



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2017
MÁRCIUS

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2017
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 és versenyképességi elemzések, a Pénzügyi rendszer elemzése igazgatóságain készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. Az előrejelzés endogén kamatpolitikai szabály alkalmazásán alapul; míg a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.

Az elemzés Virág Barnabás, Monetáris politikáért 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 2017. március 22-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

TARTALOM

A MONETÁRIS TANÁCS FŐ MEGÁLLAPÍTÁSAI AZ INFLÁCIÓS JELENTÉSHEZ.....	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	11
1.1. Inflációs előrejelzésünk	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk.....	14
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	17
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	22
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	24
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése.....	24
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése.....	29
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség	34
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	40
3.5. Költségek és infláció	41
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	44
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	44
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói.....	47
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	49
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás.....	49
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	54
5.3. Költségvetési folyamatok	56
6. Kiemelt témák.....	61
6.1. A 2016-os évre adott jegybanki előrejelzések értékelése.....	61
6.2. A fogyasztásban rejlő helyreállítási potenciál vizsgálata.....	66
7. A 2017. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	70
Ábrák és táblázatok jegyzéke	71

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink.....	12
1-2. keretes írás: Az előrejelzés horizontjának meghosszabbítása egy évvel.....	21
3-1. keretes írás: A mezőgazdasági termelés várható alakulása	32
3-2. keretes írás: A hazai termelékenység régiós összehasonlítása	35
3-3. keretes írás: Kihasználatlan munkaerő-kapacitások a piaci alapú foglalkoztatás szempontjából.....	37
5-1. keretes írás: Alacsony kamatok és a háztartási megtakarítások összefüggései	51
5-2. keretes írás: A költségvetés hatása az aggregált keresletre	59

A MONETÁRIS TANÁCS FŐ MEGÁLLAPÍTÁSAI AZ INFLÁCIÓS JELENTÉSHEZ

A Monetáris Tanács megítélése szerint az előrejelzési időszakban élénkül a magyar gazdaság növekedése. A gazdaságban a tavalyi átmeneti lassulást követően vannak még kihasználatlan kapacitások, de ezek a gazdaság bővülésével fokozatosan megszűnnek. Az infláció fenntarthatóan 2018 első felétől éri el a jegybanki célt. A magas külső finanszírozási képesség és az állam mérséklődő devizaadóssága tovább csökkenti az ország sérülékenységét a következő években.

Az elmúlt hónapokban folytatódott a világgazdaság növekedése, és az infláció érdemben emelkedett mind a fejlett, mind a feltörekvő régióban. Ugyanakkor az alapfolyamatot megragadó mutatók továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek. A nemzetközi pénzüpiacokat az időszak nagy részében javuló, időnként óvatos befektetői hangulat jellemezte.

2016 utolsó negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése. Míg a fejlett gazdaságok többségében élénkült a növekedés, a feltörekvő régiókban vegyesen alakultak a növekedési kilátások. Az elmúlt hónapokban globálisan emelkedett az infláció, a fogyasztói árak érdemben növekedtek mind a fejlett, mind a feltörekvő régióban, amit főként a nyersanyagárak emelkedése és bázishatások okoztak. Ugyanakkor a maginflációs mutatók stabilan alakultak. A Fed folytatta a 2015 decemberében megkezdett kamatemelési ciklusát. Eközben a törékeny konjunktúra és a mérsékelt inflációs alapfolyamatok következtében a globálisan meghatározó jegybankok többségénél a gazdasági növekedést támogató, tartósan laza monetáris politikai környezet maradhat fenn. A közép-európai régió növekedése továbbra is meghaladta a fejlett régiókéét. A globális inflációs környezettel összhangban a régió országait is emelkedő, a jegybanki célokat megközelítő inflációs ráták jellemzik. A régiós jegybankok fenntartották a laza monetáris politikai irányultságukat.

Az elmúlt negyedévben változóképpen alakult a nemzetközi pénzüpiaci hangulat. A piaci folyamatokat leginkább az új amerikai kormány intézkedései, valamint a Fed és az EKB márciusi döntésével kapcsolatos várakozások befolyásolták. A főbb részvénypiaci és kötvénypiaci kockázati mutatók is a befektetői kedv erősödését mutatták. A részvényindexek tovább emelkedtek a kedvező hangulatban, az amerikai indexek új csúcsokat értek el. Az elmúlt negyedévben a dollár gyengült a legtöbb devizával szemben, így részben korrigálódott a korábbi erősödése. Az időszak végén az olajár hirtelen esett, az európai politikai bizonytalanság következtében a nemzetközi pénzüpiaci hangulat enyhén kedvezőtlenebbé vált, amely miatt a fenti pozitív piaci hatások részben mérséklődtek.

Az infláció fenntarthatóan 2018 első felétől éri el az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket.

Az elmúlt hónapokban hazánkban is bekövetkezett a jegybank által várt inflációemelkedés. Elsősorban a nyersanyagárak növekedése következtében a várakozásokat némileg meghaladó áremelkedések mellett az inflációs alapfolyamatok a decemberi Inflációs jelentéssel összhangban, továbbra is stabilan alakultak. Előrejelzésünk szerint az infláció emelkedése rövid távon átmenetileg még folytatódik, ugyanakkor a bázishatások kifizetésével a tavaszi hónapoktól a fogyasztóiár-index ismét mérséklődik. A foglalkoztatás bővülése és a feszessé váló munkaerőpiac a bérek általános, dinamikus növekedését okozzák. Az előrejelzési horizonton a minimálbér és a garantált bérminimum növekedésének költségemelő hatását a munkáltatóijárulék-csökkentés és a vállalati nyereségadó csökkenése mérsékli. Összességében a dinamikus béremelkedés a lakossági fogyasztás érdemi bővülését eredményezi. A Monetáris Tanács megítélése szerint a historikusan alacsony inflációs várakozások lassítják a hazai árszínvonal emelkedését, a belső fogyasztás növekedése következtében azonban a maginfláció fokozatosan emelkedik.

A gazdasági növekedésben egyre markánsabb szerepe lesz a belső keresletnek, amelyben meghatározó a lakossági fogyasztás folytatódó bővülése és a beruházási aktivitás élénkülése. A stabil növekedés és a kedvező egyensúlyi pozíció együttesen lehetőséget biztosít a versenyképességet javító intézkedések végrehajtására.

Előrejelzésünkben a gazdasági növekedés jelentős élénkülésére számítunk. A lakossági fogyasztás mellett a beruházások növekedése is hozzájárul a hazai gazdaság dinamikus bővüléséhez. A foglalkoztatottság emelkedése következtében a munkanélküliségi ráta historikusan alacsony szintre csökken. A lakossági fogyasztás tartós bővülését a historikusan magas pénzügyi vagyon, a kedvező jövedelmi folyamatok és a háztartási hitelezés növekedése mellett a korábbi évek során elhalasztott fogyasztás pótlásából adódó helyreállítási potenciál is támogatja. Előretekintve, a hazai növekedést a költségvetés és az EU-s forrásoknak a beruházásokat élénkítő hatása is támogatja.

A 2013 júniusában elindított Növekedési Hitelprogram 2017. március végén lezárul. A program elérte célját, közel 40 ezer vállalkozás finanszírozását elősegítve nagyban hozzájárult a kkv-hitelállomány dinamikus, a tavalyi évben 12 százalékos bővüléséhez. A piaci hitelezésre való átállást a Piaci Hitelprogram biztosítja. Ennek keretében a hitelintézetek az idei évre 170 milliárd forint összegű hitelnövekményt vállaltak, amelynek eredményeként várakozásunk szerint fennmarad a kkv-hitelezés 5-10 százalékos közötti bővülése.

Előrejelzésünk szerint a bérek dinamikus emelkedése a vállalatokat hatékonyságnövelő beruházásokra ösztönzi, illetve 2017-től a járműipari fejlesztések is támogatják a vállalati beruházások bővülését. A háztartási hitelezés folytatódó növekedése összhangban van az ingatlanpiaci fordulattal és a gazdasági konjunktúra folytatódó élénkülésével. A felvevőpiacaink által támasztott kereslet lassulására számítunk, ugyanakkor 2018-tól kezdődően az új járműipari kapacitások kiépülésével ismét fokozatosan javuló exportdinamikát várunk, az exportpiaci részesedésünk tovább emelkedik. A Monetáris Tanács az MNB és a Kormány növekedésösztönző programjainak eredményeként a következő években stabilan 3-4 százalékos közötti éves növekedésre számít. A gazdaság dinamikus növekedéséhez a versenyképességet javító intézkedések is hozzájárulnak.

Előretekintve az EU-transzferek növekvő felhasználása mellett a gazdaság külső finanszírozási képessége számottevő marad, ami támogatja külső adósságunk és sérülékenységünk további mérséklődését.

A gazdaság külső finanszírozási képessége 2016-ban a GDP mintegy 6 százalékát tette ki, és a következő években is ezen szint körül stabilizálódhat. A külső finanszírozási képesség tavalyi csökkenését a transferek visszafogott felhasználása magyarázta, amelynek hatását mérsékelte az áru- és szolgáltatásegyenleg többlete és a jövedelemegyenleg alacsonyabb hiánya. Előretekintve a gazdasági növekedésben egyre markánsabb szerephez jut a belső kereslet. A lakossági fogyasztás dinamikus bővülése és a magánberuházások fokozatos felfutása mellett a külkereskedelmi többlet – ezzel párhuzamosan pedig a folyó fizetési mérleg – mérséklődése várható. Ennek a külső finanszírozási képességre gyakorolt hatását ellensúlyozza, hogy az EU-transzferek felhasználása a következő években fokozatosan növekszik. Összességében a magyar gazdaság megtakarítói pozíciója az előrejelzési horizonton továbbra is számottevő, ami a külső adósság és sérülékenység további csökkenésével jár. 2016-ban az előzetes adatok szerint a költségvetés hiánya alacsonyabb lett a kitűzött hiánycélnál, amit egyfelől a növekvő adóbevételek, másfelől egyes területeken a tervezettnél kisebb kiadások okoztak. A 2017 év eleji folyamatok abba az irányba mutatnak, hogy a deficit ebben az évben is kisebb lehet a tervezettnél. Az előrejelzési horizonton továbbra is az Alaptörvényben foglaltak és az uniós szabályoknak megfelelően csökkenő éves adósságpályát prognosztizálunk, amit a mérsékelt államháztartási hiány mellett a gazdasági növekedés is támogat.

A hazai pénzügyi folyamatokat a nemzetközi kötvénypiaci hangulat mellett elsősorban a jegybanki lépések befolyásolták. A három hónapos betét mennyiségének korlátozása historikus mélypontra csökkentette a rövid oldali pénzügyi hozamokat.

