, a nemzetgazdasági beruházások mérsékeltebb alakulását, a pénzügyi turbulenciákat, illetve az alacsony olaj- és nyersanyagárak gyorsabb korrekciójának lehetőségét.

A márciusi Inflációs jelentéssel a jegybank egy új előrejelző modellt vezetett be, amely a válság tapasztalatait felhasználva sokoldalúbb és pontosabb képet ad a monetáris politikát meghatározó gazdasági folyamatokról.

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 deflációs hatású. A márciusi előrejelzés alapján a korábban feltételezett tartósan és számottevően alacsonyabb költségkörnyezet hatására kitolódott az inflációs cél elérésének időpontja.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a monetáris kondíciók lazítása összhangban van az inflációs cél középtávú elérésével és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzésével.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

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

¹ A GDP arányában.

² Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.

³ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a teljes munkaidő egyenértékes hazai foglalkoztatással lett kiszámítva.

⁴ MNB-becslés.

⁵ 2015-re ténybecslés. 2016-ra és 2017-re a szabad tartalékok felhasználását feltételezzük.

1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

Az elmúlt időszakban a vártnak megfelelően folytatódott a gazdaság bővülése. A növekedés elsősorban a belső keresleti tételekhez kötődött, főként a fogyasztás élénkült kiemelkedő mértékben. Az infláció visszafogottan, a decemberi előrejelzésünkénél alacsonyabban alakult, melyet elsősorban a számottevően csökkenő nyersanyagárak magyaráznak. A negyedik negyedévben tovább bővült a versenyszféra foglalkoztatottsága, míg a bérdinamika változatlanul 4 százalék közelében tartózkodott.

Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció idén és jövőre is érdemben a 3 százalékos inflációs cél alatt alakul, és csak 2018 első felében kerül a középtávú inflációs cél közelébe. Az inflációs folyamatokat jelentősen befolyásolja a tartósan alacsony költségek árleszorító hatása, mely a másodkörös hatások kialakulásának kockázatát is növeli. Az átárazások szempontjából releváns év eleji hónapokban a piaci szolgáltatások esetében kisebb áremelkedés történt, mint a korábbi években. Az inflációs várakozások tovább mérséklődtek, emellett az importált infláció is érdemben lefelé mozdult, így az infláció tartósan alacsonyabb pályán mozoghat. A jelenlegi olajárak fennmaradása esetén a következő hónapokban ismét negatív tartományba kerül az éves inflációs ráta. Előrejelzésünk szerint az indirekt adóktól szűrt maginflációt mérsékelten emeli az élénkülő belföldi kereslet a külső inflációs környezet lassú emelkedésével párhuzamosan. Az inflációs cél elérése 2018 első felére toródik.

Előrejelzési horizontunkon folytatódik a hazai gazdaság 3 százalék közeli bővülése. A növekedés szerkezetében egyre meghatározóbbá válik a lakossági fogyasztás élénkülése. A lakossági fogyasztás dinamikájának emelkedését várjuk, melyet a javuló jövedelmi folyamatok mellett az óvatossági motívumok fokozatos oldódása segít. A növekedést 2016 elején átmenetileg visszafogja az EU-források mérséklődése, ugyanakkor az EU-források lehívásának gyorsítása következtében a kormányzati szándéknak megfelelően a korábbi várakozásoknál kisebb mértékben. A Növekedéstámogató Program hatására emelkedő hitelezési aktivitás mellett a lakásépítéseket élénkítő intézkedések is az élénkülés irányába mutatnak. Az export bővülése továbbra is pozitívan járul hozzá a gazdaság növekedéséhez.

A javuló munkaerőpiaci folyamatok mellett az alacsony infláció, valamint a személyi jövedelemadó kulcsának csökkentése is emeli a jövedelmek vásárlóértékét. Az elmúlt években a háztartások adósságállománya fokozatosan csökkent, így az adósság leépítése egyre kevésbé fogja vissza a fogyasztás élénkülését. Bár a lakossági fogyasztásban fordulat történt az elmúlt évben, szintje továbbra is elmarad a válság előtti értékétől. A válságot követően a mérlegalkalmazkodás hatására elhalasztott fogyasztás a javuló reáljövedelmi folyamatok mellett az oldódó megtakarítási megfontolásokkal és a hitelezési aktivitás javulásával realizálódhat. A következő években a nemzetgazdasági beruházások aránya a kibocsátáson belül stabilan 20 százalék felett marad, azonban a beruházások szerkezete 2016-ban érdemben változik. Az állami beruházások az EU-forrás-beáramlás erőteljes csökkenésével párhuzamosan visszaesnek különösen az év első felében, ugyanakkor a magánberuházások esetében fokozatos élénkülésre számítunk. Az oldódó hitelezési korlátok mellett keresleti oldalról leginkább a belső piacra termelő ágazatok kapacitásbővítő beruházásai támogatják a magánberuházások növekedését. A háztartások beruházási aktivitása a stabilabb hosszabb távú jövedelemvárakozások és a historikusan alacsony hozamkörnyezet következtében erősödik. Az ingatlanberuházások élénkülését a lakáspolitikai program is segíti.

A kibocsátás növekedésével párhuzamosan mind az aktivitás, mind a nemzetgazdasági foglalkoztatottság tovább bővül. Utóbbihoz hozzájárul a versenyszféra foglalkoztatás szintjének emelkedése és a közfoglalkoztatottak növekvő létszáma. Előrejelzési horizontunkon a munkanélküliségi ráta tovább csökken. Előrejelzésünkben a munkapiac feszesedése ellenére az alacsony inflációs várakozások, a munkapiac területi és képzettségenkénti szegmentáltsága, valamint a továbbra is jelen lévő munkapiaci tartalékok miatt fokozatosan növekvő nominális bérdinamikára számítunk a versenyszférában.

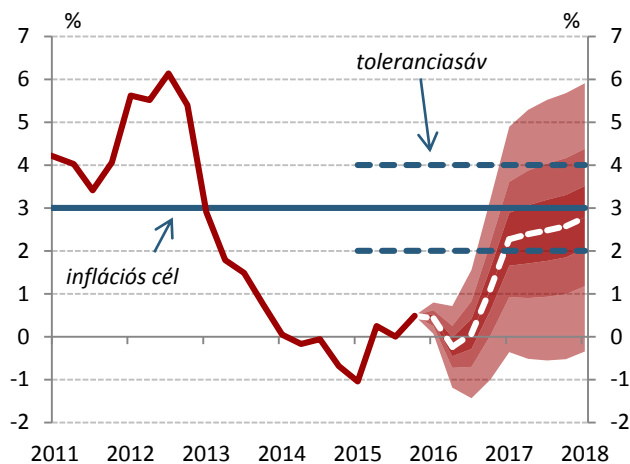
Előrejelzésünk szerint a gazdaság külső finanszírozási képessége a következő években is stabilan magas marad, ami hozzájárul a nettó külső adósság és az ebből adódó sérülékenység folytatódó csökkenéséhez. A költségvetés hiánya a fegyelmezett költségvetési politika folytatódása mellett idén és jövőre is 2 százalék alatt alakul.

Összességében a reálgazdasági környezet dezinflációs hatása csak fokozatosan csökken a következő években. A lakossági fogyasztás szintje továbbra is elmarad a válság előtti értékétől, ugyanakkor előretekintve a belföldi kereslet élénkülése a kibocsátási rés záródását okozza. Az inflációs cél elérése 2018 első felére toródik.

1.1. Inflációs előrejelzésünk

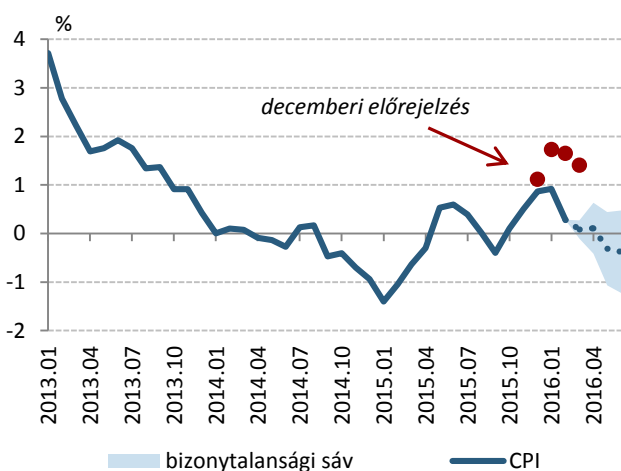
Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció idén és jövőre is a 3 százalékos inflációs cél alatt alakul, és csak 2018 első felében kerül a középtávú inflációs cél közelébe. Az inflációs folyamatokat jelentősen befolyásolja a tartósan alacsony költségek árleszorító hatása mellett az inflációs várakozások további csökkenése is. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció előrejelzésünk szerinti emelkedéséhez az élénkülő belföldi kereslet mellett az erősödő bérdinamika 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

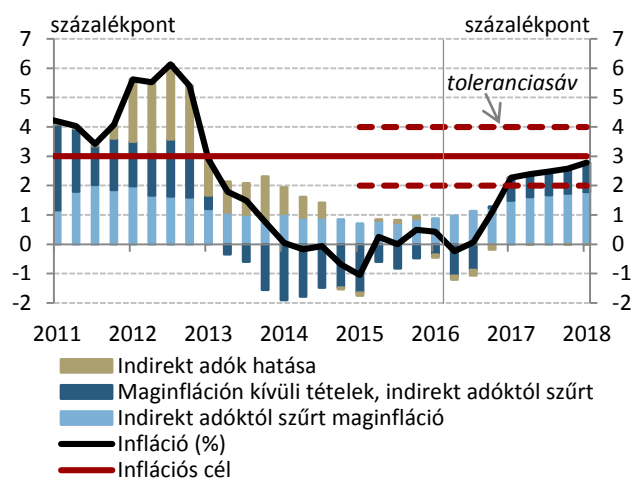
Az infláció idén és jövőre is érdemben elmarad a 3 százalékos középtávú céljától, és csak 2018 első felében kerül annak közelébe. Az árstabilitásnak megfelelő értéktől jelentősen elmaradó, alacsony inflációs környezet elsősorban az importált infláció árleszorító hatása és a gazdaság nominális alkalmazkodásának a következménye. Az inflációt jelentősen visszafogó költségoldali hatások kifizetésére az előrejelzési horizont második felében számítunk. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció csak fokozatosan emelkedik, amit a javuló jövedelmi kilátások és az oldódó óvatossági motívumok következtében élénkülő fogyasztás támogat, ezt azonban részben ellensúlyozza az alacsony importált infláció és a másodkörös hatások árleszorító hatása (1-1. ábra).

Rövid távú előrejelzésünk alapján a december óta bekövetkezett nyersanyagár-csökkenés következtében a tavaszi hónapokban ismét negatív tartományba kerül a fogyasztói árak éves növekedési üteme (1-2. ábra). Az infláció 2016–2017 fordulóján történő emelkedését főként a korábbi üzemanyagár-csökkenés bázisból való kiesése eredményezi. Várakozásunk szerint az infláció idén éves átlagban 0,3, míg jövőre 2,4 százalékon alakul (1-3. táblázat)

Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna inflációjának alakulását is érdemben lefelé módosítja az alacsony költségkörnyezet, az infláció világszerte visszafogott szinteken tartózkodik. Ennek következtében az importált inflációs nyomás középtávon historikus összevetésben mérsékelt marad.

Az indirekt adóktól szűrt maginfláció előrejelzési horizontunkon mérsékelten alakul (1-3. ábra és 1-1. táblázat), amit a visszafogott importált infláció, valamint a historikusan alacsony szinten tartózkodó várakozások egyaránt magyaráznak. Előretekintve a maginflációs ráta emelkedését segíti a kereslet élénkülése és a költségek lassú növekedése. A negatív kibocsátási rés előrejelzési horizontunkon fokozatosan záródik, így a reálgazdaság felől érkező dezinflációs hatás mérséklődik. A munkaerőpiaci szabad kapacitások csökkenésével párhuzamosan a versenyszféra fajlagos munkaköltsége fokozatosan emelkedik.

1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

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

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

Forrás: MNB

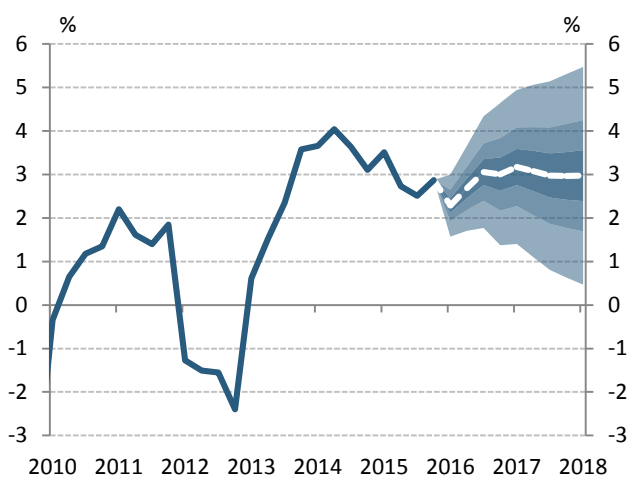
Előrejelzésünk szerint a maginfláción kívüli tételek árindexe a számottevően csökkenő olajárak következtében mérsékelt marad (1-3. ábra), a határidős jegyzésárak csak enyhén emelkedő pályát vetítenek előre. Az elmúlt hónapok üzemanyagár-csökkenésének bázishatása következtében a termékcsoport árindexének jelentékenyebb emelkedésére 2016–2017 fordulóján számítunk, ami a fogyasztóiár-indexet is emeli.

A kormányzati intézkedések közvetlen inflációs hatása továbbra is visszafogott marad. Az idei év elején bekövetkezett sertés tőkehús áfájának csökkentése enyhén deflációs hatású. Előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy a szabályozott energiaárak nem változnak a horizont végéig. Emellett a nem energia jellegű szabályozott árak körében is csak mérsékelt árnövekedéssel számolunk (1-1. táblázat).

1.2. Reál gazdasági előrejelzésünk

Előrejelzési horizontunkon folytatódik a hazai gazdaság 3 százalék körüli növekedése. A 2007–2013-as európai uniós költségvetési ciklus forrásainak kifutása önmagában fékezi a növekedést, ugyanakkor a Növekedéstámogató Program, a bankadó mérséklése és a lakáspiaci ösztönző program, kiegészülve az új, 2014–2020-as EU költségvetési ciklus pénzeinek felgyorsított odaítélésével a belső kereslet élénkítésén keresztül ösztönzi a gazdaság további bővülését. Előrejelzési horizontunkon a belső kereslet szerepe válik meghatározóvá a növekedésben. Emellett az export bővülése továbbra is támogatja a konjunktúra javulását. A belső keresleti tételek közül a fogyasztás szerepe és a magánberuházások élénkülése a meghatározó. Habár a lakossági fogyasztásban fordulat történt az elmúlt évben, szintje továbbra is elmarad a válság előtti értékétől. A válságot követően a mérlegalkalmazkodás hatására elhalasztott fogyasztás a javuló reáljövedelmi folyamatok mellett az oldódó megtakarítási megfontolásokkal és a hitelezési aktivitás javulásával realizálódik. A nemzetgazdasági beruházás szerkezete változik. Az állami beruházás idén mérséklődik. Az alacsony hozamkörnyezetben a lakossági beruházás aktivitását a reáljövedelmek emelkedése mellett a lakásépítéseket támogató kormányzati intézkedések is növelik, míg a vállalati beruházások az oldódó hitelezési korlátok hatására bővülnek.

1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok.

Forrás: MNB

Előrejelzési horizontunkon folytatódik a hazai gazdaság bővülése.

A növekedés szerkezetében a belső kereslet szerepe válik meghatározóvá, főként a fogyasztás és a magánberuházások élénkülésén keresztül. Emellett a feltörekvő országok gyenge konjunkturális kilátásai ellenére felvevőpiacaink visszafogott bővülése folytatódik előrejelzési horizontunkon, és a nettó export továbbra is pozitívan járul hozzá a növekedéshez. A magyar gazdaság 2016-ban 2,8 százalékkal, 2017-ben 3 százalékkal bővül előrejelzésünk alapján (1-4. ábra), így folytatódik a 2013-ban újraindult gazdasági felzárkózásunk.

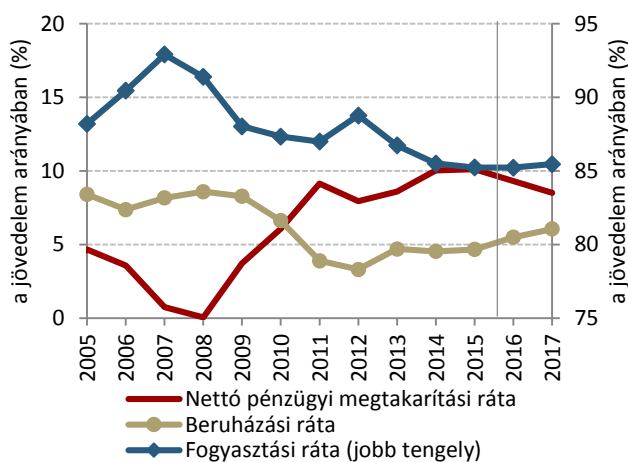
A Növekedéstámogató Program és a bankadó mérséklése ösztönzi a hitelezési aktivitást és ezáltal a magánberuházásokat

(az NTP eddigi eredményeit lásd a 4-2. keretes írásban). Emellett az új építésű lakóingatlanok forgalmi adójának csökkentése kínálati, illetve a lakáspiaci ösztönző programok (CSOK) keresleti oldalról is ösztönzi a lakáspiaci beruházásokat. Továbbá a kormányzat az új, 2014–2020-as EU-s költségvetési ciklus pénzeinek felgyorsított odaítélésével a belső kereslet élénkítésén keresztül támogatja a gazdaság bővülését.

A lakossági fogyasztás további élénkülését várjuk a következő években,

amelyhez a javuló jövedelmi folyamatok és az óvatossági motívumok oldódása is hozzájárul. 2016 elejétől a lakosság rendelkezésre álló reáljövedelmét növelik az alacsony inflációs folyamatok, illetve a személyi jövedelemadó kulcsának csökkentése. A munkapiaci feltételek tartós javulása a hosszabb távú jövedelemvárakozásokat is pozitívan érinti. A lakossági fogyasztásban fordulat történt az elmúlt évben, szintje továbbra is érdemben elmarad a válság előtti értékétől, így e szegmensben erős helyreállítási potenciál van. A stabilan javuló jövedelmi kilátások mellett emelkedő lakossági hitelezési aktivitás támogatja a válság utáni adósságépítés során elhalasztott fogyasztás realizálódását (1-5. ábra).

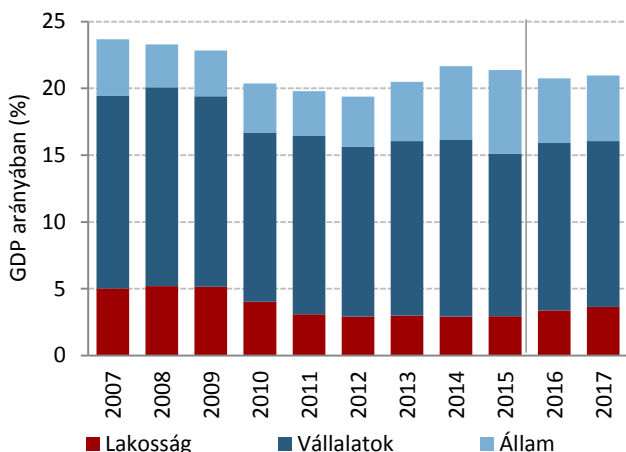
1-5. ábra: A lakossági jövedelmek felhasználása



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

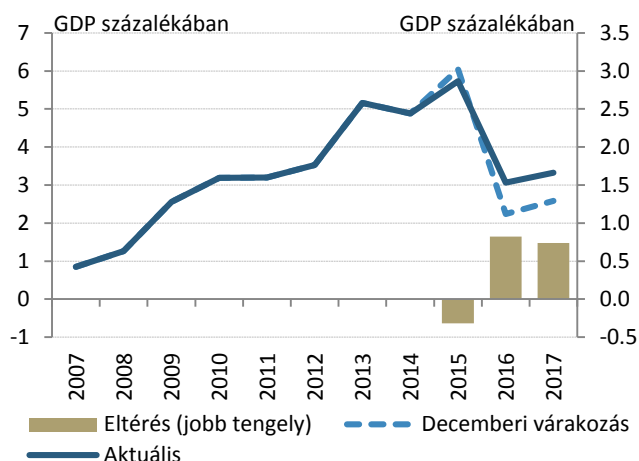
Forrás: KSH, MNB

1-6. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

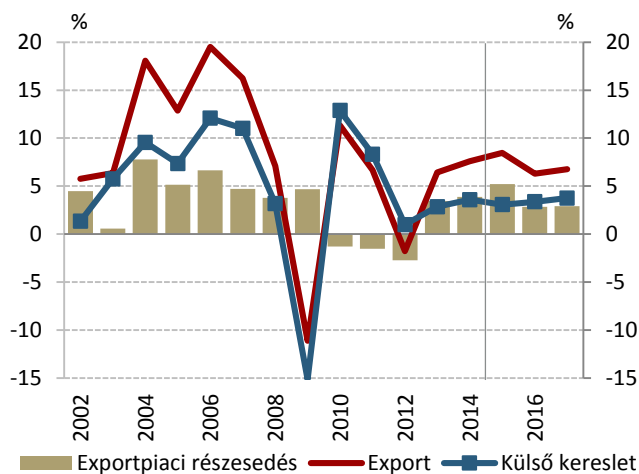
1-7. ábra: Az Európai Uniótól érkező források ESA szerinti mértéke



Megjegyzés: Az adatok az agrártámogatásokat nem tartalmazzák.

Forrás: KSH, MNB

1-8. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: MNB

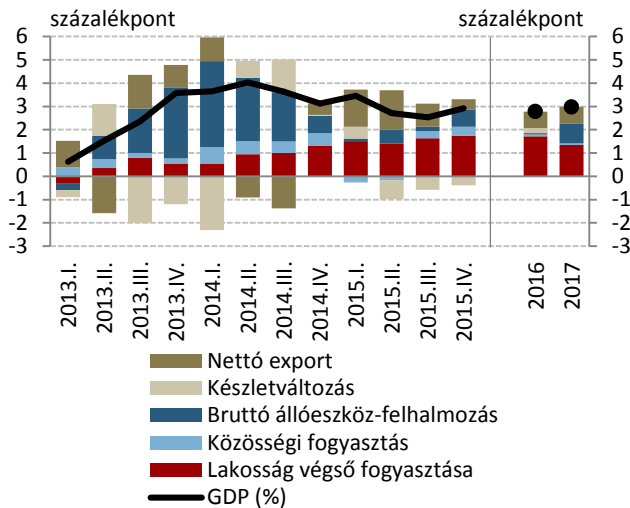
Előrejelzési horizontunkon a devizahitelek lezajlott forintosítása csökkenti az óvatossági megfontolásokat és mérsékli a háztartások árfolyam-érzékenységet, illetve elősegíti az adósság fokozatos leépítését. Ezek következményeként arra számítunk, hogy a következő két évben a pénzügyi megtakarítási ráta a jelenlegi magas szintjéről enyhén csökken, miközben a fogyasztási és a beruházási ráta fokozatosan emelkedik.

A nemzetgazdasági beruházások aránya a kibocsátáson belül stabilan 20 százalék felett alakul az előrejelzési horizontunkon, miközben a beruházások szerkezete változik (1-6. ábra). Az állami beruházások részarányának csökkenése mellett a magánberuházások súlya emelkedik. A 2015-ről 2016-ra csökkenő uniós forráslehívással párhuzamosan a kormányzati beruházások jelentősen visszaesnek az idei évben, azonban előretekintve az EU-források gyorsított felfutásával (1-7. ábra) párhuzamosan az állami beruházások az év második felétől újra növekednek. A magánberuházások növekedését az EU-források gyorsított felfutása és az oldódó hitelezési korlátok mellett keresleti oldalról leginkább a belső piacra termelő ágazatok kapacitásbővítő beruházásai támogatják. A lakossági beruházásokat a stabilabb, hosszabb távú jövedelemvárakozások és a tartósan alacsony hozamkörnyezet mellett a kormányzati, lakásépítéset támogató intézkedések is fokozatosan emelik előretekintve (erről részletesebben írunk a 3-2. keretes írásban).

A hitelezési kereslet erősödésével a vállalati hitelállomány érdemi bővülésére számítunk előrejelzési horizontunkon. A Növekedési Hitelprogram 2016-tól fokozatosan kivezetésre kerül. Ugyanakkor a jegybank Növekedéstámogató Programja a kvv-hitelezés további emelkedését okozza. A kereskedelmi bankok hitelkínálatát ösztönzi a bankadó fokozatos kivezetése is. Emellett az alacsony kamatkörnyezet keresleti oldalról is megfelelő lehetőséget teremt a kereskedelmi bankok számára, hogy növeljék hitelezési aktivitásukat. A lakásépítéset támogató kormányzati intézkedések hatására a lakáspiac tovább élénkül, és ennek köszönhetően az új ingatlanhitelek kihelyezése növekszik.

Exportpiaci részesedésünk tovább bővül. A feltörekvő országok gyenge konjunkturális kilátásai ellenére – a nemzetközi intézmények előrejelzéseivel összhangban – felvevőpiacaink visszafogott bővülése folytatódik az előrejelzési horizontunkon. Emellett a hazai beszállítók kibocsátását közvetve támogatja, hogy az EKB eszközvásárlási programja az euro leértékelődésén keresztül javítja az eurozóna exportőreinek versenyképességét. A hazai export növekedése a korábbi éveknél mérsékeltebb dinamikával folytatódik, miközben a nettó export a

1-9. ábra: A GDP-növekedés alakulása



Forrás: KSH, MNB

tavalyinál kisebb mértékben, de továbbra is pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez (1-8. ábra).

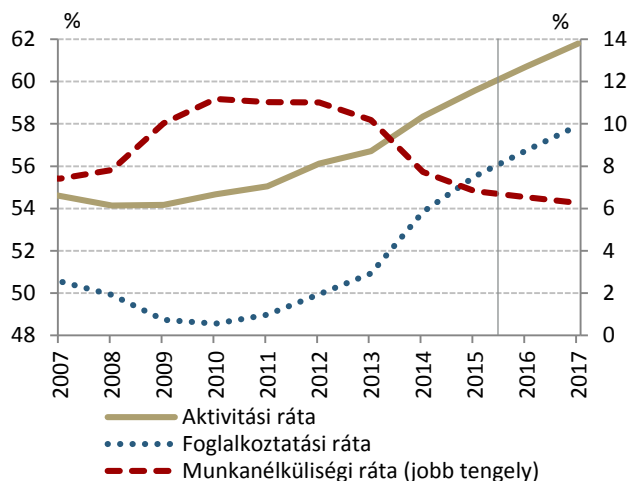
A reálgazdaság dezinflációs hatása csak fokozatosan mérséklődik a következő években. Az alacsony költségkörnyezettel és a feltörekvő országok romló konjunkturális kilátásaival összhangban változatlanul visszafogott külső inflációs hatásokra számítunk. A mérsékelt hazai inflációs alapfolyamatokban az alacsony költségoldali nyomás mellett a hazai gazdaság dezinflációs hatása is meghatározó. Előrejelzési horizontunkon azonban ez a hatás fokozatosan gyengül a belső kereslet élénkülésében jelentős szerepet játszó lakossági fogyasztás dinamizálódásával (1-9. ábra).

A potenciális növekedés az előrejelzési horizonton élénkül, amit elsősorban a magas szinten stabilizálódó beruházási ráta és az élénkülő magánberuházások mellett 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 lakossági beruházás aktivitását az otthonteremtést támogató kormányzati intézkedések (áfacsökkentés, CSOK) segítik. 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 is hozzájárul. Összességében tehát a gazdaság növekedését a kibocsátási rés fokozatos záródása és a potenciális növekedés emelkedése is segíti.

1.3. Munkapiaci előrejelzésünk

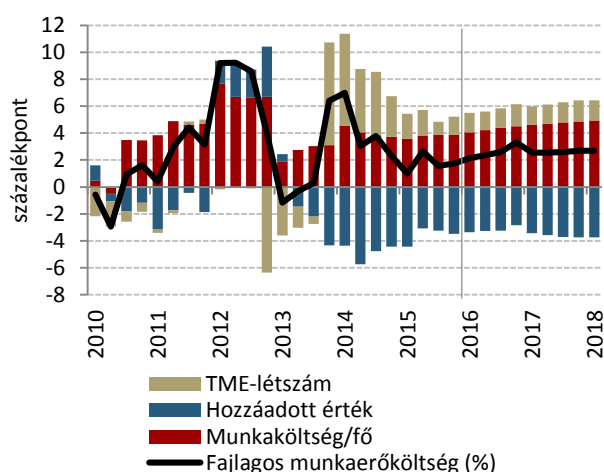
Az aktivitás és a nemzetgazdasági foglalkoztatottság növekedése folytatódik előrejelzési horizontunkon. A versenyszféra létszáma a gazdaság bővülésével párhuzamosan emelkedik, míg a közmunkaprogramok továbbra is érdemben hozzájárulnak a nemzetgazdasági foglalkoztatottság emelkedéséhez. A munkanélküliségi ráta jövőre számottevően a válság előtti szint alá, 6 százalék közelébe csökken előrejelzésünkben. A bérek változtatására vonatkozó döntésekben a feszesebb munkapiaci kondíciókat ellensúlyozza az inflációs várakozások csökkenése, ezért a nominális bérdinamika növekedése fokozatos lehet. A fajlagos munkaköltség dinamikája a javuló termelékenység következtében csak mérsékelt gyorsul.

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



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

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



Megjegyzés: TME – Teljes munkaidős egyenértékes.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

Előrejelzési horizontunkon az aktivitási ráta további emelkedésére számítunk. Az aktivitási ráta folytatódó növekedésére továbbra is hatással lehetnek a válság óta meghozott, a munkakínálat növekedését célzó intézkedések, azonban mértékük egyre kisebb. A növekvő munkakereslet következtében a reményvesztett munkanélküliek munkaerőpiacra való visszatérésére számítunk, amely szintén hozzájárul az aktivitási ráta emelkedéséhez (1-10 ábra).

A versenyszféra munkakereslete a dinamikus bővülő gazdasági növekedéssel párhuzamosan fokozatosan emelkedik előrejelzési horizontunkon. A javuló keresleti feltételekhez a vállalatok a foglalkoztatás szintjének bővítésével alkalmazkodnak. Az utóbbi években a részmunkaidős foglalkoztatottság növekedése megállt, így előretételekkel a munkakereslet emelkedésével párhuzamosan a részmunkaidősök aránya várhatóan csökken a foglalkoztatottak körében. A nemzetgazdasági foglalkoztatás szintjének emelkedéséhez – a versenyszféra foglalkoztatottságának bővülése mellett – a közfoglalkoztatási programok tervezett kiterjesztése nagymértékben hozzájárul a következő években is. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy 2017 végére fokozatosan 300 ezer fő közelébe emelkedik a közmunkaprogramokban részt vevők létszáma.

Előrejelzési horizontunkon a munkapiac feszesedése ellenére az alacsony inflációs várakozások következtében csak mérsékelt növekvő nominális bérdinamikára számítunk a versenyszférában. Ugyanakkor az alacsony inflációs környezet összességében jelentős reálbérnövekedést eredményez. 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 bővülő közfoglalkoztatás szintje a résztvevők alacsonyabb bérszintje miatt összetételhatáson keresztül csökkenti a nemzetgazdasági bérdinamixet.

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	
	December	Március	December	Március	2016	2017
EUR/USD	1,06	1,10	1,06	1,10	3,8%	3,8%
Olajár (USD/hordó)	47,9	38,6	53,9	44,4	-19,4%	-17,6%
Élelmiszerárak						
Búza (USD/véka)	4,91	4,75	5,33	5,19	-3,3%	-2,6%
Kukorica (USD/véka)	4,00	3,72	4,19	3,96	-7,0%	-5,5%
Eurózóna inflációja (%)	0,8	0,4	1,4	1,2	-0,4 szp.	-0,2 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	2,1	2,0	2,3	2,2	-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 jelentős mértékben csökkentek a dollárban kifejezett olajárak a decemberi feltevéseinkhöz képest. Az olajárak visszaesése elsősorban a már korábban is megfigyelt keresleti és kínálati folyamatok felerősödéséhez köthető. Az olaj kitermelésének magas szinten történő stabilizálódása mellett a gyenge kereslet – elsősorban a feltörekvő országok növekedésének lassulása – továbbra is ezen a tartósan alacsony szinten tartja az olajárakat. Az OPEC kitermelési adatai sem támasztják alá, hogy a termelés visszafogására készülne az országcsoport, a jelenlegi kitermelés szintje továbbra is meghaladja a kvótában meghatározott mennyiséget. A hosszabban fennmaradó alacsony árak mellett szól az Iránnal szembeni szankciók feloldása, amely ismét megnyitja a jelentős tartalékokkal rendelkező ország kapuit a globális olajkereskedelemben. Az amerikai palaolajmezők hatékonyságának emelkedése a kitermelési költségek folyamatos csökkenésén keresztül mérsékli az olajárakat. A kínai és több feltörekvő piaci gazdaság lassulása a kereslet mérséklődésén keresztül fogja vissza a jegyzésárakat. Ellenkező irányú ármozgás feltételezésünk szerint kockázatként jelentkezik, amit az USA olajtermelésének visszafogása és költségoldali nyomáshoz való alkalmazkodása, a szaúd-arábiai belpolitikai helyzet eszkalálódása, valamint az OPEC-országok közötti kitermelésről szóló megállapodás eredményezhet. 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 olajárak változásáról és hatásairól részletesebben írunk a 6.2 alfejezetben).

A dollár/euro keresztárfolyamra vonatkozó technikai feltevéseink alapján az euro árfolyama az elmúlt időszakban csekély mértékben erősödött a dollárhoz képest. Ugyanakkor előretételezésünk 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 decemberi Inflációs jelentés óta eltelt időszakban a búza és a kukorica határidős jegyzésárai csökkentek. A tavalyi év kedvező mezőgazdasági terméseredményeinek és a bőséges készleteknek köszönhetően a búza és a kukorica tőzsdei jegyzésárai az elmúlt hónapokban visszafogottan alakultak. A határidős jegyzések alapján előretételezésünk szerint a gabonaárak kismértékű áremelkedése várható. A decemberi Inflációs jelentésben alkalmazott feltevéseinkhez képest a búzaáraknál lényegében nem történt elmozdulás. A kukoricaárak esetében kismértékben alacsonyabb pályát valószínűsítünk, melynek hátterében a vártnál jobb terméseredmények, a növekvő latin-amerikai termelés, valamint a szintén növekvő kukoricakészletek állnak.

A világgazdaságban tartósan alacsony inflációt tapasztaltunk az elmúlt negyedévekben. A tavalyi év vége óta megvalósult jelentős olajár-csökkenés érdemben fékezte a nemzetközi inflációs folyamatokat. Az olajárpálya a decemberi előrejelzéshez képest is érdemben alacsonyabb, így az euroövezet inflációjára vonatkozó várakozásunkat is lefelé módosítottuk.

Felvevőpiacaink GDP-növekedéséről alkotott képünk kismértékben romlott a decemberi előrejelzésünkhöz képest. A negyedik negyedévben a feltörekvő gazdaságok növekedése elmaradt a korábbi negyedévek ütemétől, míg a többi fejlett ország az előző negyedévekhez hasonlóan és várakozásainknak megfelelő ütemben bővült. Az euroövezet kilátásait továbbra is negatívan befolyásolja a feltörekvő országok lassulása, valamint az orosz–ukrán konfliktus. Azonban az alacsony nyersanyagárak, valamint a leértékelődött euroárfolyam támogatja a térség gazdaságnövekedését.

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

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

¹ A GDP arányában.² A teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.³ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a teljes munkaidő egyenértékes hazai foglalkoztatással lett kiszámítva.⁴ MNB-becslés.⁵ 2015-re ténybecslés. 2016-ra és 2017-re a szabad tartalékok felhasználását feltételezzük.

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

	2016	2017
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)		
MNB (2016. március)	0,3	2,4
Consensus Economics (2016. március) ¹	0,1 – 0,9 – 1,8	1,6 – 2,3 – 3,0
Európai Bizottság (2016. február)	1,7	2,5
IMF (2015. október)	2,3	2,9
OECD (2015. november)	2,2	2,7
Reuters-felmérés (2016. február) ¹	0,4 – 0,8 – 1,3	1,8 – 2,4 – 3,0
GDP (éves növekedés, %)		
MNB (2016. március)	2,8	3,0
Consensus Economics (2016. március) ¹	2,0 – 2,4 – 2,8	2,1 – 2,6 – 3,3
Európai Bizottság (2016. február)	2,1	2,5
IMF (2015. október)	2,5	2,3
OECD (2015. november)	2,4	3,1
Reuters-felmérés (2016. február) ¹	2,0 – 2,3 – 2,8	2,1 – 2,7 – 3,0
Folyó fizetési mérleg egyenleg³		
MNB (2016. március)	5,7	5,9
Európai Bizottság (2016. február)	5,6	6,3
IMF (2015. október)	4,3	3,7
OECD (2015. november)	5,5	6,4
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)^{3,4}		
MNB (2016. március)	-1,8	-1,7
Consensus Economics (2016. március) ¹	(-1,1) – (-2,0) – (-2,5)	(-2,9) – (-2,0) – (+0,1)
Európai Bizottság (2016. február)	-2,0	-1,9
IMF (2015. október)	-2,3	
OECD (2015. november)	-1,9	-1,5
Reuters-felmérés (2016. február) ¹	(-1,6) – (-1,9) – (-2,2)	(-0,5) – (-1,6) – (-2,2)
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)		
MNB (2016. március)	3,4	3,8
Európai Bizottság (2016. február) ²	5,0	5,6
IMF (2015. október) ²	4,9	5,3
OECD (2015. november) ²	4,2	5,0
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)		
MNB (2016. március)	2,0	2,2
Európai Bizottság (2016. február) ²	2,2	2,3
IMF (2016. január) ²	2,1	2,2
OECD (2016. február) ²	1,8	2,2

¹ A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középső érték) azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében.

² MNB által számított értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Bizonyos intézmények nem minden partnerországra készítenek előrejelzést.

³ A GDP arányában.

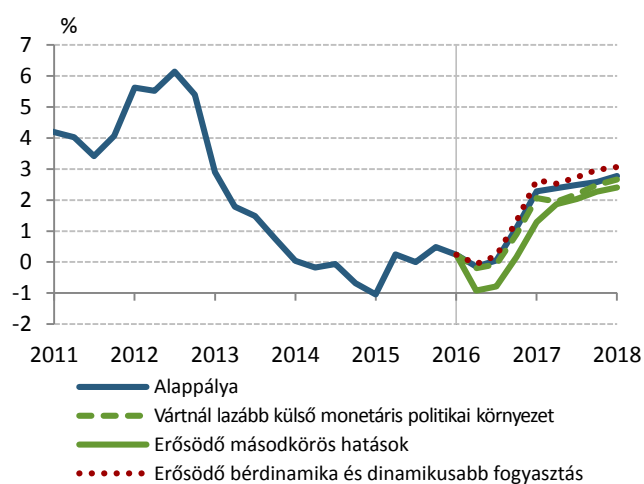
⁴ 2015-re ténybecslés. 2016-ra és 2017-re a szabad tartalékok felhasználását feltételezzük.

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

2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet emelt ki, amelyek a jövőbeli monetáris politikára a legnagyobb hatást gyakorolják. A vártnál lazább külső monetáris politikai környezet és a huzamosabb ideig cél alatt alakuló infláció miatt erősödő másodkörös hatások az alappályánál alacsonyabb, míg az erősödő bérdinamika és dinamikusabb fogyasztás megvalósulása az alappályánál magasabb inflációs pályát jelent. A vártnál lazábban alakuló külső monetáris politikai környezet a hazai gazdasági növekedést nem befolyásolja érdemben. Az erősödő másodkörös hatások, illetve az erősödő bérdinamika nyomán magasabban alakuló belföldi fogyasztás megvalósulása esetén a hazai gazdasági növekedés erősebb az alappályá-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további, az előbbiekhöz képest mérsékeltebb kockázatokat azonosított. Magasabb olaj- és nyersanyagárak, illetve pénzügyi turbulenciák magasabb inflációt és alacsonyabb növekedés kialakulását eredményezik. A feltörekvő piaci gazdaságok vártnál visszafogottabb növekedése esetén az infláció az alappályában előrejelzettnél alacsonyabban alakul. Az EU-források alappályában feltételezettnél lassabb lehívása, illetve a lakáspiaci program időbeli elhúzódása alacsonyabb növekedés irányába mutat.

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. Amíg a **Fed decemberben a kamatkondíciók szigorításának első lépéséről döntött**, addig az **Európai Központi Bank** decemberben és márciusban is **tovább lazította monetáris kondícióit**.

Amennyiben az EKB az elkövetkező időszakban további, az alappályában feltételezettnél nagyobb mértékű lazításra kényszerülne az eurozóna keresleti tényezőinek javulása hiányában, vagy a Fed kamatemelési ciklusa a vártnál lassabb ütemben valósul meg, az a hazai kockázati prémium alakulására is pozitív 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 csökkenését is eredményezheti. A lakossági és vállalati hitelezési feltételek enyhülése a konjunktúrát tovább erősíti a hitelezési aktivitás felerősödésén keresztül.

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

Erősödő másodkörös hatások

Az elmúlt hónapokban a dollárban kifejezett olajárak csökkentek a decemberi Inflációs jelentés feltevéseire képest, és 30–40 dollár között ingadoztak. A nyersanyagárak továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak, amit a megnövekedett kínálat mellett a gyenge kereslet – elsősorban a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása – okozhat.

Amennyiben az alappályában a költségek lassú emelkedése helyett **a nyersanyagárak az aktuális szintjüknél is tartósan alacsonyabb szinten maradnak**, az a vállalatok esetében a termelési költségek további csökkenését, a háztartásoknál a vásárlóerő növekedését okozza. A háztartások növekvő vásárlóereje általában pozitívan hat az importőr országok növekedésére, ami a külső és belső keresleti feltételek javulásán keresztül egyaránt támogatja a hazai növekedést. A hosszabb ideje tapasztalt, a középtávú inflációs céltól érdemben elmaradó inflációs folyamatok következtében a vállalatok bérváltoztatási gyakorlatukban is érvényesítik e hatásokat, így a versenyszféra bérszínvonala visszafogottabban alakul. Az inflációs várakozások további süllyedésén és a bérek alkalmazkodásán keresztül a **másodkörös hatások is erősödnek**.

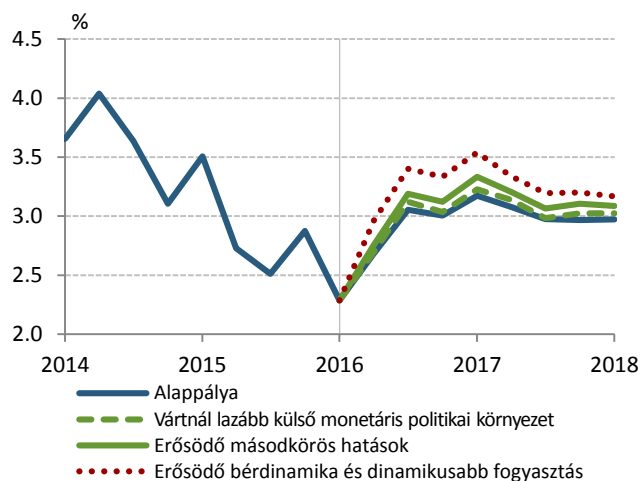
Ezen alternatív forgatókönyvben az alappályában feltételezettnél tartósan alacsonyabb nyersanyagárak mérséklék az inflációt, miközben a növekedési pálya magasabban alakul (2-1. ábra). Az erősebb dezinflációs hatások következtében ebben a forgatókönyvben az inflációs cél elérése az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók felé mutat.

Erősödő bérdinamika és dinamikusabb fogyasztás

2015 negyedik negyedében felhasználási oldalon **tovább folytatódott a belső kereslet élénkülése, ezen belül a fogyasztás növekedése**, amit a kiskereskedelmi adatok is alátámasztanak. **Emellett a különböző feszességi indikátorok alapján 2013 év eleje óta a munkaerőpiac folyamatosan feszesebbé vált.** Az előrejelzés alappályája szerint a versenyszféra bérdinamikája növekszik 2016-ban, **a jövedelem növekedésével párhuzamosan a fogyasztás is fokozatosan emelkedik az előrejelzési horizonton.**

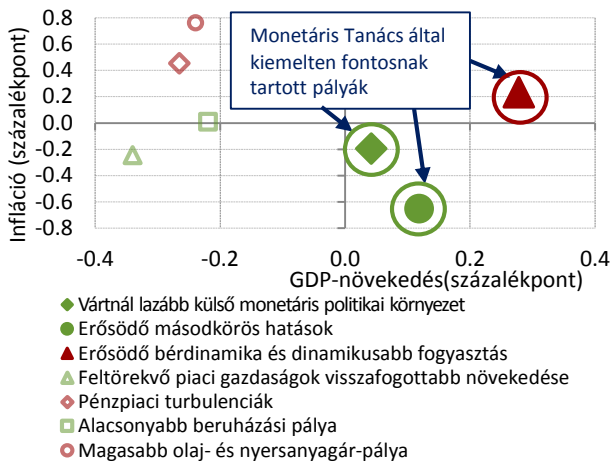
Abban az esetben, ha az egyéb, termelésbe bevonható munkaerő nem tudja kielégíteni a vállalatok munkaerőigényét – például a munkakereslet és -kínálat szerkezeti eltérései miatt –, akkor **a munkapiac még feszesebbé válik.** A vállalatok magasabb bér fizetésére kényszerülnek, az emelkedő bérköltségeket pedig részben áthárítják az árakba, tehát a munkapiac feszesebbé válása magasabb inflációval párosul. A háztartások rendelkezésre

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



Forrás: MNB

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 horizont 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

álló jövedelmének emelkedése, az adósságépítés során kialakuló egészségesebb mérleg szerkezet, valamint az óvatossági megfontolások vártál gyorsabb oldódása emeli a fogyasztási hajlandóságot, ami előretételezve gyorsabban emelkedő fogyasztási pályát eredményez. Ezáltal a kibocsátási rés az alappályában előrejelzettnél gyorsabban záródik.

Ebben a forgatókönyvben az alappályában feltételezettnél magasabb bérdinamika valósul meg, melynek nyomán emelkedik a háztartások rendelkezésre álló jövedelme. A háztartások javuló jövedelmi helyzete, a mérlegalkalmazkodási kényszer enyhülésének vártál nagyobb hatása az előrejelzettnél magasabb fogyasztási pályát eredményez. A növekvő belső kereslet gyorsabban záródó kibocsátási rést 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.

További kockázatok

A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további, az előbbiekhöz képest mérsékeltebb kockázatokat azonosított. Magasabb olaj- és nyersanyagárak, illetve pénzpiaci turbulenciák magasabb inflációt és alacsonyabb növekedés kialakulását eredményezik. A feltörekvő piaci gazdaságok vártál visszafogottabb növekedése esetén az infláció az alappályában előrejelzettnél alacsonyabban alakul. Az EU-forrásoknak az alappályában feltételezettnél lassabb lehívása, illetve a lakáspiaci program időbeli elhúzódnása alacsonyabb növekedés irányába mutat.

3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

3.1. Nemzetközi környezet

A negyedik negyedévben lassult a világgazdaság bővülése. A fejlett gazdaságokban folytatódott a válságból való kilábalás, de a növekedés üteme enyhén mérséklődött. A feltörekvő régiókban romlott a növekedési helyzetkép. Az inflációs ráták változatlanul visszafogottan alakultak. A globálisan meghatározó jelentőségű jegybankok esetében a folyamatok lazább monetáris kondíciókat jeleznek. Az EKB márciusban további lazító intézkedéseket jelentett be.

3-1. táblázat: GDP növekedés a nagyobb gazdaságokban

	2015. I.	2015. II.	2015. III.	2015. IV.
Japán	-1,0	0,7	1,7	0,8
Egyesült Királyság	2,6	2,4	2,1	1,9
USA	2,9	2,7	2,1	1,9
Euroövezet	1,3	1,6	1,6	1,6
Kína	7,0	7,0	6,9	6,8

Megjegyzés: Éves változás, százalék.

Forrás: OECD

3.1.1. Globális konjunkturális folyamatok

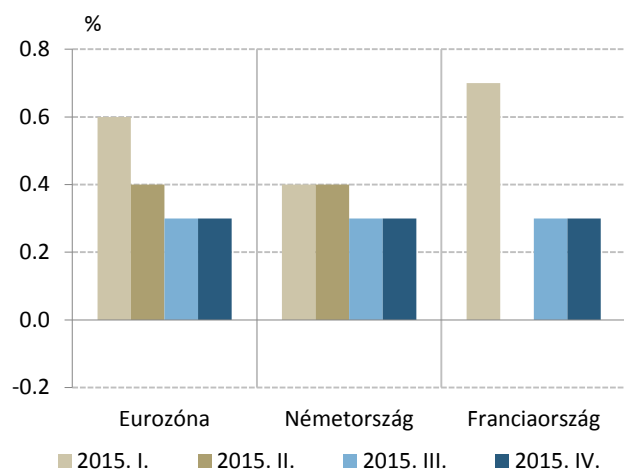
2015 negyedik negyedévében a világgazdaság teljesítménye visszafogottabb képet mutatott, miközben az egyes régiók között továbbra is jelentős növekedési különbségek állnak fenn. Az euroövezet gazdasága 2015 negyedik negyedévében az előző negyedévhez hasonló mértékben bővült, míg az Egyesült Államokban a növekedés lassulása volt megfigyelhető. A feltörekvő gazdaságok tovább lassultak, valamint a növekedés lefelé mutató kockázatai erősödtek. Összességében a globális növekedési helyzetkép – a regionális különbségek fennmaradása mellett – enyhén romlott az előző negyedévhez képest (3-1. táblázat).

A negyedik negyedévben az eurozóna növekedési dinamikája éves összevetésben enyhén csökkent, ugyanakkor az előző negyedévhez képest nem változott (3-1. ábra). A legfontosabb kereskedelmi partnerünknek számító Németország gazdasága 0,3 százalékkal bővült az előző negyedévhez képest, és 2015 egészére nézve 1,7 százalékkal emelkedett. A német növekedést a belső kereslet élénkülése, valamint a készletfelhalmozás magyarázza, míg az export importot meghaladó visszaesése következtében a német külkereskedelm GDP-hez való hozzájárulása negatív volt. A perifériaországok növekedése a negyedik negyedévben változatlanul visszafogott (3-2. ábra). Az eurozóna belső keresletének élénkülését az alacsony olajár és az EKB kibővített eszközvásárlási programja is támogatja 2016-ban.

Az előretekintő indikátorok romlottak az elmúlt hónapokban, és mérsékelt növekedést vetítenek előre (3-3. ábra). A német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) 2015 decembere óta érdemben csökkentek. Az elmúlt hónapok visszafogott teljesítményét követően, januárban újra emelkedett Németország ipari kibocsátása. Ugyanakkor az export gyengélkedése a következő hónapokban is jellemző maradhat.

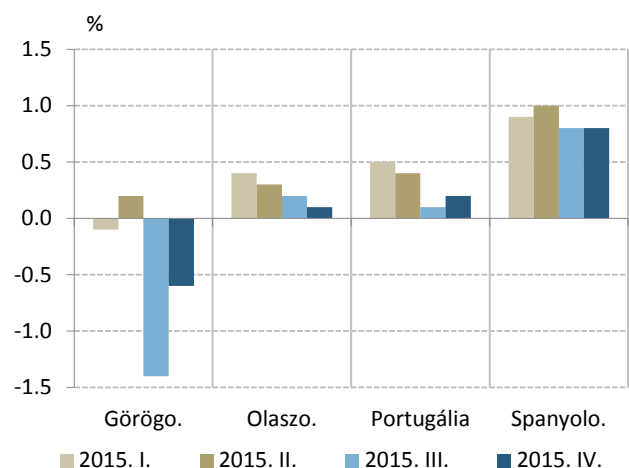
A kelet-közép-európai régió átlagos növekedési dinamikája nem változott érdemben az előző negyedévhez képest, a régió teljesítménye továbbra is kimagaslónak tekinthető Európában (3-4. ábra). Lengyelországban az előző negyedévhez viszonyítva 1,1

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



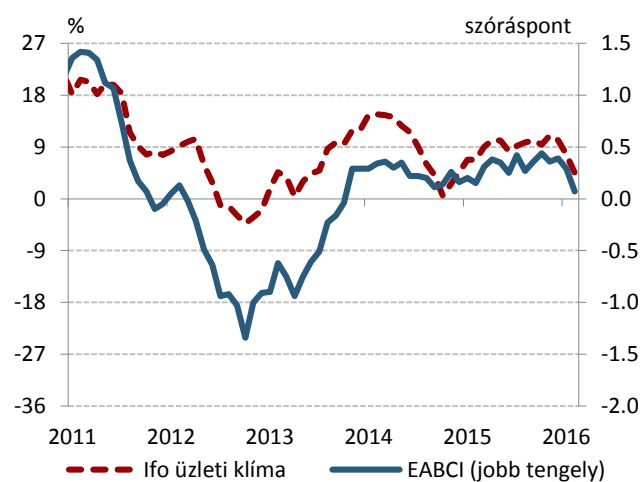
Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat

3-2. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a perifériaországokban


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat

3-3. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása


Forrás: Európai Bizottság, Ifo

százalékkal, míg az előző év azonos időszakához képest 3,6 százalékkal bővült a gazdaság. Szlovákiában az ipari termelés, valamint a nettó export járultak hozzá a stabil növekedéshez. Romániában enyhén mérséklődött a bővülés üteme az előző negyedévhez képest. Csehországban a harmadik negyedéves 0,7 százalékos növekedést követően stagnált a gazdaság 2015 utolsó negyedévében.

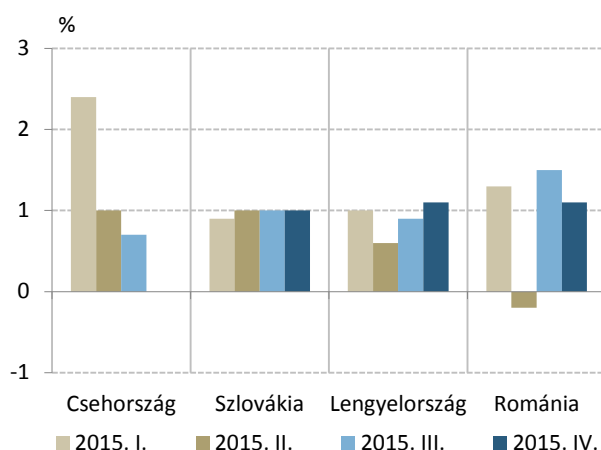
Az Egyesült Államokban a negyedik negyedévben mind a negyedéves, mind az éves dinamika alapján a gazdasági növekedés lassulása volt megfigyelhető az előző negyedévekhez képest (3-1. tábla). A növekedési ütem mérséklődését az utolsó negyedévben az export és a készletezési aktivitás csökkenése okozta. 2014-hez hasonlóan az Egyesült Államok gazdasága 2015 egészében reálértelemben 2,4 százalékkal bővült, amihez a fogyasztási kiadások, a beruházások, a kormányzati kiadások és az export járultak hozzá. Az alacsony olajár az Egyesült Államok gazdaságát két oldalról érinti: az energiaszektor beruházási dinamikáját mérsékli, miközben növeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét.

Az Egyesült Királyságban éves összevetésben lassult a növekedés, ugyanakkor az előző negyedévhez képest enyhe bővülés figyelhető meg. A növekedést az alacsony infláció miatt megnövekedett fogyasztói kiadások támogatták a negyedik negyedévben, amihez kibocsátási oldalon leginkább a szolgáltatások járultak hozzá. A munkanélküliség 2015 januárja óta folyamatosan csökkent, és az előző negyedévben 5,1 százalékon stabilizálódott.

Bár éves összevetésben a japán gazdaság 0,8 százalékkal bővült, az előző negyedévhez képest 0,3 százalékos visszaesés volt megfigyelhető. A lassulást a kiskereskedelmi szolgáltatások, az elmaradó ipari és kibocsátási adatok, valamint a háztartási fogyasztás csökkenése okozta.

A főbb feltörekvő országok közül a kínai gazdaság 2015 negyedik negyedévében a korábbi negyedévekhez képest némileg alacsonyabb mértékben, éves összevetésben 6,8 százalékkal bővült. A gazdaság növekedési üteme historikusan alacsony szintet ért el. A beérkezett adat valamelyest meghaladta az elemzői várakozásokat, az elemzők részéről azonban ismét megkérdőjeleződött a növekedési adat hitelessége, mert más indikátorok erőteljesebb lassulásra utaltak (például Baltic Dry Index). A növekedés lassulását az ipari termelés csökkenése, felhasználási oldalról a gyenge ingatlanpiaci beruházások és az export visszaesése magyarázza. Előretekintve is

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat

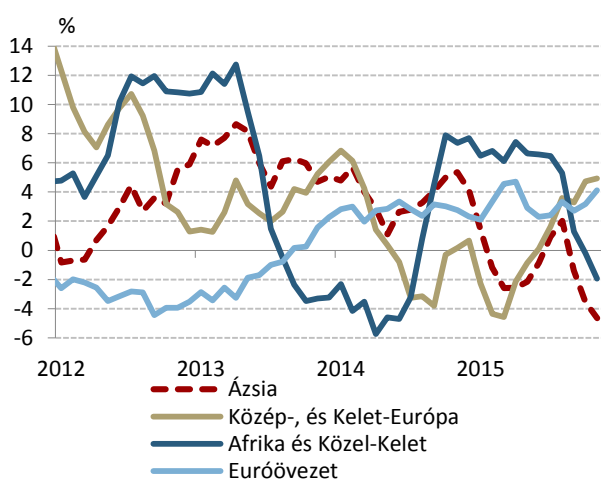
3-2. táblázat: Növekedési előrejelzések a BRICS országokban

	2015	2016	2017
Brazília	-3,7	-3,1	0,6
Oroszország	-3,7	-1,4	1,2
India	7,4	7,7	7,7
Kína	6,9	6,5	6,3
Dél-Afrika	1,4	1,2	2,1

Megjegyzés: Éves változás, százalék.

Forrás: Consensus Economics

3-5. ábra: A kivitel alakulása egyes régiókban



Megjegyzés: Háromhavi mozgóátlag éves változása.

Forrás: CPB

lassabb bővülés várható, lefelé mutató kockázatokkal övezve. Az elemzők 2016-ra 6,5, míg 2017-re vonatkozóan 6,3 százalékos növekedést várnak (3-2. táblázat).

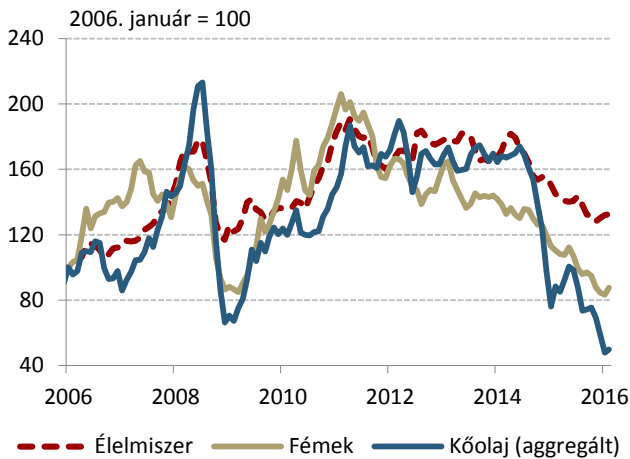
A többi feltörekvő gazdaság esetében is visszafogottabb növekedésre lehet számítani. A világkereskedelem lassulását továbbra is a feltörekvő gazdaságok mérséklődő importkereslete magyarázza. A brazil gazdaságot egyszerre sújtja a nyersanyagok iránti kereslet csökkenése, a magas dollárban denominált adósságállomány és a belpolitikai bizonytalanság, így az elemzők az idei évre 3,1, jövőre 0,6 százalékos visszaesést valószínűsítnek. India esetében is lefelé mutató növekedési kockázatok figyelhetők meg, illetve az elemzői várakozások is lejjebb tolódtak az idei évre, és a jövő évre sem várnak számottevő élénkülést a gazdaság bővülésében. Dél-Afrikában az idei évre lejjebb tolódtak az elemzői várakozások, ugyanakkor 2017-re enyhe élénkülést vetítenek előre. **Jelentősebb feltörekvő felvevőpiacaink közül az orosz gazdaságban továbbra is visszaesést várnak az elemzők** az alacsony olajárak, a gazdasági szankciók, valamint a geopolitikai feszültségek miatt (3-2. táblázat).

3.1.2. Globális inflációs folyamatok

2015 negyedik negyedében és 2016 elején a nyersanyagárak tovább csökkentek, főképp az olajárakra volt jellemző a meredek zuhanás (3-6, 3-7. ábra). A Brent kőolaj átlagos hordónkénti világpiaci ára jelentősen csökkent, átlagosan elérve ezáltal a 2004 környékére jellemző, 30 dollár körüli szintet. Ezzel az elmúlt egy évben összesen csaknem 40 százalékos volt a csökkenés. Az olajárak további mérséklődését a kínai iránti embargó feloldása, az OPEC-országok folyamatos kvótán felüli kitermelése és a palakitermelés hatékonyabbá válása okozták, míg keresleti oldalról Kína és a feltörekvő gazdaságok lassulása és a globális konjunktúrával kapcsolatos aggodalmak hatottak. Ezek mellett pénzügyi tényezők is szerepet játszottak az olajárak alakulásában. A február közepétől kezdődő korrekció mögött az olajkitermelő országok kínálat-visszafogásával kapcsolatos tárgyalásai állnak. Az időszak második felét jellemző korrekció eredményeként a nyersolaj hordónkénti ára március közepére a decemberi szint közelébe emelkedett vissza.

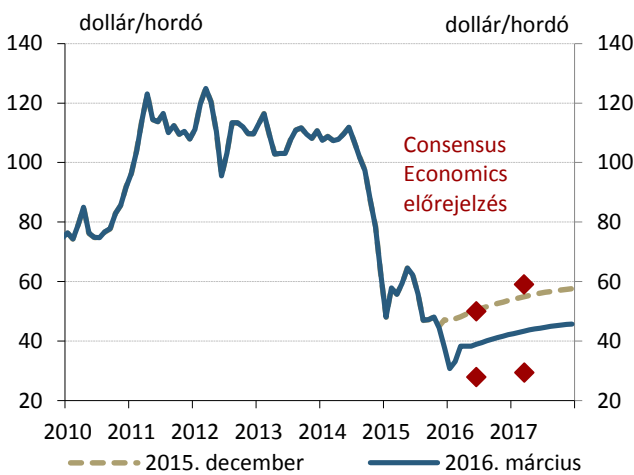
Az elmúlt időszakban folytatódott az ipari nyersanyagárak mérséklődése. A gyenge kereslet és a kedvezőtlen kínai tőzsdei események hatására 2015 negyedik negyedében és 2016 januárjában a fémek világpiaci árai tovább csökkentek, majd az élénkülő kereslet hatására februárban ismét emelkedtek. A mezőgazdasági nyersanyagárak december óta

3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (USD-ben)



Forrás: IMF

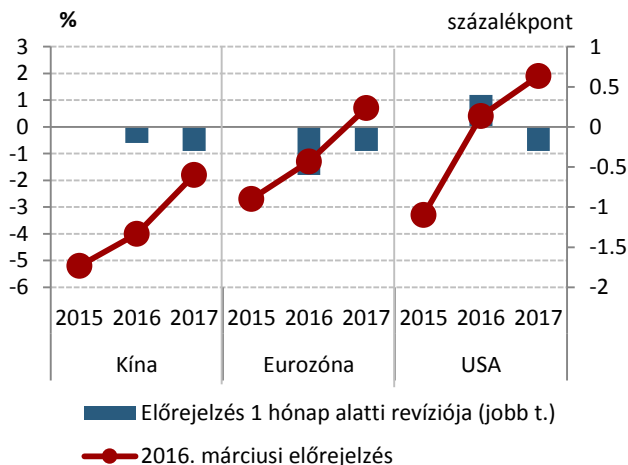
3-7. ábra: Olajárfejtésünk változása



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

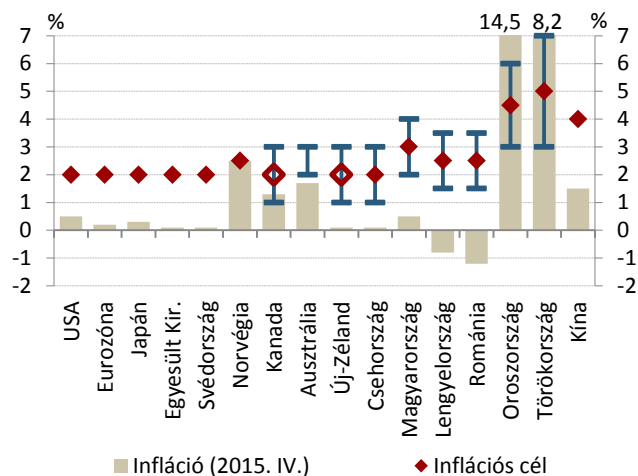
folyamatosan emelkedtek. A mérsékelt emelkedést a viszonylag gyenge kínálat okozta. Az El Niño jelenség miatti aggodalmak a magas készleteknek köszönhetően alábbhagytak.

Az alacsony nyersanyagárak és a visszafogott kereslet miatt világszerte mérsékelt termelőiár-dinamika figyelhető meg. Az idei évre vonatkozó termelőiár-előrejelzések is lefelé módosultak (3-8. ábra). Kínában az év utolsó negyedében a termelői árak stagnáltak, januárban a termelőiár-index -5,3 százalék volt, és előretekintve is negatív maradhat. Az euroövezetben szintén csökkentek a termelői árak, az elemzői várakozások 2016 egészére negatív értéket mutatnak, csak 2017-re jeleznek pozitív értéket. Az Egyesült Államokban az idei évben az elemzői várakozások szerint 0 százalék körüli termelőiár-index valószínűsíthető.

A fejlett országokban továbbra is a jegybanki célok alatt alakult a fogyasztói árak emelkedésének üteme (3-9. ábra), és a jegybanki előrejelzések alapján tartósabban a cél alatt maradnak. A fejlett és fejlődő országok átlagos inflációja változatlanul alacsony szinten tartózkodik. A fejlett országokat többnyire továbbra is negatív kibocsátási rés és mérsékelt keresletoldali inflációs nyomás jellemzi. A nyersanyagárak huzamosabb ideje alacsony szinten mozognak, így költségoldalról érdemi áremelő hatás nem jelentkezik. **Az Egyesült Államokban a fogyasztóiár-index éves növekedési üteme a negyedik negyedévben számottevően emelkedett, de továbbra is alacsony, 1,4 százalék lett januárban.** A monetáris politikai szempontból releváns, személyes fogyasztási kiadásokból számított áremelkedés (PCE) az elmúlt időszakban szintén emelkedett, januárban 1,3 százalék, ezzel szemben a mag PCE-árindex 1,9 százalék volt. **Az euroövezetben a fogyasztóiár-index éves növekedési üteme ugyancsak fokozatosan emelkedett,** ugyanakkor az előzetes adatok alapján februárban az infláció ismét negatív tartományban alakult (-0,2 százalék), a maginfláció 0,7 százalék volt. Az év utolsó negyedében a magországokban emelkedés figyelhető meg, a perifériaországokban vegyesen alakult a fogyasztóiár-index. Ugyanakkor az eurozónára vonatkozó inflációs várakozások lejjebb toldódtak. Emellett a fejlett országok közül az Egyesült Királyságban fokozatos emelkedés mutatkozott az infláció éves növekedésében. Japánban a negyedik negyedév elején az inflációs ráta enyhén emelkedett, majd januárban a tovább csökkenő olajárak következtében ismét csökkent, átlagosan 0,2 százalék körül alakult.

A kelet-közép-európai régiót változatlanul alacsony, a jegybanki cél alatti infláció jellemzi (3-10. ábra). **A régió**

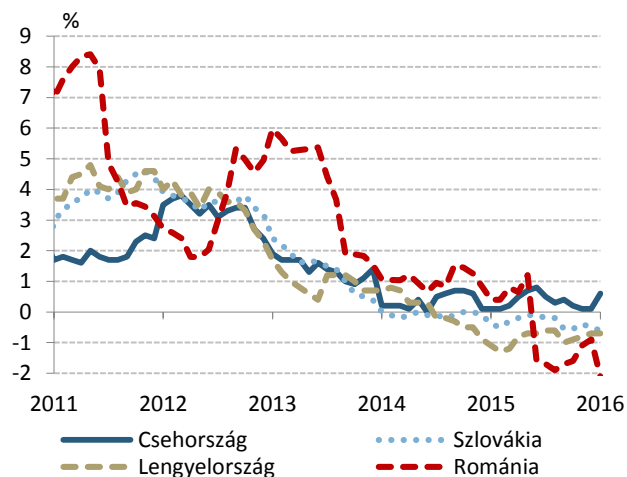
3-9. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



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

átlagos inflációja továbbra is negatív tartományban tartózkodott. Lengyelországban a belső kereslet mérsékelt ütemben növekszik, a kibocsátási rés továbbra is negatív, így nem érzékelhető inflációs nyomás a gazdaságban. Az infláció továbbra is negatív, januárban -0,7 százalékos volt. Romániában a 2016 januárjától érvényes általános áfacsökkentés következtében az infláció tovább (-2,1 százalékosra) csökkent, és várhatóan csak az áfacsökkentés átmeneti dezinflációs hatásának megszűnésével, valamint a laza fiskális folyamatok és az erősödő bérdinamikának köszönhetően emelkedik 2017 elején az inflációs cél körüli toleranciasávba. Szlovákiában az infláció jelentősen csökkent az előző negyedévhez képest, és az év eleji szint alá süllyedt. A cseh infláció emelkedett 2016 januárjában, ugyanakkor továbbra is érdemben elmarad az inflációs céltől.

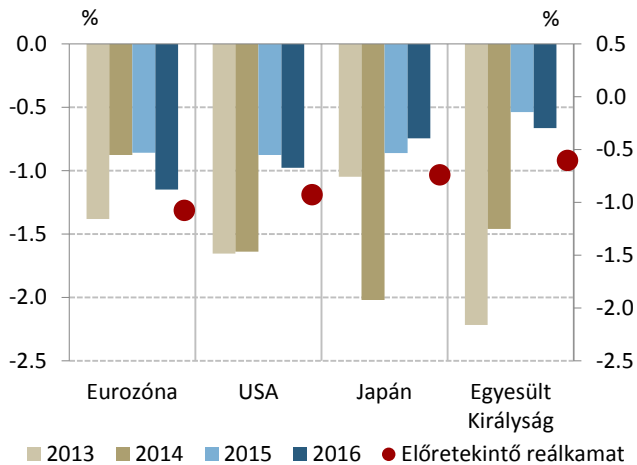
A nagyobb feltörekvő országok közül Kínában az októberi mélypontot követően az infláció fokozatosan emelkedett, januárban 1,8 százalékosra alakult. Oroszországban a fogyasztóiár-index fokozatosan, januárban 9,8 százalékosra csökkent. Ugyanakkor az árfolyam gyengülése növeli az inflációs nyomást és az inflációs várakozásokat.

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 az irányultságuk közötti eltérés fokozatosan erősödik. A legtöbb országban inflációs és kapacitáskihasználtsági oldalról egyelőre nem látható olyan folyamat, amely rövid távon a monetáris szigorítás irányába mutatna, a fejlett gazdaságok reálkamatai változatlanul negatívak (3-11. ábra). Amíg a Fed 2015 decemberében a kamatkondíciók szigorításáról döntött, addig a többi vizsgált jegybank tovább csökkentette vagy szinten tartotta az alapkamatot az elmúlt hónapokban.

A Federal Reserve döntéshozói decemberi ülésükön egyhangúlag az irányadó ráta emeléséről döntöttek, megítélésük szerint a monetáris politika jövőben várható fokozatos kiigazításának köszönhetően a gazdaság tovább fog bővülni, valamint erősödik a munkaerőpiac. Mind a januári, mind a márciusi ülésükön a döntéshozók változatlanul hagyták az irányadó rátát. A Fed előretekintő iránymutatása az utóbbi hónapokban hangsúlyozta, hogy a kamatemelést követően a monetáris politikai környezet továbbra is támogató marad. A további monetáris politikai lépések idejét és nagyságát a döntéshozó testület a teljes foglalkoztatottsági és a 2 százalékos inflációs célra

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

vonatkozó, illetve később beérkező adatok alapján fogja meghatározni. A márciusi közlemény alapján a döntéshozók úgy ítélik meg, hogy a gazdasági körülmények a decemberben feltételezettnél is fokozatosabb emelést fognak indokolni, ezért az alapkamat még egy ideig elmarad annak hosszú távú átlagos értékétől. A decemberi kamatemelés mellett a Fed döntéshozó testülete arról is döntött, hogy a hosszú lejáratú értékpapírokat továbbra is újra befektetik, ezáltal is támogató monetáris kondíciókat tartanak fenn.

Az EKB Kormányzótanácsa márciusi ülésén átfogó lazító programról döntött. Mario Draghi januári bejelentésének megfelelően az EKB márciusban az új makrogazdasági előrejelzés ismeretében felülvizsgálta a meglévő nem szokványos eszközök kiterjesztésének szükségességét és a kamatfolyosó mindhárom elemének mérsékeléséről döntött (részletesebben lásd a 3-1. keretes írást).

A dollár a Fed decemberi kamatemelése után ugyan némileg erősödött az euróval szemben, ugyanakkor az időszak második felében korrigált, és összességében az EKB, márciusi kamatdöntését követő kommunikáció és a Fed lazább hangvételű üzenete hatására enyhén gyengült december közepéhez képest. Az amerikai fizetőeszköz január második felétől február közepéig mind a többi fejlett, mind a feltörekvő devizákkal és azon belül, a kelet-közép-európai régió devizáival szemben is folyamatosan gyengült a dezinflációs félelmek (3-12. ábra), illetve a Fed jövőbeli kamatemeléseivel kapcsolatos bizonytalanság hatására.

A japán jegybank decemberi ülésén meghozott döntésével a Mennyiségi és Minőségi Lazítás Program keretében vásárolt állampapírok átlagos hátralévő lejáratát megnövelte (3-13. ábra). Mindemellett a jegybank januárban sávos rendszert bevezetve a kereskedelmi bankoknak a jegybanknál újonnan elhelyezett többlettartalékaira fizetendő kamatrátáját negatívra csökkentette. A döntéshozók változatlanul hagyták a jegybank eszközvásárlási programjának mennyiségi és minőségi lábát a negatív kamatok mellett is. 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 az irányadó rátát változatlanul hagyta, és nem módosította az eszközvásárlások keretösszegét, ugyanakkor két évvel meghosszabbította a Funding for Lending Scheme-et.