Az MNB eszköztár-átalakításának és a likviditás növekvő kiszorításának következményeként tovább csökkentek a pénzügyi hozamok. A BUBOR-hozamok historikus mélypontra csökkentek és az implikált swappiaci hozamgörbe jelentősen lejjebb toldódott, míg az állampapírpiacon a rövid hozamok enyhén csökkentek. A hosszú hozamok a nemzetközi tendenciáknak megfelelően némileg emelkedtek. Az aukciókon megfelelő volt a kereslet, a hozamok a másodpiaci tendenciákhoz hasonlóan alakultak, terv feletti kibocsátásra a hosszabb papírok esetében került sor. Az időszak végére összességében a forint árfolyama nem változott az euróval szemben. A hazai monetáris politika szempontjából leginkább meghatározó euroövezeti monetáris kondíciók várhatóan továbbra is tartósan támogatóak maradnak.

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alappályája mellett két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A mérsékeltbb külső keresletet feltételező alternatív forgatókönyv megvalósulása az alappályánál alacsonyabb növekedési és inflációs pályát jelent. A gyorsabb bérnövekedést és dinamikusabb fogyasztásbővülést feltételező pálya nyomán a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács a további kockázatok között a globális infláció gyorsabb emelkedését, az EU-forráskifizetés alakulása és szerkezeti elosztása miatt lassabb beruházási pályát, valamint a megnövekedett geopolitikai kockázatok nyomán kialakuló pénzügyi turbulenciákat valószínűsítő alternatív forgatókönyveket tárgyalta.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságban a tavalyi átmeneti lassulást követően vannak még kihasználatlan kapacitások, de ezek a gazdaság bővülésével fokozatosan megszűnnek. Az előrejelzési időszakban az infláció fenntarthatóan 2018 első felétől éri el a jegybanki célt. A jegybanki előrejelzések feltételeinek teljesülése mellett az alapkamat aktuális szintjének és a jegybanki eszköztár átalakításával elért laza monetáris kondícióknak a tartós fenntartása összhangban van az inflációs cél középtávú elérésével és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzésével.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült; %)

	2016	2017	2018	2019
	Tény		Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció	1,4	2,5	3,1	2,9
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,3	2,3	2,9	2,9
Infláció	0,4	2,6	3,0	3,0
Gazdasági növekedés				
Háztartások fogyasztási kiadása	4,9	5,1	4,0	3,0
Kormányzat végső fogyasztása	0,6	1,0	1,0	0,9
Állóeszköz-felhalmozás ⁵	-12,6 (-15,5)	13,2	8,7	4,3
Belföldi felhasználás ⁵	1,8 (1,5)	5,4	4,3	2,8
Export	5,8	5,1	6,2	6,2
Import ⁵	5,8 (5,7)	7,2	7,0	6,1
GDP ⁵	2,2 (2,0)	3,6	3,7	3,2
Külső egyensúly¹				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	4,9	3,3	2,4	2,9
Külső finanszírozási képesség	5,4	5,4	4,9	5,6
Államháztartás^{1,4}				
ESA-egyenleg	-1,3	(-1,6) – (-2,0)	(-2,0) – (-2,2)	(-1,8) – (-2,0)
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ²	6,2	9,1	7,0	6,6
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	3,4	1,9	1,1	0,4
Versenyszféra bruttó átlagkereset ²	5,4	8,5	6,9	6,8
Versenyszféra foglalkoztatottság	3,4	2,3	1,4	0,7
Munkanélküliségi ráta	5,1	4,3	3,8	3,8
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	5,3	5,0	3,0	3,5
Lakossági reáljövedelem ³	4,2	4,5	3,8	2,5

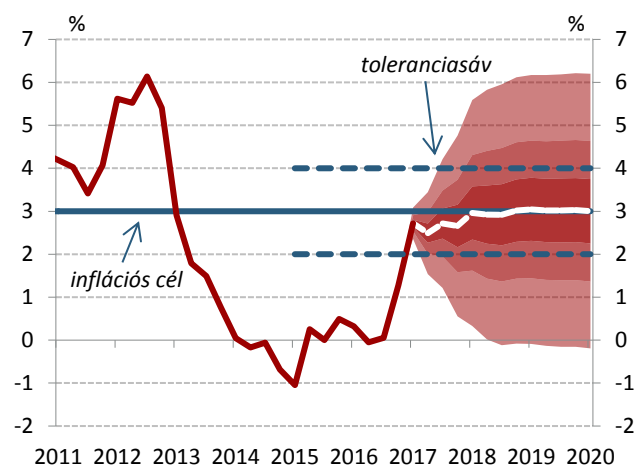
¹ A GDP arányában.² Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.³ MNB-becslés.⁴ A 2016-os ESA-egyenlegre vonatkozó végleges adat a márciusi EDP jelentésben jelenik majd meg, így addig az azt jól közelítő előzetes pénzügyi számlás nettó finanszírozási igényt szerepeltetjük. 2017-2019-ben az Országvédelmi Alap felhasználásától és az EU támogatások előleg részarányától függően.⁵ A 2016. évi tény adatok a várható rutinszerű (a módszertani változások hatását kiszűrve) revíziót figyelembe vevő értékeket mutatják. A zárójelben található értékek a KSH 2017. márciusi adatközlése során publikált adatok.

1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

1.1. Inflációs előrejelzésünk

A Magyar Nemzeti Bank 2017. márciusi előrejelzése a korábbi kétéves helyett hároméves horizonttal – 2020 elejéig – készült el. Aktuális előrejelzésünk szerint márciusban folytatódik az infláció átmeneti emelkedése, a tavaszi és nyári hónapokban azonban – döntően bázishatásokhoz köthetően – a cél alá mérséklődik az árindex. A maginflációs ráta fokozatosan emelkedik, melyet elsősorban a jövedelmek növekedésének hatására bővülő lakossági fogyasztás magyaráz. Mindemellett a költségek lassú emelkedésével párhuzamosan az importált infláció növekedése is a maginfláció emelkedésének irányába hat. Ugyanakkor a historikusan alacsony szinten tartózkodó várakozások visszafogják az árindex növekedési ütemét. Előrejelzésünk alapján az infláció 2018 első felétől éri el fenntarthatóan a 3 százalékos inflációs célt.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája

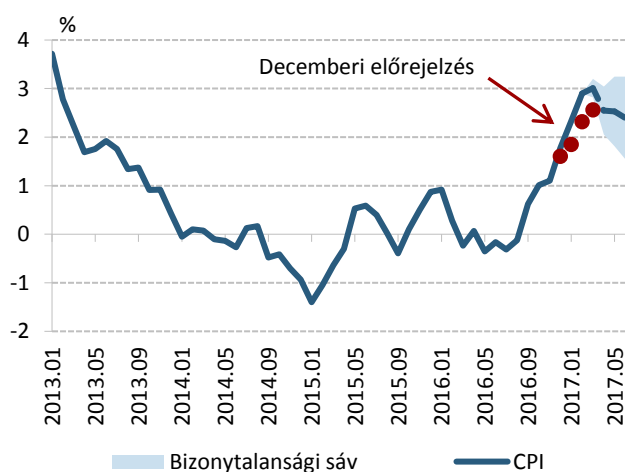


Forrás: KSH, MNB

Rövid távú előrejelzésünk alapján márciusban folytatódik az árindex átmeneti emelkedése (1-2. ábra), melyet alapvetően a feldolgozott élelmiszerek árindexe magyaráz. A tavaszi és a nyári hónapokban ugyanakkor mérséklődik az infláció, döntően bázishatásokhoz köthetően. Az árak növekedési üteme 2018 első felétől éri el fenntarthatóan a jegybanki 3 százalékos inflációs célt (1-1. ábra).

Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna inflációja esetében a korábbiaknál magasabb inflációs pályára számítunk, melyhez alapvetően a nyersanyagárak év eleji emelkedése járul hozzá. Előretekintve az olajárak számottevő mértékű változása nem prognosztizálható. Az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzése alapján az eurozóna inflációja az idei év eleji emelkedés ellenére mind 2017-ben, mind 2018-ban a középtávú inflációs cél alatt alakul (1,7 és 1,6 százalék).

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



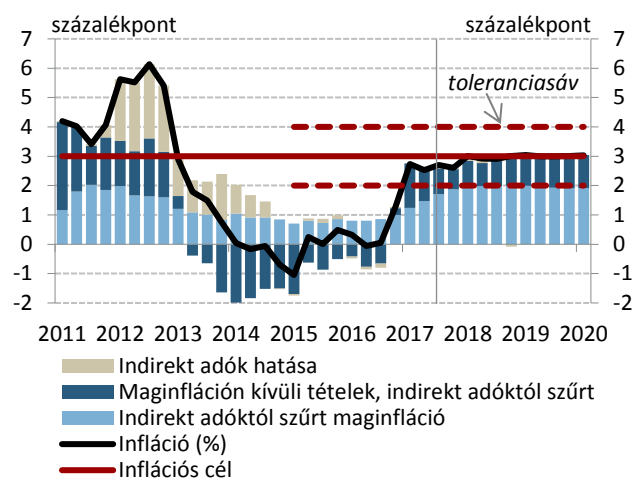
Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv a korábbi évek előrejelzési hibájának szórását mutatja.

Forrás: MNB

Az előrejelzési horizonton az indirekt adóktól szűrt maginfláció folytatódó emelkedésére számítunk (1-3. ábra és 1-1. táblázat). Ennek oka, hogy a jövedelmek növekedésének hatására dinamikusan bővülő lakossági fogyasztás növeli a vállalatok árazási mozgásterét. Előrejelzésünkben a költségek lassú emelkedését várjuk, amely másodkörös hatásokon keresztül szintén a maginfláció növekedésének irányába hat. A feszes munkaerőpiac miatt a versenyszféra nominális bérdinamikája az elmúlt években tapasztaltnál erőteljesebben alakul. A válság óta megfigyelt hazai és nemzetközi tapasztalatok alapján a bérdinamika élénkülésének inflációs hatása azonban mérsékelt marad, melyet az ellaposodott Phillips-görbe is alátámaszt. A béremelések visszafogott inflációs hatásait az alacsony bérhányad, illetve a historikusan alacsony szinten tartózkodó inflációs várakozások is megerősítik.

Rövid távon az indirekt adóktól szűrt maginfláción kívüli tételek árindexének – bázishatások miatti – csökkenésére számítunk. (1-3. ábra és 1-1. táblázat). A termékkör árdinamikáját alapvetően meghatározó olajár számottevő mértékű változása nem prognosztizálható a határidős

1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

	2017	2018	2019	
Maginfláció	2,5	3,1	2,9	
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	<i>1,8</i>	<i>2,1</i>	<i>2,0</i>	
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	1,3	5,4	6,9
	Járműüzemanyag és piaci energia	8,1	2,1	3,2
	Szabályozott árú termékek	0,5	1,8	2,2
	Összesen	2,7	2,7	3,4
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	<i>0,8</i>	<i>0,9</i>	<i>1,0</i>	
Infláció	2,6	3,0	3,0	

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

Forrás: MNB

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2017		2018		2019 Március	Változás	
	December	Március	December	Március		2017	2018
EUR/USD	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	0,0%	0,0%
Olajár (USD/hordó)	55,3	53,4	56,6	53,2	52,7	-3,4%	-6,0%
Élelmiszerárak							
Búza (USD/véka)	4,47	4,61	5,10	5,18	5,52	3,1%	1,6%
Kukorica (USD/véka)	3,66	3,81	3,97	4,05	4,13	4,1%	2,0%
Eurozóna inflációja (%)	1,3	1,7	1,5	1,6	1,7	0,4 szp.	0,1 szp.
Felvetőpiacaink növekedése* (%)	1,5	1,6	1,7	1,8	2,0	0,1 szp.	0,1 szp.

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

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

jegyzésárak alapján. A nem feldolgozott élelmiszerek árainak jövőbeli alakulását a tavalyi kedvező terméseredmények árszorító hatása, és a magasabb árdinamika irányába mutató kockázatok – kedvezőtlen évi időjárás, valamint a tavalyinál várhatóan visszafogottabb idei mezőgazdasági teljesítmény – befolyásolják. Prognózisunkban továbbá azt feltételezzük, hogy a szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont – 2020 első negyedévéig – végéig. A nem energia jellegű szabályozott árak körében csak mérsékelt árnövekedéssel számolunk (1-1. táblázat).

Az indirekt adók változása összességében mérsékelten hat az inflációra. A dohány termékkört érintő – EU-s jogharmonizáció következtében megvalósuló – jövedékiadó-változások (2017 januárjában és júliusában) inflációra gyakorolt hozzávetőlegesen 0,2 százalékpontos hatását ellensúlyozzák az idén év elején életbelépett és a 2018 januártól hatályos áfacsökkentések, valamint az áprilistól a tavaly szeptemberi szintre csökkenő üzemanyag-jövedékiadó is.

Az elmúlt időszakban a Brent olaj USD-ben kifejezett hordónkénti ára jelentős volatilitást mutatott és 55 dollár körül alakult, majd március elején 50 dollár közelébe mérséklődött. Az árak év eleji emelkedése főként az OPEC-tagországok által tavaly novemberben elfogadott és idén januárban életbe lépő termelésekorlátozásnak köszönhető, melynek kvótáit a résztvevő országok 90 százalékos arányban teljesítették. Ennek köszönhetően – 2017 elején – **az olajpiacot jellemző túlkínálat mértéke számottevően csökkent.** Az elmúlt hetekben megfigyelhető árcsökkenést elsősorban a kínálat mérséklődése ellenére rekordszintre emelkedő amerikai nyersolajkészletek magyarázzák. **A határidős jegyzésárak alapján a dollárban kifejezett olajárak rövid távon alatta maradnak decemberi feltevésünknek és előretekintve is csupán mérsékelt áremelkedésre számítunk.**

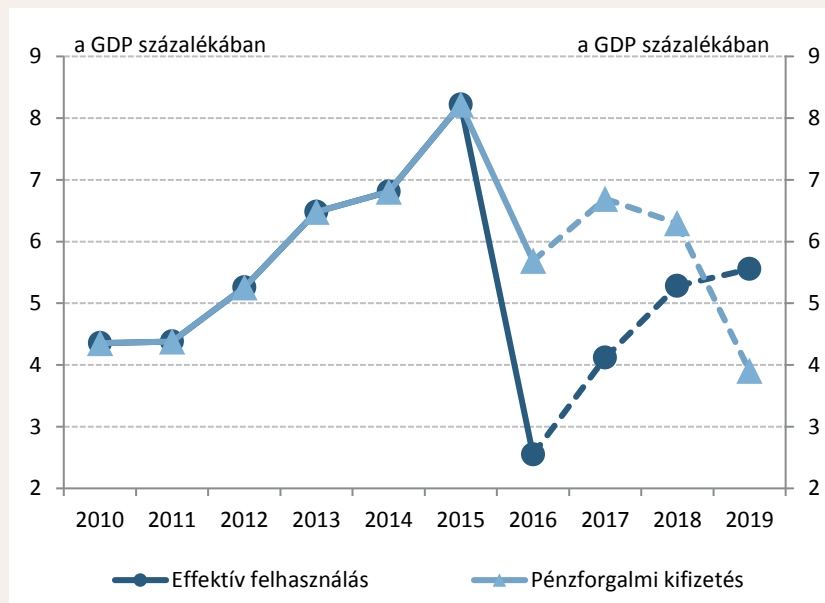
Aktuális feltevésünk alapján a dollár/euro keresztárfolyamára vonatkozóan a decemberi feltevésünkhöz hasonló, tartósan gyenge euro árfolyamra számítunk, ami az Európai Központi Bank és a Fed várható monetáris politikai irányultságának eltérése miatt várható.

A decemberi Inflációs jelentésben alkalmazott feltevéseinkhez hasonlóan előretekintve mind a búza, mind pedig a kukorica esetében fokozatos áremelkedés várható a határidős jegyzések alapján. Bázishatások és az emelkedő olajár nyomán jelentős mértékben gyorsult a globális infláció az elmúlt hónapokban. A fokozatosan emelkedő belső kereslettel összhangban tovább növekedő külső inflációval számolunk. Összességében az euroövezet árindexére vonatkozó várakozásaink 2017-ben és kis mértékben 2018-ban is emelkedtek decemberi feltevéseinkhez képest.

Külső keresletünk 2017-ben és 2018-ban is enyhén magasabb a decemberi fordulóhoz képest. A negyedik negyedéves globális GDP-adatok összességében a vártnál kedvezőbb képet mutattak, ugyanakkor előretekintve továbbra is külső keresletünk lassulásával számolunk. Ennek oka elsősorban a globális külkereskedelmi intenzitás mérséklődése (a német gazdaság szerkezetváltása és a kínai gazdaság lassulásából eredő exportkereslet csökkenése). A kilátásokat azonban jelentős bizonytalanság övezi.

2016-ban jelentősen csökkent a gazdaságban felhasznált uniós támogatások összege. A csökkenés legfőbb oka a 2007-2013 közötti támogatási ciklus kifutása, valamint az új források igénybevételének lassú felfutása. Bár 2016-ban magas maradt a pályázati nyertesek részére kifizetett európai uniós támogatások összege, azonban ennek tényleges felhasználása számottevően mérsékeltebben alakult. A kifizetések több mint fele előleg volt, így a hozzájuk kapcsolódó reál gazdasági teljesítmény várhatóan csak a következő években jelentkezik. Ennek következtében a pénzforgalmi kifizetés, valamint a tényleges megvalósulást jelző, effektív felhasználás pályái várakozásaink szerint elcsúsznak egymástól (1-4. ábra). 2017-től az effektív felhasználás számottevő emelkedésére számítunk, ami nagymértékben hozzájárul a gazdasági növekedés élénküléséhez. Összességében az előlegfizetések és azok később realizálódó felhasználása várakozásaink szerint nem befolyásolják érdemben a hétéves uniós költségvetési ciklus forrásainak teljes költségvetési és reál gazdasági hatását.

1-4. ábra: Az uniós támogatásokhoz kapcsolódó effektív felhasználás alakulása

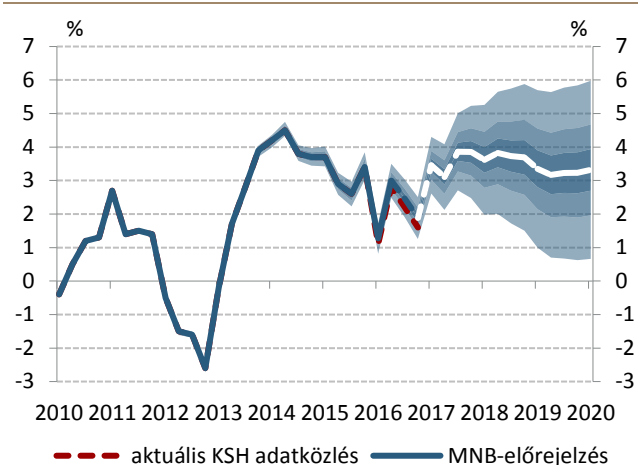


Forrás: MNB, NGM

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Előretekintve a GDP jelentős bővülésére számítunk. Várakozásaink szerint a gazdasági növekedésben egyre markánsabb szerepe lesz a belső kereslet erősödésének, amelyben meghatározó a lakossági fogyasztás folytatódó bővülése és a magánberuházások fokozatos felfutása. A lakossági fogyasztás tartós bővülését a kedvező jövedelmi folyamatok, a háztartási hitelezés növekedése, illetve a nettó pénzügyi vagyon korábbi időszakokban bekövetkező számottevő emelkedése egyaránt támogatja. Emellett tovább élénkíti a hazai növekedést a költségvetés keresletbővítő és az EU-forrásbeáramlás beruházásokat élénkítő hatása. Előrejelzési horizontunk első felében a tavalyi kedvező mezőgazdasági teljesítményt követően korrekcióra számítunk, így a mezőgazdaság 2017-ben negatívan járulhat hozzá a gazdasági növekedéshez. Az idei évben az exportteljesítmény átmeneti lassulása várható, 2018-tól kezdődően azonban az új járműipari kapacitások kiépülésével ismét fokozatosan javuló exportdinamikára számítunk. A belső keresleti tényezők felfutása érdemben emeli a behozatal dinamikáját, ennek köszönhetően idén és jövőre is a nettó export negatívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez. Előrejelzésünk szerint 2019-ben a hazai kereslet növekedése mellett a nettó export emelkedése is hozzájárul a gazdasági teljesítmény bővüléséhez.

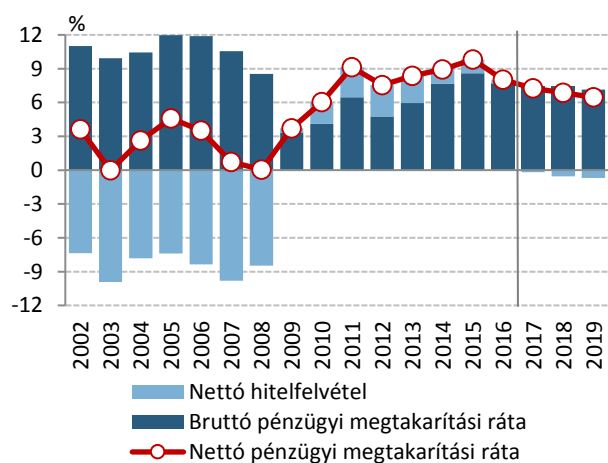
1-5. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



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

Forrás: KSH, MNB

1-6. ábra: A lakosság megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB-számítás

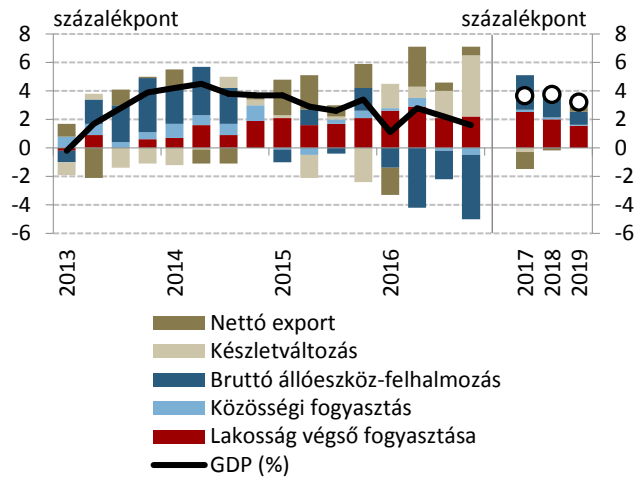
A lakossági fogyasztás további dinamikus élénkülésére számítunk az előrejelzési horizontunkon, melyhez az erős

bérkiáramlással és a foglalkoztatás folytatódó bővülésével összefüggő kedvező jövedelmi folyamatok mellett a fogyasztási hajlandóság emelkedése is hozzájárul (1-6. és 1-8. ábra). A fogyasztás bővülését a felhalmozott, historikusan magas nettó pénzügyi vagyon is támogatja. Az elmúlt negyedévekben a korábban visszafogott lakossági hitelkereslet élénkülést mutatott, így ennek eredményeként tavaly már számottevő mértékben emelkedett a lakossági hitelek bruttó kihelyezése. Az élénkülő lakossági hitelezés és az emelkedő fogyasztási ráta mérsékli a megtakarítási hajlandóságot, ami várakozásunk szerint fokozatos csökkenést mutat. Előretekintve a hitelezési folyamatok egészséges szerkezetben megvalósuló tartós élénkülésére számítunk a háztartási szektorban, mivel a túlhitelezési kockázatnak a jegybank adóssághék szabályai szabnak gátat: a jövedeleमारányos törlesztőrészlet és a hitelfedezeti mutató fenntartható mederben tartja a lakáshitelezés kockázatait (1-9. ábra).