A fejlődő országok jegybankjai közül a kínai központi bank a kedvezőtlen makrogazdasági adatokra és a

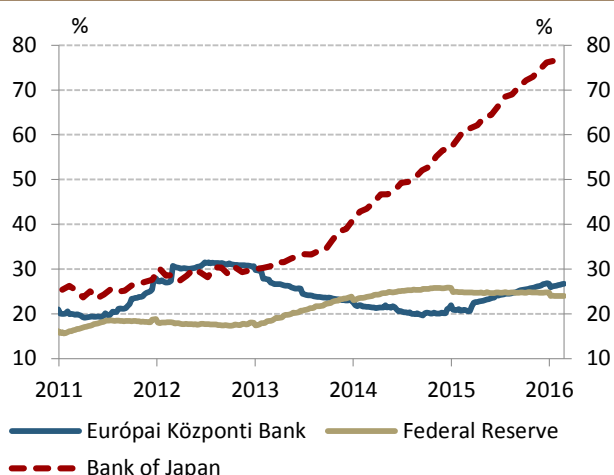
3-12. ábra: Az euro dollárral szembeni árfolyamának alakulása



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

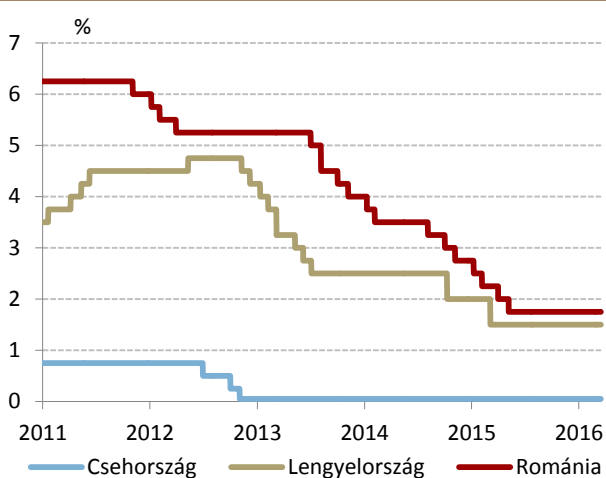
Forrás: EKB, Consensus Economics

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



Forrás: Központi bankok adatbázisa, IMF, Eurostat

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



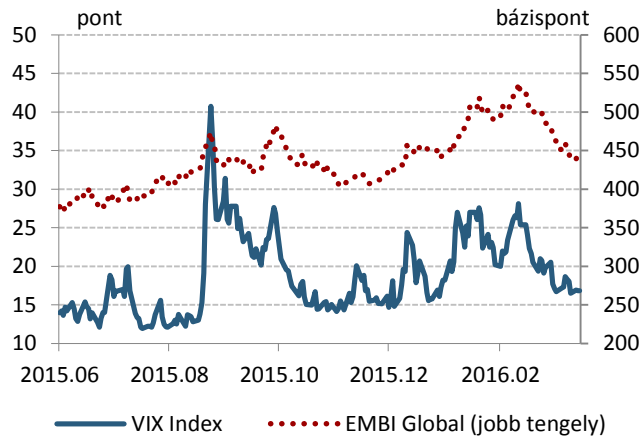
Forrás: Központi bankok adatbázisa

kialakult pénzügyi turbulenciákra több intézkedéssel is reagált. Az elmúlt hónapokban több lépésben, közel 5000 milliárd jüan (765 milliárd dollár) értékben juttatott pluszlikviditást különböző programjainak keretében a kínai bankrendszerbe. Az SLF program keretében mérsékelte a 7 napos repo rátáját és az overnight kamatot, hogy további likviditást biztosítson ezzel is a bankrendszernek. Emellett a 3 hónapos MLF-kamatot 2,5 százalékra, a 6 hónapos kamatot 2,6 százalékra, míg az egyéves kamatot 2,75 százalékra csökkentette. Január végén közleményben jelezte a jegybank, hogy a kéthetes gyakorlattal szemben minden nap végez nyíltpiaci műveleteket január 29. és február 19. között a Holdújév ünnepre való tekintettel, hogy megelőzze a likviditási problémákat. Ugyanis a Holdújév előtt a likviditási feltételek gyakran szigorodnak, mivel a lakossági készpénzfelvétel jelentősen megnövekszik az ünnepekre való tekintettel. A kínai jegybank az offshore-onshore árfolyam-különbözet jelentős kitágulása miatt, vagyis a két renminbi árfolyam közelítése érdekében az offshore piacon interveniált, hogy ezzel csökkentse a piacon kialakult jelentős volatilitást, illetve megállítsa a további jelentős gyengüléssel szembeni spekulációt. **Az orosz jegybank továbbra sem változtatott a 11 százalékos alapkamaton,** a döntéshozók ugyanakkor jelezték, hogy ha tovább emelkednek a felfelé mutató inflációs kockázatok, nem kizárt az alapkamat szigorítása.

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 megerősítették elköteleződésüket a korona árfolyamának monetáris politikai eszközként való további használata mellett a monetáris kondíciók lazítása érdekében, amivel – a jegybank legújabb, februári iránymutatása szerint – nem fognak felhagyni 2016 vége előtt. Ugyanakkor valószínűnek nevezték az árfolyamküző 2017 első felében történő eltörlését.

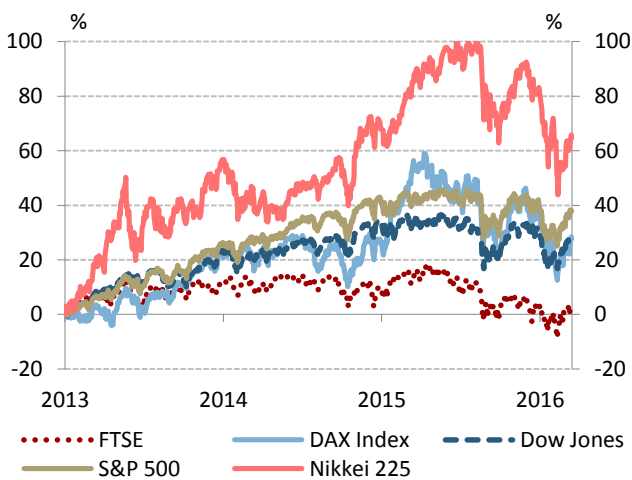
A lengyel jegybank döntéshozói 2015 márciusában lezárták a kamatsökkentési ciklust. A döntéshozók ugyanakkor megosztottak a várható kamatpolitika tekintetében. Néhány döntéshozó véleménye szerint a monetáris politikát meghatározó bizonytalanságok miatt a kamatok stabilizálása a célravezető. Más tanácsstagok mellett érveltek, hogy a következő hónapokban érdemes lehet megfontolni a kamatemelés lehetőségét, ami több teret engedhet a monetáris politika számára a külső sokkokkal szemben. A márciusi közlemény szerint az alapkamat jelenlegi szintje biztosítja a fenntartható növekedési pályát és a makrogazdasági stabilitást.

3-15. ábra: Kockázati indexek alakulása



Forrás: Bloomberg

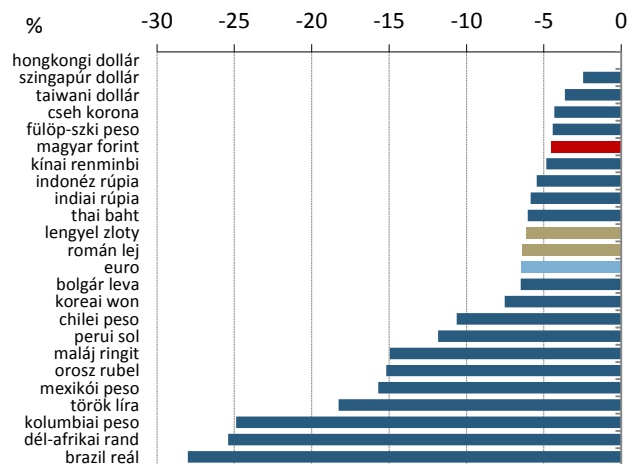
3-16. ábra: Főbb tőzsdeindexek



Megjegyzés: 2013. január 1 = 0.

Forrás: Bloomberg

3-17. ábra: Feltörekvő piaci devizák leértékelődése az amerikai dollárhoz képest 2016. március közepéig



Megjegyzés: 2015. január 2. = 0.

Forrás: Bloomberg

A román jegybank sem csökkentette tovább az alapkamatot az elmúlt hónapokban. Januárban a külföldi devizában denominált kötelezettségekre vonatkozóan 14 százalékról 12 százalékra csökkentették a kötelező tartalékrátát a devizahitelezés mérsékeltebb dinamikája miatt, illetve az EKB gyakorlatához történő további közeledés érdekében, amin nem változtattak februárban. Az inflációs cél körüli toleranciasávba várhatóan csak 2017 elején emelkedik az infláció az áfacsökkentés hatásának kifizásával, valamint a laza fiskális politika és az erősödő bérdinamika következtében.

A kínai gazdaság lassulása miatti globális növekedési aggodalmakkal összefüggésben romlott a nemzetközi befektetői hangulat, majd az elmúlt hónapban érdemben korrigált. A kockázati mutatók február első hetéig érdemben romlottak a növekedési félelmek és az olajár pályájának jövőbeni alakulásával összefüggésben, majd február közepétől a javuló befektetői hangulatban érdemi korrekció vette kezdetét (3-15. ábra). A tőzsdeindexek a kockázati mutatókhoz hasonló pályát bejárva az időszak nagy részében csökkenést mutattak, majd a vizsgált időszak utolsó hónapjában korrigáltak (3-16. ábra). Míg a nyugati tőzsdék decemberi közepi szintjük közelébe korrigáltak, addig az ázsiai térségen belül elsősorban a kínai és japán tőzsdeindexek érdemben lejjebb kerültek az elmúlt negyedévben. A kínai tőzsdeindexek 20 százalékos csökkenése mögött a gazdaság lassulására utaló makroadatok megjelenése mellett az időszak első felében a változó részvénykereskedési szabályok is közrejátszottak.

A fejlett piacok hosszú állampapírhozamainak mérséklődése mögött egyrészt a kockázatkerülés erősödése, másrészt a globálisan meghatározó jegybankok lazább monetáris politika irányába történő elmozdulásával kapcsolatos várakozások álltak.

Ezek mellett a nemzetközi pénzpiacok alakulásában meghatározó szerepet játszott az olaj árfolyamának januárban felerősödő csökkenése. 2015 közepe óta általánosságban csökkentek a nyersanyagárak, mely érdemi hatással volt a nyersanyagexportőr országok deviza-leértékelődésére. A dollár általános erősödése az elmúlt félévben eltérő mértékben hatott az egyes országokra részben a különböző nyersanyag-kitettségeknek köszönhetően, így régióink devizái csak kisebb mértékben értékelték le (3-17. ábra). Mind az olaj árfolyamában, mind az arra érzékeny devizák árfolyamában érdemi korrekciót figyelhettünk meg az utolsó hónap során.

3-1. keretes írás: Az Európai Központi Bank márciusban átfogó lazító programról döntött

Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsának márciusi ülését felfokozott piaci várakozások előzték meg, amit az inflációs és makrogazdasági kilátások romlása, valamint Mario Draghi EKB-elnök további lazításra utaló nyilatkozatai támogattak. 2015 decemberében a Kormányzótanács által bejelentett intézkedések az elemzői reakciók alapján alulmúlták a piaci várakozásokat, a lefelé mutató növekedési és inflációs kockázatokra tekintettel a piaci szereplők jelentős lazításcsomag bejelentésére számítottak a márciusi ülésen. **Az Európai Központi Bank a márciusi előrejelzésében jelentősen lefelé módosította az inflációs előrejelzését**, ami a piaci elemzők szerint az erőteljesebb lazítás irányába mutatott.

3-3. táblázat: Az Európai Központi Bank márciusi makrogazdasági előrejelzése

EKB előrejelzés	2015	2016	2017	2018
GDP növekedés	1,5%	1,4%	1,7%	1,8%
<i>decemberi előrejelzés</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,9%</i>	
HICP infláció	0,0%	0,1%	1,3%	1,6%
<i>decemberi előrejelzés</i>	<i>0,1%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,6%</i>	
Maginfláció	0,8%	1,1%	1,3%	1,6%
<i>decemberi előrejelzés</i>	<i>0,9%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	
Bérenövekedés	1,3%	1,5%	1,9%	2,1%
<i>decemberi előrejelzés</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,5%</i>	<i>2,1%</i>	

Forrás: EKB

Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa márciusi kamatdöntő ülésén átfogó lazító programról döntött:

- A kamatfolyosó mindhárom elemét mérsékelte. A fő refinanszírozási kamatot 5 bázisponttal 0,0 százalékra, a marginális hitelkamatot 5 bázisponttal 0,25 százalékra, a betéti kamatot 10 bázisponttal –0,4 százalékra csökkentette.
- Emellett az értékpapír-vásárlási programban a havi vásárlások keretét 20 milliárd euróval 80 milliárd euróra növelte áprilistól, valamint a programot kiterjesztette a befektetési minősítésű, az euroövezetben bejegyzett vállalatok által kibocsátott euro értékpapírokra is. Az addicionális vásárlások 240 milliárd eurót tesznek ki, és a változtatással az értékpapír-vásárlási program 2017 márciusáig összesen 1740 milliárd euróval növeli az Európai Központi Bank mérlegfőösszegét a vásárlások kezdetétől.
- Továbbá 2016 júniusától új, célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási program (TLTRO II) indul, négy, egyenként 4 éves lejáratú hiteleszközzel, melynek kamata a hitelezési aktivitástól függ, és akár olyan alacsony is lehet, mint az EKB betéti kamata (jelenleg –0,4 százalék). A TLTRO II-ben részt vevő kereskedelmi bankok a fő refinanszírozási kamattal mellett kapják az EKB-tól a forrást. Azonban azon bankok, amelyek nettó dedikált hitelezése 2016. február 1. és 2018. január 31-ig meghaladja a referencia-időszaki értéket, alacsonyabb kamatlábon jutnak a hosszú távú forráshoz. Dedikált hitelnek minősülnek a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek és a háztartások számára folyósított nem lakáscélú hitelek. Az alacsonyabb kamattal a finanszírozási forrás felvételekor éppen aktuális betéti kamathoz kötődik. A részt vevő kereskedelmi bankok számára a legalacsonyabb kamatláb (a fő refinanszírozási kamatláb és a betéti kamatláb közötti különbség) abban az esetben kerül felszámításra, ha 2018. január 31-ig 2,5 százalékkal nő a dedikált hitelállományuk a referencia-időszakhoz képest. A felső határig a kamatláb csökkenése lineárisan függ attól, hogy a részt vevő kereskedelmi bank hány százalékkal növelte a hitelállományát a referencia-időszakhoz képest. Azon résztvevő kereskedelmi bankok számára, melyek a 2016. január 31-ig tartó 12 hónapos időszakban pozitív nettó hitelezést értek el, a referencia nettó hitelezés nulla. Azon kereskedelmi bankok számára, melyeknek a 2016. január 31-ig tartó 12 hónapos időszakban a nettó hitelezése negatívan alakult, a referencia nettó hitelnyújtás egyenlő az adott időszak nettó hitelnyújtásával.

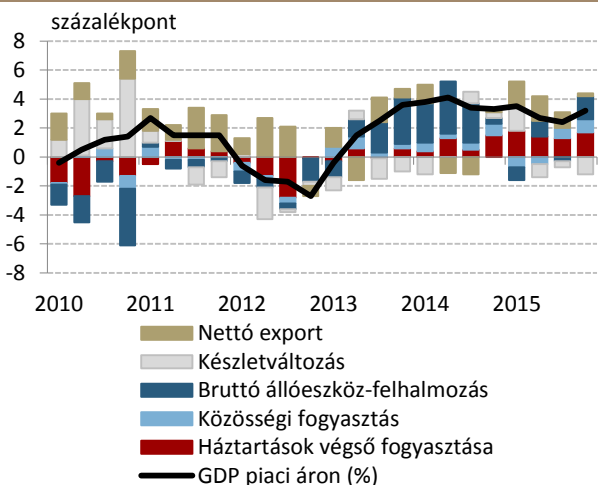
A betéti kamatok csökkentésének mértéke megegyezett az előzetes várakozásokkal, azonban az irányadó kamattal mérséklése enyhe meglepetést okozott. Az értékpapír-vásárlási program esetén némileg kisebb emelést vártak az elemzők, míg a TLTRO kiterjesztésére csak elenyésző arányban számítottak. **Összességében a piaci elemzésekben a várakozásokhoz képest erőteljesebbnek értékelték a lazítást.**

A bejelentett intézkedéseket követően az euro a dollárral szemben közel 1,5 százalékkal gyengült, ami azonban a sajtótájékoztatónak a további kamatcsökkentési várakozások hűtésével kapcsolatos üzenet hatására megfordult, és az euro visszaerősödött. A hozamok a 2–10 éves szegmensben 6–10 bázisponttal emelkedtek a bejelentések hatására. Az azóta eltelt időszakban az EUR/USD árfolyam és a hozamok nem változtak érdemben. **A monetáris politikai döntés és a sajtótájékoztató elhangzottak alapján az Európai Központi Bank monetáris politikai stratégiája némileg megváltozott. A márciusi döntés után az Európai Központi Bank nagyobb figyelmet fordít a hitelezési csatorna további hatékonyság-javítására.**

3.2. Aggregált kereslet

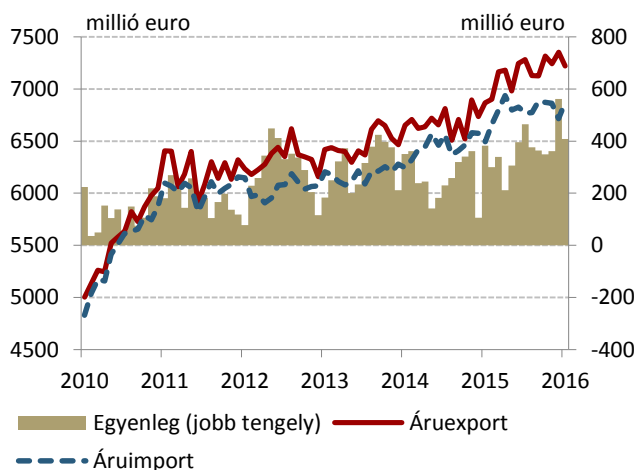
2015 negyedik negyedében 3,2 százalékkal bővült a bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához viszonyítva, így az év egészében 2,9 százalékkal emelkedett a magyar gazdaság teljesítménye. A növekedés elsősorban a belső keresleti tételekhez kötődött, főként a fogyasztás bővült kiemelkedő mértékben. A beruházások ágazati megoszlása 2015 egészében heterogenitást mutatott, a privát beruházások mérséklődése mellett az államhoz kötődő uniós forrásokat felhasználó beruházási aktivitás érdemben emelkedett. Emellett a nettó export is pozitívan járult hozzá a növekedéshez az év egészében.

3-18. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



Forrás: KSH

3-19. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom alakulása



Forrás: KSH

2015-ben 2,9 százalékkal, kiegyensúlyozott szerkezetben folytatódott a növekedés. A negyedik negyedében 3,2 százalékkal bővült a bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest, az előző negyedévhez viszonyítva 1,0 százalékos emelkedés történt. A növekedés továbbra is kiegyensúlyozott szerkezetű. A belső kereslet élénkülése egyre nagyobb mértékben járul hozzá a kibocsátás emelkedéséhez (3-18. ábra).

3.2.1. Külkereskedelem

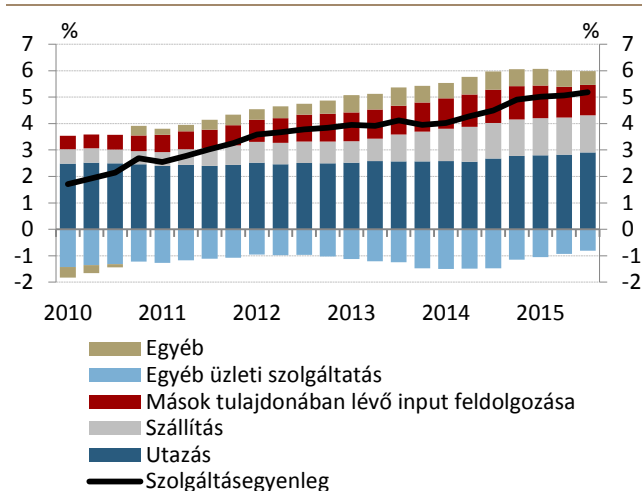
A nettó export továbbra is pozitívan járult hozzá a növekedéshez a negyedik negyedében, azonban elmaradt 2015 átlagától. Az árukivitel az előző negyedéveknél kisebb mértékben növekedett a mérsékeltebben bővülő szolgáltatásexport mellett, a behozatal növekedése meghaladta az export javulását, ami az importigényesebb belső keresleti tételek dinamikus emelkedésének köszönhető (3-19. ábra). Külkereskedelmi többletünk tovább emelkedett a negyedik negyedében, amihez ugyanakkor az áruk és a szolgáltatások egyenlege egyaránt hozzájárult.

A külkereskedelmi többletnek mintegy kétharmada a szolgáltatásokhoz kötődik. A külkereskedelem négy negyedéves többlete a harmadik negyedében elérte a GDP 8,5 százalékát, miközben a szolgáltatások többlete meghaladta az 5 százalékot. Az ágazati bontás szerint a szolgáltatás egyenleg többletében a legnagyobb szerepe a turizmusnak és a szállítási szolgáltatásoknak van, de a számítástechnikai és információs szolgáltatások is hozzájárultak a szolgáltatás egyenleg többletének növekedéséhez (3-20. ábra). A szolgáltatás egyenleg javulásában az elmúlt években a felhasznált jelentős EU-források, a Növekedési Hitelprogram keretében kapott hitelek, valamint a leértékelődő reálárfolyam is szerepet játszott.

2015 negyedik negyedében folytatódott a cserearány javulása az előző év azonos időszakához képest, amihez alapvetően a továbbra is alacsony olajár járult hozzá.

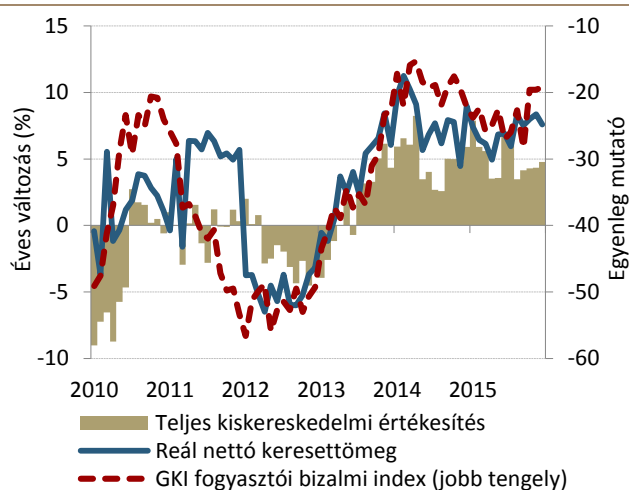
3.2.2. Lakossági fogyasztás

A háztartások fogyasztási kiadásának növekedése 2015 negyedik negyedében is folytatódott. A fogyasztás bővülését elsősorban a javuló munkaerőpiaci feltételek, az

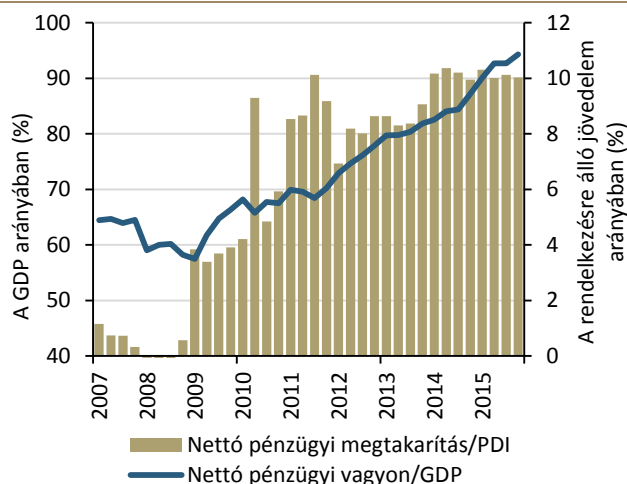
3-20. ábra: A szolgáltatásegyenleg fontosabb tényezőinek alakulása


Megjegyzés: Négy negyedéves GDP-arányos érték.

Forrás: MNB

3-21. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása


Forrás: ESI, KSH

3-22. ábra: A háztartások megtakarítása és nettó pénzügyi vagyona


Forrás: MNB-számítás

alacsony infláció mellett növekvő reálkeresetek és az oldódó óvatossági motívumok támogatják. A tavalyi év végén a kiskereskedelmi forgalom dinamikus bővülése folytatódott (3-21. ábra).

A háztartások nettó pénzügyi vagyona tovább emelkedett a negyedik negyedévben, amihez a pénzügyi eszközök felhalmozása mellett az adósság csökkenése is hozzájárult. **A megtakarítási ráta továbbra is historikusan magas szinten alakul.** A háztartások nettó megtakarítása az alapfolyamatok szerint (a devizahiteles elszámolás és a forintosítás hatásától szűrve) a GDP 5,9 százaléka volt 2015 negyedik negyedévében, az év egészét tekintve pedig a GDP 5,7 százalékát tette ki.

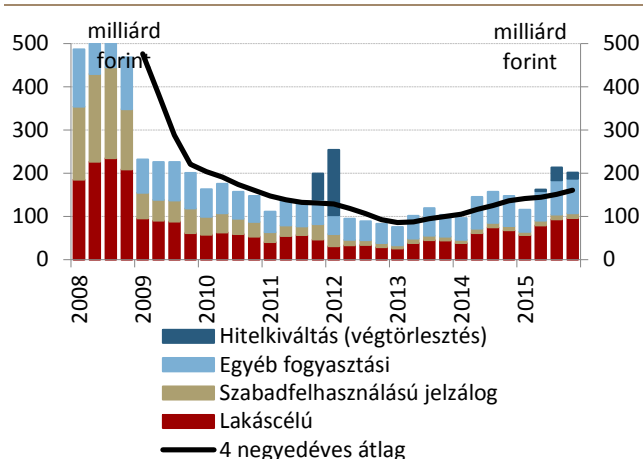
A hazai lakosság jövedelemarányos pénzügyi vagyonának magas szintje, a stabilizálódó gazdasági növekedés és a csökkenő munkanélküliség az utóbbi időszakban mérsékelte a megtakarítási döntésekben az óvatossági megfontolásokat. A munkapiaci környezet tartós javulásával a hosszabb távú jövedelem-várakozások is emelkedtek. Eközben a devizahitelek forintosítása érdemben csökkentette a háztartások árfolyamra való érzékenységét, ami az óvatossági megfontolások mérséklődéséhez és a mérlegalkalmazkodási kényszer oldódásához is hozzájárult. Ezzel összhangban a megtakarítási ráta válságot követő növekedése megállt (3-22. ábra).

Döntően keresleti tényezőkre visszavezethetően tovább bővült a háztartásoknak nyújtott új lakáscélú hitelek volumene. A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 129 milliárd forinttal csökkent 2015 negyedik negyedévében, amihez jelentős mértékben járult hozzá a személyi kölcsönök és a gépjárműhitelek forintosítása is a preferenciális árfolyam alkalmazásával. Az új kihelyezések volumene ugyanakkor élénkült, különösen a lakáscélú szegmensben nőtt a szerződés kötéseik értéke a vizsgált időszakban (3-23. ábra). A lakáshitelek bruttó kibocsátása 2015 negyedik negyedévében 42 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszaki értékét, míg 2015 egészében 34 százalékos bővülés volt megfigyelhető 2014-hez képest. A lakáshitelezés élénkülése a kereslet bővülésének tulajdonítható, ami összefüggésben van a javuló lakáspiaci folyamatokkal, az alacsony kamatkörnyezettel és a háztartások jövedelmi, vagyoni helyzetének javulásával.

3.2.3. Magánberuházás

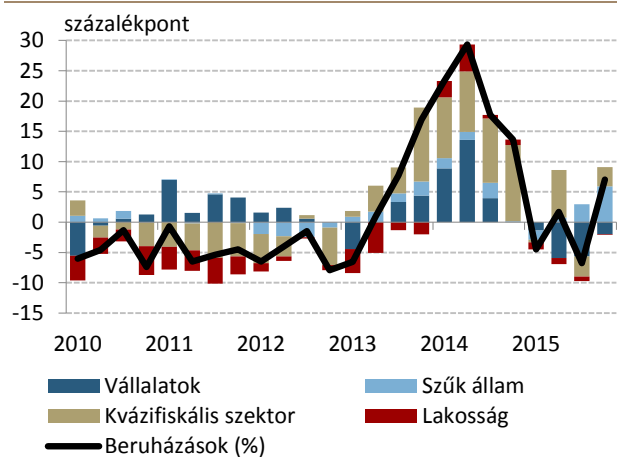
A negyedik negyedévben a nemzetgazdasági beruházások volumene 7,0 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva. A GDP-arányos beruházási ráta 2015-ben 21,3 százalék volt. A növekedést elsősorban az uniós forrásokból finanszírozott állami beruházások

3-23. ábra: Új háztartási hitelkihelyezések a hitelintézeti szektorban



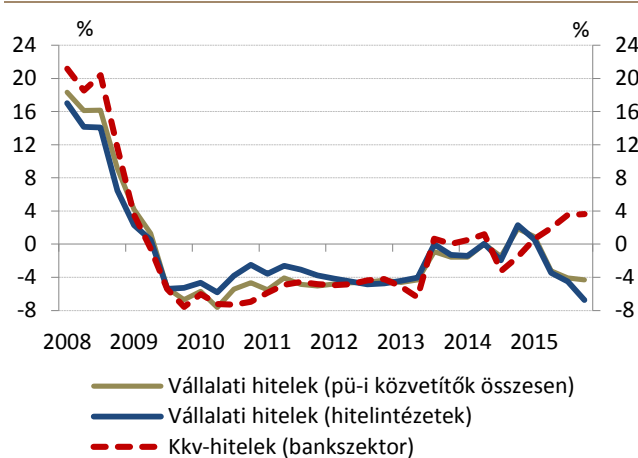
Forrás: MNB

3-24. ábra: Szektorok hozzájárulása a nemzetgazdasági beruházások éves változásához



Forrás: KSH

3-25. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves növekedési üteme



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

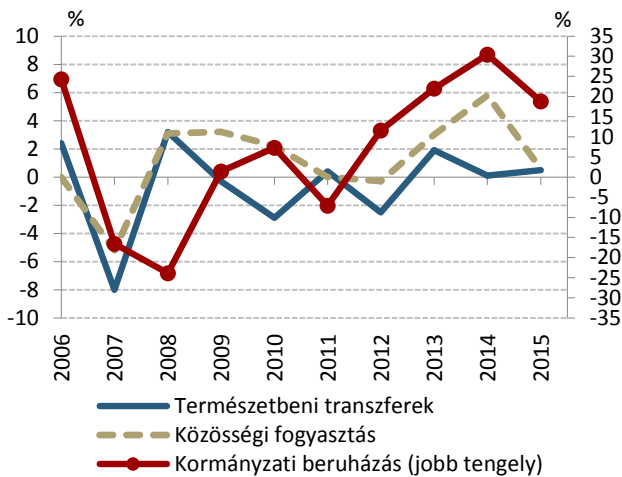
támogatták, míg a vállalati szektor beruházási aktivitása az előző negyedévekhez hasonlóan mérséklődött. A lakossági beruházások továbbra is visszafogottan alakultak (3-24. ábra).

A vállalati kör beruházási aktivitásának mérséklődését elsősorban a külső piacra termelő vállalatok, kisebb mértékben a belföldre termelő ágazatok okozták. A csökkenést részben a korábbi feldolgozóipari nagyberuházások befejeződése, továbbá a mezőgazdasági beruházások mérséklődése magyarázza. A mezőgazdaság esetében a csökkenést az előző évek Növekedési Hitelprogramból (NHP) megvalósuló beruházásai miatti magas bázis indokolja. A vállalati szektor kapacitáskihasználtsági mutatói is historikus átlaguk felett alakulnak, így a keresleti feltételek továbbra is támogatják a bővítő beruházásokat. Ugyanakkor az MNB által számított Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) arra utal, hogy 2015 végén a bankrendszer gyenyge hitelezési hajlandósága hozzájárulhatott a vállalati beruházások csökkenéséhez.

Elsősorban a kkv-szegmenshez köthetően bővülés tapasztalható a vállalati hitelezés folyamataiban. A nem pénzügyi vállalatok hazai pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállománya összességében – mintegy 53 milliárd forint értékben – bővült 2015. utolsó negyedévében. Éves összevetésben azonban a teljes vállalati hitelezés összesen 4,3 százalékkal csökkent 2015-ben, döntően egyedi nagyvállalati tranzakciók hatása miatt (3-25. ábra), de ezen egyedi tételek kiigazításával mintegy 2 százalékos állománycsökkenés adódik. Ezzel szemben a kkv-szektor hitelállománya összességében 3,6 százalékkal bővült 2015. során, amihez jelentős mértékben hozzájárultak a Növekedési Hitelprogram keretében történt folyósítások. Tekintettel az ipari és a kereskedelmi ágazatok teljesítményének év végi bővülésére, a vállalati hitelezés folyamatait stabil vagy enyhén növekvő kereslet jellemezte 2015. végén. Ezzel szemben a kínálat alakulását változatlanul az óvatosság jellemezte, a hitelezési feltételek kismértékben enyhültek az év végén. Előretekintve azonban ebben a tényezőben is oldódás várható, a hitelkínálati kondíciókban ugyanis nagymértékű, elsősorban a kamatfelárakban érvényesülő lazítást jeleztek a bankok.

A tranzakciós adatok az összesített lakáspiaci forgalom további mérsékelt bővülését jelzik. Ezzel összhangban a lakások ára is emelkedő trendet mutat. Az értékesített lakások száma a negyedik negyedévben 1,4 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. 2015. során összességében 27,6 százalékos bővülést figyelhetünk meg a lakáspiaci tranzakciók tekintetében. A lakásárak továbbra is elmaradnak a válság előtti szintjüktől, ugyanakkor az

3-26. ábra: A kormányzati fogyasztás és beruházás volumenének éves változása



Forrás: KSH, MNB

élénkülő kereslet hatására 2015 első kilenc hónapjában a használt lakások ára 12,1 százalékkal, az új lakások ára 7,3 százalékkal emelkedett. **Az új lakások építése a negyedik negyedév során visszafogottan alakult, ugyanakkor folytatódott a kiadott építési engedélyek számának növekedése**, ami a lakáspiac élénkülését vetíti előre.

3.2.4. Kormányzati kereslet

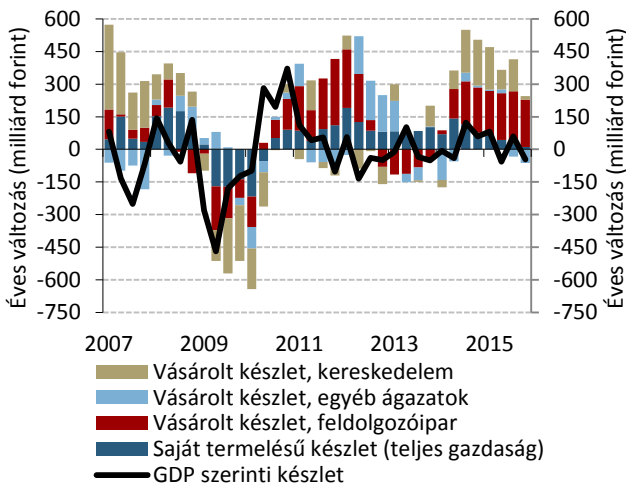
A kormányzati fogyasztás emelkedett az előző negyedévhez képest, amiben az EU-források felhasználása mellett a határvédelmi intézkedések játszottak szerepet. A költségvetési kiadások kontrolljának köszönhetően azonban 2015-ben a közösségi fogyasztás és a kormányzattól származó természetbeni transzferek volumene is a megelőző évinél csupán enyhén magasabb szinten alakult (3-26. ábra).

Az államhoz kötődő ágazatok beruházási aktivitása eltérő képet mutat a szűk állam és a kvázifiskális szektor viszonylatában. A szűk állami szektor beruházásainak érdemi emelkedését a közigazgatás, az egészségügy és az oktatás ágazat egyaránt támogatta. A kvázifiskális szektoron belül a vízellátás ágazat beruházásai az uniós forráslehívás alakulásával összhangban érdemben növekedtek, míg a jelentős súlyú szállítás-raktározás ágazat teljesítménye mérséklődött. A szektor teljesítményét érdemben befolyásolta az uniós források év végi gyorsított lehívása, ami az állami beruházások jövő évi csökkenését vetíti előre.

3.2.5. Készletváltozás

A nemzetgazdasági készletváltozás az év egészében negatívan járult hozzá a növekedéshez, amelynek hátterében elsősorban a mezőgazdasági teljesítmény csökkenése áll. A készletváltozáshoz nagyrészt a gazdaság saját termelésű és a kereskedelem és egyéb ágazatok vásárolt készleteinek leépülése járult hozzá, miközben a feldolgozóipar készletállománya enyhén emelkedett a tavalyi év során.

3-27. ábra: A készletváltozás folyó áron



Forrás: KSH, MNB

3-2. keretes írás: A lakásépítések támogatásának részletei és lehetséges makrogazdasági hatásai

2016. január elsejétől jelentősen változott a családok otthonteremtési kedvezményének (CSOK) rendszere. A három- vagy többgyermekes, új lakóingatlant építő vagy vásárló családok 10 millió forint támogatásban részesülhetnek, valamint az általuk felvett lakáscélú kölcsönhöz kedvezményes állami kamattámogatást is igényelhetnek, melynek köszönhetően az általuk fizetendő kamat mértéke nem haladhatja meg a 3 százalékot. A kamattámogatás maximális időtartama 25 év, és legfeljebb 10 millió forint kölcsönösszegig igényelhető.

Az újonnan épített vagy vásárolt lakóingatlanok esetében a korábbiaktól eltérően kevesebb korlátozás vonatkozik a megvásárolható ingatlan méretére és értékére. A program ugyanakkor számos megkötést is tartalmaz: a büntetett előélet kizárja az igénybevétel lehetőségét, és féléves társadalombiztosítási jogviszony is kötelező. Utóbbi a 10 millió forintos támogatás esetén szigorúbb, két évre nő.

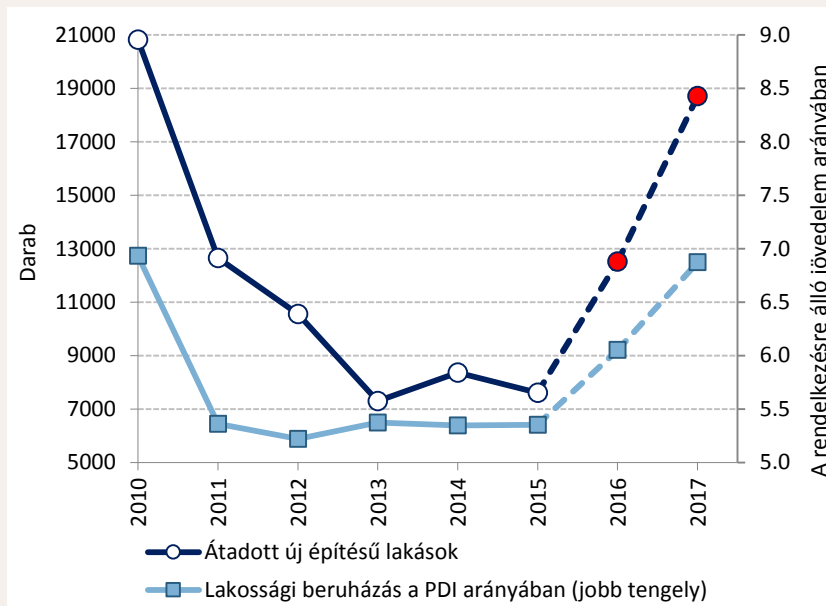
A hazai új lakások piacán 2008 óta negatív trend rajzolódott ki, amely több évig meghatározta a lakáspiac helyzetét.

Ennek eredményeként a hazai lakásépítésre fordított lakossági kiadások érdemben mérséklődtek, így nemzetközi összevetésben is rendkívül alacsonynak tekinthetők. A válságból való kilábalás eredményeként javuló foglalkoztatási és jövedelmi folyamatokkal összhangban 2013-ban az említett negatív trend megfordulását láttuk, és ezt követően lassú élénkülés jellemezte a szektort. Az új lakások részesedése a lakáspiaci forgalomból azonban továbbra is visszafogott, a lakáspiaci élénkülés eddig leginkább a használt lakások piacán jelentkezett. A kiadott lakásépítési engedélyek száma ugyanakkor már az elmúlt negyedévekben is jelentős mértékben emelkedett. Az építési engedélyek számának emelkedéséhez a jövedelemoldali folyamatok és a finanszírozási környezet javulása egyaránt hozzájárultak. A növekvő foglalkoztatás szint és a bővülő reáljövedelmek a lakásvásárlások szempontjából meghatározó, hosszabb távú jövedelemvárakozásokat emeltek. A historikusan alacsony kamatkörnyezet egyfelől enyhülő ár jellegű hitelezési feltételeket, másrészt a lakáspiaci befektetések vonzerejének növekedését eredményezte.