A válság óta elhalasztott lakossági fogyasztás érdemi

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

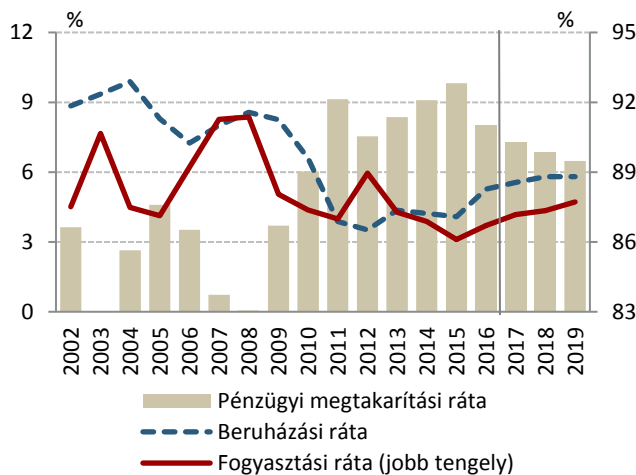
1-7. ábra: A GDP éves változása



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

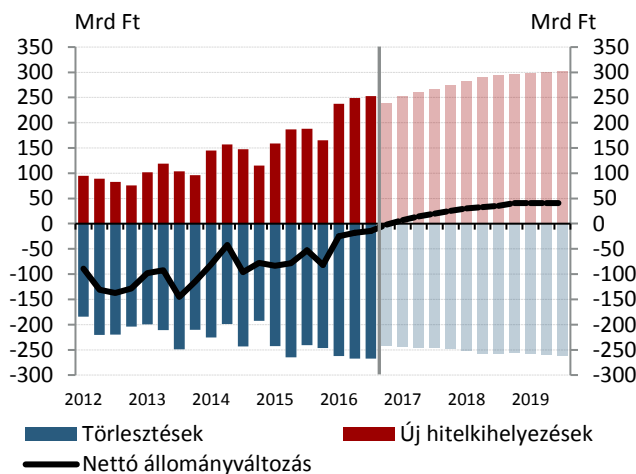
Forrás: KSH, MNB

1-8. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátája a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB-számítás

1-9. ábra: A háztartási hitelezés alakulásának előrejelzése



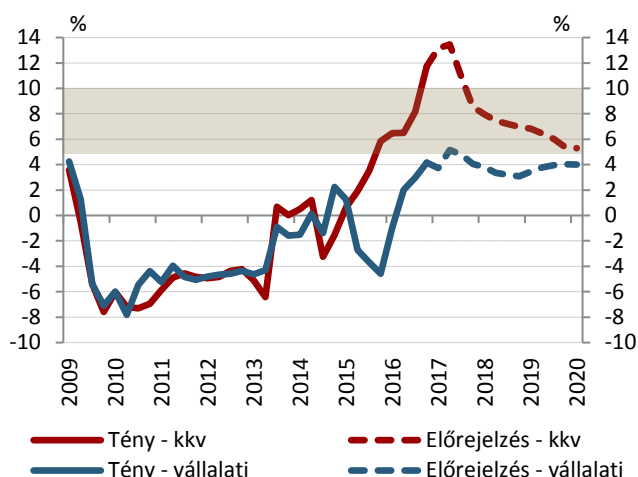
Forrás: MNB

Várakozásunk szerint a nemzetgazdasági beruházások a tavalyi visszaesést követően előretételeként jelentősen bővülnek, amihez az állam és a magánszektor egyaránt hozzájárul (1-11. ábra). Az uniós forráslelővel párhuzamosan tavaly a kormányzati beruházások jelentősen visszaestek a 2015-ös rekordéhoz képest, ugyanakkor előretételeként a kormányzati elköteleződéssel összhangban az állami beruházások felfutására számíthatunk. Várakozásaink szerint az uniós forrásból megvalósuló projektek elsősorban a következő években valósulnak meg, amit a szerződött állomány gyors felfutása, illetve a ciklus eleji lelőre vonatkozó kormányzati elköteleződés is alátámaszt. Az uniós forrásból megvalósuló beruházások vizsgálatánál a mennyiségi mellett minőségi jellemzők figyelembevétele is meghatározó. A 2014–2020-as uniós költségvetési ciklusban a közvetlen gazdaságfejlesztés nagyobb hangsúllyal szerepel.

A háztartások beruházási aktivitásának emelkedését a stabil munkaerőpiaci kilátások, a javuló jövedelmi folyamatok, továbbá az otthonteremtési program keresletösztönő hatása támogatja. A lakáspiaci ciklus egyre érettebb szakaszába lép, ahol már a megemelkedett lakáspiaci keresletre reagáló kínálati alkalmazkodás is zajlik. A hazai lakáspiacon azonosítható érdemi növekedési tartalék alátámasztja a lakáspiac élénkülésének várt folytatódását. A lakásépítések és ezzel összefüggésben a lakossági beruházások emelkedése előrejelzési horizontunkon meghaladja a jövedelmek bővülésének ütemét, így a fogyasztási ráta mellett a lakosság beruházási rátájának tartós emelkedésére számíthatunk. Az elmúlt időszakban az építési engedélyek jelentős bővülésével összhangban, valamint a lakáscélú háztartási hitelezés folytatódó élénkülésével, illetve a CSOK nagyobb mértékű igénybevételevel párhuzamosan a lakossági beruházások felfutására számíthatunk (1-9. ábra).

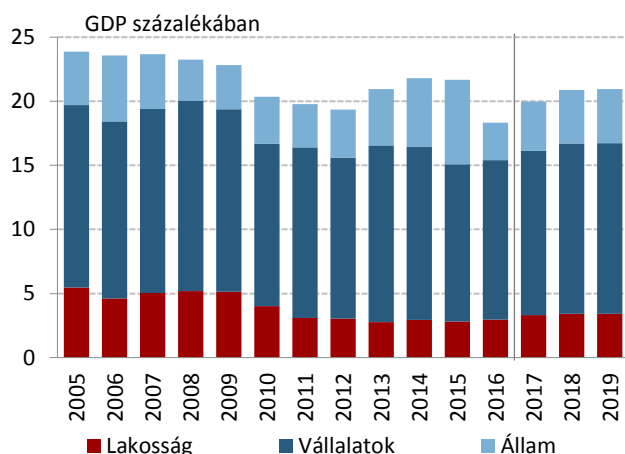
A bérek és a kereslet dinamikus emelkedése a vállalati beruházások oldalán is pozitív visszacsatolást indít el, emellett az alacsony kamatkörnyezet érdemben ösztönzi a beruházási aktivitást. Mindemellett a piaci alapú hitelezés ösztönzését szolgáló jegybanki lépések és a bankadó fokozatos kivezetése is támogatják a hitelállomány bővülését. Így a keresleti kilátások javulásával párhuzamosan a vállalati beruházások élénkülésére számíthatunk. Előrejelzésünk szerint a kis- és közepes vállalatok hitelállományának növekedése a fenntartható 5–10 százalékos sávban alakul. A már korábban bejelentett járműipari fejlesztések érdemben hozzájárulnak a vállalati beruházások növekedéséhez (1-10. ábra).

1-10. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Forrás: MNB

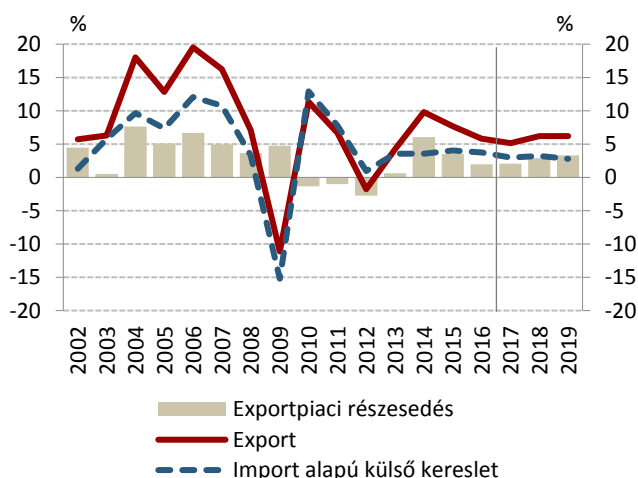
1-11. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Megjegyzés: A 2016-os érték a várható rutinszerű (a módszertani változások hatását kiszűrve) revízió hatását is figyelembe veszi.

Forrás: KSH, MNB

1-12. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: MNB

A világkereskedelem lassulásával és így a külső kereslet csökkenő külkereskedelmi intenzitásával párhuzamosan mérsékeltebb exportbővülésre számítunk az idei évben. 2018-tól a járműipari beruházások hatására felfutó termelőkapacitások következtében ismét fokozatosan javuló exportdinamikát várunk (1-12. ábra). Külső keresletünk alakulását előretételezve elsősorban a német gazdaság szerkezetváltása és a kínai gazdaság – így a világkereskedelem – lassulásából eredő exportkereslet mérséklődése befolyásolja. A visszafogott ipari termeléssel összhangban az áruforgalmi dinamika lassulását várjuk az idei év hátralevő részében. A gazdasági ciklusoktól és külső finanszírozástól kevésbé függő szolgáltatás-kereskedelem azonban várakozásunk szerint ellensúlyozza az áruexport átmeneti lassulását. A belső keresleti tényezők (fogyasztás, beruházás) dinamikus bővülése érdemben emeli a behozatal dinamikáját, ennek köszönhetően idén és jövőre a nettó export negatívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez.

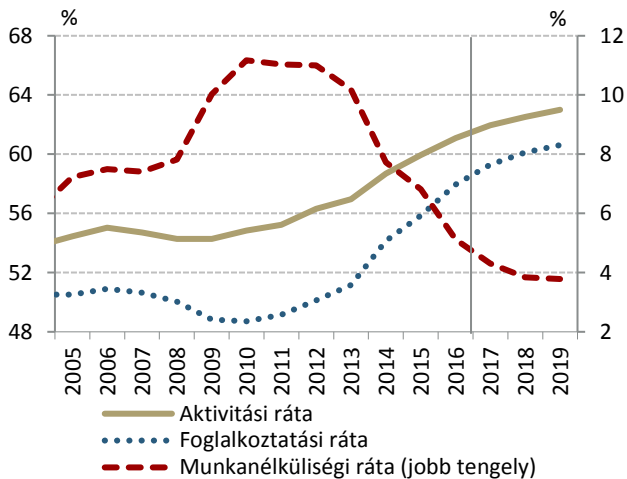
A tavalyi év kiemelkedő mezőgazdasági teljesítményének köszönhetően az ágazat az idei évben negatívan járulhat hozzá a GDP növekedéséhez. A kiemelt fontosságú növénykultúrák éves termésmennyisége nagy volatilitás mellett, a hosszú távú átlaguk felé tart, így a kiemelkedő teljesítményű évek után gyakori a visszaesés. Emellett az év elején tapasztalt fagyok is jelentősen befolyásolhatják a mezőgazdasági termelést (lásd bővebben 3.1. keretes írás).

A potenciális növekedés az előrejelzési horizonton élénk, amit elsősorban a magánberuházások bővülése és a munkaerőpiaci aktivitás trendszerű emelkedése okoz. A tőkeállomány emelését és a kapacitások bővítését célzó vállalati beruházások dinamikus növekedését a Növekedéstámogató Program, a mérséklődő bankadó és a vállalatok által lehívható EU-források egyaránt elősegítik. A hitelezés fellendülése a termelékenységgel javulásához is hozzájárul. Az aktivitás enyhén emelkedik előrejelzési horizontunk elején, majd historikusan magas szinten stabilizálódik.

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

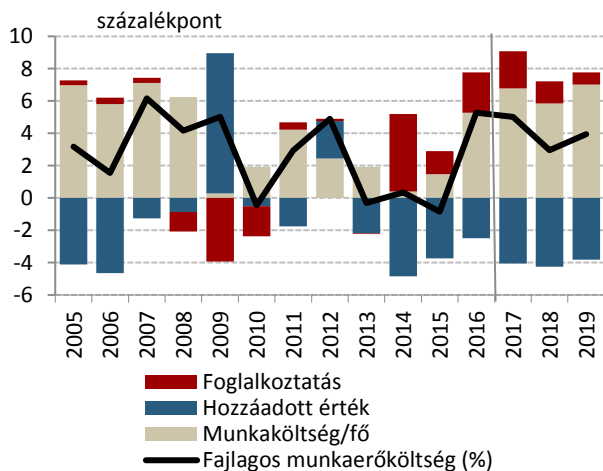
A nemzetgazdasági foglalkoztatottság az aktivitásnál nagyobb ütemben bővül előrejelzési horizontunkon, ami a versenyszféra foglalkoztatottságának folytatódó növekedéséből adódik. Ennek következtében a munkanélküliség jelenleg is historikusan alacsony szintje tovább csökken. A versenyszféra továbbra is magas munkaerő-kereslete, valamint a feszes munkaerőpiac a bérdinamika erősödését okozza, amihez a jelentős minimálbér- és garantált bérminimum-emelések is érdemben hozzájárulnak. Összességében a versenyszféra nominális bérdinamikája az elmúlt években tapasztaltnál erőteljesebben alakul előrejelzési horizontunkon.

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



Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

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



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

Várakozásunk szerint az aktivitás az elmúlt éveknél kisebb mértékben, de tovább emelkedik a következő években. Az

aktivitás emelkedését főként a munkaerőpiachoz szorosabban kötődő inaktív munkaerőpiacra áramlása magyarázza, amit a megemelkedett minimálbér és garantált bérminimum munkakínálat-ösztönző hatása is támogat (1-13. ábra). Az előrejelzési horizont végéhez közeledve a romló demográfiai folyamatok egyre növekvő mértékben érintik negatívan az aktivitás alakulását. Várakozásaink szerint az élénk bérdinamika következtében a szakképzett munkaerő külföldre vándorlása mérséklődhet, valamint a közfoglalkoztatotti bér és a versenyszférában elérhető bér közötti különbség emelkedése nagyobb ösztönzést jelenthet a közfoglalkoztatottak számára, hogy megjelenjenek a piaci alapú foglalkoztatásban.

A versenyszféra munkakereslete a gazdasági növekedéssel párhuzamosan tovább emelkedik előrejelzési horizontunkon. A vállalatok létszámbővítési törekvéseit a

kihasználatlan munkaerő-kapacitás csökkenése jelentősen megnehezíti, amely nemcsak mennyiségi, hanem minőségi és mobilitási szempontból is egyre korlátosabb (lásd **bővebben 3-3. keretes írás**). A szűk keresztmetszetek miatt a versenyszférában foglalkoztatottak száma az utóbbi évek erőteljes létszámbővülését követően lassuló ütemben emelkedik. Prognózisunkban a közfoglalkoztatási programok fokozatos átalakítása miatt a közfoglalkoztatás visszafogott mérséklődésével számolunk, a programból kikerülők jelentős része a versenyszférában helyezkedhet el. Összességében a **nemzetgazdasági foglalkoztatottság lassuló ütemben bővül tovább.**

A foglalkoztatottság folytatódó emelkedésével a **munkanélküliség jelenleg is historikusan alacsony szintje tovább csökken.** A szűkülő szabad munkaerő-kapacitások miatt mind a vállalatok, mind a szektorok között egyre erőteljesebb bérverseny alakul ki a munkaerő pótlása és megtartása érdekében, ami a versenyszféra nominális bérdinamikájának fokozatos erősödését okozza. Az emelkedő bérezési alapfolyamatok mellett a minimálbér és garantált bérminimum emelése is érdemben hozzájárul a versenyszféra béreinek növekedéséhez. **A versenyszféra nominális bérdinamikája az elmúlt években tapasztaltnál erőteljesebben alakul.** A minimálbér és a garantált

bérminimum közelében keresők bére kétszámjegyű emelkedést mutathat, míg az átlagbér körül keresők bére a feszes munkaerőpiaci feltételekkel összefüggésben 5-6 százalékkal emelkedhet 2017-ben. A fajlagos munkaerőköltség a dinamikus gazdasági növekedés és a szociális hozzájárulási adó mérséklődésének együttes hatására visszafogottabb ütemben emelkedik a nominális bérekhez képest (1-14. ábra).

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

	2016	2017		2018		2019
	Tény	Előrejelzés				
		December	Aktuális	December	Aktuális	Aktuális
Infláció (éves átlag)						
Maginfláció	1,4	2,4	2,5	3,0	3,1	2,9
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,3	2,3	2,3	2,9	2,9	2,9
Infláció	0,4	2,4	2,6	3,0	3,0	3,0
Gazdasági növekedés						
Külső kereslet (GDP alapon)	2,4	1,5	1,6	1,7	1,8	2,0
Háztartások fogyasztási kiadása	4,9	5,0	5,1	4,0	4,0	3,0
Kormányzat végső fogyasztása	0,6	0,7	1,0	1,0	1,0	0,9
Bruttó állóeszköz-felhalmozás ⁵	-12,6 (-15,5)	11,2	13,2	7,4	8,7	4,3
Belföldi felhasználás ⁵	1,8 (1,5)	5,1	5,4	4,0	4,3	2,8
Export	5,8	5,0	5,1	6,0	6,2	6,2
Import ⁵	5,8 (5,7)	6,7	7,2	6,6	7,0	6,1
GDP ⁵	2,2 (2,0)	3,6	3,6	3,7	3,7	3,2
Külső egyensúly¹						
Folyó fizetési mérleg egyenlege	4,9	3,7	3,3	3,0	2,4	2,9
Külső finanszírozási képesség	5,4	6,5	5,4	6,4	4,9	5,6
Államháztartás^{1,4}						
ESA-egyenleg	-1,3	(-1,8) - (-2,2)	(-1,6) - (-2,0)	(-2,0) - (-2,2)	(-2,0) - (-2,2)	(-1,8) - (-2,0)
Munkaerőpiac						
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ²	6,2	9,0	9,1	7,0	7,0	6,6
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	3,4	1,2	1,9	1,0	1,1	0,4
Versenyszféra bruttó átlagkereset ²	5,4	8,5	8,5	6,9	6,9	6,8
Versenyszféra foglalkoztatottság	3,4	1,9	2,3	1,3	1,4	0,7
Munkanélküliségi ráta	5,1	4,7	4,3	4,4	3,8	3,8
Versenyszféra fajlagos munkaköltség	5,3	4,7	5,0	3,3	3,0	3,5
Lakossági reáljövedelem ³	4,2	4,4	4,5	3,7	3,8	2,5

¹ A GDP arányában.² Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.³ MNB-becslés.⁴ A 2016-os ESA-egyenlegre vonatkozó végleges adat a márciusi EDP jelentésben jelenik majd meg, így addig az azt jól közelítő előzetes pénzügyi számlás nettó finanszírozási igényt szerepeltetjük. 2017-2019-ben az Országvédelmi Alap felhasználásától és az EU támogatások előleg részarányától függően.⁵ A 2016. évi tényadatok a várható rutinszerű (a módszertani változások hatását kiszűrve) revíziót figyelembe vevő értékeket mutatják. A zárójelben található értékek a KSH 2017. márciusi adatközlése során publikált adatok.

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

	2017	2018	2019
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2017. március)	2,6	3,0	3,0
Consensus Economics (2017. február) ¹	2,0 – 2,4 – 2,9	2,1 – 2,7 – 3,5	–
Európai Bizottság (2017. február)	2,2	3,1	–
IMF (2016. október)	1,9	2,6	3,0
OECD (2016. november)	1,4	2,5	–
Reuters-felmérés (2017. február) ¹	2,0 – 2,4 – 3,3	2,3 – 2,7 – 3,5	2,6 – 2,9 – 3,5
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2017. március)	3,6	3,7	3,2
Consensus Economics (2017. február) ¹	1,6 – 3,0 – 3,9	2,0 – 2,9 – 4,0	–
Európai Bizottság (2017. február)	3,5	3,2	–
IMF (2016. október)	2,5	2,4	2,2
OECD (2016. november)	2,5	2,2	–
Reuters-felmérés (2017. február) ¹	2,0 – 3,2 – 3,6	2,2 – 3,1 – 4,0	–
Folyó fizetési mérleg egyenleg³			
MNB (2017. március)	3,3	2,4	2,9
Európai Bizottság (2017. február)	3,7	3,2	–
IMF (2016. október)	4,6	4,0	3,1
OECD (2016. november)	6,7	5,7	–
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)^{3,4}			
MNB (2017. március)	(-1,6) – (-2,0)	(-2,0) – (-2,2)	(-1,8) – (-2,0)
Consensus Economics (2017. február) ¹	(-3,0) – (-2,3) – (-0,2)	(-3,0) – (-2,3) – (-0,1)	–
Európai Bizottság (2017. február)	-2,4	-2,5	–
IMF (2016. október)	-2,5	-2,5	-2,2
OECD (2016. november)	-2,0	-2,0	–
Reuters-felmérés (2017. február) ¹	(-2,7) – (-2,3) – (-1,7)	(-2,5) – (-2,1) – (-1,3)	–
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2017. március)	3,0	3,2	2,8
Európai Bizottság (2017. február) ²	4,4	4,6	–
IMF (2016. október) ²	4,4	4,9	–
OECD (2016. november) ²	3,7	3,9	–
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2017. március)	1,6	1,8	2,0
Consensus Economics (2016. november) ²	2,0	2,1	–
Európai Bizottság (2017. február) ²	2,1	2,2	–
IMF (2016. október) ²	2,0	2,0	–
OECD (2016. november) ²	2,0	2,0	–

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 A 2016-os ESA-egyenlegre vonatkozó végleges adat a márciusi EDP jelentésben jelenik majd meg, így addig az azt jól közelítő előzetes pénzügyi számlás nettó finanszírozási igényt szerepeltetjük. 2017-2019-ben az Országvédelmi Alap felhasználásától és az EU támogatások előleg részarányától függően.