Az ingatlanpiac működési gyakorlatából következően, valamint a múltbeli tapasztalatok alapján egy-egy emelkedő trend kibontakozásakor a lakásépítési engedélyek számának felfutása mintegy 4–8 negyedévvél előzi meg az új építésekét. A kiadott építési engedélyek és az átadott lakások száma között az elmúlt negyedévekben tapasztalt elnyílás mértéke arra utal, hogy az ingatlanfejlesztők az utóbbi időszakban a kivárást választották. Ezt az indokolta, hogy a kormányzat felől jelzések érkeztek különböző lakáspiaci élénkítő intézkedések lehetséges bevezetéséről. A kiterjesztett otthonteremtési program és a lakáspiaci tranzakciókhoz kötődő áfa számottevő mértékű csökkentése a lakáspiac kínálati és keresleti feltételeit is érdemben javítja.

Az intézkedések bevezetését követően az elhalasztott beruházások gyorsan realizálódnak várakozásunk szerint, így a már kiadott engedélyek száma alapján az idei évben akár további közel 5 ezer új lakás is megépül, amit 2017-ben a program kihasználtságának felfutása követ, és ez további addicionális 5 ezer új lakás megépülését eredményezi. **Össességében a program következtében két év alatt az új építésű lakások számának megduplázódására számítunk** (3-28. ábra). Az intézkedések hatására élénkülő lakáspiaci beruházásokkal összhangban a foglalkoztatás szintje is emelkedik.

3-28. ábra: A lakásépítések várt alakulása



Forrás: KSH, MNB

Feltevéseink szerint az idén felépülő 13 ezer új lakás körülbelül háromnegyedéhez igénybe veszik a 3 gyermek után járó 10 millió forintos támogatást, míg ezekhez képest szignifikánsan elmarad a 2 és 1 gyermek után történő igénybevételek száma a támogatások progresszív növekedése miatt. 2017-ben az arányok hasonló alakulására számítunk. Ezek alapján az új lakásokra igénybevett CSOK 2016-ban 110-115 milliárd forint (GDP-arányosan 0,3 százalékos) költségvetési támogatást jelent, ami jövőre 150-160 milliárd forintra (GDP-arányosan 0,4 százalékra) nő. Feltételezve, hogy a 10 millió forintos támogatáshoz az igénybevevők fele kamattámogatott hitelt is felvesz, a költségvetés számára a támogatás idén 3, jövőre 5 milliárd forint terhet jelent.

A lakásépítések gazdaságélénkítő hatásait is figyelembe véve a költségvetési egyenlegre gyakorolt teljes hatás a fentieknél érdemben alacsonyabb lehet. A foglalkoztatottak számának növekedése emeli az szja- és járulékbévételeket, az addicionális építések hozzájárulnak az áfabevételek emelkedéséhez, míg kisebb mértékben további adónemek esetén is várható növekedés. A gazdaságélénkítő hatások idén 20-25, jövőre 40-45 milliárd forint adóbevételi többletet jelentenek.

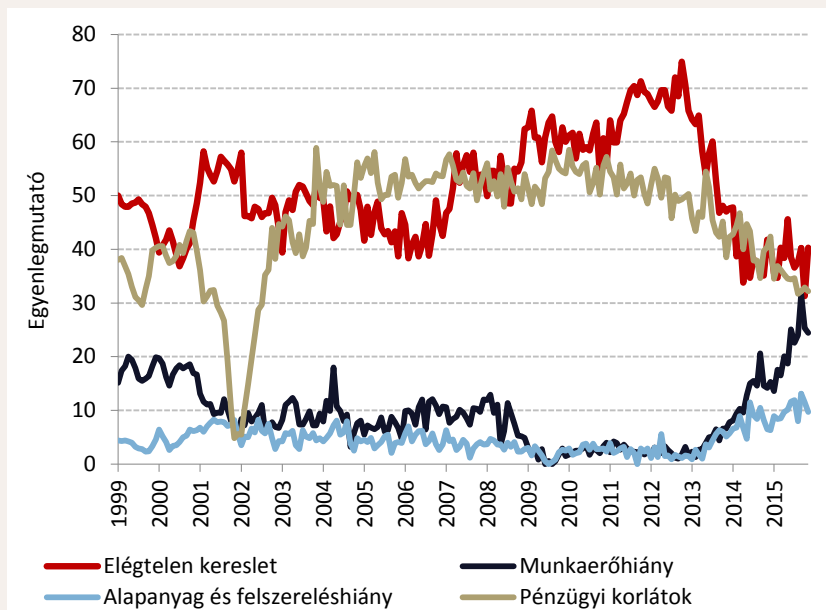
A használt lakásokra vonatkozó CSOK-kiadások tavaly 4,7 milliárd forintot tettek ki, de az intézkedést július 1-jével vezették be. Idén és jövőre időarányosan ennek duplájával, nagyjából 10 milliárd forinttal számolunk. A program kibővítése ellenére nem várunk magasabb igénybevételt, mert feltételezéseink szerint az áfacsökkenés és az új lakásokra vonatkozó jelentős támogatási összegek elszívják a keresletet a használt lakások piacáról.

Az új lakások építését ösztönző intézkedések a gazdaság több szektorát is befolyásolják. A megvalósuló új beruházások közvetlenül emelik az építőipar termelését, míg az ingatlanforgalmazással foglalkozó, valamint a pénzügyi és biztosítási tevékenységek ágazat teljesítményére közvetett hatást gyakorolnak. Az egyéb nemfém ásványi termékek feldolgozóipari alágazat kibocsátásának bővülése várható az építkezésekhez felhasznált beton, cement és üveg gyártásán keresztül. A lakásépítések várt élénkülése becslésünk szerint 2016 év végéig 0,3-0,4 százalékkal, 2017 év végéig 0,6-0,7 százalékkal emeli a GDP szintjét.

A lakáspiac fellendülésének várt ütemét és mértékét elsősorban a kínálati korlátok oldódása határozza meg. Egyrészt a válságot követően a pénzügyi rendszer érdemben visszafogta a szektor finanszírozását, és szigorította annak feltételeit. A szektor finanszírozási helyzetére továbbra is szigorú hitelezési feltételek jellemzők, ami gátat szab annak, hogy a program gazdaságélénkítő hatása kiteljesedjen. Emellett a szakképzett munkaerővel való ellátottság is érdemben befolyásolja a lakáspiaci fellendülés ütemét. Az építőiparra az elmúlt években a javuló keresleti feltételek mellett egyre inkább jellemzővé vált, hogy a termelést elsődlegesen akadályozó tényezőnek a munkaerő- és az alapanyaghiány tekinthető (3-28. ábra). A CSOK élénkíti a keresletet, így a lakáspiaci program előrejelzésünkben hosszabb időhorizonton dinamizálja a szektort. A

munkapiacon jelentkező korlátok oldásához a meglévő munkapiaci tartalékok (például átmenetileg külföldön dolgozó, munkanélküli vagy közmunkaprogramban részt vevő szakemberek) megfelelő mobilizálása szükséges.

3-29. ábra: Építőipari termelést akadályozó tényezők (ESI-felmérés)

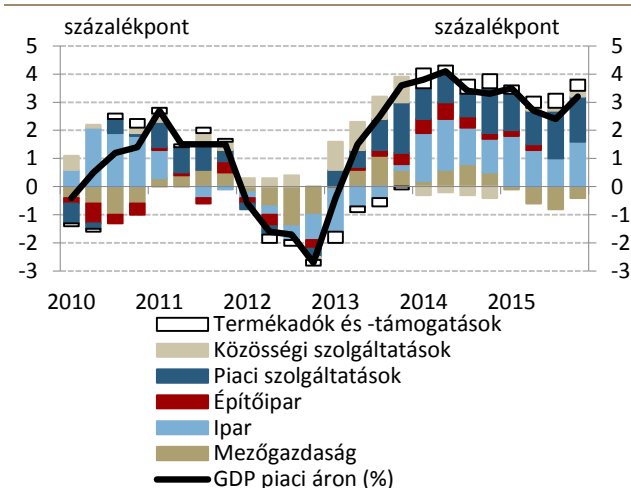


Forrás: Európai Bizottság

3.3. A kibocsátás szintje és szerkezete

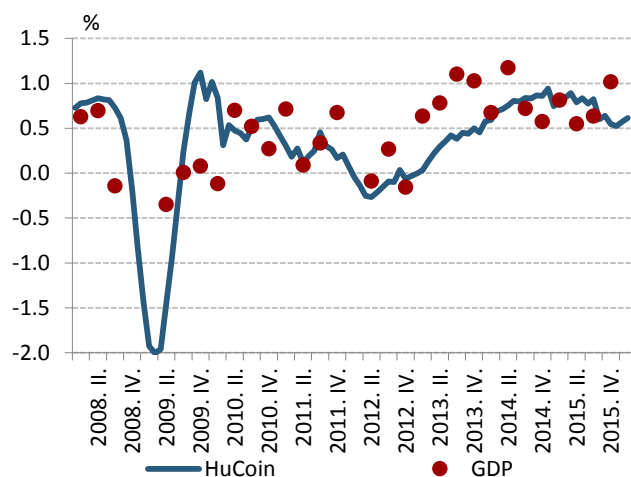
A tavalyi év egészében a mezőgazdaság kivételével valamennyi ágazat hozzájárult a növekedéshez. Az év végén a szolgáltatások és az ipar teljesítményének javulása támogatta a bővülést. Az építőipar termelése az uniós források felhasználásának kifizetésével fokozatosan mérséklődött 2015 folyamán. A 2014-es kiváló terméseredményei után a mezőgazdaság hozzáadott értéke 2015-ben csökkent.

3-30. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP-növekedéshez való hozzájárulása



Forrás: KSH

3-31. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



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

Forrás: KSH, MNB számítások

2015 negyedik negyedében elsősorban az ipari termelés bővülése következtében élénkült a gazdasági növekedés az előző negyedévhez képest. (3-30. ábra). A gazdasági konjunkturális alapfolyamatait jelző előretekintő indikátorok kedvező kilátásokat jeleznek. A gazdasági növekedés alapfolyamatait megjelenítő makrogazdasági indikátorok széles körére támaszkodó HuCoin-indikátor értéke továbbra is élénk növekedésre utal (3-31. ábra).

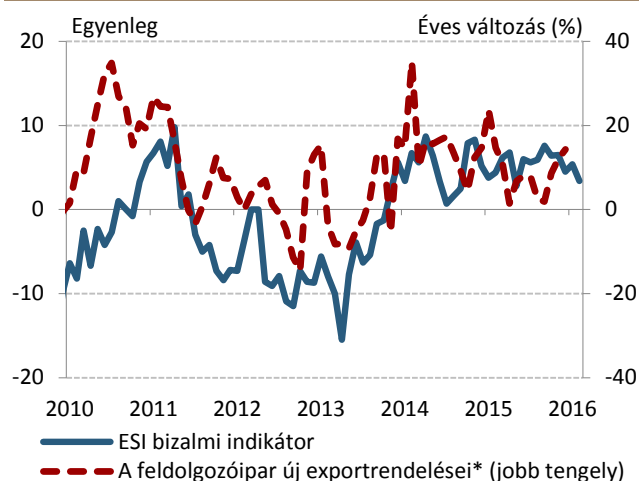
Az ipar teljesítménye javult a korábbi negyedévhez képest.

A növekedésében változatlanul a járműgyártás kibocsátásának bővülése játszott szerepet. Emellett a gépipar, a textilipar, a vegyipar és az elektronika ágazat teljesítménye is élénkülést mutatott az előző negyedévhez képest. Az előző év azonos időszakával összevetve az alágazatok széles körében is emelkedett a termelés. Az ipari termelés 2015 negyedik negyedében 1,8 százalékkal haladta meg a harmadik negyedévi szintjét. **2015 egészében 7,5 százalékkal volt magasabb az ipari kibocsátás szintje, mint 2014-ben.** A januári adatok alapján az ipari termelés szintje lényegében nem változott tavaly év végéhez képest. A feldolgozóipari alágazatok előző hónaphoz viszonyított teljesítménye összességében vegyes képet mutatott. A járműgyártás alágazat termelésének visszaesése év eleji gyárleálláshoz kötődött, míg az élelmiszeripar és fémipar teljesítménye növekedett az előző hónaphoz viszonyítva.

Az előretekintő ipari indikátorok összességében pozitív kilátásokat jeleznek a hazai ipar rövid távú kilátásaira vonatkozóan. A magyar ipar kilátásait megragadó ESI index továbbra is kedvező kilátásokat jelez, valamint az eurozóna konjunkturális folyamatait jelző Eurocoin indikátor értéke emelkedett 2016 januárjában. A hazai feldolgozóipar új exportrendeléselei összességében emelkedtek az elmúlt hónapokban. Az ipari teljesítmény középtávú kilátásait tekintve ugyanakkor a német ipar visszafogott teljesítménye és a feltörekvő országok mérsékelt növekedési várakozásai lefelé mutató kockázatot jelentenek (3-32. ábra).

Az építőipar termelése visszafogottan alakult 2015 végén, amit az európai uniós finanszírozással megvalósult beruházások kifizetése magyaráz. Ezzel együtt a szerződésállomány másfél éve tartó visszaesése tovább folytatódott, az új szerződések azonban nőttek az év második felében (3-33. ábra).

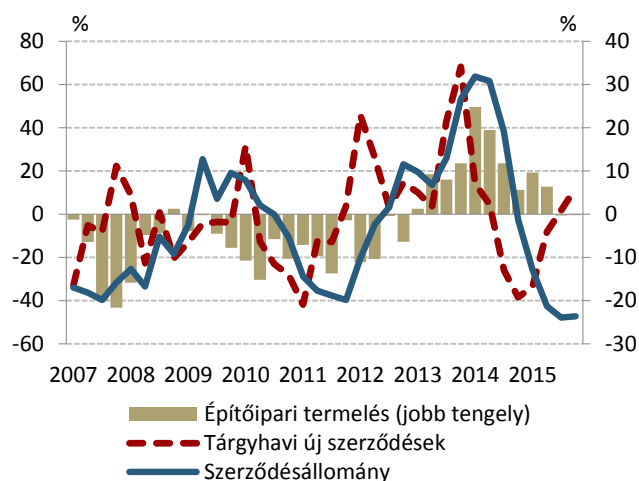
3-32. ábra: Ipari konjunktúraindikátorok alakulása



Megjegyzés: *Háromhavi visszatekintő mozgóátlag.

Forrás: Európai Bizottság, KSH

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



Forrás: KSH

A mezőgazdaság hozzáadott értéke az előző év kiváló terméseredményei után jelentősen csökkent 2015-ben. Az ágazat éves szinten átlagosan 0,5 százalékponttal fogta vissza a GDP növekedését. A mezőgazdasági kibocsátás ingadozásaiban meghatározó gabonafélék közül a búza termése a 2014-eshez hasonló szinten alakult. Kukoricából az aszályos, száraz időjárás következtében közel harmadával kevesebb termett, mint 2014-ben.

A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke tovább növekedett a negyedik negyedévben, az alágazatok általános bővülését figyeltük meg. A bővülést a fogyasztási kereslet stabil növekedése támogatta.

A kiskereskedelmi eladások stabil emelkedése tovább folytatódott a negyedik negyedévben. A kiskereskedelmi értékesítések volumene 4,6 százalékkal nőtt az előző év negyedik negyedévéhez képest. A tavalyi év során a termékek széles körében az eladások emelkedését figyeltük meg. Az alacsony infláció és az emelkedő reáljüvedelmek miatt folytatódott a lakossági fogyasztás bővülése, ugyanakkor a kiskereskedelmi forgalom 2015-ben látott számottevő ütemű élénkülésében a NAV-pénztárgépek aktiválásából eredő fehéredési hatás is szerepet játszott.

A vendéglátás és turizmus ágazatok hozzáadott értéke a negyedik negyedévben 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 növekvő felhasználására vezethető vissza. Emellett a leértékelt árak támogatja a külföldiek által eltöltött vendégéjszakák számának folyamatos emelkedését.

A pénzügyi ágazat teljesítménye az előző év azonos időszakához képest emelkedett. A szektor teljesítményét a fokozatosan javuló hitelezési aktivitás magyarázza. Az ingatlanügyek ágazat növekedéséhez elsősorban a használt lakások piacának élénkülése járult hozzá.

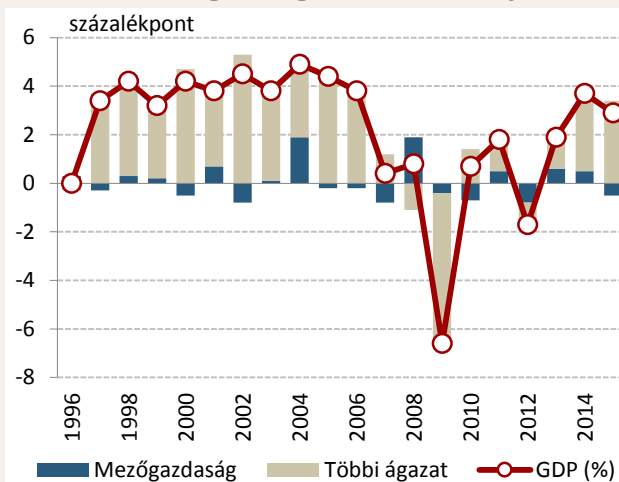
A kereslet bővülésével párhuzamosan a potenciális növekedés is élénkült 2015-ben. A javuló elhelyezkedési kilátások javították a munkakereslet és -kínálat illeszkedését. Az oldódó finanszírozási korlátok a tőkefelhalmozás mellett a termelékenység javulását is támogatták.

3-3. keretes írás: A mezőgazdasági teljesítmény volatilitása mögött meghúzódó tényezők

A hazai mezőgazdaság hozzáadott értékének alakulása jelentős volatilitást mutatott az elmúlt időszakban, így a GDP-növekedéshez való hozzájárulása is változékonyan alakult (3-34. ábra). Az ágazat súlya, szerkezete és minőségi jellemzői esetén is érdemi eltérések azonosíthatók az európai országok körében. Az alábbi keretes írás a jelentős volatilitást mutató hazai mezőgazdasági teljesítmény mögött meghúzódó főbb tényezőket vizsgálja.

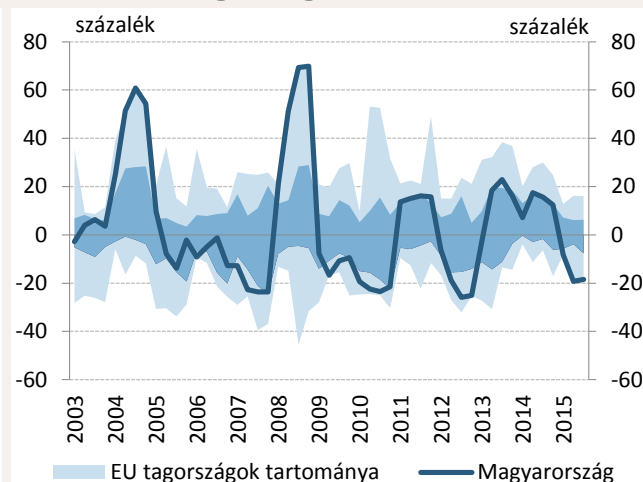
Az uniós csatlakozás óta lényegében azonos szabályok és feltételek között működő **magyar mezőgazdaság az európai átlagnál érdemben hullámzóbb teljesítményt nyújtott** (3-35. ábra). A mezőgazdaság jellemzően azon uniós tagországok körében mutat jelentősebb ingadozást, amelyek később csatlakoztak, illetve ahol relatíve nagy az ágazat részesedése GDP-ben. A hazai mezőgazdaság közvetlen részesedése a bruttó hazai termékben stabilan 4 százalék körül alakult az elmúlt években, amelynél nagyobb súlya csak Romániában és Bulgáriában van az ágazatnak.

3-34. ábra: A mezőgazdaság növekedési hozzájárulása



Forrás: KSH

3-35. ábra: A mezőgazdasági hozzáadott érték változása

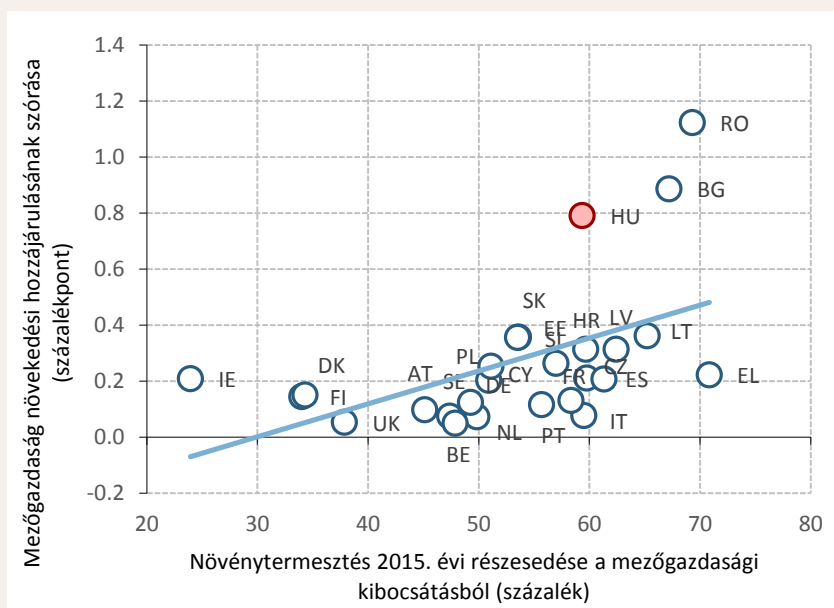


Megjegyzés: A sötétebb sáv a felső és alsó percentilis közötti tartományt jeleníti meg.

Forrás: Eurostat

Az agrárteljesítményt alapvetően befolyásolja az időjárás alakulása, így a **mezőgazdaság szerkezete is magyarázza az ágazat hozzáadott értékének volatilitását**. Jellemzően változékonyabb a mezőgazdaság teljesítménye azokban az országokban, melyekben jelentős a növénytermesztés részesedése az agrárkibocsátásból (3-36. ábra). Magyarországon a növénytermesztés mezőgazdaságon belüli aránya közel 60 százalék, azonban a szektor teljesítménye volatilisabb a hasonló mezőgazdasági szerkezetű országokénál. Az Európai Unió tagországait tekintve csak Románia és Bulgária esetében jelentősebb az ingadozás.

3-36. ábra: A mezőgazdaság szerkezete és volatilitása



Forrás: Eurostat

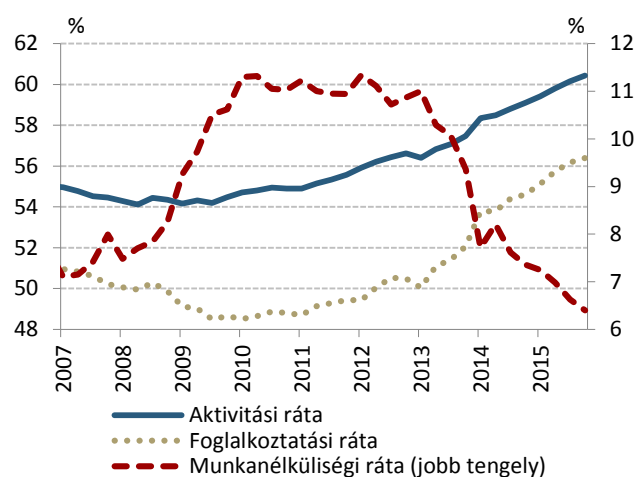
Az agrárium szerkezete mellett további tényezők is magyarázzák a szektor teljesítményének volatilitását. A mezőgazdaság hatékonyságában és az időjárási viszontagságokkal szembeni kitettségében kulcsszerepe van az **öntözésnek**. Az öntözhető területek nagysága folyamatosan csökkent az utóbbi években Magyarországon. Jelenleg ezeknek a területeknek csupán felét, közel 100 ezer hektárt öntözik ténylegesen a gazdálkodók, ami elmarad az EU28 átlagától.

Hazánk mezőgazdaságát a kelet-európai és mediterrán országokéhoz hasonló **elaprózódott birtokszerkezet** jellemzi, ami szerepet játszik az egyéni gazdaságok méretgazdaságossági és versenyképességi problémáiban. Az EU-csatlakozást követő, majd az elmúlt években az NHP következtében ismét erősödő beruházási aktivitás mellett is számottevő maradt a lemaradás a nyugat-európai országokhoz képest a géppark mennyiségi és minőségi jellemzőiben, illetve átlagos életkorában. A szektor gépesítettsége 1990 óta nem változott érdemben. A termelékenység javításának további forrása lehet a mezőgazdasági **kutatás és fejlesztés** (például növénynemesítés) támogatása.

3.4. A munkapiac helyzete

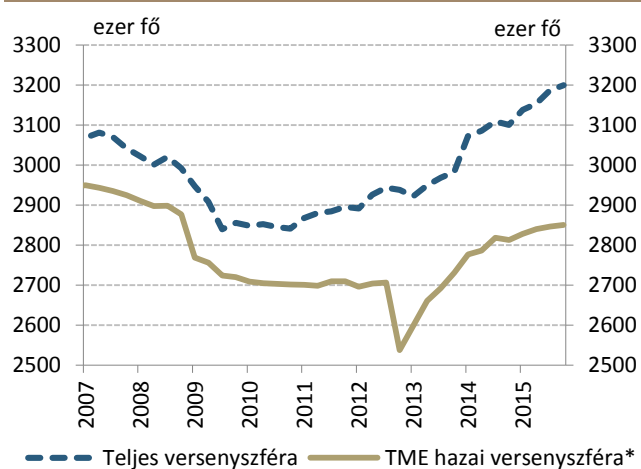
2015 negyedik negyedében a versenyszférában dolgozók száma tovább emelkedett. A foglalkoztatás szintjének emelkedése a feldolgozóiparban volt megfigyelhető, a piaci szolgáltató szektor létszáma csökkent. A munkanélküliségi ráta 6,2 százalék volt a negyedik negyedében. Folytatódott a munkapiac fokozatos 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

2015 utolsó negyedében kisebb mértékben ugyan, de folytatódott a korábban inaktívnak számító potenciális munkavállalók beáramlása a munkapiacra. A fokozatosan növekvő aktivitással a 15–74 éves korosztályt tekintve az aktivitási ráta 60 százalék felett alakult (3-37. ábra), a 15–64 éves korosztályra nézve pedig 69,1 százalék volt.

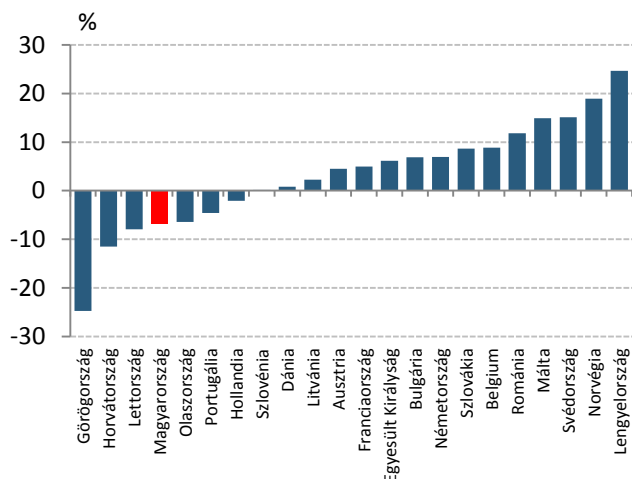
A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma kismértékben tovább nőtt a negyedik negyedében. Az államháztartásban foglalkoztatottak létszáma az előző negyedévhez hasonlóan érdemben nem változott, míg a versenyszférában folytatódott az év eleje óta jellemző létszám bővülés. A versenyszférán belül a foglalkoztatás szintjének emelkedése a feldolgozóiparban volt megfigyelhető, a piaci szolgáltató szektor létszáma csökkent. A részmunkaidősök aránya és heti átlagóraszámuk alapján számított hazai versenyszféra teljes munkaidő egyenértékes létszáma enyhén növekedett a negyedik negyedében (3-38. ábra).

A munkanélküliség 2013 óta csökkenő pályán van, a munkanélküliségi ráta 6,2 százalék volt a negyedik negyedében. A nem támogatott betöltetlen álláshelyek száma enyhén csökkent a harmadik negyedévhez képest, a nem támogatott új álláshelyek száma az elmúlt negyedévekhez hasonlóan a 40 és 50 ezer fős tartományon belül maradt. **A feszességi mutatók a munkapiac folyamatos feszesedését mutatják az utóbbi évekre nézve.**

3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

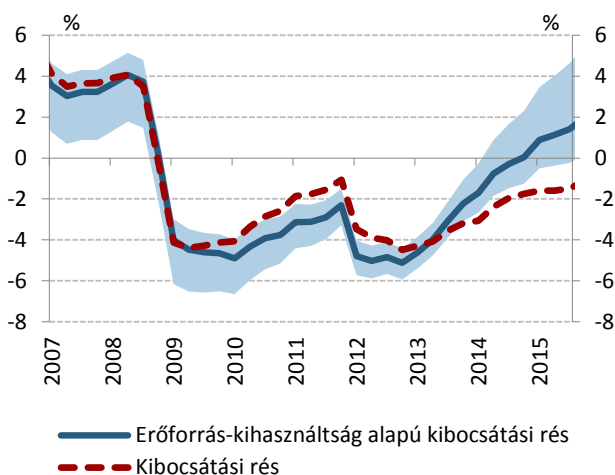
A reálgazdaság változatlanul deflációs hatású, a kibocsátási rés 2015 végén is negatív tartományban alakult. Az elmúlt időszakban a bizalmi indikátorok és vállalati felmérések információtartalmát felhasználó erőforrás-kihasználtsági rés arra utal, hogy a vállalati kapacitások kihasználtsága tovább emelkedett 2015 utolsó negyedében.

3-39. ábra: A fogyasztás 2015-ös szintje a válság előttihez képest



Forrás: Az Eurostat adatai alapján MNB-számítás

3-40. ábra: Kibocsátásrés-mutatók



Megjegyzés: Az erőforrás-kihasználtság alapú kibocsátási rés különböző vállalati kapacitáskihasználtságra vonatkozó indikátorok információtartalmát sűríti egyetlen indikátorba. A sáv ezen becslés bizonytalanságát jeleníti meg. A módszertant bemutatja: Rácz O. M. (2012): A gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése bizalmi indikátorok segítségével, MNB Szemle, 2012 június.

Forrás: MNB

Becslésünk alapján a kibocsátási rés változatlanul negatív, de a záródása folytatódott 2015 negyedik negyedében. A negatív kibocsátási rés háttérében elsősorban a válság előtti szintjétől elmaradó lakossági fogyasztás áll, amit egy kockázatkérülőbb fogyasztói magatartás (óvatossági megtakarítások felhalmozása) jellemez (3-39. ábra).

A vállalatok erőforrás-kihasználtságát megragadó mutató tovább emelkedett a negyedik negyedében, ami a kapacitáskihasználtság növekedését jelezte (3-40. ábra). A kereslet megítélése tovább javult, a vállalati konjunktúrahangulatot tükröző mutatók jellemzően historikus átlaguk felett alakultak, illetve a munkaerőhiány egyes ágazatokban szűk keresztmetszetként jelentkezett. Ugyanakkor továbbra is jelentős bizonytalanság van az erőforrás-kihasználtsági rés becslésében, mely a vállalati felmérések ingadozásaiból ered.

A gazdaság ciklikus pozícióját jelző mutatók közötti eltérés több okra vezethető vissza. A válság utáni években a bizonytalan keresleti kilátások és az erősebb finanszírozási korlátok egyaránt arra ösztönözték a cégeket, hogy a korábbinál intenzívebben használják ki termelőkapacitásaikat. Az erőforrás-kihasználtsági rés számítása bizalmi indikátorokon és kapacitáskihasználtsági mutatókon alapul. Összességében tehát **az erőforrás-kihasználtsági rés szintje a keresleti oldali inflációs nyomás mértékét felülbecsli.** Az indikátor időbeli változása ugyanakkor továbbra is jól tükrözi az inflációs nyomásban bekövetkező elmozdulások irányát.

A decemberi Inflációs jelentés óta beérkezett adatok szerint a kibocsátási rés tovább záródott 2015 negyedik negyedében.

3.6. Költségek és infláció

Az infláció visszafogott szinteken, változatlanul a 3 százalékos cél alatt alakult 2016 elején. A visszafogott árdinamikát továbbra is a nyersanyagárak számottevő csökkenése, az alacsony importált infláció és a mérséklődő inflációs várakozások magyarázták. A versenyszektor bérdinamikája stabilan alakult a negyedik negyedévben.

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

	2015. I.	2015. II.	2015. III.	2015. IV.	2016. jan.
Versenyszféra	3,7	3,9	3,9	4,0	4,4
Feldolgozóipar	3,5	4,0	4,1	4,2	4,2
Piaci szolgáltatások	3,1	3,5	3,6	4,0	4,7

Megjegyzés: Éves változás, százalék.

Forrás: KSH

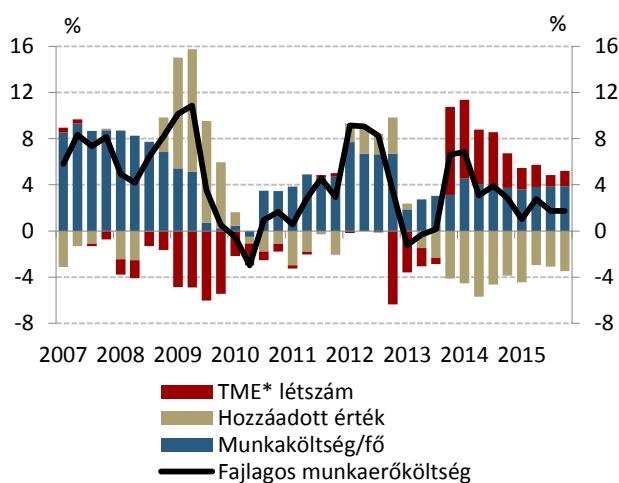
3-41. ábra: A bruttó átlagkereset és a munkapiaci feszességi mutatók alakulása



Megjegyzés: A bruttó átlagkereset esetében a 2012. évi minimálbér emelés hatását kiszűrtük.

Forrás: NFSZ, KSH, MNB-számítás

3-42. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása



Megjegyzés: * Teljes munkaidő egyenértékes. Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3.6.1. Bérek

A versenyszféra bérdinamikája lényegében nem változott az előző negyedévhez viszonyítva, a bruttó átlagkereset 4 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A vállalatok által kifizetett prémiumok megegyeztek az utolsó negyedévben szokásos mértékekkel. A szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszférában enyhén növekvő bérdinamikát figyeltünk meg a tavalyi év során. A versenyszférán belül a bruttó átlagkeresetek éves dinamikája – az előző évekhez hasonlóan – a feldolgozóiparban erőteljesebb volt, mint a piaci szolgáltatók esetében (3-4. táblázat). A munkapiac folyamatos feszesedése néhány ellentétes hatású tényező (immobilis munkaerő, mérsékelt inflációs környezet) miatt csak kisebb mértékben jelentkezett a nominális bérdinamikában (3-41. ábra).

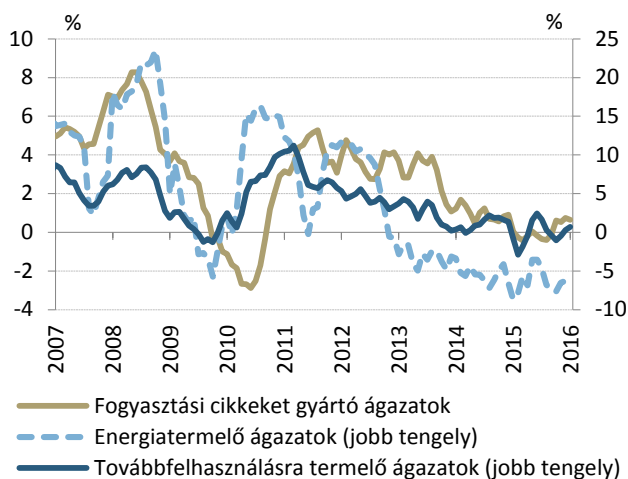
A teljes munkaidő egyenértékes létszámmal számolt fajlagos munkaerőköltség dinamikája az előző negyedévhez hasonlóan alakult (3-42. ábra). A fajlagos munkaerőköltség változatlan dinamikáját a gyorsabban emelkedő hozzáadott érték és teljes munkaidő egyenértékes létszám együttesen magyarázza.

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 tovább emelkedett, míg az állati eredetű termékek esetében folytatódott az árcsökkenés. A tej termelői ára az elmúlt időszakban tapasztalható csökkenést követően lényegében nem változott 2015 utolsó negyedévében.

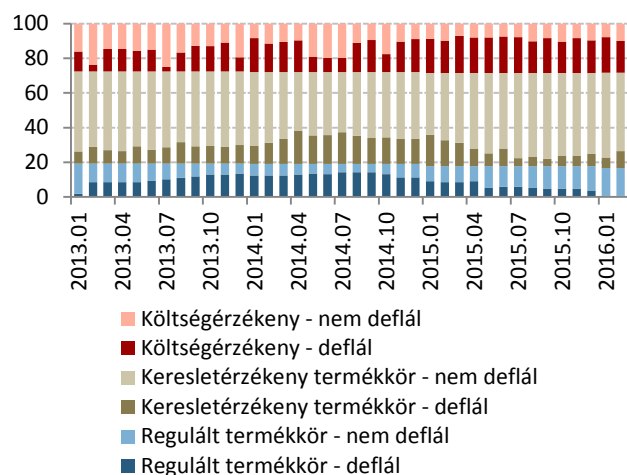
Az ipari termelői árak visszafogottan alakultak az elmúlt időszakban. Az alacsony olajárszint következtében az energiatermelő ágazatok éves árindexei visszafogott szinteken maradtak. A továbbfelhasználásra termelő ágazatok árdinamikája mérsékeltén gyorsult, míg a fogyasztási cikket gyártó ágazatok árdinamikájában nem volt érdemi változás az elmúlt negyedév során (3-43. ábra). A hazai termelői árak alakulása az eurozónában megfigyelt folyamatokkal összhangban állt.

3-43. ábra: Az ipari termelői árak éves változása



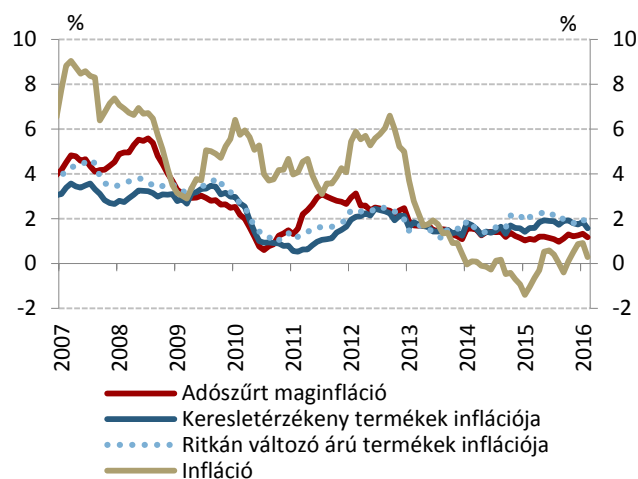
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-44. ábra: Ármeghatározás szempontjából lényeges tényezők szerinti inflációs dekompozíció



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-45. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3.6.3. Fogyasztói árak

Az infláció továbbra is érdemben a 3 százalékos cél alatt alakult az elmúlt hónapokban. Az alacsony inflációhoz a nyersanyagárak számottevő csökkenése, a gyenge importált inflációs nyomás és a mérséklődő inflációs várakozások együttesen járultak hozzá. Az elmúlt hónapokban a hazai fogyasztóiár-index újra csökkenésnek indult, mely keresztmetszeti adataink alapján döntően a költségérzékeny termékkör árdinamikájához kötődik (3-44. ábra).

A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók (a keresletérzékeny, illetve a ritkán változó árú termékek inflációja) 2013 második fele óta stabilan 1,5–2 százalékos körüli tartományban mozogtak. A mutatók szintje változatlanul visszafogott inflációs környezetre utal, amit a nyomott költségek és a visszafogott kereslet egyaránt magyaráznak (3-45. ábra).

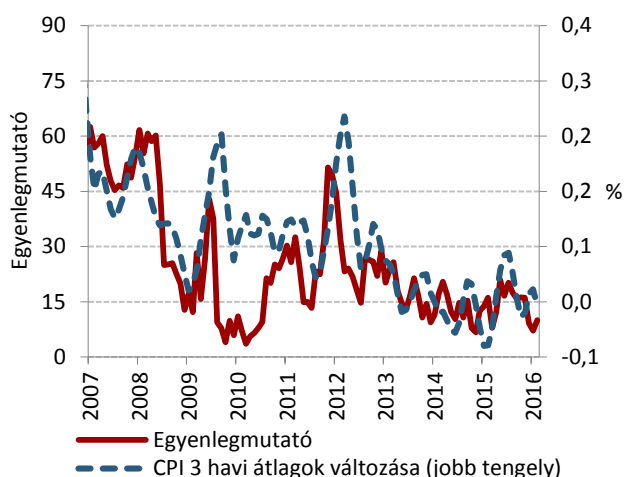
Az iparcikkek árdinamikája enyhén emelkedett az előző hónapokban. A tartós és a nem tartós termékek esetében is növekedett az infláció az év elején, amihez a nem tartós iparcikkek körében a volatilis árazású repülőjegyárak dinamikája is hozzájárult. Az iparcikkek árazására az elmúlt negyedév során a mérsékelt importárak árleszorító hatása mellett mind a korábbi árfolyam-leértékelődés fokozatos begyűrűzése, mind a folyamatosan élénkülő belföldi kereslet hatással volt.

A piaci szolgáltatások éves indexe lényegében változatlan maradt az elmúlt hónapokban. Az átárazások szempontjából meghatározó január hónapban a piaci szolgáltatások árai havi összevetésben mérsékeltten növekedtek. Jelentősebb áremelkedés csupán a biztosítások körében volt, ezzel szemben az egyéb szolgáltatások termékkörében általánosan visszafogott árdinamikákat figyeltünk meg az év elején.

A feldolgozott élelmiszerek árai az elmúlt hónapokban lényegében nem változtak tavaly év végéhez képest. A nem feldolgozott élelmiszerek árdinamikája továbbra is visszafogott maradt. A termékkör elmúlt időszaki árdinamikáját a sertéshús áfacsökkentése érdemben befolyásolta, mely árakban való megjelenése közel teljes volt, és magasabbnak bizonyult, mint a korábbi áfacsökkentések tapasztalatai. A baromfi termékek árai februárban enyhén mérséklődtek, mely összefügghet a sertéshús áfacsökkentésével.

Az üzemanyagárak a forintban kifejezett olajárak elmúlt időszaki számottevő mérséklődése – a globális kitermelés további emelkedése – következtében csökkentek. 2015

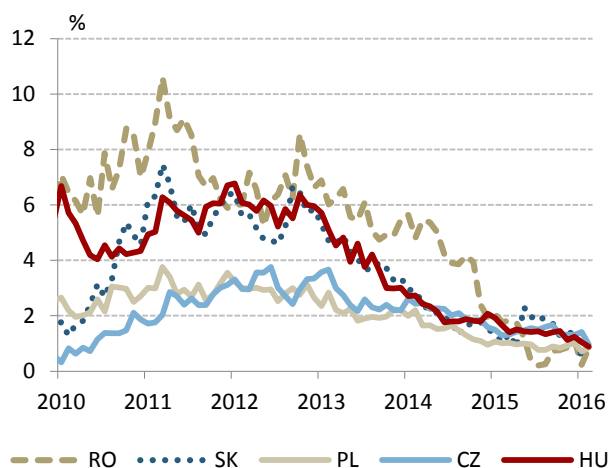
3-46. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tényinfláció



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

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

3-47. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

decembere óta a Brent olaj világpiaci ára számottevően csökkent.

A szabályozott árak éves árindexe az elmúlt hónapok folyamán kis mértékben mérséklődött, elsősorban a 2015 elején bevezetett új autópályadíj-rendszer árhatásának bázisból való kiesése miatt.

Az infláció elmaradt a decemberi Inflációs jelentés prognózisától, amit elsősorban a december óta számottevően tovább csökkenő nyersanyagárak magyaráznak.

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 indokolja áremelést a következő hónapokban (3-46. 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 februárban tovább mérséklődtek az előző hónapokhoz képest. Míg Csehország esetében nem történt érdemi változás, Lengyelországban és Szlovákiában enyhén csökkentek, Romániában emelkedtek az inflációs várakozások (3-47. ábra).

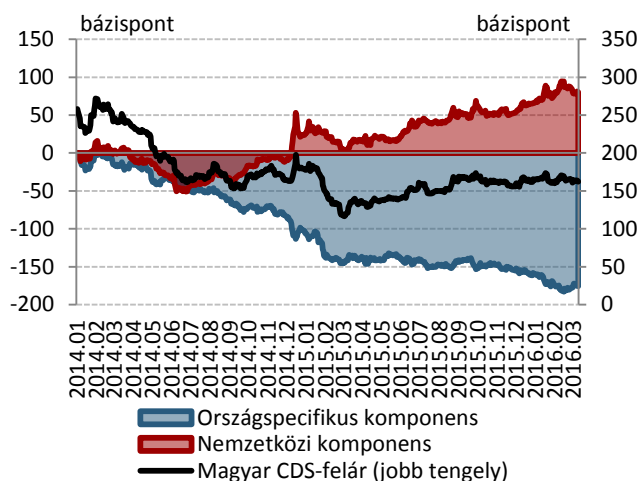
4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A kínai gazdaság lassulása miatti globális növekedési aggodalmakkal összefüggésben az időszak első felében romlott a nemzetközi befektetői hangulat, majd az elmúlt hónapban érdemben korrigált. A kockázati mutatók és vezető tőzsdeindexek február első hetéig érdemben romlottak a növekedési félelmek és az olajár pályájának jövőbeni alakulásával összefüggésben, majd február közepétől a javuló befektetői hangulatban érdemi korrekció vette kezdetét. A fejlett piacok hosszú állampapír-hozamainak mérséklődése mögött egyrészt a kockázatkerülés erősödése, másrészt a meghatározó jegybankok lazább monetáris politika irányába történő elmozdulásával kapcsolatos várakozások álltak.

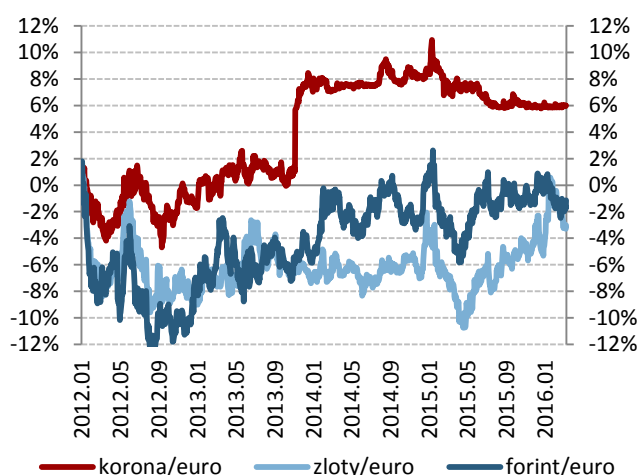
A hazai kockázati megítélés összességében javult az elmúlt három hónapban. Az időszak első felében felerősödő kockázatkerülés ellenére a régiós mutatók nem romlottak érdemben, a hazai piacok ellenállónak bizonyultak a nemzetközi trendekkel szemben. Magyarország kedvező kockázati megítélése mind a CDS-felár stabil alakulásában, mind a hosszú hozamok csökkenésében tetten érhető. A forintárfolyam az euróval szemben a régiót meghaladó mértékben értékelődött fel.

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



Forrás: Bloomberg

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

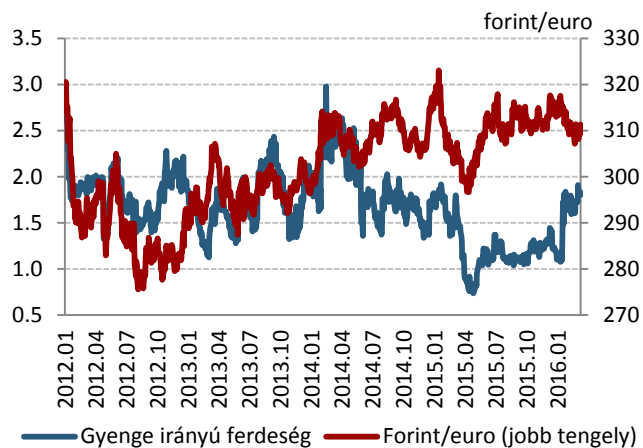
4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

A decemberi inflációs jelentés megjelenése óta javult hazánk kockázati megítélése. A magyar 5 éves szuverén CDS-felár a vizsgált időszak elejéhez képest 5 bázisponttal került lejjebb, és továbbra is mérsékelt szinteken (160-175 bázispont) alakult. A 10 éves állampapírhozam mintegy 35 bázisponttal mérséklődött, a forint euróval szembeni árfolyama 307-318 közötti sávban ingadozott és az időszak elejéhez képest közel 2 százalékkal értékelődött fel.

Hazánk CDS-felárának enyhe mérséklődéséhez elsősorban hazai tényezők járultak hozzá. Az év eleji globális pénzügyi megingás idején átmenetileg megemelkedtek a régiós országok CDS-felárai, majd február közepétől Lengyelország kivételével mérséklődtek a régiós kockázati mutatók. Összességében mérséklődés jellemezte a régiós országok szuverén CDS-felárait. Dekompozíciós módszertanunk szerint a magyar kockázati felár enyhe csökkenése mögött nagyrészt hazai tényezők álltak, míg a nemzetközi komponens a felár enyhe emelkedésének irányába hatott (4-1. ábra).

Az euróban denominált magyar kibocsátású devizakötvény-felár is mérséklődött december közepéig. A hazai devizakötvény-felár a régióval együtt év elejétől kezdődően emelkedett, majd a március elejétől bekövetkező korrekció hatására december közepi szintje alá mérséklődött (4-2. ábra).

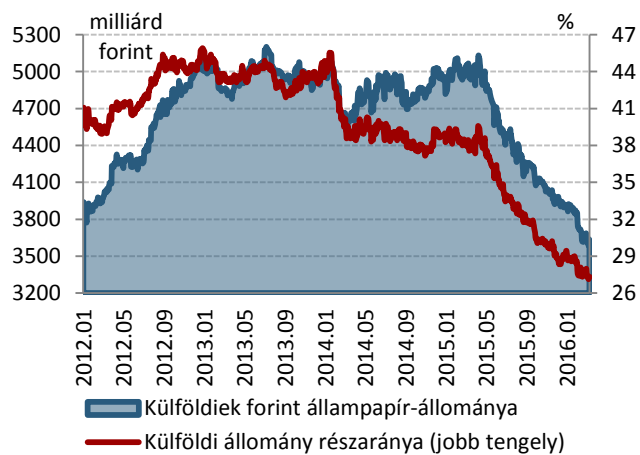
4-3. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyam 1 hónapos gyenge irányú ferdeségi mutatójának alakulása



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

Forrás: Bloomberg

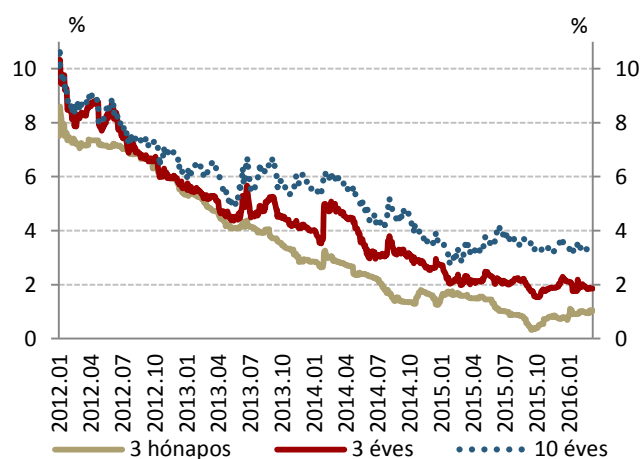
4-4. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



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 állampapírpiaci referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

Az euro/forint árfolyam a régiós devizákat meghaladó mértékben erősödött az euróval szemben a december közepe óta eltelt időszakban. A forint árfolyama összességében a 307–318 szintek között mozgott az időszak során. A tavaly év végén és idén év elején tapasztalt negatív nemzetközi befektetői hangulatban ellenállónak bizonyultak a régiós devizák.

A forint árfolyama január közepéig a 313–317 szintek között mozgott, majd január második felétől a javuló globális befektetői hangulatban érdemi erősödés vette kezdetét. Az időszak összességében a hazai fizetőeszköz 2 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben. A forint árfolyamát a további monetáris lazítás irányába tett jegybanki kommunikációk csak átmenetileg gyengítették. Január közepétől a forint erősödésével párhuzamosan ugyanakkor érdemben megemelkedett az árfolyamváltozások gyenge irányú ferdesége (4-3. ábra).

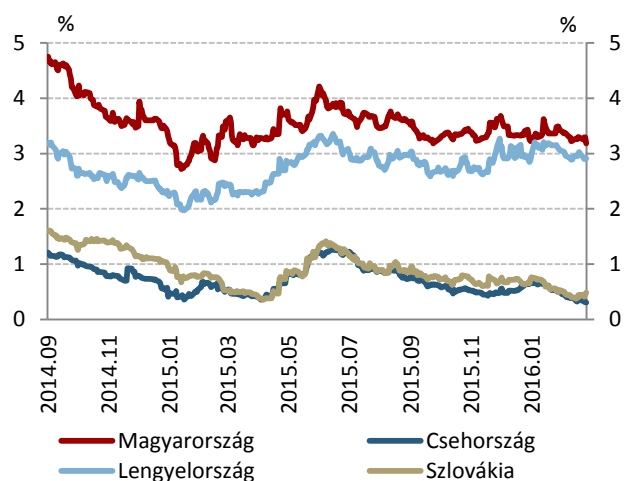
Az időszak során a lengyel zloty árfolyama országspecifikus okok miatt a régiónál nagyobb volatilitást mutatott, de összességében a román lejhez hasonlóan 1 százalék körüli mértékben erősödött az euróval szemben, míg a cseh korona továbbra is az árfolyampadló szintjének közelében, szűk sávban mozgott. A dollárral szemben a régiós árfolyamok 2–4 százalékos mértékben értékelődtek fel.

A rövid, hónapon belüli swapfelárak az év végi kiugró értékektől eltekintve is jellemzően enyhén magasabb szinteken alakultak az előző negyedévben megfigyelt értékeknél. A közepes, 1 és 6 hónap közötti futamidőkön december második felében érdemi csökkenés jellemezte a felárakat, majd február közepén újra az időszak eleji szintekig emelkedtek a swapfelárak. A hosszú, éven túli futamidőkön 20–25 bázispontos felárscsökkenés ment végbe a negyedév során.

4.1.3. Állampapírpiac és hozamalakulás

A hosszú hozamok mérséklődése mellett tovább csökkent az állampapír-állományon belül a külföldi szereplők részaránya. A nem rezidensek forint állampapír-állományának tavaly április óta tartó csökkenése folytatódott az elmúlt hónapokban is, és az állomány az időszak végére 3600 milliárd forint közelébe mérséklődött. Az előző inflációs jelentés készítése óta 300 milliárd forintos csökkenés történt a külföldiek állampapír-állományában, részarányuk a forintpapírok tekintetében 28-ról 27 százalék közelébe csökkent. A külföldiek állampapír-állományának mérséklődése nem okozott érdemi volatilitást a hozamokban (4-4. ábra).

4-6. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

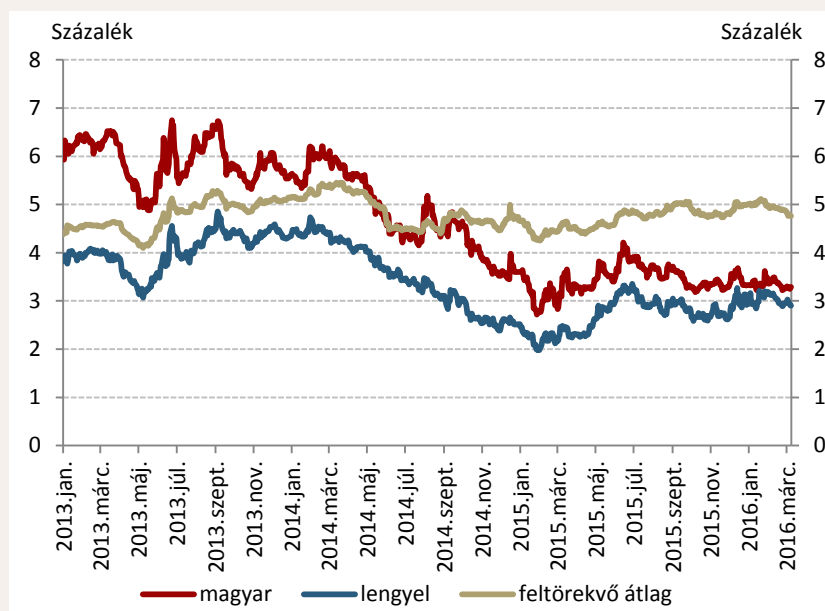
Az állampapírcsoporthozamok közül a rövid lejáratúak kisebb emelkedéssel az alapkamathoz közelítettek, míg a középső és hosszabb szegmensekben érdemben, 30–50 bázisponttal mérséklődtek a hozamok (4-5. ábra). A hazai hozamcsökkenés mértéke meghaladta az egyéb régiós országok hosszú benchmarkhozamának mérséklődését (4-6. ábra).

4-1. keretes írás: A hosszú hozamok alakulása Magyarországon és a feltörekvő régióban

Az elmúlt években a feltörekvő piacokon a hozamkörnyezet divergenciája volt jellemző. A jelenség hátterében több tényező áll. A divergáló fejlett piaci monetáris politikák, az elmúlt időszakban bekövetkezett nyersanyagáresés, valamint az egyes országok különböző gazdaságpolitikai lépései egyaránt hozzájárultak, hogy a feltörekvő országok állampapírhozamaiban eltérő folyamatokat láttunk.

A feltörekvő gazdaságokon belül a kelet-közép-európai régióban alapvetően csökkentek a hozamok az utóbbi években. Ehhez hozzájárult az EKB laza monetáris politikája, valamint hogy az eurozónához szorosan kapcsolódó gazdaságokban az inflációs folyamatok nyomottak maradtak, ami teret engedett a régiós jegybanki kamatcsökkentéseknek. További fontos tényező, hogy a régiós gazdaságok inkább a nyersanyagimportőrök közé tartoznak, így a nyersanyagárak esése miatt nem jelentkezett olyan emelkedés a kockázati prémiumban, ami egyes nyersanyagexportőr országok esetében volt látható.

4-7. ábra: A 10 éves állampapírhozamok alakulása



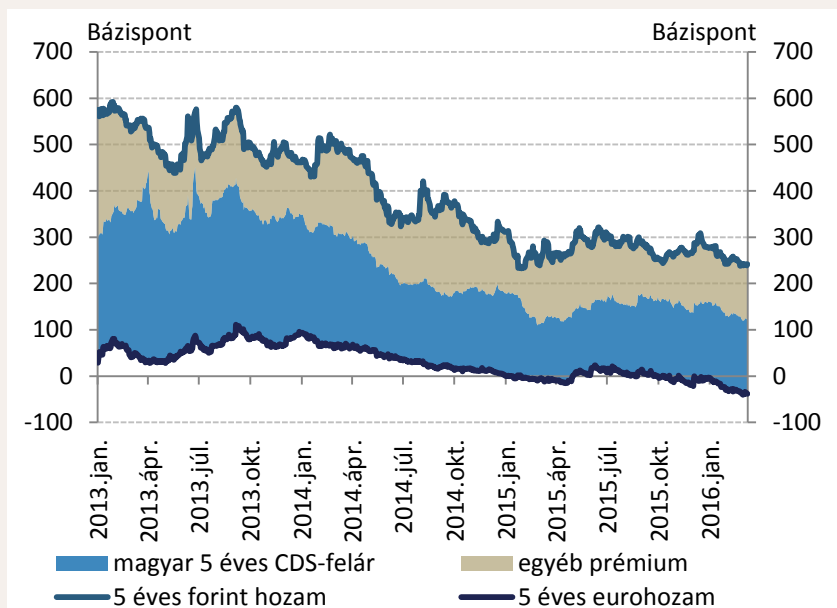
Forrás: Bloomberg, MNB-számítás

A 10 éves állampapírhozamok alakulását vizsgálva a fentiekkel összhangban **a magyar és a lengyel hozamok abszolút értékben és a feltörekvő régiós átlaghoz viszonyítva is csökkentek az elmúlt években.** Ugyanakkor **a magyar hozamszint az elmúlt két évben fokozatosan közelítette a lengyelt:** a 2013 eleji 200 bázispontos különbség 2016 márciusára 30 bázispontra mérséklődött. Emellett más régiós országokhoz képest is hozamcsökkenés következett be, ami arra utal, hogy a hazánkban látott folyamatban országspecifikus tényezők is szerepet játszottak.

Ilyen **országspecifikus tényező lehetett a növekedési helyzet javulása, az államadósság szintjének és szerkezetének kedvező alakulása, a sérülékenység mérséklődése, illetve az MNB programjainak hatása.** A kamatcsökkentési ciklus mellett az MNB programjai közül elsősorban az önfinanszírozási program és az eszköztár-átalakítás hathatott a csökkenő hosszú hozamszint irányába.

Az 5 éves állampapírhozamot tényezőkre bontva hasonló következtetésre jutunk. Külső hatásként az eurohozamok fokozatos csökkenése a magyar hozamszintre is lefelé hatott az elmúlt években, ugyanakkor a CDS-felárakkal megragadható hazai kockázati megítélés kedvező alakulása és az egyéb hozamtényezők mérséklődése országspecifikus hatásokra is utal. Ebben a felbontásban az MNB intézkedései rövid távon elsősorban az egyéb hozamtényezőknél csapódtak le, ugyanakkor a sérülékenység csökkenésén keresztül középtávon a kockázati megítélésben is erőteljesebben jelentkeznek.

4-8. ábra: Az 5 éves állampapírhozam felbontása tényezőkre

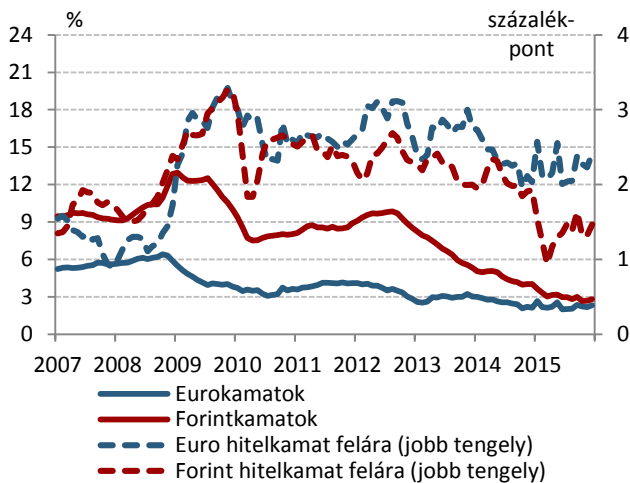


Forrás: Bloomberg, Reuters, MNB-számítás

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2015 negyedik negyedében a vállalati, továbbá a háztartási fogyasztási és a fix kamatozású lakáscélú szegmensben is mérséklődtek a finanszírozási költségek. A Hitelezési felmérésben a válaszadó bankok mintegy ötöde a vállalati kondíciók enyhítéséről számolt be, míg a következő félévre már a válaszadók mintegy fele tervez további enyhítéseket. Mindez összefüggésben lehet a bankadó 2016-os csökkentésével és a jegybank Piaci Hitelprogramjának (PHP) hitelösztönző feltételrendszerével. A lakáscélú hitelek esetében továbbra sem változtak a hitelkondíciók, miközben folytatódott a széles körű keresletélénkülés, amelyet az Otthonteremtési Program elemei is jelentős mértékben támogatnak. Az egyéves előretekinthető reálkamat az inflációs várakozások csökkenésének hatására januárban visszaemelkedett historikus mélypontjáról.

4-9. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



Megjegyzés: A havi kamatadatok 3 havi mozgóátlaga. A felárak a 3-hónapos EURIBOR, illetve BUBOR kamat feletti felár 3 havi mozgóátlaga. Változó kamatozású vagy maximum 1 évig rögzített kamatok.

Forrás: MNB

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

Valamelyest tovább csökkent a forinthitelek finanszírozási költsége. A változó kamatozású vagy maximum egyéves kamatfixálással¹ rendelkező új forinthitelek átlagos kamatszintje 0,2 százalékponttal tovább csökkent a megelőző negyedév végéhez képest, így 2,8 százalékot ért el az év végén (4-9 ábra). Ez elsősorban az átlagos felár csökkenésének tudható be, amelyben a kisösszegű hitelek átlagos kamatfelárának csökkenése és – azáltal, hogy nőtt a nagyszegű hitelkihelyezések aránya a teljes kibocsátáson belül – az összetételhatás is közrejátszott. A kis- és középvállalkozások átlagosan 4,2 százalékos kamaton jutottak hosszú lejáratú beruházási hitelekhez, míg 3,4 százalékos kamatot kellett fizetniük rövid lejáratú forgóeszközhitelük után. A forgóeszközhitel kamatszintje az elmúlt két évben trendszerű csökkenést mutatott, jelentősen megközelítve a Növekedési Hitelprogram 2,5 százalékos finanszírozási költségét, ami segítheti az NHP kivezetését követő piaci átállást. Az eurohitelek kamatfelára némileg nőtt, ezt azonban kompenzálta a referenciakamat mérséklődése, így az átlagos kamatszintjük gyakorlatilag változatlan maradt.

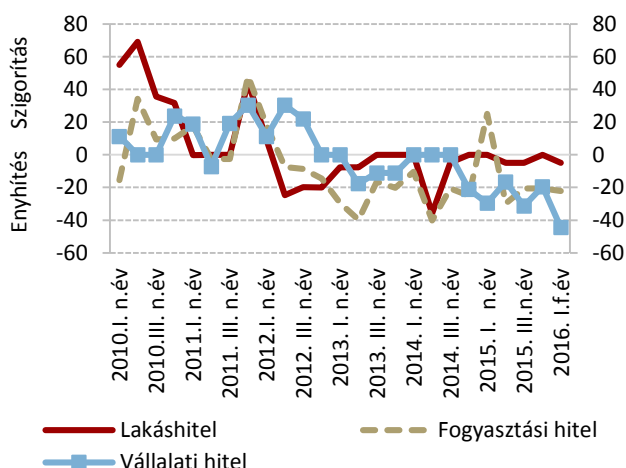
A negyedik negyedében ismét enyhültek a vállalati hitelfeltételek. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok nettó értelemben vett² 19 százaléka enyhített vállalati hitelfeltételein (4-10. ábra). Az enyhítéshez hozzájáruló tényezők között a korábbi időszakokra is leginkább jellemző piaci részesedési célok mellett a gazdasági kilátások javulása került a legnagyobb arányban megemlékezésre.³ Emellett az iparág-specifikus tényezők oldódása is megjelent mint az enyhítéshez hozzájáruló tényező. Ezen tényezők 2016 első félévében is támogatják a kondíciók enyhítését a válaszadók szerint.

¹ A Növekedési Hitelprogram keretén belül folyósított hitelek többsége éven túli hitel, így az általunk vizsgált kamatok elsősorban a programon kívül eső hitelezési folyamatokat tükrözik.

² A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

³ A hitelezési felmérés eredményeinek részletesebb elemzése megtalálható az MNB Hitelezési folyamatok című kiadványában: <http://www.mnb.hu/letoltes/hitelezesi-folyamatok-201602-hu.PDF>

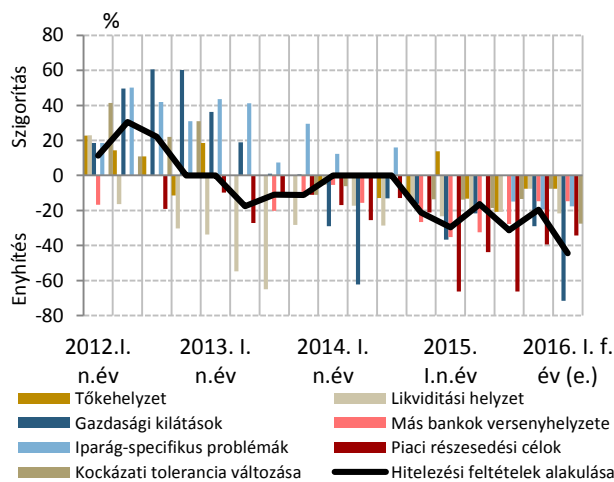
4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben



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

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján

4-11. ábra: Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben



Megjegyzés: * A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján

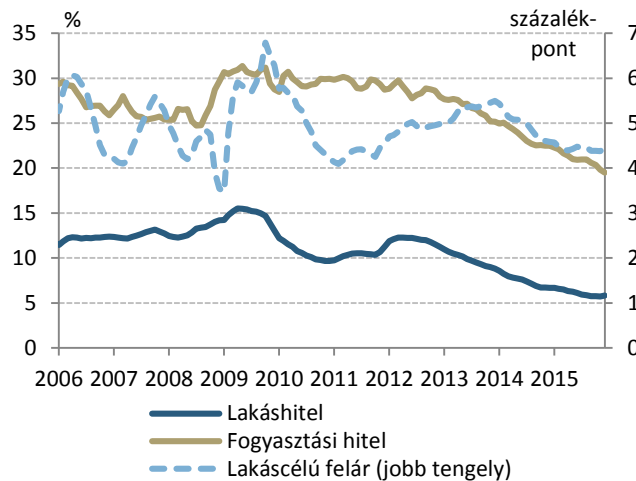
Ebben szerepet játszik a bankadó 2016. januári csökkentése és a hitelezési aktivitáshoz kötött kamatcsereügylet (HIRS) bevezetése is, így a válaszadók nettó 45 százaléka jelezte, hogy a felárakon csökkenteni tervez. A vállalati portfólió minőségének javulása ugyanakkor további teret engedhet a bankok kockázati toleranciája javulásának (4-10. ábra).

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A fogyasztási hitelek kamatai mellett a fix kamatozású lakáshitelek kamatai is csökkentek. Ugyan a megvalósult hitelügyletek teljes hitelköltsége a fogyasztási hitelek esetében 1,1 százalékponttal 19,5 százalékra csökkent 2015 negyedik negyedévében, a lakáshitelek átlagos kamatlába nem változott a vizsgált időszakban: továbbra is 5,8 százalékot tett ki (4-11. ábra). A látszólagos változatlan mellett az újonnan kibocsátott lakáscélú hitelek átlagos kamatcsökkenése heterogén módon alakult: a változó kamatozású fedezett hitelek kamatai 0,3 százalékponttal emelkedtek, míg a fix kamatkonstrukciójú hitelkamatok 0,2 százalékponttal csökkentek. A lakáscélú hitelek átlagos kamatfelára 0,1 százalékponttal 4,5 százalékpontra emelkedett.

A lakáscélú hitelek iránt erősödött a kereslet, míg a hitelezési feltételek továbbra is változatlanok maradtak. A Hitelezési felmérésben választ adó bankok nettó értelemben vett 21 százaléka jelezte, hogy 2015 negyedik negyedévében enyhített a fogyasztási hitelek feltételein, ami elsősorban a maximális futamidőre vonatkozóan valósult meg (4-12. ábra). Az enyhítést a piaci versenyhelyzet és részesedési célok, valamint az ügyfelek hitelképességének alakulása magyarázza. A lakáshitelek esetében összességében továbbra is változatlanok maradtak a hitelfeltételek, miközben a lakáscélú hitelkihelyezések emelkedését a kereslet intenzív bővülése indukálja. A kereslet élénkülését 2016-tól a Családi Otthontermelési Kedvezmény elérhetősége és az áfacsökkenés is támogatja. Ebben a hitelszegmensben a feltételek lazítását a válaszadók szerint elsősorban a lakáspiaci folyamatok alakulása indokolná. Előretekintve is a tendenciák folytatódása várható: a válaszadó bankok – nettó értelemben vett – 22 százaléka enyhítene a fogyasztási, 5 százaléka a lakáscélú hitelek kondícióin 2016 első félévében.

4-12. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára



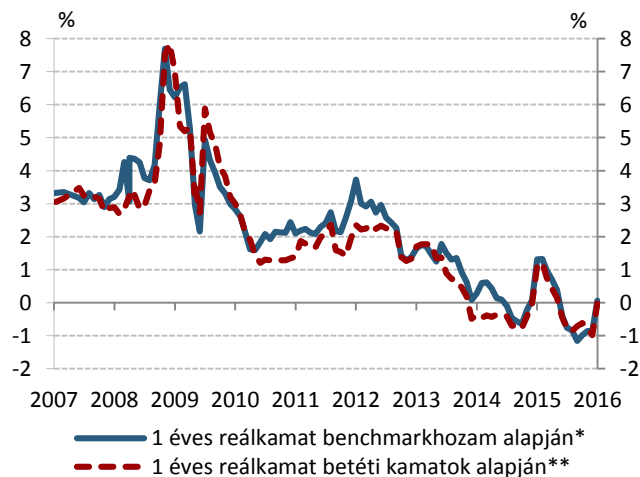
Megjegyzés: * 3 hónapos mozgóátlaggal simított kamatlábak és felár. 2009 előtt a forintalapú jelzáloghiteleknek marginális szerepe volt.

Forrás: MNB

4.2.3. A reálkamatok alakulása

2015 negyedik negyedében historikus mélypontján volt az egy évre előretekintő reálkamat. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamatszint 2015 decemberében az állampapírpiazi hozamokból becsült hozam alapján 0,3 százalékpontos emelkedés után -0,9 százalékot tett ki. A betéti kamatok alapján számított reálkamat 0,3 százalékpontos csökkenés után decemberben -1 százalékos szinttel újabb historikus mélypontot ért el. Januárban azonban mindkét módon származtatott reálkamat jelentősen emelkedett, előbbi 0,1 százalékos, utóbbi 0 százalékos szintre (4-13. ábra). A reálkamatláb januárban tapasztalt emelkedését elsősorban az magyarázza, hogy az inflációs várakozások ugyan 2015 utolsó negyedéve során még kissé emelkedtek, januárban azonban 1 százalékponttal 0,9 százalékra estek.

4-13. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása



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

Forrás: MNB, Reuters poll

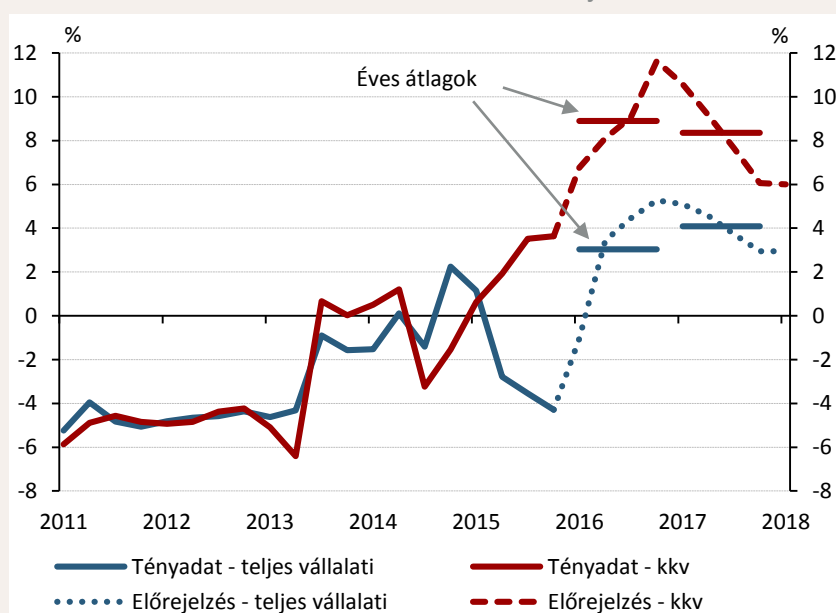
4-2. keretes írás: A Piaci Hitelprogram kamatcsere-tendereinek (HIRS) értékelése

A gazdasági növekedés kkv-hitelezésen keresztüli erősítése és a kkv-hitelezés piaci alapokra történő átállása érdekében az **MNB 2016 januárjában elindította a Piaci Hitelprogramot (PHP)**. A program keretében az MNB **egy kockázat- és likviditáskezelést segítő eszközzel támogatja a bankok piaci hitelezésre való átállását**. A program részletszabályait az MNB a Magyar Bankszövetséggel folytatott egyeztetések tapasztalatait figyelembe véve alakította ki.