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

1-2. keretes írás: Az előrejelzés horizontjának meghosszabbítása egy évvel

A Magyar Nemzeti Bank 2017. márciusi előrejelzése a korábbi kétéves helyett hároméves horizonttal készült el. A változtatás értelmében a jelenlegi Inflációs jelentésben már 2020 első negyedévéig tart a makrogazdasági pálya előrejelzése. Ez azt is jelenti, hogy éves számokra 2019-ig ad az MNB előrejelzést. A módosítás nem érinti az előrejelzésben alkalmazott feltevések kialakítását, és az MNB előrejelzési gyakorlatának más elemét sem, továbbá a monetáris politika által figyelembe vett horizont sem változik.

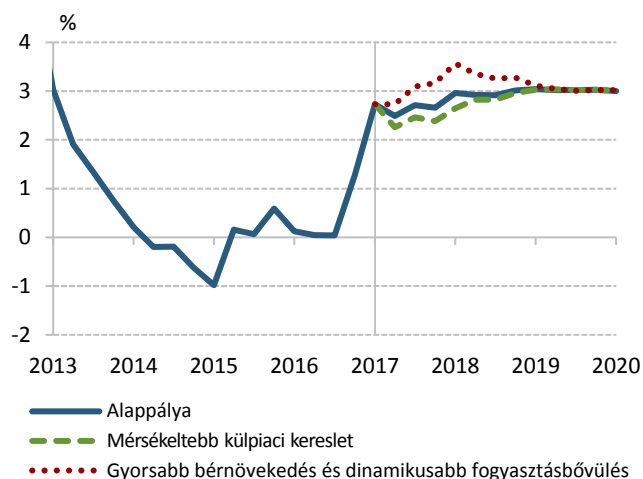
A változtatás fő célja, hogy a gazdaság szereplői az eddiginél hosszabb időtávon is minél pontosabb képet alkothassanak a fontosabb gazdasági folyamatokról, ami elősegíti a hosszabb távú (például megtakarítási vagy beruházási) döntések jobb tervezhetőségét. Az inflációs célkövetést folytató jegybankok átláthatóságra törekuszenek a monetáris politika működésében, aminek fontos csatornáját alkotják makrogazdasági előrejelzéseik. A döntésnek köszönhetően nagyobb transzparencia valósulhat meg a hazai előrejelzési gyakorlatban. A hároméves előrejelzéssel a jegybank hosszabb időtávon tud jelzést adni a makrogazdasági kilátásokról alkotott képéről, így több információt oszt meg a gazdaság szereplőivel egy bizonytalan gazdasági környezetben. Az átláthatóság szempontjából ezért egyértelműen előnyös a hosszabb időtávra készített előrejelzés. A hosszabb előrejelzés ugyanakkor idővel emelkedő bizonytalansággal jár együtt, ami különösen a horizont távolabbi végét érinti. Az MNB az előrejelzést övező bizonytalanságot továbbra is az eddig megszokott formában, legyezőábra és alternatív forgatókönyvek használatával fogja megjeleníteni.

A hosszabb horizont összhangban van a nemzetközi jegybanki gyakorlattal. A nagyobb átláthatóságra való törekvés már a globális pénzügyi és gazdasági válság előtt megfigyelhető tendencia volt a jegybankok részéről. A válság alatt még inkább felértékelődött a jegybanki kommunikáció szerepe, ennek egyik jele volt az előretekintő iránymutatás elterjedése a jegybankok gyakorlatában, amellyel a korábbinál hosszabb időtávra vonatkozó üzeneteket is meg tudtak jeleníteni. A jegybanki előrejelzések is fontos szerepet játszanak az előretekintő kommunikációban. Az inflációs célkövető keretrendszer alkalmazó jegybankokat vizsgálva jellemzően kettő vagy három évre adnak inflációs előrejelzést. Előbbi csoportba tartozik például az ausztrál és a cseh jegybank, az utóbbiba a nagy tradícióval rendelkező inflációs célkövető jegybankok közül a Bank of England és a svéd központi bank. 2015-től Lengyelország központi bankja révén már a régiókban is van példa arra, hogy egy jegybank hároméves horizontot tegyen közzé. A Magyarország szempontjából kiemelt jelentőségű euroövezet központi bankja, az Európai Központi Bank is az utóbbi csoportba tartozik. Az MNB a hosszabb előrejelzési horizonttal közeledik az EKB gyakorlatához, egyúttal segíti a hazai gazdasági folyamatok értékelését. A hároméves horizonttal összességében nagyobb transzparencia valósul meg a hazai jegybanki előrejelzésekben.

2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alappályája mellett két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A mérsékeltebb külpiaci keresletet feltételező alternatív forgatókönyv megvalósulása az alappályánál alacsonyabb növekedési és inflációs pályát jelent. A gyorsabb bérnövekedést és dinamikusabb fogyasztásbővülést feltételező pálya nyomán a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács a további kockázatok között a globális infláció gyorsabb emelkedését, az EU-forráskifizetés alakulása és szerkezeti elosztása miatt lassabb beruházási pályát, valamint a pénzpiaci turbulenciákat valószínűsítő alternatív forgatókönyveket tárgyalta.

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



Forrás: MNB

Mérsékeltebb külpiaci kereslet

Külső keresletünk alakulását előtekintve elsősorban a globális külkereskedelem intenzitásának lassulása (a német gazdaság szerkezetváltása és a kínai gazdaság lassulásából eredő exportkereslet) határozza meg. A kilátásokat ugyanakkor továbbra is jelentős bizonytalanság övezi, ugyanis az elmúlt hónapokban világszerte erősödő geopolitikai kockázatok kétségessé teszik a globális konjunktúra folytatódását. Főbb felvevőpiacaink exportdinamikájának lassulása áttételesen a magyar gazdaság exportdinamikáját is visszafoghatja, és az előrejelzési horizonton lassíthatja az export bővülését.

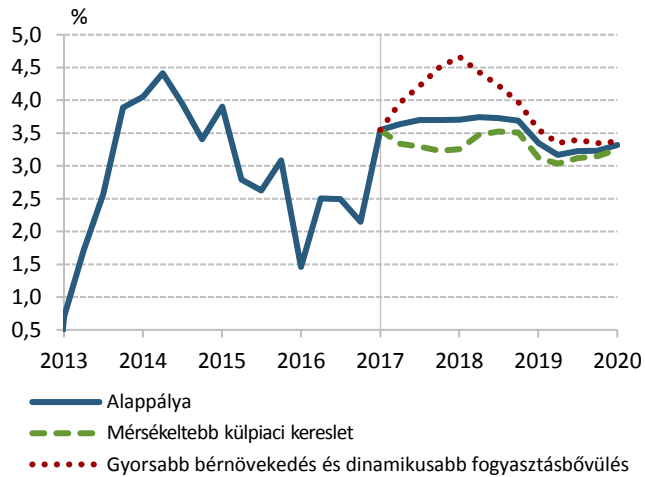
Felvevőpiacaink gazdasági teljesítményét jelentős bizonytalanság övezi. A német gazdaság szerkezetváltása, valamint a kínai növekedés lassulása várhatóan az amerikai protekcionista intézkedésektől függetlenül is a külső keresletbővülés lassulását okozza. Továbbá az Egyesült Államok esetleges protekcionista intézkedései mérsékelhetik Amerika importkeresletét, ami Kína és az eurozóna exportjának lassabb bővüléséhez is vezethet. Emellett az eurozónában tapasztalható feszültségek, az általános politikai, gazdasági és a Brexittel kapcsolatos bizonytalanság a tagországokban az üzleti bizalom romlásához és kedvezőtlenebb növekedéshez vezethet. A korábbiaknál visszafogottabb külső kereslet az élénkülő szolgáltatás-export mellett is negatív irányú kockázatot jelent az ipar és az exportszektor teljesítményére, és így a gazdasági növekedésre is.

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

Gyorsabb bérnövekedés és dinamikusabb fogyasztásbővülés

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

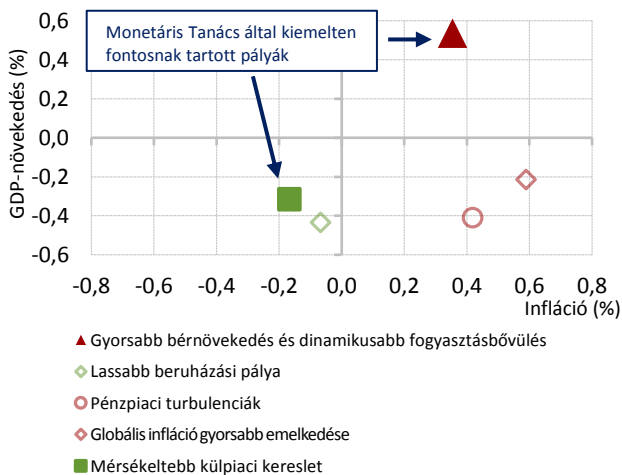
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre



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

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 horizonton egészében átlagosan mennyiben különbözik az alappályától. A piros színnel jelzett pálya az alappályánál szigorúbb, a zöld színnel jelzett pályák lazább monetáris politikai kondíciókkal konzisztensek.

Forrás: MNB

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

A korábbi évekhez képest feszebb munkaerőpiaci környezet a versenyszféra vállalatait erőteljesebb béremelésre kényszerítheti, az emelkedő bérköltségeket pedig részben átháríthatják árakba, tehát a munkaerőpiac feszebbé válása magasabb inflációval párosulhat. A vállalatok által fizetett magasabb nominális bérek pedig – főként az alacsonyabb jövedelműek esetében, a magasabb fogyasztási határhajlandóság miatt – a háztartási szektor fogyasztási kiadásait növelhetik. Emellett a minimálbér-emelés következtében emelkedő jövedelmek szintén a lakossági fogyasztás dinamikus emelkedését eredményezik. Ugyanakkor ezen élénkülés még magasabb is lehet, amit a hosszú távú jövedelmi várakozások, a lakossági bizalom további érdemi javulása, a nettó pénzügyi vagyon korábbi időszakban bekövetkezett számottevő emelkedése egyaránt támogat. Mindemellett a korábban elhalasztott hazai lakossági fogyasztás realizálódása is érdemben élénkítheti a fogyasztási rátát.