A PHP fő eszköze a hitelezési aktivitáshoz kötött kamatcsereügylet (HIRS), amely a részt vevő partner-hitelintézetek kamatkockázat-kezelését segíti. A 3 éves lejáratú HIRS-ügyletek megkötésével **a bankok számszerű hitelezési vállalat tesznek arra, hogy kkv-hitelállományukat az ügylet futamideje alatt minden naptári évben a megkötött HIRS-ügyletek negyedével növelik**. Az első négy meghirdetett HIRS-tenderen kimagasló kereslet mellett **összesen 772 milliárd forint került allokációra** a Monetáris Tanács által a program egésze tekintetében jóváhagyott 1000 milliárd forintos keretösszegeből. Az eszköz feltételeiből adódóan ezzel **több mint 190 milliárd forintos hitelnövekedést vállaltak** a programban részt vevő hitelintézetek. Ez **a kkv-hitelek állományára vetítve önmagában 5 százalékos bővülést jelent 2016-ban**, amely konzisztens a 2015. novemberi Pénzügyi stabilitási jelentésében publikált előrejelzéssel. **A kkv-hitelezésre gyakorolt növekedési hatás várhatóan tovább emelkedik**, az MNB ugyanis a keretösszeg figyelembevétele mellett további egy tendert tart március végéig.

A Növekedéstámogató Program (NTP) keretein belül **az NHP harmadik, kivezető szakasza is támogatja a hitelállomány bővülését**. A két hitelprogram együttes hatása alapján a teljes vállalati és kkv-hitelezés **5, illetve 10 százalékos növekedése várható 2016-ra**.

4-14. ábra: A vállalati hitelezés előrejelzése



Megjegyzés: Tranzakciós alapú, év/év százalék.

Forrás: MNB

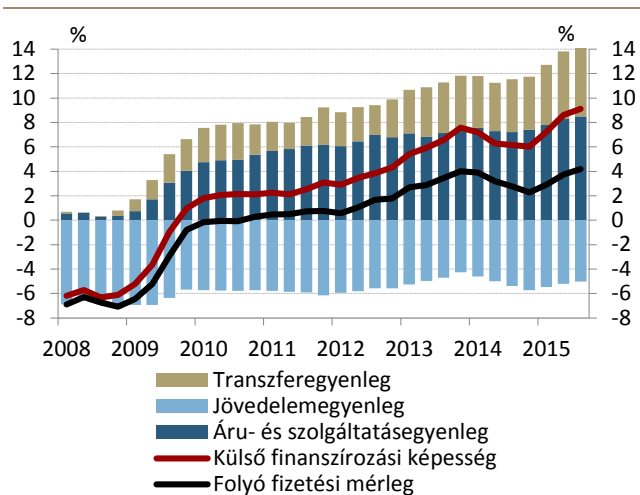
A PHP **2017-ben és 2018-ban is hozzájárul a kkv-hitelezés bővüléséhez**. Ha ugyanis a hitelintézetek nem zárják a fennálló HIRS-pozíciójukat 2017, illetve 2018 elején, úgy azzal folytatódólagos és ismételt kötelezettséget vállalnak a kkv-hitelezés bővítésére a következő naptári évre. **A PHP feltételrendszere így biztosítja a piaci alapú és kiegyensúlyozott vállalati hitelbővülést**, amely középtávon támogatja a fenntartható növekedéshez szükséges hiteldinamikát.

5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

Magyarország külső finanszírozási képessége a harmadik negyedévben a GDP 9,1 százalékára emelkedett. A javuló külső pozícióhoz mindhárom tényező hozzájárult. A külkereskedelmi többlet esetében az importot meghaladó exportbővülést a cserearányok javulása is támogatta, miközben az EU-transzferek kifizetése is egyre nagyobb mértékű volt. A havi adatok alapján a külső finanszírozási képesség a jelentős külkereskedelmi többletnek köszönhetően az utolsó negyedévben tovább emelkedett. A finanszírozási megközelítés szerint a harmadik negyedévben – a magas finanszírozási képességgel összhangban – korábban nem tapasztalt mértékű volt a forráskiáramlás. A szektorok 3,5 milliárd euróval csökkentették nettó külső adósságukat, amiben a legnagyobb szerepet a bankok játszották. A külső adósság törlesztése az év végi hónapokban is folytatódott, miközben folytatódott az enyhe FDI-beáramlás. A harmadik negyedévben a bruttó és nettó külső adósság is nagyobb mértékben csökkent, a nettó mutató a GDP 27 százaléka közelébe esett. Szektorális bontásban a külső pozíció növekedése az állam és a vállalatok finanszírozási képességének emelkedése mellett valósult meg.

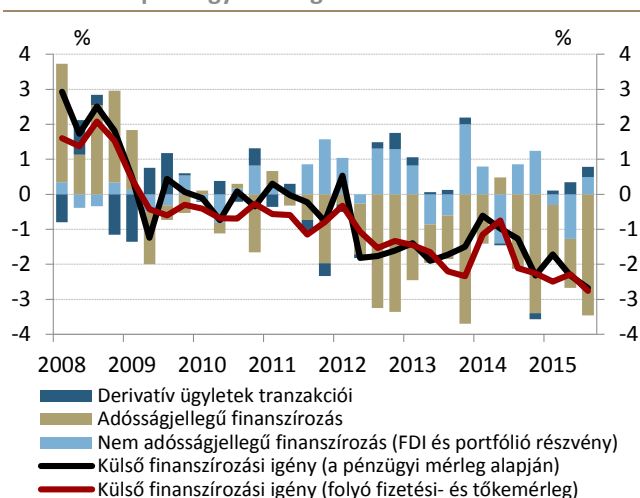
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (négy negyedéves kumulált értékek, GDP arányában)



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek.

Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása*



Megjegyzés: A pénzügyi mérleg alapján számított finanszírozási igény megegyezik a külső finanszírozási igény és a fizetésimérleg-statisztika tévedések és hiba egyenlegének összegével.

Forrás: MNB

5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

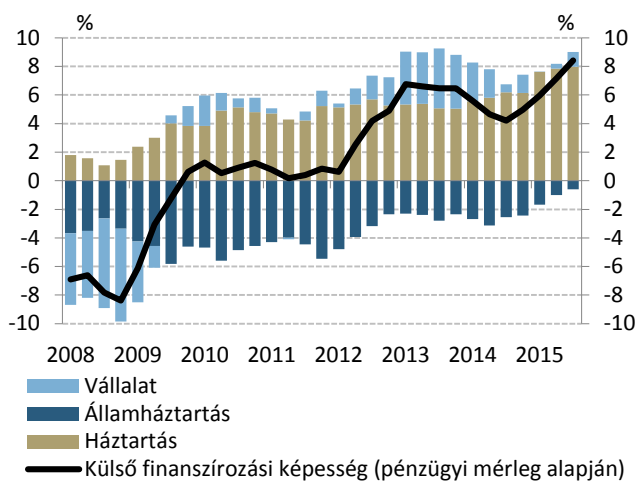
2015 harmadik negyedévében Magyarország külső finanszírozási képessége a GDP 9,1 százalékára, a folyó fizetési mérleg többlete 4 százalék fölé emelkedett (5-1. ábra). Az éves külkereskedelmi többlet növekedése úgy alakult ki, hogy a lassuló külkereskedelmi forgalom mellett az importbővülés továbbra is elmaradt az export növekedésétől. A csökkenő exportdinamikában a visszafogottabb külső kereslettel párhuzamosan enyhén lassuló ipari termelés tükröződött. Eközben ugyanakkor a nagyobb importtartalommal rendelkező beruházások mérséklődése és az alacsonyabb olajárak miatti cserearányjavulás az importbővülés csökkenése irányába hatott. A transzferegyenleg is nagyobb mértékben támogatta a finanszírozási képességet, mivel az 1,6 milliárd eurós EU-transzfer-felhasználás meghaladta az előző év azonos időszakának értékét. A jövedelemegyenleg hiánya a külföldi hitelek javuló kamategyenlege és a külföldi vállalatok profitjának korrekciója mellett mérséklődött. Az előzetes havi adatok alapján a negyedik negyedévben a külkereskedelmi többlet ismét emelkedett, ami a külső finanszírozási képesség további emelkedését eredményezte.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A finanszírozási oldalról számított külső finanszírozási képesség a harmadik negyedévben korábban nem tapasztalt mértékűt, 2,7 milliárd eurót tett ki (5-2. ábra). Mivel a negyedév során növekedtek a nem adósság jellegű források, az adósság jellegű források csökkenése még a teljes forráskiáramlásnál is nagyobb mértékű volt, és egy negyedév alatt elérte a 3,5 milliárd eurót.

A harmadik negyedévben 0,5 milliárd eurót meghaladó mértékben emelkedett a külföldiek nettó közvetlentőkebefektetése. Az FDI növekedése elsősorban a külföldi vállalatok megtermelt jövedelmének újrabefektetésére

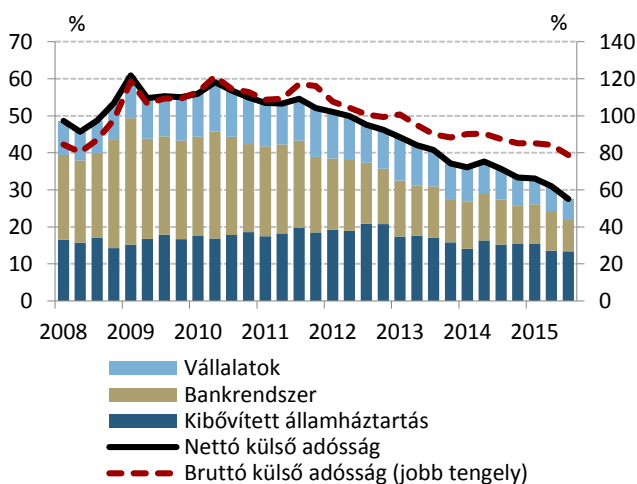
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint (négy negyedéves GDP-arányos értékek)



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek.

Forrás: MNB

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



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül.

Forrás: MNB

vezethető vissza, aminek hatását mérsékelte a hazai vállalatok kifizetései emelkedése. Az előzetes havi adatok alapján a negyedik negyedévben tovább emelkedett a nettó közvetlen tőkeállomány, azonban a bővülés elmarad a tavalyi év azonos időszakától.

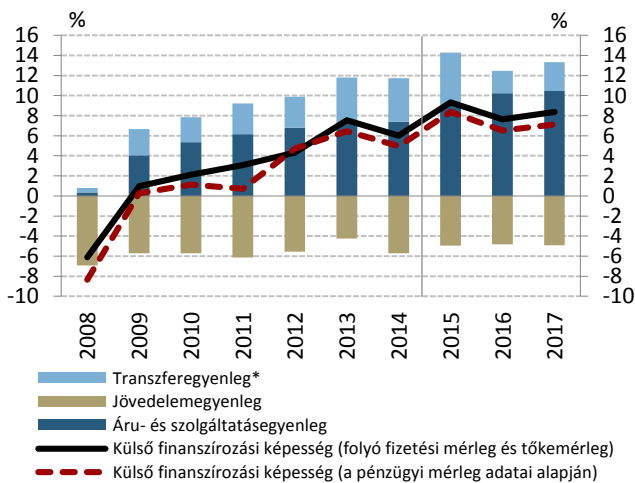
Az ország nettó külső adóssága nagymértékben, 3,5 milliárd euróval csökkent a harmadik negyedévben, amiben a bankszektor játszotta a legnagyobb szerepet. A bankok külső adósságának 2 milliárd eurót meghaladó csökkenésében az év eleje óta szerepet játszott a jegybanktól – a devizahitelek forintosítása miatt – lehívható devizalikviditás, amit a bankok külső forrásaik törlesztésére használhattak fel. Emellett a júliusban bejelentett DMM-szigorítás, valamint a mérlegen belüli deviza nyitott pozíciót korlátozó új DEM-szabályozás is a bankok alacsonyabb külső adósságának irányába hatott. Az állam esetében a külföldiek folytatódó kötvényeladása járult hozzá a külső adósság csökkenéséhez. A negyedik negyedévben az előzetes havi adatok alapján tovább folytatódott a bankok mérlegalkalmazkodása és a külföldiek állampapír-eladása.

A külső finanszírozási képesség bővülése az állam csökkenő finanszírozási igényéhez és a vállalatok növekvő pénzügyi megtakarításához kötődik (5-3. ábra). A javuló költségvetési folyamatok a magasabb foglalkoztatási szint és fogyasztás miatt emelkedő adóbevételre, illetve mérséklődő kamatkidásra vezethető vissza. A vállalatok emelkedő finanszírozási képessége vélhetően a mérséklődő beruházással áll összefüggésben, míg a háztartások magas megtakarítása a továbbra is alacsony hitelkereslethez és emelkedő jövedelemhez kötődik. A negyedik negyedévre vonatkozó előzetes pénzügyi számlaadatok szerint a háztartások négy negyedéves nettó megtakarítása magas szinten stabilizálódott, miközben az államháztartás finanszírozási igénye enyhén emelkedett. 2015 szeptemberére a GDP-arányos nettó külső adósságrata 27 százalék közelébe csökkent (5-4. ábra). A folytatódó adósságcsökkenés és a GDP növekedésének hatására a nettó és bruttó külső adósságrata is jelentősebb mértékben csökkent. A szektorális megbontás szerint a nettó külső adósság korrekciója a bankrendszer mellett a vállalatokhoz kötődött. A bruttó mutató nagyobb mértékű (a GDP 80 százaléka alá történő) csökkenéséhez a jegybank devizakötvény-vásárlása és az állam fejlesztési hitelének előtörlesztése is hozzájárult. Az előzetes havi adatok alapján a külső adósságráták a negyedik negyedévben is csökkentek.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A várhatóan továbbra is magas külső finanszírozási képesség mellett a következő években tovább mérséklődik az ország külső eladósodottsága. Az ország külső pozíciója elmaradhat a 2015-ös szinttől, azonban várhatóan továbbra is magas – a GDP 8 százaléka körüli – szinten alakul. Az ideai mérséklődés az EU új költségvetési periódusához köthetően visszaeső transzferbeáramlással függ össze, amelynek hatását részben ellensúlyozza a külkereskedelmi többlet növekedése. Az emelkedő külső kereslet mellett várakozásunk szerint tovább növekszik a magyar gazdaság exportpiaci részesedése, miközben a beruházás lassulása is a magasabb nettó export irányába hat. Emellett az alacsonyabb olajárak miatt jelentősen javuló cserearány is jelentősen hozzájárul a külkereskedelmi többlet növekedéséhez. 2017-ben a külső finanszírozási képesség emelkedhet, aminek hátterében a tovább emelkedő külkereskedelmi többlet, illetve az újra emelkedést mutató transzferegyenleg áll. A szektorok felől vizsgálva a magas külső finanszírozási képességhez mindhárom szektor hozzájárul: az államháztartás finanszírozási igénye igen alacsonyan alakul, a háztartások alapfolyamatok szerinti pénzügyi megtakarítása – enyhe csökkenés mellett – továbbra is magas, miközben a vállalatok finanszírozási képessége a növekvő jövedelem hatására emelkedik. Összességében a külső finanszírozási képesség a teljes előrejelzési horizonton magas marad, ami az MNB önfinanszírozási programjával együtt az ország külső sérülékenységének további mérséklődéséhez vezet.

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



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

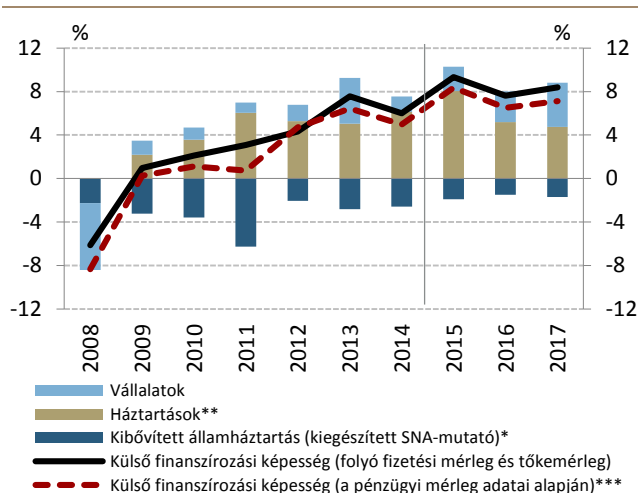
Forrás: MNB

A külső finanszírozási képesség 2016–2017-ben igen magas, a GDP 8 százaléka körüli szinten stabilizálódik előrejelzésünk szerint (5-5. ábra). A gazdaság nettó megtakarítása 2016-ban csak enyhén csökken. Az EU-transzferek beáramlása a költségvetési ciklusváltás következtében mérséklődik, azonban ennek hatását nagyrészt ellensúlyozza a külkereskedelmi többlet növekedése. A külkereskedelmi egyenleget az emelkedő külső kereslet mellett továbbra is jelentős exportnövekedés, a visszafogottabb beruházási dinamika mellett mérsékeltebb import és az alacsonyabb olajárak miatt tovább javuló cserearány is támogatja (utóbbi tétel várhatóan a GDP 1 százalékát is meghaladó mértékben járul hozzá a külkereskedelmi többlet emelkedéséhez). A jövedelemegyenleg hiánya várakozásunk szerint a mérséklődő kamatkiadás és a külföldi vállalatok – élénk gazdasági növekedés mellett – emelkedő profitja eredményeként szinten marad.

A szektorok megtakarítása felől vizsgálva a gazdaság magas finanszírozási képességéhez mindhárom szektor hozzájárul. Az államháztartás finanszírozási igénye várhatóan továbbra is 2 százalék alatti, a lakossági megtakarítás az enyhe mérséklődés mellett is magas marad, miközben a vállalati finanszírozási képessége emelkedik (5-6 ábra).

A háztartások pénzügyi pozíciója 2015-ben az elszámolások egyszeri hatásaként emelkedett, azonban az alapfolyamat szerint a következő években enyhén mérséklődik. A megtakarítást átmenetileg emelő tényező nélkül a háztartások finanszírozási képessége 2016–2017-ben – az szja-csökkentés és magasabb családtámogatás miatt továbbra is erős fogyasztásnövekedés, illetve az állami támogatás és alacsonyabb áfa miatt is emelkedő beruházás mellett – enyhén mérséklődhet.

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

Az előrejelzési horizonton jelentősebb mértékben emelkedik a vállalatok finanszírozási képessége. Tavaly az elszámolás átmenetileg csökkentette a vállalatok nettó finanszírozási képességét. Ennek hatását kiszűrve 2016-ban enyhén csökkenne a szektor megtakarítása – az MNB Növekedéstámogató Programja miatt emelkedő beruházás és mérséklődő EU-transzfer hatását ugyanis csak részben ellensúlyozza az export növekedése miatt emelkedő vállalati jövedelem. Jövőre az export további növekedése mellett az újra emelkedő EU-transzfer is növelik a jövedelmet, így a várhatóan lassuló beruházás a vállalatok finanszírozási képességének nagyobb mértékű növekedésével jár.

Az államháztartás igen alacsony finanszírozási igénye a következő években is fennmarad, amit a mérséklődő kamatkidadások mellett egyszeri bevételek is támogatnak.

A kiadási oldalt alapvetően az otthonteremtést támogató intézkedések növelik, míg a bevételi oldalon a bankadó csökkentése, az szja-csökkentés és a családi adókedvezmény kibővítése hat a magasabb hiány irányába. Ezeket a hatásokat ugyanakkor ellensúlyozza, hogy a forintadósság átárazódásának köszönhetően tovább mérséklődik a kamatkidadás, az EU-támogatások mérséklődése miatt kevesebb önrészre lesz szükség, illetve az állam egyszeri bevételeket is realizál (földértékesítés, növekedési adóhitel). Jövőre is az idej folyamatok határozzák meg az állam finanszírozási igényének alakulását: a várhatóan nagyobb otthonteremtési támogatás és magasabb EU-s önrész egyenlegrontó hatását ellensúlyozza a kamatfizetés csökkenése és a nyugdíjkiadások GDP-bővüléstől elmaradó növekedése.

A magas külső finanszírozási képesség várhatóan tovább mérsékli a külső adósságmutatókat, és így az ország külső sérülékenységét is. A továbbra is jelentős mértékű külső finanszírozási képesség mellett várakozásunk szerint a gazdaság folytatja külföldi adósságának törlesztését, amit az MNB Önfinszírozási Programja is támogat, mivel ez végső soron az állam külföldi adósságának csökkenésével jár együtt. Összességében a finanszírozási folyamatok a következő években is a külső tartozásmutatók erőteljes csökkenését vetítik előre.

5.3. Költségvetési folyamatok

A kormányzati szektor ESA-hiánya prognózisunk szerint a GDP 2 százaléka alá csökken az előrejelzési horizonton. A 2015. évi eredményszemléletű hiány historikusan alacsony, a GDP 2 százaléka körüli szinten alakulhatott, ami megegyezik a decemberi Inflációs jelentésben szereplő prognózisunkkal. Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos ESA-hiány tovább mérséklődik és 2016-ban 1,8, 2017-ben 1,7 százalék lehet. Decemberhez képest a 2016. évi hiányprognózisunk kismértékben csökkent, míg a 2017. évi nem változott. A kormány által bejelentett gazdaságélénkítő intézkedések (családi otthonteremtési kedvezmény bővítése, közútfejlesztés, EU-támogatások gyorsabb lehívása) hiánynövelő hatását ugyanis ellensúlyozzák a vártnál kedvezőbb adóbevételi folyamatok, valamint az egyedi bevételek (földértékesítés, növekedési adóhitel). A 2016-os intézkedések a 2017-es egyenleg alakulását is meghatározzák, ugyanis a családi otthonteremtési kedvezmény és a növekvő EU-forrás-felhasználás a magasabb önrész miatt a hiány növekedésének irányába mutat, amit a kamatkiadások – jegybanki programok által is támogatott – további csökkenése ellensúlyoz. 2015. év végén az államadósság a GDP 75,3 százaléka volt, ami 0,9 százalékpontos adósságcsökkenést jelent 2014. év végéhez viszonyítva. 2015. év végi változatlan árfolyamon számolva az adósságráta a kedvező alapfolyamatok hatására 2016-ban és 2017-ben egyaránt dinamikus mérséklődik.

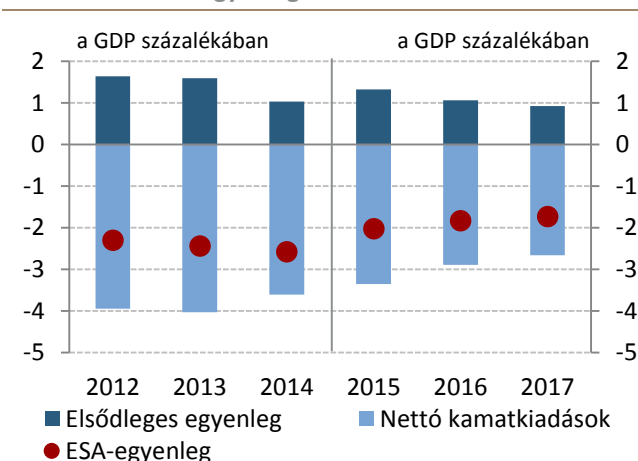
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában; 2015-re becslés, 2016-ra és 2017-re előrejelzés)

	2015	2016	2017
ESA-egyenleg*	-2,0	-1,8	-1,7
Elsődleges ESA-egyenleg	1,3	1,1	0,9
Fiskális keresleti hatás**	-0,4	0,2	0,4

Megjegyzés: * Az egyenlegmutatók számításakor a rendelkezésre álló szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) felhasználását feltételeztük. 2015-ben ESA-egyenlegre vonatkozó becslésünk az előzetes pénzügyi számlákban közölt nettó finanszírozási igény adatától a frissített statisztikai és szakértői becslések miatt tér el. ** A kiegészített (SNA) elsődleges egyenlegváltozása.

Forrás: MNB

5-7. ábra: Az ESA-egyenleg felbontása



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

Forrás: Eurostat, MNB

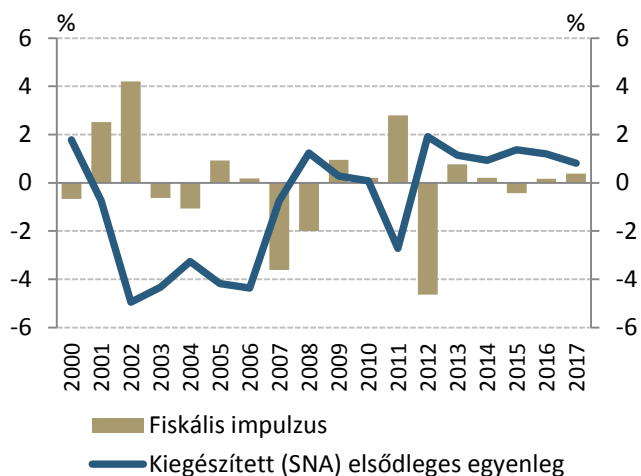
5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

A kormányzati szektor ESA-hiánya ténybecslésünk alapján 2015-ben a GDP 2,0 százaléka lehetett, ami historikusan alacsony érték. Előrejelzésünk szerint 2016-ban a GDP 1,8 százaléka, 2017-ben a GDP 1,7 százaléka lehet az államháztartás eredményszemléletű hiánya (5-1. táblázat). A hiány historikusan alacsony szinten való stabilizálódását a folyamatosan kedvező mértékű elsődleges többlet mellett a kamatkiadások erőteljes GDP-arányos csökkenése teszi lehetővé (5-7. ábra). A nettó kamatkiadások évről évre történő csökkenését a jegybanki programok, a hazai stabil makrogazdasági helyzet és a támogató nemzetközi környezet hatására mérséklődő állampapírpiazi hozamok okozzák. Előrejelzésünk 2016-ban és 2017-ben is az Országvédelmi Alap felhasználásával számol, mert erre az alapfolyamatok lehetőséget adnak.

A költségvetési politika keresleti hatása előrejelzésünk alapján 2016-ban enyhén keresletbővítő lehet, amit 2017-ben kissé nagyobb keresletélénkítés követ. (5-8. ábra). A 2016-os kismértékű keresletbővítő hatás több jelentős keresletélénkítő intézkedés és az azokat ellensúlyozó egyedi bevételnövekedések eredménye. A kereslet élénkíti az egységes szja-kulcs 1 százalékpontos csökkentése és a családi adókedvezmény bővítése, az egyes kétgyermekes CSOK megemlése, illetve a 3 gyermekesek családi otthonteremtési kedvezményének jelentős növelése, a bankadó csökkentése, valamint a sertéshús és az új lakások áfakulcsának 27 százalékról 5 százalékra mérséklése. Ezeket 2016-ban a GDP-arányosan mérséklődő pénzügyi transzferek, a növekedési adóhitel⁴ lehetőségével élő cégek társasági adóbefizetési többlete és

⁴Részletesebben lásd az NGM közleményét: <http://www.kormany.hu/hu/nemzetgazdasagi-miniszterium/parlamenti-allamtitkarsag/hirek/penzuygi-segitseg-a-legalis-gyorsan-novekvo-cegeknek>

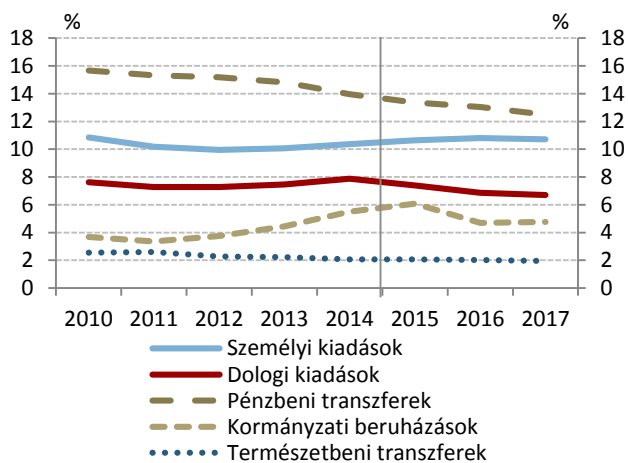
5-8. ábra: A fiskális impulzus (a GDP százalékában)



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

Forrás: MNB

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



Forrás: KSH, MNB

az állami földek értékesítéséből származó bevételek ellensúlyozzák. A 2017-es kismértékű keresletélénkítést a már 2016-ban életbe lépő intézkedések 2017-et nagyobb mértékben érintő hatása, illetve az okozza, hogy a földértékesítés 2017-ben nem ismétlődik meg.

A kormányzati szektor egyenlegének javulása a GDP-arányos bevételek mérsékeltebb és a kiadások jelentősebb csökkenésének együttes eredménye (5-9. ábra). Kiadási oldalon a kamatkidadások, a visszaeső, de a decemberi várakozásunknál mindkét évben magasabb uniós forrásfelhasználás és a háztartási szektornak nyújtott pénzbeli transferek GDP-arányos mértéke csökken a leginkább. A pénzbeli transferek 2016-ról 2017-re bekövetkező csökkenése elsősorban a GDP-arányosan mérséklődő – de a vásárlóértékét tekintve emelkedő – nyugdíjkiadások hatása, miközben a CSOK-hoz köthető kiadások emelik a kiadási pálya szintjét decemberi prognózisunkhoz képest. A GDP-arányos bevételi főösszeg 2016-ban az adócsökkentések és az uniós támogatások visszaesése miatt csökken az előző évhez képest.

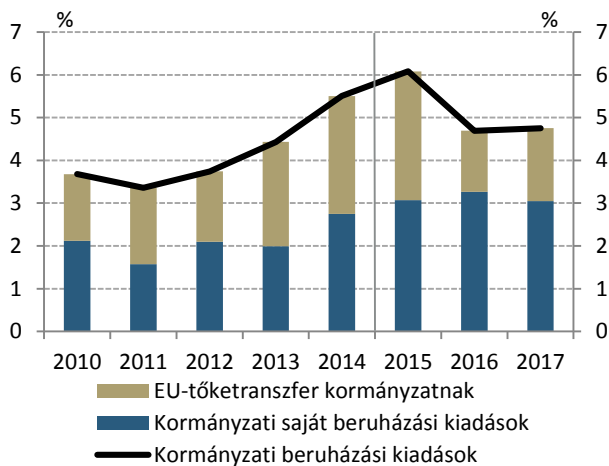
5.3.2. A 2016. évi egyenleg

Előrejelzésünk szerint 2016-ban az államháztartás ESA-hiánya az Országvédelmi Alap felhasználását feltételezve a GDP 1,8 százaléka lehet, ami 0,2 százalékponttal kedvezőbb a decemberi Inflációs jelentéshez készült előrejelzésünkénél (5-2. táblázat). Bevételi oldalon az eltérést főként a gazdálkodó szervezetek befizetéseire vonatkozó prognózisunk 0,9 százalékpontos emelése okozza, amelyet elsősorban a növekedési adóhitel lehetőségével élő cégek adótöbblete magyaráz. Az egyenleg javulását szintén jelentős mértékben, a GDP 0,3 százalékaival támogatja a Földet a Gazdáknek program állami földértékesítésből származó bevétele. A decemberi Inflációs jelentésben ugyanis a 2016. évi költségvetési törvényben előírányzott 133 milliárd forint bevétellel számoltunk, aminél azonban a tényleges bevételt a GDP 0,3 százalékaival magasabbra becsüljük a legfrissebb adatok alapján. A bevételek beérkezése az év második felére várható.

Az áfabevételek növekedését főként a decemberben prognosztizáltnál jelentősen magasabb 2016-os EU-forrásfelhasználás okozza, amire a kormányzati intézkedések⁵ és a 2015. év végén tapasztalható folyamatok alapján számítunk. Az új lakások és a sertéshús után fizetendő

⁵ A Kormány 1018/2016. (I. 22.) Korm. határozata a 2014–2020 közötti programozási időszak uniós forrásainak teljes körű felhasználása érdekében szükséges intézkedésekről

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

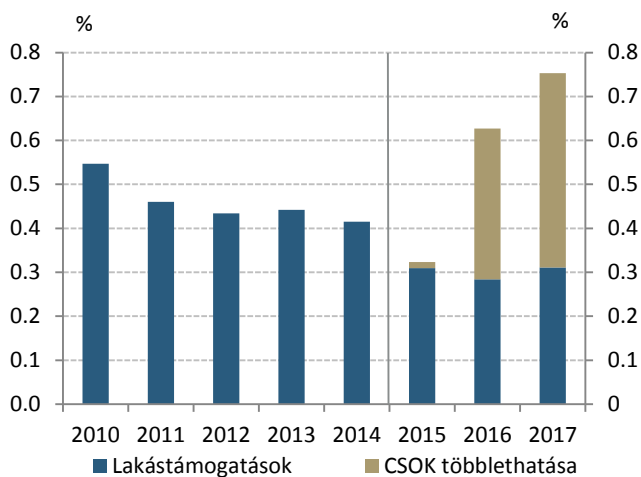


Forrás: KSH, MNB

átfakulcs csökkentésével már a decemberi Inflációs jelentésben is számoltunk.

Kiadási oldalon az EU-támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások emelkedését várjuk, amit főként az indokol, hogy a költségvetési törvényben szereplő mértéknél magasabb EU-forrás-kifizetés iránti erős kormányzati elköteleződés hatását érvényesítettük előrejelzésünkben (5-10. ábra). A lakásépítési támogatásokra fordított kiadások 0,3 százalékos GDP-arányos növekedését a CSOK bővítése indokolja. A költségvetési szervek várható nettó saját kiadásai GDP-arányosan 0,2 százalékkal magasabbak lehetnek a decemberi Inflációs jelentéshez készített előrejelzésünkénél, ami főként az útfelújítási program 69 milliárd forintos többletköltségéhez kötődik. Előrejelzésünk feltételezi az Országvédelmi Alap teljes felhasználását, ugyanis a hiánycél elérhetősége ezt lehetővé teszi.

5-11. ábra: A lakástámogatások alakulása a CSOK hatására



Forrás: MÁK, MNB

A 2016. évi költségvetési törvényben szereplő ESA-hiánycél a GDP 2,0 százaléka, ami 0,2 százalékponttal magasabb aktuális prognózisunknál (5-3. táblázat). Az eltérést nagyrészt ugyanazok a tényezők okozzák, mint a decemberi prognózisunkhoz képesti változást, vagyis a bevételi oldali különbséget főként a növekedési adóhitelek kapcsolódó magasabb társasági adóbevételek magyarázzák. Az állami vagyonnal kapcsolatos bevételek esetében a földértékesítés során befolyó bevétel a GDP 0,3 százalékaival lehet magasabb a törvényi előirányzatnál. Előrejelzésünk szerint a munkát terhelő adók és járulékok a makrogazdasági adatok alapján várható ideig emelkedő bérdinamika következtében GDP-arányosan 0,2 százalékkal haladhatják meg a törvényi előirányzatot.

A kiadási oldalon a költségvetési szervek nettó kiadásai a GDP 0,7 százalékaival lehetnek magasabbak az előirányzatnál. Az eltérés több kisebb tétel együttes hatása miatt jelentkezik, amelyek közül a közútfelújításra fordított kiadások emelkedése és a KLIK többletforrás-igénye a legjelentősebbek. Az EU-támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadásoknál jelentkező 0,1 százalékpontos eltérést a költségvetési törvényénél magasabb EU-forrás-felhasználásra vonatkozó prognózisunk következtében nagyobb költségvetési önrész okozza. A lakástámogatásoknál a prognózisunk és a költségvetési törvény közti különbséget a CSOK kiterjesztésének 0,3 százalékos GDP-arányos becsült hatása jelenti. A gyógyszerkassza nettó kiadásai a GDP mintegy 0,1 százalékaival meghaladják az előirányzatot, amit a 2016. évi költségvetés tervezésekor alapul vett 2015. évi bázis tervezettnél magasabb alakulása magyaráz.

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

	Makroadat	Intézkedés	Egyéb
I. Központi bevételek	0,2	0,0	1,0
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,1		
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,1		0,8
Állami vagyonnal kapcsolatos bevételek			0,3
II. Központi kiadások	0,0	-0,5	-0,3
Közútfejlesztés		-0,2	
EU-támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások			-0,3
Lakásépítési támogatások		-0,3	
III. Egyéb hatások	0,0	0,0	-0,2
Országvédelmi Alap felhasználás			-0,1
Egyéb tételek			-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,2	-0,5	0,5

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

Forrás: MNB

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

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	1,3
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,9
Munkát terhelő adók, járulékok	0,2
Állami vagyonnal kapcsolatos bevételek	0,3
II. Központi kormányzat kiadásai	-1,2
Költségvetési szervek nettó kiadásai	-0,7
EU támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások	-0,1
Lakástámogatások	-0,3
Gyógyszerkassza nettó kiadásai	-0,1
Közfoglalkoztatás	0,1
III. Egyéb hatások	0,0
Egyéb tételek	0,0
Összesen (I. + II. + III.)	0,2

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

5.3.3. A 2017. évi egyenleg

Az államháztartás ESA-hiánya 2017-ben technikai előrejelzésünk szerint a GDP 1,7 százaléka lehet az Országvédelmi Alap teljes felhasználása esetén. Előrejelzésünk megegyezik decemberi prognózisunkkal, az egyes tételek esetében azonban több eltéréssel számolunk (5-4. táblázat). A változások közül a legjelentősebb a társasági adóbevételek 0,8 százalékpontos GDP-arányos növekedése. Ebből a GDP 0,7 százalékát kitevő növekedés 2016-hoz hasonlóan a növekedési adóhitelt igénybe vevő cégek befizetéseiből származik, míg a GDP 0,1 százalékát elérő növekedés a javuló makrogazdasági folyamatok hatása. A fogyasztáshoz kapcsolódó adóbevételek esetében a prognózisunk 0,2 százalékpontos GDP-arányos növekedését az okozta, hogy decemberi előrejelzésünkhöz képest 2016-hoz hasonlóan 2017-ben is magasabb kormányzati beruházásokkal számolunk, a magasabb EU-forrás-felhasználás hatására, amely azonban a kiadásokat is növeli a nagyobb állami önrész miatt.

A kiadások esetében a magasabb EU-forrás-felhasználás hatására a GDP 0,4 százalékának megfelelő EU-önrész-növekedést prognosztizálunk. A CSOK új elemeinek a hatása tovább növekszik 2017-ben, és eléri a GDP 0,4 százalékát. Előrejelzésünk szerint a Konvergenciaprogramban szereplő kormányzati hiánycél 2017-ben az Országvédelmi Alap elköltése esetén is teljesül, így annak felhasználását feltételeztük prognózisunk készítése során.