Az alternatív pálya feltételezése szerint a munkaerőpiacon fennálló súrlódások érdemben korlátozzák a vállalatok létszám bővítési szándékait. Az erőteljesebb bérverseny, a minimálbér-emelés árakban való intenzívebb megjelenése, valamint az élénkebb belső kereslet magasabb árdinamikát eredményez. A növekvő belső kereslet gyorsabban záródó fogyasztási rést és mérsékeltbb deflációs hatást von maga után. Összességében az inflációs cél elérését az alappályában előrejelzettnél szigorúbb monetáris politika biztosítja.

További kockázatok

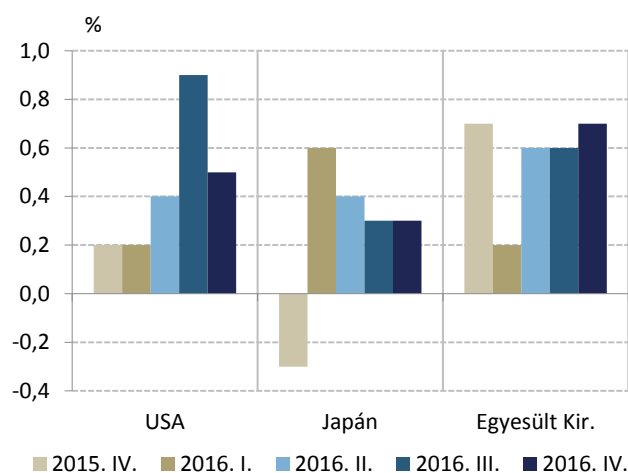
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további három kockázatot mérlegelt. A globális infláció gyorsabb emelkedése esetén az infláció az alappályában előrejelzettnél magasabban alakul, míg a hazai gazdasági növekedés mérsékeltbb az alappályában feltételezettnél. Az EU-forráskifizetés alakulása és szerkezeti eloszlása miatt lassabb beruházási pályát feltételező kockázati forgatókönyv alacsonyabb növekedés irányába mutat, míg az inflációra mérsékelt hatást gyakorol. Pénzpiaci turbulenciák esetén magasabb infláció és alacsonyabb növekedés valósul meg.

3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2016 utolsó negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése, azonban a növekedés változatlanul törékeny. Az egyes régiók között jelentősek a növekedési különbségek, melyek közül a kelet-közép-európai régió változatlanul dinamikus bővülést mutatott. Bázishatások és az emelkedő olajár nyomán gyorsult a globális infláció az elmúlt hónapokban, így a fogyasztóiár-index több országban a jegybanki célhoz közeli értékre emelkedett. A globálisan meghatározó jelentőségű jegybankok monetáris politikai divergenciája fokozódhat az év során. A gyenge alapfolyamatok miatt számos jegybank esetén nőtt az emelkedő inflációval szembeni tolerancia, amivel összhangban huzamosabb ideig tarthatják fenn a laza monetáris kondíciókat.

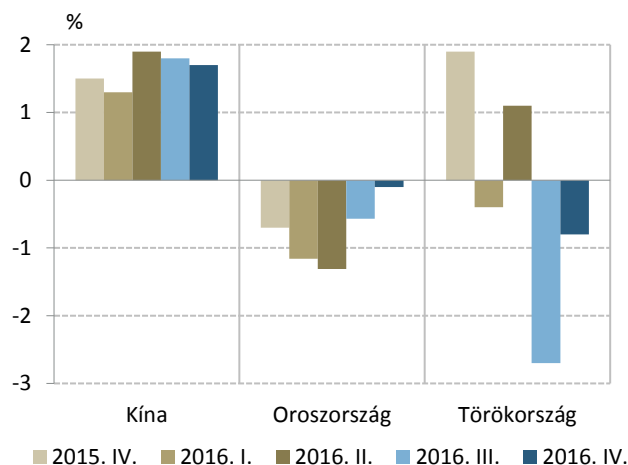
3-1. ábra: GDP negyedéves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok. Törökországban és Oroszországban elemzői várakozás.

Forrás: OECD, Rosstat, Turkish Statistical Institute, Bloomberg

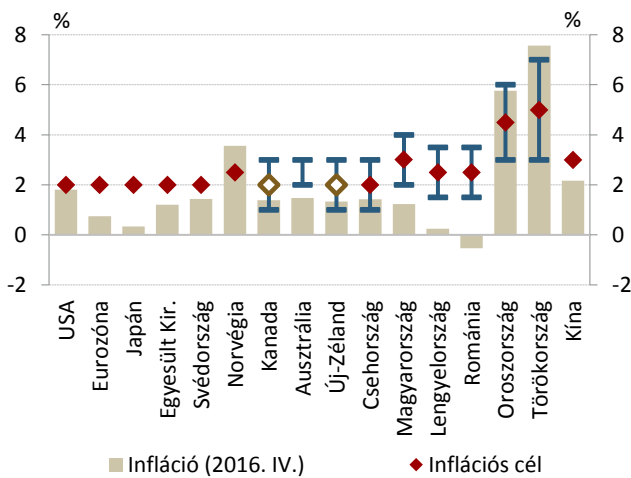
3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

Az Egyesült Államokban 2016 negyedik negyedében a növekedés üteme enyhén mérséklődött az előző negyedévhez képest. A háztartások fogyasztása, illetve beruházások bővültek, melyek ellensúlyozták a kormányzati kiadások mérséklődését. A növekedés előző negyedévhez képesti lassulása elsősorban az export visszafogottabb teljesítményéhez és a belső keresleti tételek bővülése miatt gyorsuló importhoz köthető. **Az Egyesült Királyság negyedéves növekedését az export, illetve a fogyasztás emelkedése magyarázta.** Az EU-ból való kilépés, illetve annak pontos körülményeinek tisztázatlansága továbbra is érdemben rontják a növekedési kilátásokat rövid és középtávon. **A japán gazdaság az előző negyedéssel megegyező ütemben bővült.** Az export és a kormányzati kiadások pozitívan járultak hozzá a növekedéshez, míg a lakossági fogyasztás stagnált (3-1. ábra).

A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasága 2016 utolsó negyedében éves összevetésben 6,8 százalékkal bővült. A növekedést a háztartások fogyasztása, a jelentős mértékű állami kiadások és a robusztus hitelezési folyamatok támogatták. Az elemzői várakozások szerint az orosz gazdaság tovább zsugorodhatott 2016 utolsó negyedében, míg Törökországban az előző negyedévi visszaesést követően pozitív tartományban alakulhatott a növekedés (3-2. ábra).

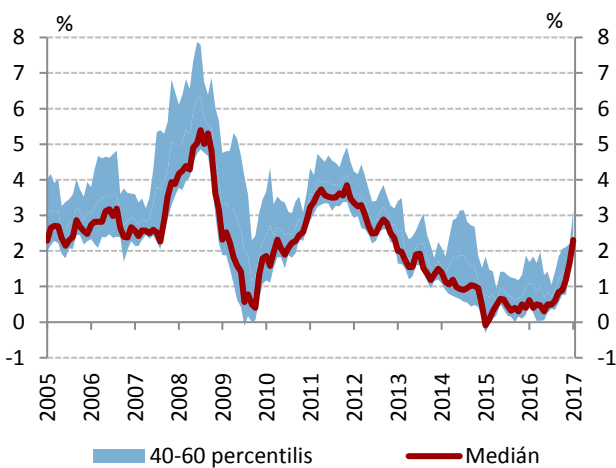
Az éves infláció jelentősen emelkedett mind a fejlett, mind a feltörekvő régióban, ami elsősorban – energiatételekhez kapcsolódó – bázishatáshoz köthető. Az elmúlt hónapokban az infláció több országban is a jegybanki célhoz közeli értéket ért el (3-3. ábra). A fejlett országok többségét ugyanakkor továbbra is negatív kibocsátási rés és mérsékelt inflációs alapfolyamat jellemzi.

A Fed döntéshozói márciusi ülésükön a realizált és várható munkaerőpiaci fejlemények és inflációs folyamatok figyelembevételével az irányadó ráta 0,75-1,00 százalékos sávra emeléséről döntöttek. A döntés összhangban volt az elemzői várakozásokkal. Az FOMC legtöbb tagja 2017-ben

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


Megjegyzés: A kék vonalak Ausztrália, Kanada és Új-Zéland esetében az inflációs célsávot jelölik, míg a többi ország esetében a cél körüli toleranciasávot. Kanada és Új-Zéland esetében hangsúlyos a sávközép, amit üres rombuszal jelöltünk.

Forrás: Központi bankok adatbázisa, OECD

3-4. ábra: Globális inflációs folyamatok


Megjegyzés: Százalékos változás az előző év azonos időszakához képest, 50 fejlett és fejlődő ország adatait figyelembe véve.

Forrás: OECD

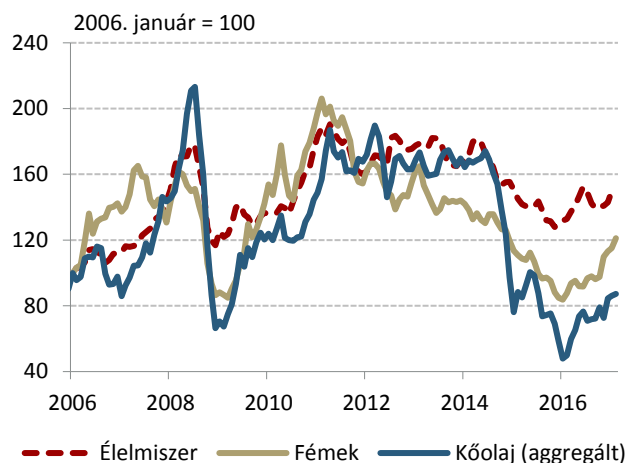
további két 25 bázispontos kamatemelést tart valószínűnek. Az EKB továbbra is rendkívül támogató monetáris politikája és a Fed kamatemelése miatt várhatóan tovább fokozódik a két jegybank kamatpályája közti divergencia. Az infláció és a munkanélküliségi ráta is a Fed kettős mandátumával összhangban alakul. A tengerentúli hozamok emelkedtek, a tőzszeindexek pedig historikusan magas szint közelében alakulnak.

A japán jegybank az elmúlt negyedévben nem változtatott a monetáris kondíciókon, a Mennyiségi és Minőségi Lazítási Programját továbbra is a 0 százalékos hosszú hozamokhoz igazítja. A jegybank fenntartotta a 80 ezer milliárd jen összegű éves vásárlási ütemét, és egy évvel meghosszabbította hitelezésőtönző programjait. Az inflációs cél túllövése mellett elköteleződés továbbra is a jegybanki kommunikáció része. A jegybank mérlegfőösszege az eszközvásárlások következtében tovább növekszik, 2017-ben már meghaladhatja a japán GDP 95 százalékát.