5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

A 2016-os és 2017-es egyenlegre vonatkozó kockázatok közel szimmetrikusak. Az EU-s forrásfelhasználást mindkét évben szimmetrikus kockázatok övezik. Az előrejelzési horizonton hiánynövelő hatású lehet, hogy az építőipari kapacitások gyors növekedése esetén a CSOK igénybevétele prognózisunknál nagyobb mértékben is növekedhet, ezt azonban teljes egészében ellensúlyozza az Országvédelmi Alap fel nem használása.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

A 2015. év végi GDP-arányos bruttó államadósság 75,3 százalékra csökkent a 2014. végi 76,2 százalékos színtről, így a magyar adósságráta korábbi legmagasabb év végi értékéhez képest mintegy 5,5 százalékponttal csökkent, ami európai uniós összevetésben kiemelkedő. A makrogazdasági alapfolyamatok, ezen belül a reál-GDP bővülése, az államháztartás historikusan alacsony nettó finanszírozási igénye és ezen belül az alacsony kamatkörnyezet miatt folyamatosan mérséklődő kamatkidadások tavaly is jelentősen támogatták az

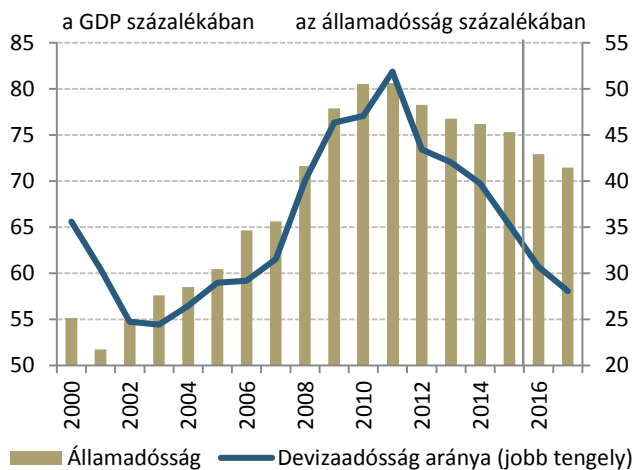
5-4. táblázat: A 2017. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)

	Makroadat	Intézkedés	Egyéb
I. Központi bevételek	0,3	0,0	0,7
Fogyasztást terhelő adók	0,2		
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,1		0,7
II. Központi kiadások	0,0	-0,4	-0,4
EU támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások			-0,4
Lakástámogatások		-0,4	
III. Egyéb hatások	0,0	0,0	-0,2
Országvédelmi Alap felhasználás			-0,2
Összesen (I.+II.+III.)	0,3	-0,4	0,1

Megjegyzés: A pozitív előjel hiánycsökkentő, a negatív előjel hiánynövelő tételt jelez.

Forrás: MNB

5-12. ábra: Az adósságpálya várható alakulása – előretekintve változatlan, 2015. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

adósságráta csökkenését. Emellett az államadósság tavalyi csökkenését az MNB Önfelhalmozási Programja keretében vásárolt deviza-állampapírok ÁKK által történt visszavásárlása is segítette. Az államadósságot egyedi jelleggel befolyásoló tényezők ugyanakkor az adósságráta csökkenése ellen hatottak. Az Európai Unió által tavaly ki nem fizetett transzferek költségvetési megelőlegezése, a Budapest Bank állami megvásárlása, a BKV és a MÁV adósságtvállalása, valamint a több mint 10 százalékos dollárerősödés okozta margin betétállomány emelkedése önmagukban növelték a 2015-ös államadósságot.

Az előrejelzési horizonton – 2015. végi euro-forint-árfolyammal számolva – dinamikusan csökkenő államadósság-pályát és az Alaptörvényben rögzített adósságszabály teljesülését prognosztizáljuk (5-12. ábra).

Az elkövetkező évekre a tavalyinál nagyobb mértékű csökkenést várunk a GDP-arányos államadósság dinamikájában. Ennek oka, hogy az alapfolyamatok várhatóan továbbra is jelentős mértékben támogatják az adósságráta folyamatos mérséklődését, míg a tavalyihoz hasonló, ezt nagyban ellensúlyozó egyedi hatásokkal nem számolunk. Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság idén 73 százalék közelébe, 2017. év végére pedig 72 százalék alá süllyed. Az adósságráta mérséklődésével párhuzamosan folytatódik az államadósságon belüli devizaarány dinamikus csökkenése is, ami az MNB Önfelhalmozási Programja által támogatva tovább javítja hazánk külső sérülékenységét.

6. KIEMELT TÉMÁK

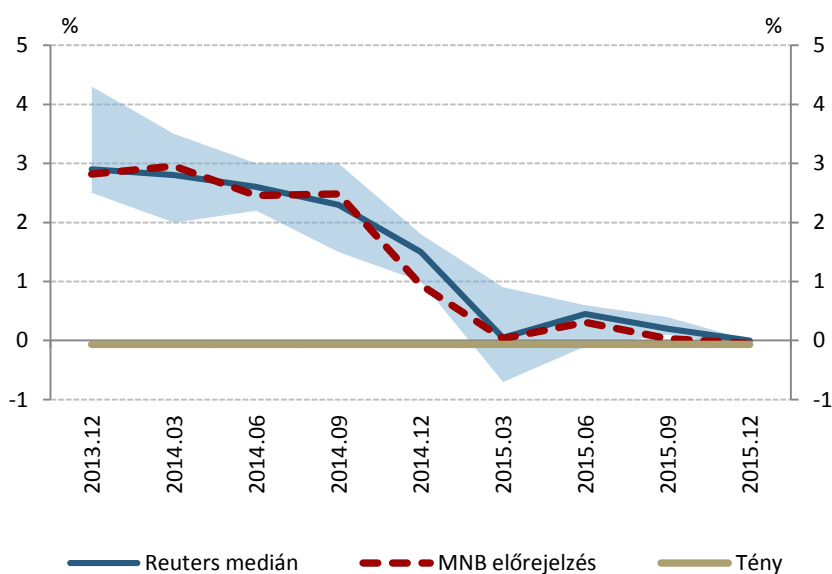
6.1. A 2015-ös évre adott jegybanki előrejelzések értékelése

Elemzésünk célja annak bemutatása, hogy a fő makrogazdasági változók előző naptári évi értékére adott előrejelzéseink mekkora pontossággal teljesültek. Ezenkívül azt is megvizsgáljuk, hogy a jegybank előrejelzési teljesítménye hogyan viszonyul a piaci elemzőkéhez. A 2015-ös évre a vizsgált változók esetén először 2013 decemberében készítettünk előrejelzést. Összességében éven túli időhorizontra adott előrejelzéseinkhez képest a 2015-ös infláció alacsonyabban, míg a gazdasági növekedés, valamint a foglalkoztatás szintje magasabban alakult. Éven belüli inflációs prognózisaink a nagy stabilitás mellett a tényérték közelében alakultak, míg a növekedés esetében a nagy volatilitással jellemezhető mezőgazdasági ágazat gyengébb terméseredménye okozta a várakozásainktól némileg elmaradó GDP-bővüést.

6.1.1. Infláció

2013 és 2014 fordulóján azzal számoltunk, hogy az infláció 2015-ben stabilan a 3 százalékos körüli szint közelében alakulhat. E várakozásunkat támogatta a fogyasztási kereslet fokozatos élénkülése, valamint az elmúlt évinél gyengébb árfolyam fogyasztói árakba való fokozatos begyűrűzése is. 2014 folyamán két negyedévben csekély mértékben lefelé revideáltuk előrejelzésünket; majd év végén, illetve a következő év elején a számottevő olajárcsökkenés hatására érdemben lefelé mozdultunk el prognózisunkban (6-1. ábra).

6-1. ábra: A 2015. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések



Megjegyzés: A sáv a Reuters által megkérdezett elemzők előrejelzéseinek terjedelmét mutatja.

Forrás: Reuters, KSH, MNB

A lefelé irányuló revízió háttérében a 2014 negyedik negyedévében bekövetkezett rendkívül nagy, mintegy 50 százalékos, majd a kisebb erősödést követően 2015 második felében bekövetkezett ismételt 25 százalékos olajárcsökkenés állt (6-2. ábra). A továbbra is rendkívül visszafogott szinteken tartózkodó olajárakat mind keresleti, mind kínálati okok magyarázták. Az OPEC-országoknak a piacvédelem érdekében megvalósított növekvő kitermelése, valamint az USA rekordszintű palaolaj-kitermelése a növekvő kínálaton keresztül, míg a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása a keresleti oldalon keresztül hatott negatívan az olajár alakulására. Az infláció cél alatti alakulásában a vártnál mérsékeltebb élelmiszerárak is szerepet játszottak.

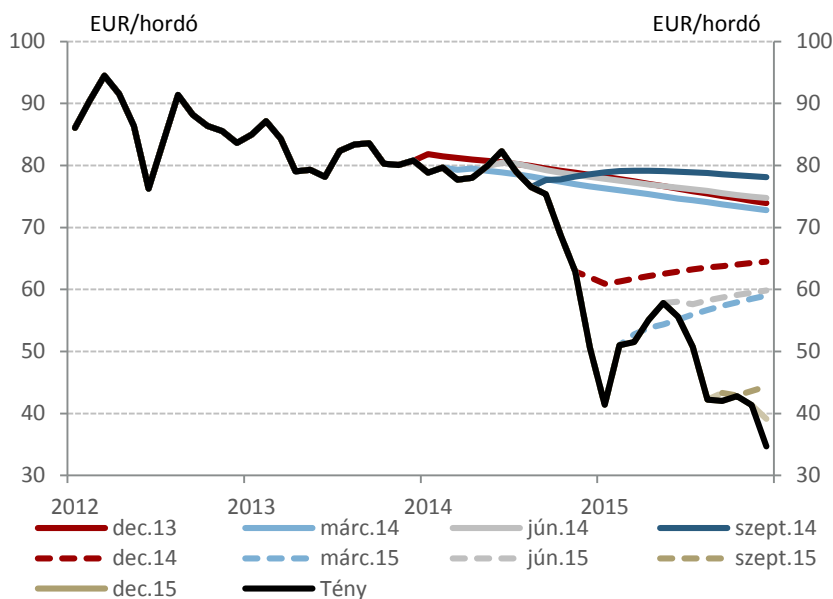
A 2014-es év végén, a 2015-ös év elején az előrejelzésünkben bekövetkező változás fő okai tehát a következők voltak:

- alacsonyabb infláció irányába mutató költséghatások, elsősorban a nyersolaj világpiaci árában, valamint az élelmiszerek piacán is;

- az uniós tejkvóták eltörlése következtében a feldolgozott élelmiszerek árai érdemben csökkentek a megnövekedett kínálat eredményeképpen;
- a tartósan alacsony globális inflációs környezet alacsony importált inflációt eredményezett az eurozóna irányából (6-3. ábra);
- a lakossági inflációs várakozások 2012 végétől tartó folyamatos mérséklődése hozzájárult a visszafogott inflációs folyamatokhoz.

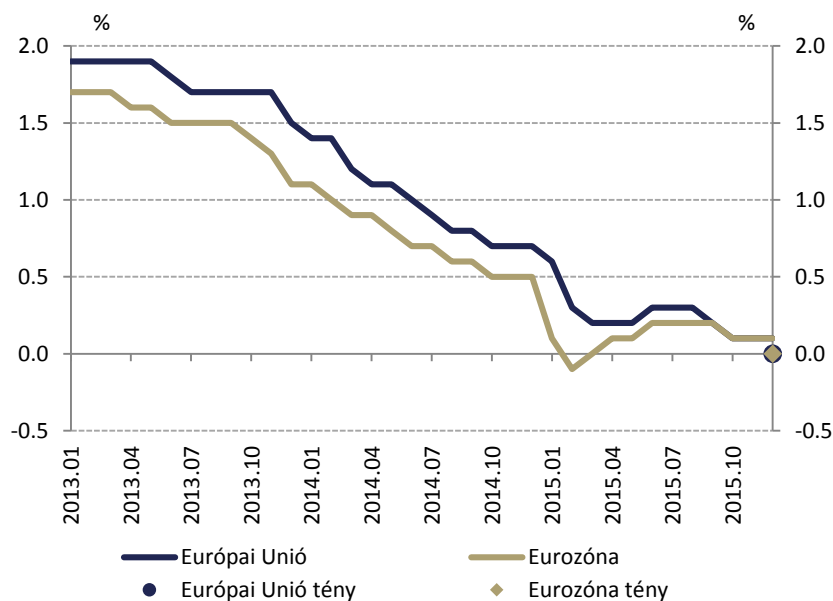
Az év hátralevő részében érdemi revíziót nem hajtottunk végre előrejelzésünkön, így összességében 2015. év elejétől kezdődően 0 százalék körüli inflációval számoltunk.

6-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása



Forrás: Bloomberg, CBOT

6-3. ábra: Az eurozóna 2015. évi inflációjára vonatkozó előrejelzések alakulása



Forrás: Consensus Economics

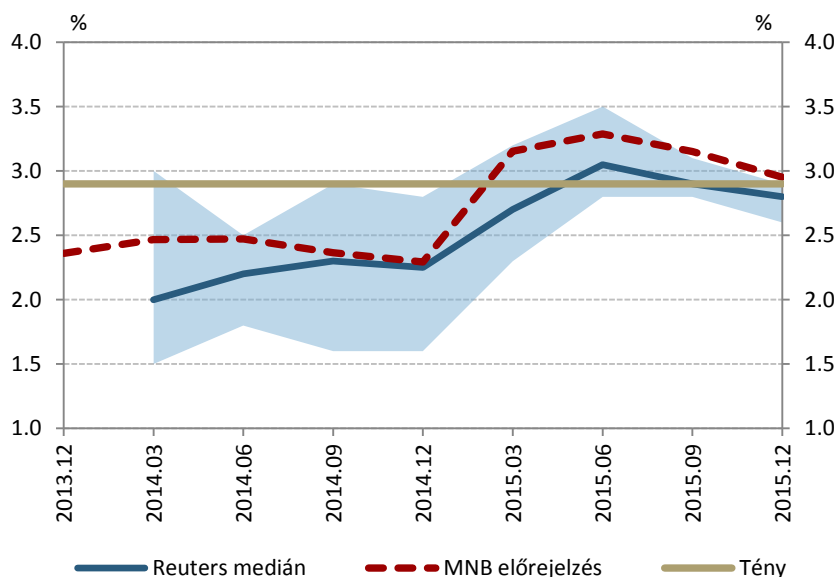
Az indirekt adóktól szűrt maginflációt tekintve a 2015-ös tény alacsonyabban alakult az előrejelzéseinkhez képest, amit a visszafogott kereslet, az inflációs várakozások fokozatos mérséklődése, illetve a visszafogott importált infláció magyaráz. A teljes infláció esetében tapasztalt nagyobb eltéréshez a számottevően alacsonyabban alakuló olaj- és élelmiszerárak járultak hozzá.

Össességében 2013 végétől 2014 végéig a 2015-re vonatkozó inflációs előrejelzésünk a Reuters-felmérésben részt vevő piaci elemzők mediánjával összhangban alakult, míg 2014 végétől kezdődően az elemzők sávjának alján helyezkedett el. A jegybanki inflációs előrejelzések a piaci előrejelzéssel összevetve folyamatosan kisebb eltérést mutattak a megvalósult tényadathoz képest (6-3. ábra).

6.1.2. Gazdasági növekedés

A 2015. évi gazdasági növekedés a 2014-es jegybanki előrejelzésekhez képest magasabban, míg a 2015-ös előrejelzésekhez képest némileg alacsonyabban alakult, ugyanakkor a piaci előrejelzések jellemzően inkább alulbecsülték a növekedés mértékét. **Az MNB teljes időtávra számolt átlagos előrejelzési hibája kisebb volt, mint a piaci elemzők mediánjának előrejelzési hibája** (6-4. ábra).

6-4. ábra: A 2015. évi növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések



Megjegyzés: A sáv a Reuters által megkérdezett elemzők előrejelzéseinek terjedelmét mutatja.

Forrás: Reuters, KSH, MNB

2014 folyamán a hazai gazdaság kiegyensúlyozott bővülésére számítottunk 2015-re vonatkozóan, amit a jelentős reálbér-növekedés, a belső kereslet fokozatos növekedése, valamint a külső kereslet erősödésének feltételezése eredményezett. 2015 elején jelentős mértékben felfelé revideáltuk növekedési előrejelzésünket. Ezt több tényező is indokolta:

- az EU-forrás-felhasználás vártnál magasabb beruházási hatása,
- az NHP+ bevezetése következtében magasabb hitelpálya,
- valamint az alacsonyabb olajár reáljövedelemre gyakorolt fogyasztáserkentő hatása.

A ténylegesen bekövetkező GDP-növekedés a 2015-ben előrejelzett értéktől valamelyest elmaradt az alábbi tényezők következtében:

- a hitelezési alapfolyamatok a hitelezési standardok lassabb oldódása okán elmaradtak a korábbi előrejelzéstől, az alacsonyabb hitelpálya érdemben hozzájárult a privát beruházások visszafogott alakulásához;
- a rekordtermést mutató 2014-es év után a kedvezőtlen időjárási feltételek miatt a vártnál mérsékeltebben alakuló 2015-ös mezőgazdasági termelés a gazdasági növekedést visszafogta;

- a lakossági óvatossági motívumok oldódása előrejelzésünknel mérsékeltebb volt, ami a megtakarítási ráta szinten maradását erősítette, ezáltal csökkentve a fogyasztás bővülésének várt hatását
- a nemzetközi konjunktúrafolyamatok a feltörekvő piacok érdemi lassulása következtében alacsonyabban alakultak előrejelzéseinkhez képest

Össességében a jegybanki reálgazdasági előrejelzések általában magasabbak voltak a piaci várakozások mediánjánál, és közelebb helyezkedtek el a későbbi tényadathoz.

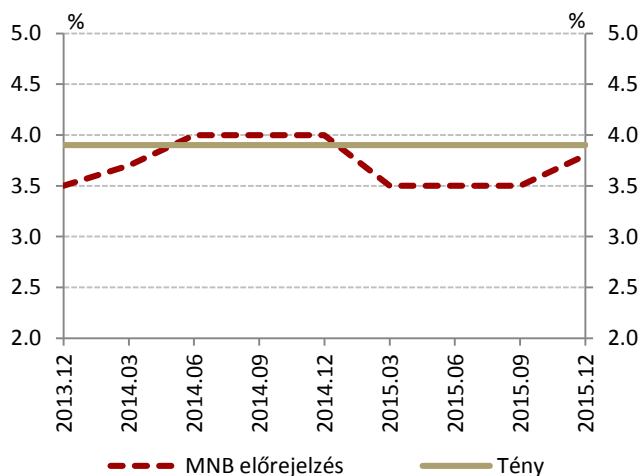
6.1.3. Munkapiac

A munkapiaci változókra vonatkozó MNB-előrejelzések a bérek vonatkozásában alapvetően megfeleltek, míg a foglalkoztatottak létszáma tekintetében elmaradtak a tényadatoktól.

Az erőteljesen élénkülő konjunkturális helyzet, valamint a versenyszféra csökkenő adóterhelése miatti növekvő vállalati jövedelmezőség következtében a bérdinamika erősödésével számoltunk 2013 végén és 2014 folyamán. 2015 során csekély mértékben alacsonyabb béreket vártunk, a végső adat összességében megfelelt várakozásainknak. 2015 elején, az inflációs folyamatok csökkenésével összhangban lefelé módosítottuk bérelőrejelzésünket. A vártnál magasabb év végi béradatok előrejelzésünk emelése irányába hatottak, ami végül nagyjából a tényadattal összhangban alakult (6-5. ábra). A bérdinamika alakulását a feszesedő munkapiac jelentős mértékben támogatta.

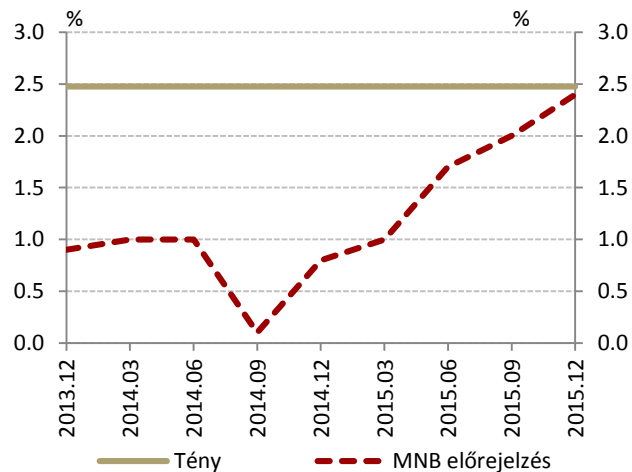
2015 elejéig előrejelzésünkben érdemben alul becsültük a foglalkoztatás szintjének 2015. évi bővülését. Várakozásunkkal ellentétben a 2014-es dinamikus létszámbővülés 2015-ben is folytatódott. Mind az ipari, mind a szolgáltatói szektorban a kibocsátás növekedése a feltételezettnél jóval nagyobb foglalkoztatási dinamikát eredményezett (6-6. ábra).

6-5. ábra: A versenyszféra 2015-ös bérindexére vonatkozó MNB előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

6-6. ábra: A versenyszféra létszámának 2015-ös indexére vonatkozó MNB előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

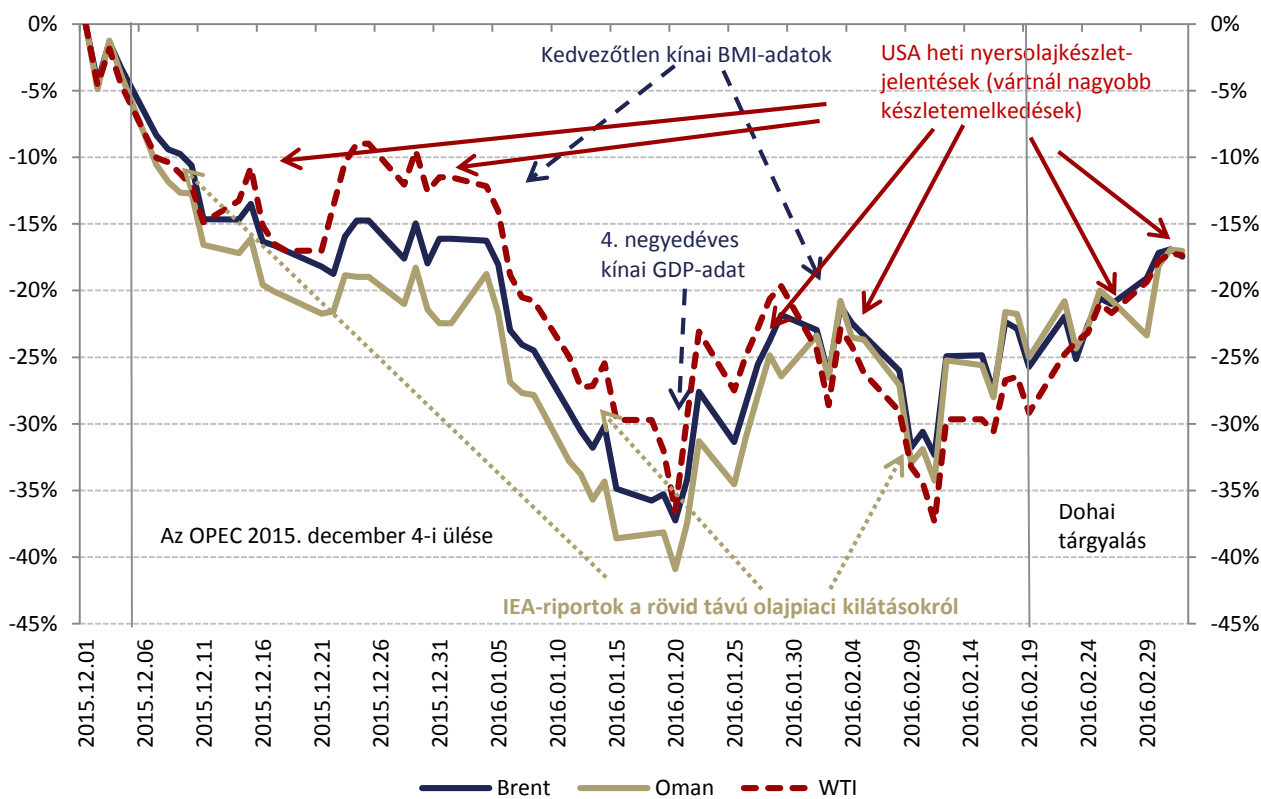
6.2. Az olajár várható alakulása és makrogazdasági hatásai

Az olaj ára az elmúlt évi 30–35 százalékos csökkenés után 2016 elején újabb 18–20 százalékos esést könyvelt el a 2015 eleji szintjéhez képest, így az irányadó olajárak 12 éves mélypontra süllyedtek január közepén. Február végére igen volatilis kereskedést követően már érdemi emelkedést lehetett látni az olajárakban. Az olaj árának alakulását azonban továbbra is rendkívül nagy bizonytalanság övezi. A csökkenő olaj- és nyersanyagárak az inflációs és a reálgazdasági folyamatokat is érdemben befolyásolják. A főbb felvevőpiacunknak számító eurozónában az olajárscsökkenés másodkörös hatásainak megjelenésével számolnak. Az indirekt hatások felerősödése esetén magasabb növekedés és alacsonyabb infláció várható hazánkban.

6.2.1. Az olajár 12 éves mélypontra csökkent 2016 elején

Az olaj világgpiaci ára 2014 közepén kezdett érdemben csökkenni, ami 2015-ben gyakorlatilag egész évben folytatódott, majd 2016 januárjában újabb mélypontot ért el. Ekkor mind az európai Brent, mind az amerikai WTI árfolyama 25–30 dollár közé csökkent, ami a 2008–2009-es pénzügyi válság során tapasztalt árfolyamoknál is alacsonyabbnak számít. Az olajpiaci volatilitás 2016 februárjában közel 80 százalékra, 2009 óta nem látott szintekre emelkedett.

6-7. ábra: Az irányadó olajfajták áralakulása az utóbbi hónapokban



Forrás: Bloomberg

2015-ben alapvetően a globális (elsősorban a feltörekvő gazdaságokra fókuszáló) növekedési aggodalmak és a több hullámban felerősödő kockázatkerülő befektetői hangulat hatottak az olajáreresés (és általában a nyersanyagárak csökkenése) irányába. Az elmúlt hónapok olajárscsökkenésében már érdemi szerepe volt a kínálattal és kereslettel kapcsolatos híreknek, adatközléseknek is. Jelentős eladási nyomást generált a piacon például a 2015. december eleji OPEC-ülés, amelynek során az OPEC lényegében feladta a korábban érvényben lévő, napi 30 millió hordós kitermelésre vonatkozó plafonját, így januárban az OPEC kitermelése rekordmagas szintre, több mint 33 millió hordóra emelkedett. Ugyancsak érdemi ingadozást okozott a piacon az OPEC és az OPEC-en kívüli országok közötti – a kitermelés visszafogására irányuló – tárgyalások híre, illetve a globálisan magas nyersolajtartalekokról szóló adatközlések is. Szintén csökkenéssel reagáltak az olajárak az északi féltekén tapasztalt enyhe téli időjárás keresletcsökkentő hatására, valamint a csalódást keltő kínai ipari termelési adatokra és a növekedés lassulásával kapcsolatos aggodalmakra is. A gyengülő globális növekedési várakozások

egyszerre rontották a kockázatos pénzügyi eszközök megítélését és az olajkereslet várt mérséklődésén keresztül az olajpiaci kilátásokat.

6.2.2. Az olajárcsökkenés okai

A túlkínálat és a gyenge kereslet is az olajárcsökkenés irányába hatott.

A legutóbbi időszakban végbement olajárcsökkenés mögött egyrészt a kereslet gyengése, másrészt a kínálat vártnál erősebb növekedése állt. Bár 2015-ben a Nemzetközi Energia Ügynökség (IEA) adatai szerinti 94,5 millió hordós napi kereslet az előző évhez képest növekedést mutatott, ez kevés volt ahhoz, hogy a látványosan emelkedő kínálatot felszívja, így 2015 átlagában napi szinten közel 2 millió hordós túlkínálat alakult ki.

Keresleti oldalon elsősorban a feltörekvő országok, leghangsúlyosabban Kína növekedési kockázataival kapcsolatos aggodalmak hatottak, de többek között Brazília és Oroszország recesszióba süllyedése, valamint más olajexportőrök lassulása is komoly aggodalomra adott okot. Ennek következtében az irányadó nemzetközi intézmények (például IMF, OECD) is rendre csökkentették globális növekedési előrejelzéseiket. Kínában a gazdasági lassulással kapcsolatos aggodalmakhoz hozzájárult a 2015-ös tőzsdei turbulencia és a júan leértékelődése, amelyek érdemben felerősítették a globális kockázatkerülést is.

A strukturális változások olajpiaci átrendeződéshez és árcsökkenéshez vezettek.

Az olajár csökkenéséhez a keresleti és a kínálati oldali strukturális tényezők egyaránt hozzájárultak, amelyek az utóbbi másfél évben még meghatározóbbá váltak. Keresleti oldalon a legnagyobb felvevőpiacnak számító ázsiai régió növekedési kilátásainak mérséklődése mellett az amerikai olajimport szűkülése (amelyet a saját termelés megugrása helyettesített), az olajimportőr fejlett országok népességének csökkenése, az energiahatékonyságot célzó technológiai fejlődés és az alternatív energiaforrások elterjedése járult hozzá az olaj iránti mérsékeltbb ütemű kereslethez. A keresletet jóval meghaladó kínálathoz egyrészt az új olajkitermelési módok (palaolaj, homokolaj) elterjedése és az innovációk révén egyre csökkenő költsége járult hozzá. Másrészt az OPEC – korábbi, elsősorban az olajra és az abból származó bevételre fókuszáló – stratégiája is megváltozott: a 2014. év végi ülésén arról döntött, hogy az olajárcsökkenésre nem a termelés visszafogásával válaszol, hanem piaci részesedését kívánja növelni a kitermelés szinten tartásával, illetve fokozásával. Mivel a hagyományos olajkutatás kitermelési költsége jóval a palaolajkutaté alatt van, az OPEC stratégiája működőképesnek tűnt, azonban az OPEC-en kívüli országok kitermelésének csökkenése a vártnál jóval lassabban következett be. A korábban megfigyelt piaci összefüggés, amely szerint az alacsony olajárak a nem hagyományos kitermelés gyors visszaesésével járnak, 2015–2016 során meggyengült. Bár a tavalyi évben az amerikai olajfúrótornyok számában drasztikus visszaesés történt, maga a kitermelt mennyiség – az ottani cégek érdemi költségcsökkentése, hatékonyságjavítása következtében – sokkal lassabban kezdett mérséklődni. Az USA összesített nyersolaj-kitermelése még 2016 februárjában is napi 9 millió hordó körül ingadozott, noha a palaolaj-kitermelésében már a termelés csökkenésének jelei mutatkoztak. Ráadásul 2016 februárjában az amerikai olajkészletek több évtizedes csúcsra emelkedtek, ami tovább erősítette a túlkínálati aggodalmakat.

Eközben **az OPEC-en belül 2015 végén, 2016 elején már látszódtak az OPEC-stratégia kapcsán felmerülő feszültségek az egyes tagországok között:** azon országok (Venezuela, Nigéria, Algéria), amelyek nagyrészt az olajbevételeikre vannak utalva, és nem rendelkeznek pénzügyi pufferrel állami költségvetésük egyensúlyban tartására, szakítani szerettek volna a Szaúd-Arábia által képviselt stratégiával, és sürgették a kitermelési szintek közös visszafogását. Az OPEC dollárban kifejezett olajbevételei a 2012-es csúcshoz számító 1200 milliárd dollárról 2015-re 500 milliárd dollárra süllyedtek az IEA számításai szerint, és a jelenlegi árszintek mellett 2016-ban 320 milliárd dollárra mérséklődnek. Tovább növelte a feszültséget az Irán elleni szankciók 2016 eleji megszüntetése: iráni vezetők nyilatkozatai szerint az ország napi 1 millió hordóval kívánja növelni termelését 2016-ban, míg az IEA becslése szerint napi 600 ezer hordóval termelhet többet az ország 2016 első felében, mint korábban. Ez Iránt a következő években az OPEC-en belül a harmadik legnagyobb kitermelővé teheti. A 2016 februárjában Oroszország és néhány OPEC-tag között a termelés januári szinten való befagyasztásáról szóló feltételes megállapodás nem hozta meg a kívánt eredményt: néhány nappal a dohai találkozó után az egyes országok olajminiszterei már kihátrálni látszottak a megállapodás mögül, ráadásul nyilvánvaló volt az is, hogy Iránnak nem érdeke a jelenlegi alacsony szinten befagyasztani a kitermelését. **Az OPEC-tagok közötti érdekellentét a kitermelés további növekedését okozhatja 2016-ban, amelyet csak az OPEC-en kívüli termelés-csökkenés ellensúlyozhat.**

Az olajpiaci volatilitást növelte a spekulációs tevékenység is.

Az olajra vonatkozó pénzügyi termékekben megjelenő spekulációs tevékenység az alaptermék áralakulásának volatilitását is növelte, és hozzájárult a szélsőséges árelmozdulásokhoz. 2016 februárjában többéves rekordra ugrott a további esésre „fogadó” short pozíciók mennyisége, ami jól mutatja a piaci bizonytalanságot a jövőbeli árakat illetően.

Miközben a várakozások egy enyhén emelkedő olajirányába mutatnak, ez arra sarkallta az olajpiaci szereplők egy részét, hogy a magasabb határidős olajárakat kihasználva igyekezzenek minél nagyobb készleteket felhalmozni az olcsó azonnali olajáron, hogy azt később magasabb áron értékesíthessék („contango”-jelenség). Ez is hozzájárult ahhoz, hogy mind az amerikai, mind az OECD-országokban tárolt olajmennyiség rekordszintre emelkedett 2016 elején. Ugyanakkor paradox módon épp a hatalmas felhalmozott készletek késleltetik az olajárak stabilizálódását, és további árcsökkenés irányába mutatnak 2016-ban.

6.2.3. A várakozások enyhén emelkedő olajpályára utalnak továbbra is jelentős kockázatok mellett

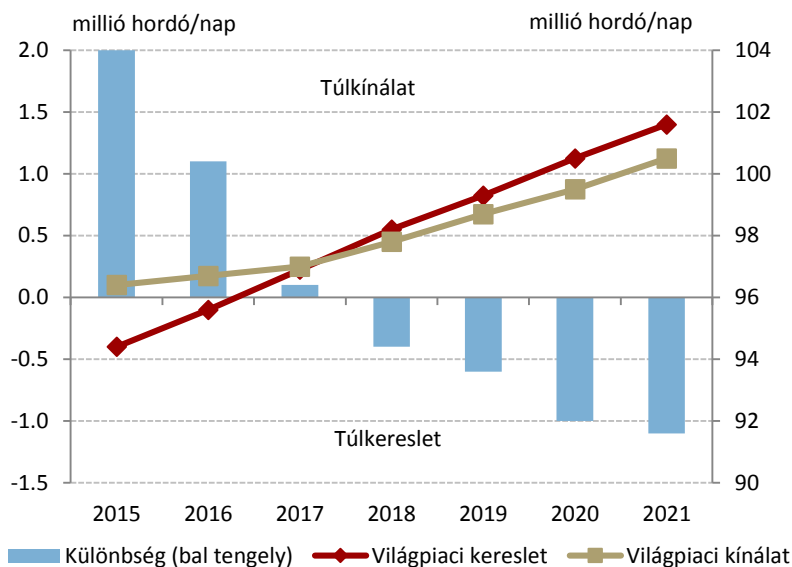
A legtöbb nemzetközi előrejelző intézmény és a befektetési bankok is jelentősen lefelé korrigálták az olajra vonatkozó előrejelzéseiket az elmúlt hónapokban, és konszenzus mutatkozik abban is, hogy *rövid távon* az árak igen volatilisnak és akár a jelenlegi szintek alatt is alakulnak. *Középtávon* az olajár alakulása a kínai növekedési kockázatoktól, az eddigi OPEC-stratégia esetleges módosításától, az OPEC-en belüli érdekonfliktustól és a nem OPEC-országok kitermelésének alakulásától függ.

A Bloomberg elemzői konszenzusa az utóbbi pár hónapban fokozatosan lejjebb tolódó várakozásokat tükrözött a 2016–2017-es átlagos olajárakra vonatkozóan. Míg december végén 54 dollár, február végén már csak 40 dollár környékén vártak a 2016-os átlagos olajárát a szakértők, miközben 2017-re vonatkozóan hasonló mértékben 54,5 dollárra süllyedtek a várakozások. A határidős olajjegyzések ugyancsak enyhén emelkedő olajárakat vetítenek előre a következő évekre, ez alapján 2017 végén 40–45 dollár környékén alakulnak az árak. Az opciós árakból számított eloszlások elmozdulása alapján is inkább az emelkedés irányába mutató kockázatok dominálnak, miközben az extrém mértékű elmozdulások esélye mindkét irányban szokatlanul nagy. Összességében a piaci várakozások jelentős kétirányú kockázat és növekvő volatilitás melletti emelkedő olajpályát valószínűsítene.

Az IEA 2016. februári középtávú olajpiaci jelentésében⁶ viszont csak 2017-re várja az olajpiaci kereslet és kínálat kiegyenlítését és ezzel együtt az olajárak stabilizálódását (6-8. ábra). 2018-tól becsléseik szerint az olajpiaci kereslet meghaladja majd a kínálatot, a globális túlkereslet 2020-ra elérheti a napi 1 millió hordót. Ugyanakkor arra is felhívják a figyelmet, hogy az észak-amerikai palaolaj-kitermelésnek az alacsony olajárral szembeni meglepő ellenálló képessége az átmeneti termelés visszaesés után újból az iparág gyors fellendülését hozhatja az árak emelkedése idején. Emellett azonban az olajárzuhanás egy másik fontos következményét is érdemes figyelembe venni, amely **ellentétes irányú kockázatot (azaz gyors áremelkedést) okoz, ez pedig az olajipari beruházások számottevő hanyatlása 2015–2016 során.** Ez az évtized vége felé, amikor a megnövekvő kereslettel – elmaradt beruházások hiányában – nem tud lépést tartani a kitermelés, piaci volatilitáshoz és megugró árakhoz vezet. **A várható olajpályával kapcsolatos bizonytalanság tehát mindkét irányban számottevő.**

⁶ International Energy Agency: Medium-term Oil Market Report, 2016. február 22.

6-8. ábra: Az olajpiaci egyensúlyra vonatkozó becslés 2021-ig



Forrás: International Energy Agency, MTOMR, 2016. február 22.

Összefoglalva: a vártnál gyengébb globális növekedés, a geopolitikai feszültségek ellenére is **stabil és magas szinten állandósuló globális olajkitermelés**, az Egyesült Államok kitermelésének vártnál lassabb mérséklődése és az Irán elleni szankciók eltörlése **rövid távon a túlkínálat és az alacsony olajárak kockázatát növeli. Ugyanakkor 2016 végétől, 2017-től a várakozások szerint megindul a kínálat alkalmazkodása, ami az árak enyhe növekedése irányába hat.** Az alacsony olajáraknak az olajimportőr országok növekedésére való erőteljesebb pozitív hatásán keresztül a globális kereslet emelkedésével szintén stabilizálhatja az olajpiacot.

6.2.4. Az olajárcsökkenés hazai makrogazdasági hatásai

Az olajárcsökkenés – több csatornán keresztül is **–szignifikáns hatást gyakorol az inflációs és a növekedési folyamatok alakulására** (6-9. ábra). Az alacsonyabb olajár hatása egyrészt azonnal megjelenik az üzemanyagáron keresztül az általános árszínvonalban, továbbá indirekt csatornákon keresztül, a termék- és szolgáltatásárakba beépülve is mérsékli az inflációt. Az olajár változásának inflációra gyakorolt hatása az olajár szintjétől is függ.

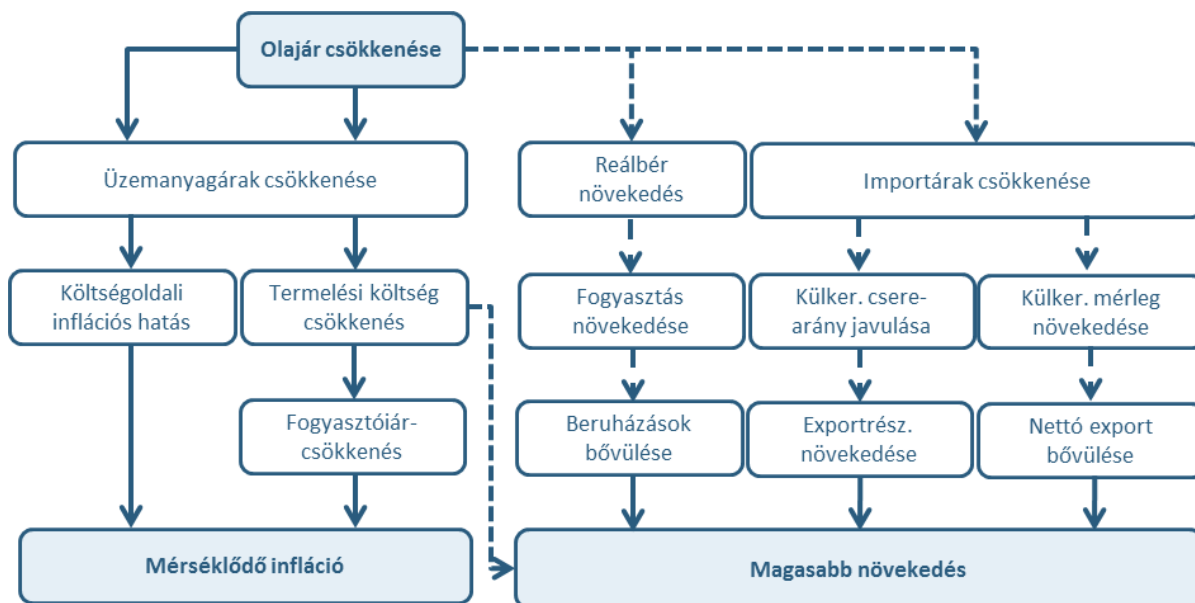
Az olajár csökkenése mérsékli a vállalatok termelési költségeit, ami javítja jövedelmezőségüket. A költségcsökkenés egy részét a cégek érvényesítik a fogyasztói árakban is, ami fékezi az inflációt. Emellett a mérsékelt termelési költségek következtében a bérek változtatására vonatkozóan is nő a vállalatok mozgástere: változatlan árazás mellett is nagyobb nominális béremelésre nyílik lehetőségük anélkül, hogy jövedelmezőségük romlana.

Az olajárcsökkenés az alacsonyabb infláció következtében emeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének vásárlóértékét. Az ebből származó reáljövedelem-bővülés növekedési hatásának mértéke attól függ, hogy a háztartások milyen arányban fogyasztják el többletjövedelmüket. (Ha az olajár csökkenését tartósnak gondolják, akkor a többletjövedelem nagyobb hányadát fogyasztják el). **A növekvő kereslet összességében a beruházásokat is élénkíti, a kapacitásbővítés magasabb kibocsátáshoz vezet.** Az energiahatékonyság javítását célzó beruházások azonban visszaeshetnek a költségoldali nyomás mérséklődése miatt.

A csökkenő olajár az exportáló cégek profitabilitását is javítja. Az importárak csökkenésének következtében a külkereskedelmi cserearány javul, amely az exportrészesedés növekedése következtében a kibocsátást is pozitívan befolyásolja. Az exportra gyakorolt hatás azonban alapvetően függ attól, hogy az olajárcsökkenéssel párhuzamosan a felvevőpiacaink növekedése miként alakul.

A mérséklődő olajárak az importérték csökkenésén keresztül a külkereskedelmi mérlegre is pozitív hatást gyakorolnak. **A külkereskedelmi egyenleg javulása** – minden egyéb tényező változatlansága mellett – **magasabb bruttó kibocsátást eredményez.**

6-9. ábra: Az olajárcsökkenés makrogazdasági hatásai



Forrás: MNB

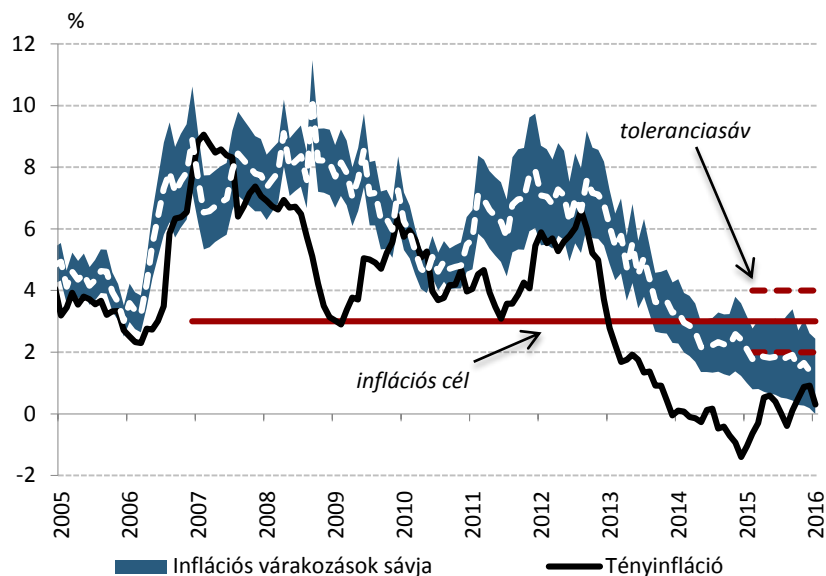
Empirikus becslések azt mutatják, hogy az olajár kínálati okok miatti csökkenése élénkíti az energiaimportőr gazdaságokat (köztük Magyarországot és az eurozónát is), ugyanakkor visszaveti az energiaexportőrök teljesítményét. E két ellentétes hatás eredője a világgazdasági növekedésre nézve pozitív. Másfelől ha a világgazdasági aktivitás gyengülése áll az olajárcsökkenés mögött, akkor az energiaimportőrök és -exportőrök gazdasági teljesítménye egyaránt romlik. Hazánk szempontjából az eurozóna mint legfontosabb külkereskedelmi partnerünk reálgazdasági folyamatai meghatározóak.

Az eurozónában a piaci szolgáltatások termékkör esetében bekövetkezett árváltozást az olajárcsökkenés hatásának begyűrűzése magyarázza. Az infláció mellett a bérek növekedése is mérsékeltebben alakult a korábbi időszakokhoz képest, ez a mérsékeltebb inflációs várakozások következménye is lehet. Az árak alakulását tekintve az elmúlt évben a hazai inflációs várakozások stabilan alakultak, az utóbbi hónapokban csökkentek (6-10. ábra). Az eurozónában az alacsony olajáraknak köszönhetően a lakossági jövedelmek vásárlóértéke növekedett, továbbá a vállalatok jövedelmezősége is javult, ami a fogyasztás növekedésén keresztül a beruházások emelkedéséhez, magasabb kibocsátáshoz vezetett.

A magyar makrogazdasági hatásokat érdemben befolyásolja a felvevőpiacainkon tapasztalható jelenségek begyűrűzése. Becsléseink szerint a forintban kifejezett olajár 10 százalékos csökkenése – az aktuális olajárak mellett – minden egyéb tényező változatlansága mellett 1 éves horizonton 0,3–0,4 százalékponttal mérsékli a hazai inflációt, a reálgazdasági teljesítményt pedig 0,1–0,2 százalékkal emeli. Ugyanakkor a pontos makrogazdasági hatás mértékét a fentebb részletezett tényezők is érdemben befolyásolják.

Az elmúlt időszakban tapasztalt erőteljes olajárcsökkenésben a globális keresleti visszaesés is szerepet játszott, így felvevőpiacaink mérsékeltebb növekedése következtében a konjunkturális hatás visszafogott lehet. Az IMF és a jegybanki előrejelzések nem változtattak érdemben az eurozóna és az USA növekedési kilátásain 2016-ra és 2017-re vonatkozóan, míg Kínát és a világgazdaság egészét nézve rontottak a Nemzetközi Valutaalap korábbi előrejelzésén. A feltörekvő országok és a kínai növekedés további lassulása a felvevőpiacainkon keresztül hazánkat is negatívan érinti.

6-10. ábra: A hazai lakossági inflációs várakozások alakulása



Forrás: KSH, Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

6.2.5. Összegzés

Összességében az idei és a jövő évre vonatkozó határidős olajjegyzésárak enyhén emelkedő, de mérsékelt szintű pályát vetítenek előre. Az alacsonyabb olajárak miatt rövid távon visszafogottabb infláció valószínűsíthető. Mivel az olaj árának csökkenésében kínalmi és keresleti tényezők egyaránt jelen vannak, a növekedési hatás mérsékelt lehet. A kőolaj árának várható alakulását azonban kétirányú kockázatok övezik. Egyrészt a kínalmi oldal alkalmazkodása esetén az olajárak korrekciója következhet be. Másfelől a huzamosabb ideig fennálló alacsony nyersanyagárak (esetleg még tovább csökkenő olajárak) felerősítik az inflációs várakozásokon keresztül jelentkező másodkörös hatásokat.

6.3. Az új monetáris politikai előrejelző modell

A 2007–2008-as pénzügyi válság alapvetően váratlanul érte a közgazdász társadalmat. Bár létezett egy kisebbség, akik a válságot megelőző időszakban felhívták a figyelmet a modern pénzügyi rendszerben rejlő kockázatokra⁷, a többség figyelmen kívül hagyta ezeket a figyelmeztetéseket.

Ez a többségi hozzáállás annak volt a következménye, hogy a főáramhoz tartozó makroökonómia fő kutatási területe a 2–8 éves konjunktúraciklusok elemzése volt, amit főként technológia-, illetve preferenciasokkokkal magyaráztak. **Ez a szűk fókusz megakadályozta a makroökonómusok többségét abban, hogy észleljenek egy viszonylag új jelenséget, a pénzügyi ciklusokat. A pénzügyi ciklusok igazán a 1980-as évek deregulációs hulláma után erősödtek fel. Hosszabbak és nagyobb amplitúdójúak, mint a normál konjunktúraciklusok.** Jellemző rájuk, hogy a fellendülés időszakában túlzott hitelkiáramlás figyelhető meg. Ennek során endogén módon olyan kockázatok épülnek fel – például részvénytőzsi vagy ingatlanár-buborékok fújódnak fel –, amelyek rendszerszintű pénzügyi válságokhoz vezetnek, amelyeket hosszú recesszió követ.⁸

A 2007–2008-as válság után **a makroökonómiai modellezés fő kihívása az, hogy a normál konjunktúraciklusok mellett a pénzügyi ciklusokat is képesek legyenek a modellek megragadni.** Ehhez egyrészt szükség van arra, hogy a **pénzügyi közvetítő rendszer, valamint a háztartások és vállalatok finanszírozási döntései explicit módon megjelenjenek a modellekben.** Másrészt a szakma egy része úgy gondolja, hogy **módszertani változtatásokra is szükség van a modellekben. A racionális várakozások hipotézist el kell vetni, a modellekben meg kell engedni, hogy a kockázat iránti attitűd változhasson a pénzügyi ciklus során, fel kell használni a viselkedési közgazdaságtan legújabb eredményeit.**⁹

Ugyanakkor azt is hangsúlyozni kell, hogy jelenleg nem létezik olyan modell, amely képes teljesen integrálni a pénzügyi és a normál konjunktúraciklusokat, illetve képes megragadni a pénzügyi ciklusok minden aspektusát. Ehelyett **olyan modellek fejlesztése folyik, amelyek a pénzügyi ciklusok egy-egy elemét magyarázzák, például a buborékok felépülését, a válság kitörését vagy a válság utáni recessziót.** Az elkövetkező években ezeket a részmodelleket várhatóan tovább finomítják, de nem valószínű, hogy a közeljövőben készül olyan modell, amely a teljes pénzügyi ciklust képes leírni.

6-1. táblázat: A modellezési gyakorlat változása

	A válság előtt	A válság óta
Fókusz	Normál konjunktúraciklusok	Pénzügyi ciklusok
Pénzügyi szektor	Nincs megjelenítve	Figyelembe veszik
Kockázatkerülés	Egzogén, állandó mértékű	Törekednek az endogenizálására
Várakozások	Racionális várakozások	Egyes modellekben tanulás, korlátozott racionalitás
Gazdaságpolitikai implikációk	Inflációs célkövetés, szkepszis a fiskális politikával szemben	Makroprudenciális politika fontossága, fiskális politika jelentősége recesszióban

Forrás: MNB

A fenti kihívásokra az MNB modellezőinek is reagálniuk kellett. Több modell fejlesztése is elindult, például elkezdődött a korai válságot előrejelző és más makroprudenciális modellek építése, de **az MNB inflációs előrejelző modellje is megújult.** A továbbiakban ez utóbbi fejlesztésről számolunk be.

Természetesen egy inflációs előrejelző modell horizontja alkalmazkodik az inflációs célkövetés rendszerének a horizontjához, amely jóval rövidebb a pénzügyi ciklus hosszánál. De ez nem jelenti azt, hogy az inflációs előrejelző modellben el kellene hanyagolni **a gazdasági szereplők finanszírozási és adósságkorlátait. Éppen ellenkezőleg, mivel ezek**

⁷ Lásd például Claudio Borio munkásságát a BIS-ben, Kurgman, P. (1999) *The Return of Depression Economics*, W. W. Norton & Company vagy Rajan, R. G. (2005) *Has Financial Development Made the World Riskier?* NBER Working Paper 11728.

⁸ A pénzügyi ciklusokról lásd Drehmann, M. – Borio, C. – Tsatsaronis, K. (2012) *Characterising the Financial Cycle: Don't Lose Sight of the Medium Term!* BIS Working Paper p. 380.

⁹ A módszertani változások szükségességéről lásd Borio, C. (2012) *The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?*, BIS Working Paper p. 395. A viselkedési makroökonómia jó példa De Grauwe, P. (2012) *Lectures on Behavioral Macroeconomics*, Princeton University Press.

a korlátok már az inflációs előrejelző modell horizontján is szerepet játszanak, kiemelt prioritás ezen korlátok megjelenítése a modellben.

Az MNB eddigi inflációs előrejelző modelljéhez képest bevezetett újításokat három csoportba oszthatjuk:

1. A pénzügyi korlátok megjelenítése

- A háztartások adósságkorlátainak és heterogenitásának a modellezése
- A vállalatok finanszírozási korlátainak a modellezése

2. Módszertani újítások

- A racionális várakozások kizárólagos szerepének a megszüntetése
- Nemlinearitások figyelembe vétele

3. Egyéb újítások

- Többszektoros modell
- Az újabb empirikus tanulmányokkal összhangban a Phillips-görbe „laposabbá alakítása”

Az új modell **közepes méretű, a dinamikus sztochasztikus általános egyensúlyi** (angol rövidítéssel **DSGE-**) **modellek filozófiájához áll a legközelebb, de több ponton eltér attól.** Kis, nyitott gazdaságot leíró modelltől van szó, tehát a legtöbb külföldi tényezőt egzogen adottságként kezeli, és a külföldöt reprezentáló blokk kisméretű. Az új modell széles körű tesztelése után a mostani előrejelzési fordulóval kezdődően már **ezzel a modellel készülnek az Inflációs jelentés előrejelzései.**

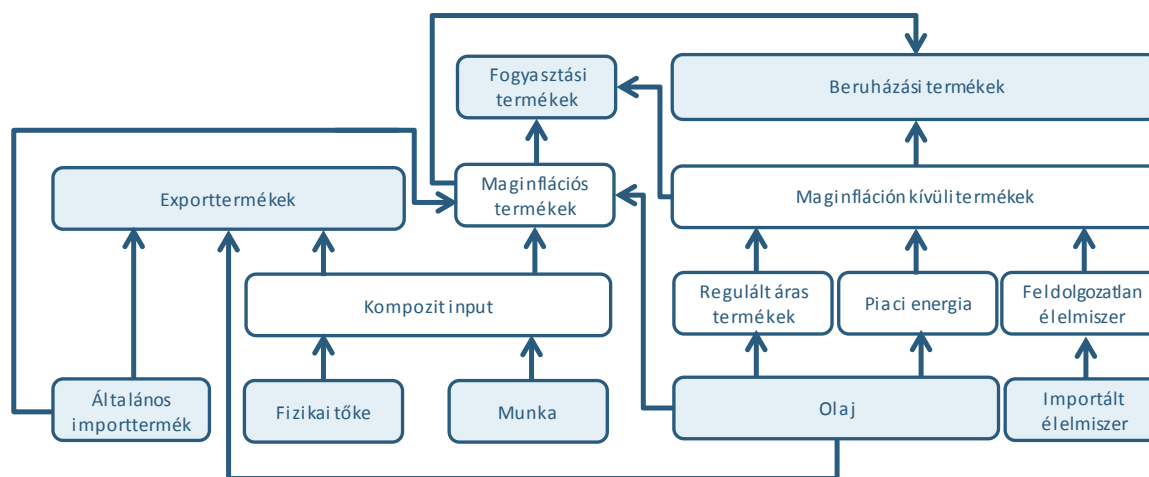
A modellben három szektort különböztetünk meg: a maginflációs termékeket, a maginflációs körön kívüli termékeket és az exporttermékeket előállító szektort. A maginflációs körön kívüli termékek szektora három alszektorra bontható, a **regulált áras termékek szektorára, a piaci energia szektorára és a feldolgozatlan élelmiszerek szektorára.**

Az exporttermékeket előállító szektor a külső piacra termel. A maginflációs és a maginfláción kívüli termékeket termelő szektorok a hazai piacra termelnek: fogyasztási és beruházási termékeket állítanak elő.

Az egyes szektorok különböző mértékben a következő végső inputokat használják fel: **munka, fizikai tőke, általános importtermék, importált energia (olaj), importált élelmiszer.** Általános importtermékeket, munkát és fizikai tőkét a maginflációs termékeket és az exporttermékeket előállító szektor használ fel. Az exportszektor termelésének nagy az importigényessége, ami a magyar gazdaság egyik jellemző sajátossága.

Olajat mindhárom termelő szektor felhasznál, míg az importált élelmiszerek a maginfláción kívüli termékeket előállító szektor termelésében jelennek csak meg.

6-11. ábra: A modellbeli termelési szektorok és azok input szerkezete



Forrás: MNB

Az új modell fejlesztése során az egyik fő prioritás egy **realisztikus háztartási blokk fejlesztése volt**. Egyrészt szükség volt arra, hogy a **háztartások eladósodottságának** fogyasztásra gyakorolt hatását explicit módon figyelembe vegyünk. Másrészt a **háztartások heterogenitását** is meg akartuk jeleníteni a modellben, szemben a domináns modellezési gyakorlattal, amely szerint a teljes háztartási szektort egy reprezentatív háztartás segítségével jelenítik meg.

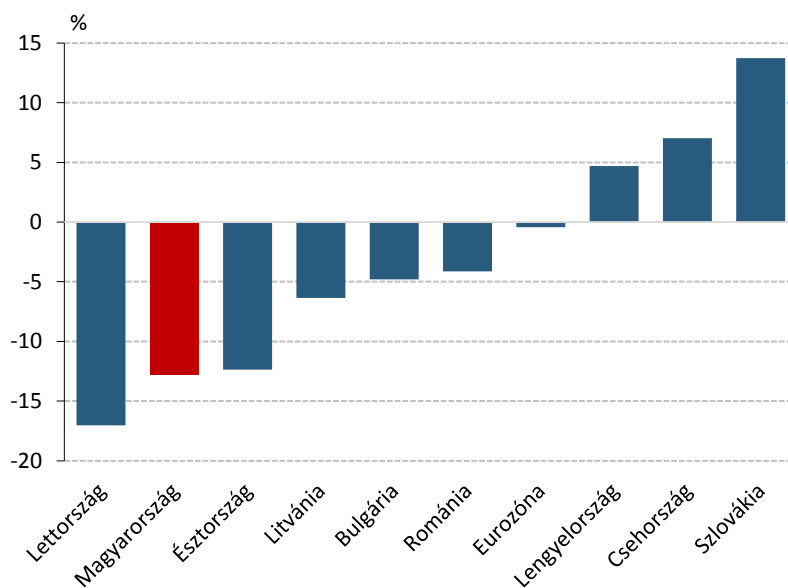
Az új modell háztartási blokkja Carroll kutatásain és modelljein alapulnak¹⁰. Ezekben a modellekben a háztartások óvatossági motívuma kulcsszerepet játszik. A háztartások fogyasztási döntéseit jelentős mértékben meghatározza, hogy egy, a bizonytalanság szintjétől és kockázatkerülésük mértékétől függő **óvatossági pénzügyi tartalékot képezzenek. Ha vagyonuk nem éri el ezt a célszintet, akkor növelik a megtakarításaikat, hogy ehhez közelebb kerüljenek, ha vagyonuk nagyobb a célszintnél, akkor csökkentik a megtakarításaikat.**

A modellben az egyes **háztartások fogyasztását a vagyonuk, a folyó és várt jövedelmük, valamint az aktuális és a várt kamatok határozzák meg. A modellben másképpen reagálnak a jövedelem és a kamat változásaira a vagyonosabb, illetve a szegényebb háztartások.** Az empirikus kutatásokkal összhangban a vagyonosabb háztartásoknak kisebb a jövedelem szerinti fogyasztási határhajlandósága, és a kamatláb változásaira is eltérően reagálnak.

Mindennek az is a következménye, hogy az új modell kiküszöböli az eddigi előrejelző modellnek azt a hiányosságát, hogy a modell dinamikájára csak a flow (jövedelem jellegű) változók hatottak. **Az új modellben realisztikusabb módon stock (állomány jellegű) változók is – mint például a háztartások vagyona – befolyásolják a modellbeli változók alkalmazkodását, dinamikáját.**

A modellben **kétféle** háztartási csoportot különböztetünk meg: **eladósodott és pozitív nettó vagyonnal rendelkező háztartásokat.** A két csoport paramétereinek kalibrálásához aggregált háztartási mérlegeket és keresztmetszeti adatokat is felhasználtunk.

6-12. ábra: A háztartások GDP-arányos adósságának változása 2008-hoz képest



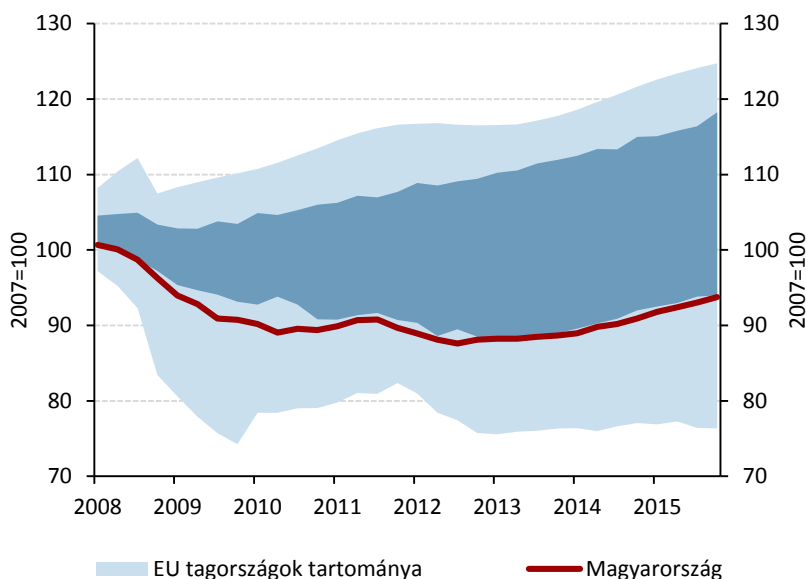
Forrás: Eurostat

A megcélzott óvatossági pénzügyi tartalék és az ahhoz tartozó fogyasztási szint tekinthető a hosszú távú egyensúlyi fogyasztásnak a modellben. Ennek következményeként a fogyasztási rés, azaz a fogyasztásnak a hosszú távú szinttől való eltérése az új modellben más értelmezést kap, mint a régi modellben. Eddig a fogyasztási rés számítása során csak a jövedelmi folyamatok alakulását vettük figyelembe. Az új modellben emellett a vagyon alakulása is befolyásolja a fogyasztási részt. Mivel a háztartások egy részének továbbra is jelentős – bár csökkenő mértékű – adóssága van, ezért figyelembe kell vennünk, hogy ezen háztartások fogyasztása még mindig jelentősen elmarad a hosszú távú fogyasztási

¹⁰ Carrol, Ch. (2011): *A Theory of the Consumption Function, With and Without Liquidity Constraints*, Johns Hopkins University, Baltimore.

szintjüktől. **Ebből adódóan az új modellben alacsonyabb fogyasztási réssel számolunk, mint a régebbi modellben.** Meg kell jegyezni ugyanakkor, hogy az eladósodott háztartások jövőbeli vagyonszerkezete miatt még jelentős növekedési tartalékok vannak a fogyasztás alakulásában.

6-13. ábra: A lakossági fogyasztás alakulása a válság előtti szinthez képest

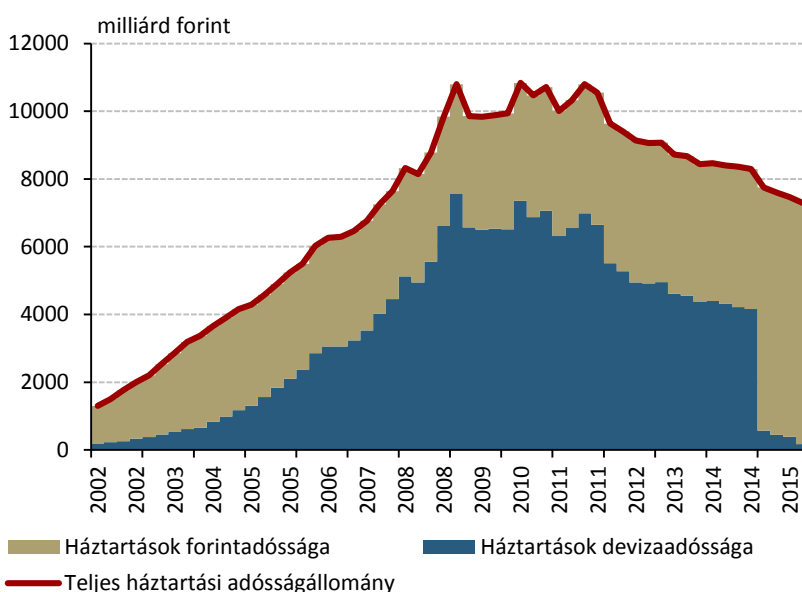


Megjegyzés: A sötétebb sáv a felső és alsó percentilis közötti tartományt jeleníti meg.

Forrás: Eurostat

Mivel a háztartások költségvetési korlátainak a hatása explicite figyelembe vehető, **adózási és transzferkérdések is vizsgálhatók az új modell segítségével. A modell meg tudja ragadni a háztartások kockázatterzékelése során beköszönő változások hatását, illetve azt is, hogy egy adott jövedelemváltozást átmenetinek vagy tartósnak tekintenek-e.** Fontos tulajdonsága a modellnek, hogy képes figyelembe venni **a forintosításnak a monetáris transzmisszióra gyakorolt hatását.** A forintosítás előtt a monetáris kondíciók lazulása az árfolyamcsatornán keresztül növelte a háztartások adósságát, csökkentve azok fogyasztását. A jelenlegi helyzetben azonban egy monetáris lazítás már nem gyakorol negatív hatást a háztartások adósságára és fogyasztására.

6-14. ábra: A háztartások adósságállományának felbontása



Forrás: MNB

A vállalati finanszírozási súrlódások hatásainak megragadásához Bernanke, Gertler és Gilchrist (BGG, 1999)¹¹ pénzügyi akcelérátor megközelítését integráltuk a modellbe. A BGG-modell a pénzügyi információs aszimmetriák makroökonómiai következményeit vizsgálja. Az információs aszimmetria következménye, hogy **a hitelfelvevő által fizetendő kockázati felár nagysága nem független a tőkeáttételtől, azaz a hitel és a vállalat saját tőkéje közötti aránytól.** Minél nagyobb a tőkeáttétel, annál nagyobb prémiumot kénytelen a hitelfelvevő fizetni. **Ennek az összefüggésnek a hatására a konjunktúraciklusoknak megnövekszik az amplitúdója.**

A közgazdasági modellezés jelenleg uralkodó irányzatában szinte kizárólagos a racionális várakozások használata. A racionális várakozások koncepciójának kétségtelenül vannak hasznos elemei, hiszen a gazdasági szereplők egy része a várakozásait nem mechanikusan, pusztán a múltat előrevetítve képzi. Ugyanakkor az is nyilvánvaló, hogy a racionális várakozásoknak túlzott jelentőséget tulajdonítanak. Ez azért nem helyes, mert az emberi döntéshozatalnak dokumentálhatóan vannak nem racionális elemei, másrészt pontos gazdasági előrejelzéseket csak jelentős mennyiségű erőforrás felhasználása segítségével lehet készíteni, ami nem áll rendelkezésre olyan gazdasági szereplők számára, mint a háztartások vagy a kisvállalkozások.

A 2007–2008-as válság nyilvánvalóvá tette, hogy a valós életben a gazdasági szereplők várakozásai szignifikáns mértékben eltérnek a racionális várakozások ideáljától, így az többé nem tekinthető hasznos modellezési feltevésnek. Ezért **szakítunk azzal a feltételezéssel, hogy a háztartások fogyasztási, megtakarítási és munkakínálati döntéseik során racionális előrejelzésekre támaszkodnak.** Az új modellben a várakozásaik alapvetően **adaptívak.**

Az üzleti élet szereplőiről sem tesszük fel többé, hogy teljes mértékben racionálisak a várakozásaik. A modellben ezeket a várakozásokat pragmatikusan közelítjük meg, feltesszük, hogy **az előrejelzéseik részben előretekintő, részben adaptív, visszatekintő elemekből épülnek fel.**

Az Inflációs jelentés előrejelzése – az eddigi gyakorlattal összhangban – **továbbra is a szakértői és a modell-előrejelzés kombinálásával áll össze.** Ugyanakkor az új modell fejlesztése során igyekeztünk figyelembe venni **minél több szakértői tapasztalatot, hogy azok endogén módon jelenjenek meg a modellben.** Ezáltal egyszerűsödik a folyamat, amelynek során a két megközelítést összehangoljuk.

¹¹ Bernanke, B. S. – Gertler, M. és Gilchrist, S. (1999). *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*. Taylor, J. B. – Woodford, M. (szerk.) *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1, Elsevier.

7. A 2016. ÉVI ÁTLAGOS FOGYASZTÓIÁR-INDEX FELBONTÁSA

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

	Inflációs hatás 2016-ra		
	Áthúzódó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,0	0,0
Piaci	-0,4	0,8	0,4
Indirekt adók és intézkedések	0,0	-0,1	-0,1
Infláció	-0,4	0,7	0,3

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzódó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódó 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 áthúzódó és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirektadó-intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

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

2016					
	Átlagos áthúzódó hatás	Áthúzódó Indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	-0,6	0,0	2,0	0,0	1,4
nem feldolgozott	-0,7	0,0	6,0	-3,2	2,1
feldolgozott	-0,5	0,0	1,6	0,0	1,1
Ipari termékek	0,6	0,0	0,7	0,0	1,3
tartós	0,7	0,0	0,6	0,0	1,3
nem tartós	0,6	0,0	0,6	0,0	1,2
Piaci szolgáltatások	0,5	0,0	1,8	0,0	2,3
Piaci energia	0,3	0,0	-0,4	0,0	-0,1
Alkohol, Dohány	0,3	0,4	0,6	0,6	1,9
Benzin	-6,4	0,0	-4,1	0,0	-10,5
Szabályozott árak	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Infláció	-0,4	0,0	0,8	-0,1	0,3
Maginfláció	0,3	0,1	1,2	0,1	1,7

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzódó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódó 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 áthúzódó 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: A lakossági jövedelmek felhasználása	13
1-6. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként	14
1-7. ábra: Az Európai Uniótól érkező források ESA szerinti mértéke	14
1-8. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	14
1-9. ábra: A GDP-növekedés alakulása	15
1-10. ábra: Foglalkoztatási ráta, 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	21
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	22
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	23
3-1. ábra: Negyedéves GDP-növekedés az eurozónában	24
3-2. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a perifériaországokban	25
3-3. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása	25
3-4. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a kelet-közép-európai országokban	26
3-5. ábra: A kivitel alakulása egyes régiókban	26
3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (USD-ben)	27
3-7. ábra: Olajárfeltevésünk változása	27
3-8. ábra: A termelői árak alakulása	27
3-9. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	28
3-10. ábra: Infláció a kelet-közép-európai országokban	28
3-11. ábra: A fejlett gazdaságok reálkamatainak alakulása	29
3-12. ábra: Az euro dollárral szembeni árfolyamának alakulása	29
3-13. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban (a GDP százalékában)	30
3-14. ábra: A kelet-közép-európai országok alapkamatainak alakulása	30
3-15. ábra: Kockázati indexek alakulása	31
3-16. ábra: Főbb tőzsdeindexek	31
3-17. ábra: Feltörekvő piaci devizák leértékelődése az amerikai dollárhoz képest 2016. március közepéig	31
3-18. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	34
3-19. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom alakulása	34
3-20. ábra: A szolgáltatásegyenleg fontosabb tényezőinek alakulása	35
3-21. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása	35
3-22. ábra: A háztartások megtakarítása és nettó pénzügyi vagyona	35
3-23. ábra: Új háztartási hitelkihelyezések a hitelintézeti szektorban	36
3-24. ábra: Szektorok hozzájárulása a nemzetgazdasági beruházások éves változásához	36
3-25. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves növekedési üteme	36
3-26. ábra: A kormányzati fogyasztás és beruházás volumenének éves változása	37
3-27. ábra: A készletváltozás folyó áron	37
3-28. ábra: A lakásépítések várt alakulása	39
3-29. ábra: Építőipari termelést akadályozó tényezők (ESI-felmérés)	40
3-30. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP-növekedéshez való hozzájárulása	41
3-31. ábra: A HuCoin-mutató alakulása	41
3-32. ábra: Ipari konjunktúraindikátorok alakulása	42
3-33. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása	42

3-34. ábra: A mezőgazdaság növekedési hozzájárulása	43
3-35. ábra: A mezőgazdasági hozzáadott érték változása	43
3-36. ábra: A mezőgazdaság szerkezete és volatilitása	44
3-37. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	45
3-38. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása	45
3-39. ábra: A fogyasztás 2015-ös szintje a válság előttihez képest	46
3-40. ábra: Kibocsátásirés-mutatók.....	46
3-41. ábra: A bruttó átlagkereset és a munkapiaci feszességi mutatók alakulása	47
3-42. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása	47
3-43. ábra: Az ipari termelői árak éves változása	48
3-44. ábra: Ármeghatározás szempontjából lényeges tényezők szerinti inflációs dekompozíció.....	48
3-45. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása	48
3-46. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tényinfláció.....	49
3-47. ábra: Inflációs várakozások a régióban	49
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	50
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.....	51
4-4. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	51
4-5. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok alakulása	51
4-6. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	52
4-7. ábra: A 10 éves állampapírhozamok alakulása.....	53
4-8. ábra: Az 5 éves állampapírhozam felbontása tényezőkre.....	54
4-9. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban	55
4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben	56
4-11. ábra: Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben	56
4-12. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára	57
4-13. ábra: Az előrettekintő reálkamatlábak alakulása	57
4-14. ábra: A vállalati hitelezés előrejelzése.....	58
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (négy negyedéves kumulált értékek, GDP arányában).....	59
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása*	59
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint (négy negyedéves GDP-arányos értékek).....	60
5-4. ábra: A külső adósságráták alakulása (GDP-arányos értékek).....	60
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (a GDP százalékában).....	61
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (a GDP százalékában).....	62
5-7. ábra: Az ESA-egyenleg felbontása	63
5-8. ábra: A fiskális impulzus (a GDP százalékában)	64
5-9. ábra: A kormányzati szektor elsődleges kiadásai a GDP százalékában	64
5-10. ábra: A kormányzati szektor beruházási kiadásainak összetétele (a GDP százalékában)	65
5-11. ábra: A lakástámogatások alakulása a CSOK hatására	65
5-12. ábra: Az adósságpálya várható alakulása – előrettekintve változatlan, 2015. végi árfolyamon számítva	67
6-1. ábra: A 2015. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések	68
6-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása	69
6-3. ábra: Az eurozóna 2015. évi inflációjára vonatkozó előrejelzések alakulása	69
6-4. ábra: A 2015. évi növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések	70
6-5. ábra: A versenyszféra 2015-ös bérindexére vonatkozó MNB előrejelzések	71
6-6. ábra: A versenyszféra létszámának 2015-ös indexére vonatkozó MNB előrejelzések.....	71
6-7. ábra: Az irányadó olajfajták áralakulása az utóbbi hónapokban.....	72
6-8. ábra: Az olajpiaci egyensúlyra vonatkozó becslés 2021-ig.....	75

6-9. ábra: Az olajárcsökkenés makrogazdasági hatásai	76
6-10. ábra: A hazai lakossági inflációs várakozások alakulása	77
6-11. ábra: A modellbeli termelési szektorok és azok input szerkezete	79
6-12. ábra: A háztartások GDP-arányos adósságának változása 2008-hoz képest	80
6-13. ábra: A lakossági fogyasztás alakulása a válság előtti szinthez képest	81
6-14. ábra: A háztartások adósságállományának felbontása	81

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	19
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal	20
3-1. táblázat: GDP növekedés a nagyobb gazdaságokban	24
3-2. táblázat: Növekedési előrejelzések a BRICS országokban	26
3-3. táblázat: Az Európai Központi Bank márciusi makrogazdasági előrejelzése	32
3-4. táblázat: Éves bérdinamika a versenyszféra főbb ágazataiban	47
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában; 2015-re becslés, 2016-ra és 2017-re előrejelzés) ...	63
5-2. táblázat: A 2016. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)	66
5-3. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2016. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	66
5-4. táblázat: A 2017. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)	67
6-1. táblázat: A modellezési gyakorlat változása	78
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra	83
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra	83

Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

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

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

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2016. március

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