A Bank of England döntéshozói változatlanul hagyták a monetáris kondíciókat az elmúlt negyedév során. Márciusi ülésükön az irányadó kamattartása és a 2016 augusztusában bejelentett intézkedések változatlan formában történő folytatása mellett döntöttek. A döntéshozók megítélése szerint a monetáris politika nem akadályozhatja meg sem a brit gazdaság szükséges Brexit utáni alkalmazkodását, sem a reáljövedelmek következő években gyengébb növekedését. Amennyiben kamatemelésre kerül sor az árfolyamgyengülés inflációs hatása miatt, akkor gyengébb növekedés és magasabb munkanélküliség valósulna meg, ezért továbbra is megfelelőnek látták, ha az inflációs célt a szokásosnál hosszabb horizonton kívánják elérni. Várakozásuk szerint a 2018 elejére várt tetőzést követően az infláció fokozatosan közeledhet a célhoz.

A globális nyersanyagárak összességében emelkedést mutattak az elmúlt időszakban (3-5. ábra). A Brent és a WTI kőolaj átlagos hordónkénti világpiaci ára az év elején jelentős volatilitást mutatva 55 dollár körül alakult, majd március elején 50 dollár közelébe mérséklődött. Az árak tavaly év végi emelkedéséhez főként az OPEC tagországok által elfogadott és idén januárban életbe lépő termeléstkorlátozása járult hozzá, míg az elmúlt hetekben megfigyelhető árcsökkenést elsősorban a kínálat mérséklődése ellenére rekordszintre emelkedő amerikai nyersolajkészletek magyarázzák. Az elmúlt időszakban az élelmiszerárak és a fémek ára is emelkedett. Utóbbi jelentős emelkedését Kína kínálat szűkítő intézkedései és az új amerikai adminisztráció által bejelentett infrastrukturális

3-5. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása



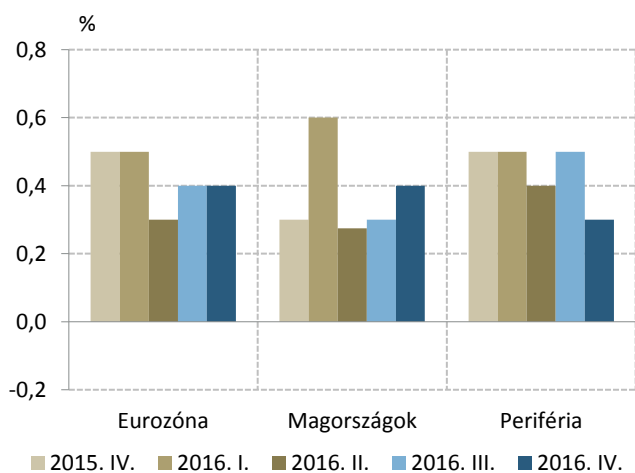
Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árakból számítva.

Forrás: IMF

beruházásokhoz köthető gyorsabban bővülő keresletre vonatkozó várakozások okozták.

Az elmúlt 3 hónap folyamán alapvetően kedvező hangulat jellemezte a globális pénz- és tőkepiacokat. A piaci mutatókra Donald Trump januári elnöki beiktatása és a bejelentett első intézkedései mellett a Brexittel kapcsolatos hírek, a Fed döntéshozóinak kommunikációja és az európai (francia, német, holland) választások fejleményei gyakoroltak döntően hatást. Kedvező piaci fogadtatása volt az új amerikai adminisztráció adóreformmal és deregulációval kapcsolatos kommunikációjának, ugyanakkor kedvezőtlenül hatottak a piacokra a protekcionista kereskedelem-politikai lépések, valamint a bevándorláskorlátozással kapcsolatos intézkedések. A Brexit kapcsán angol vezetői nyilatkozatok hangzottak el arról, hogy Nagy-Britannia véglegesen és teljesen elhagyja a közös piacot és valószínűleg a vámuniót is, ennek ellenére számos területen továbbra is fenn kívánják tartani az európai partnerekkel a korábbi jó viszonyt. A parlament jóváhagyását követően megnyílt a lehetőség a Brexit EU felé történő hivatalos bejelentésére. A Fed kamatpályája feljebb toldott és a korábbiakkal ellentétben március elejétől már szinte biztosan árazta a piac a március közepi kamatemelést. A kamatlépést követően ugyanakkor enyhén mérséklődtek a kamatemelési várakozások. Több piaci elemző megítélése szerint is globális inflációs trendforduló lehet kibontakozóban, melyet a tényinflációban bekövetkező, döntően bázishatások miatti emelkedése is megerősít. A meghatározó jegybankokkal kapcsolatos kamatvárakozások is feljebb toldottak, ami részben az inflációs folyamatok beárzolt monetáris politikai reakciójára utal. Az alapfolyamatok azonban továbbra is visszafogott szinteken tartózkodnak, így jelenleg még kérdéses a globális infláció középtávú alakulása.

3-6. ábra: GDP negyedéves változása az eurozónában



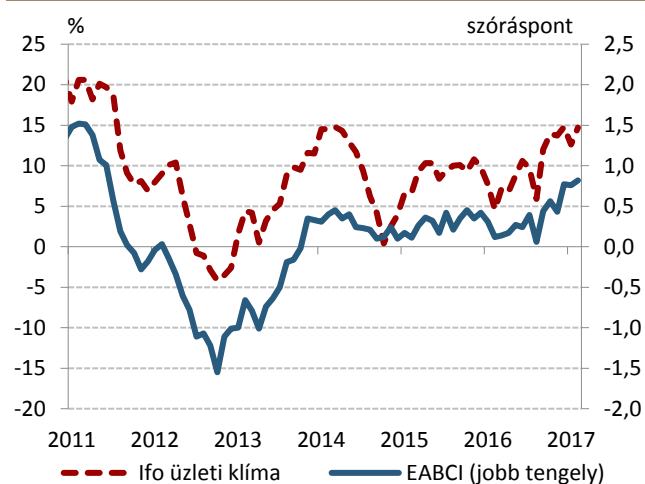
Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok, GDP-vel súlyozott átlag. Periféria (Portugália, Olaszország, Görögország, Spanyolország), Magországok (Belgium, Németország, Franciaország, Hollandia, Ausztria).

Forrás: Eurostat

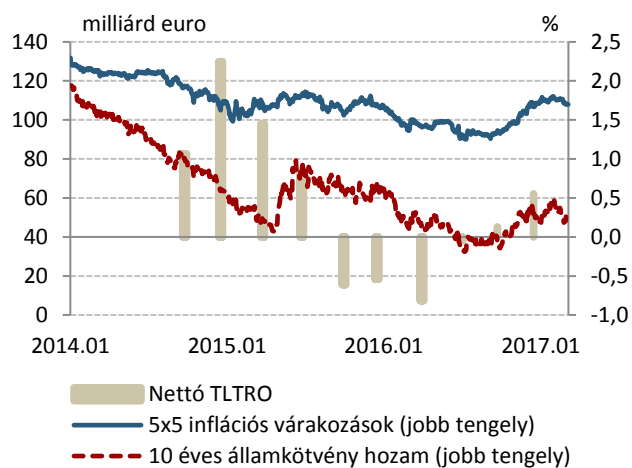
A főbb kockázati mutatók csökkenést mutattak, a VIX index 1,4 százalékponttal csökkent, a kötvénypiaci kockázati mutatók (MOVE Index, EMBI Global felár) is mérséklődtek. A részvényindexek tovább emelkedtek a kedvező hangulatban, az amerikai indexek új csúcsokat értek el. A kötvénypiacon inkább a hosszú hozamok emelkedése volt jellemző. Az elmúlt negyedévben a dollár gyengülést mutatott, amely részben a korábbi erősödés korrekciójaként is értelmezhető. A régiós devizák az euróhoz képest is erősödést mutattak, a feltörekvő devizák közül a török líra országspecifikus gyengülése emelhető ki.

3.1.2. Az eurozóna folyamatai

2016 negyedik negyedévében az előző negyedévhez hasonló mértékben folytatódott az eurozóna növekedése (3-6. ábra). A bővüléshez jellemzően a belső keresleti tételek

3-7. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása


Forrás: Európai Bizottság, Ifo

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


Forrás: Bloomberg

– lakossági és kormányzati fogyasztás, beruházások – járultak hozzá leginkább. Mind a legfontosabb kereskedelmi partnerünknek számító német, mind a francia gazdaság bővülése gyorsult a negyedik negyedévben. Az eurozóna növekedését továbbra is jelentős lefelé mutató kockázatok övezik, amik többek közt a brit referendum hatásaihoz, a bankszektor stabilitásához, illetve a közelgő választásokat övező bizonytalanságokhoz köthetők.

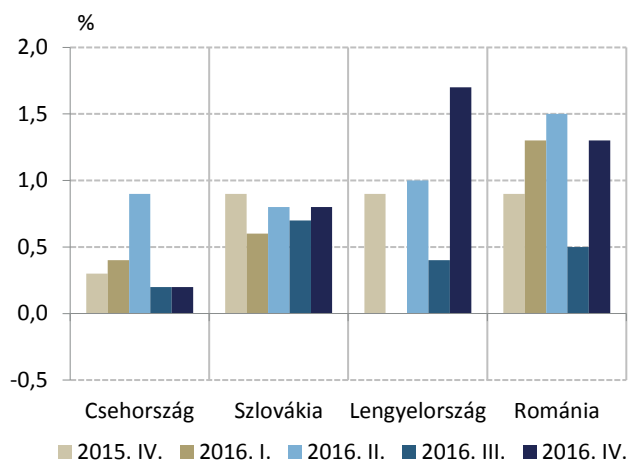
A perifériaországok növekedési üteme mérséklődött az előző negyedévhez viszonyítva. A periféria országainak bővülését szintén a belső keresleti tényezők határozták meg az elmúlt időszakban. A görög gazdaság negyedéves alapon zsugorodott, a visszaesés a kormányzati kiadások és a külső kereslet mérséklődéséhez köthető.

Az előretekintő konjunktúraindikátorok enyhe emelkedést mutattak az elmúlt időszakban (3-7. ábra). Az euroövezet kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EABCI) javult, míg a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) lényegében nem változtak. Historikus összevetésben mindkét mutató magas szinten áll.

Az infláció – hasonlóan a globális folyamatokhoz – az eurozónában is emelkedett az elmúlt negyedévben, mely elsősorban az olajár változásához, illetve bázishatásokhoz volt köthető. A fogyasztói árak emelkedése már Olaszországban is pozitív ütemű, Németországban pedig meghaladta a 2 százalékos célértéket. Az eurozónában az 5 év múlva kezdődő 5 éves inflációs várakozások januárban átmenetileg megemelkedtek, márciusra ugyanakkor enyhén mérséklődtek. Az inflációs várakozások továbbra is elmaradnak az EKB inflációs céljától (3-8. ábra).

Az EKB Kormányzótanácsa márciusi ülésén nem változtatott a kamatokon. A Kormányzótanács továbbra is arra számít, hogy az EKB irányadó kamatai tartósan és a nettó eszközvásárlások horizontjánál jóval tovább a mostani vagy ennél alacsonyabb szinteken tartózkodnak. Az eszközvásárlási program keretei között áprilistól kezdve a jelenlegi 80 helyett 60 milliárd euro értékben vásárol az EKB értékpapírokat. Mario Draghi a döntést követő sajtótájékoztatóján elmondta, hogy bár az elmúlt hónapokban az infláció érezhetően gyorsult, az alapfolyamatok továbbra is gyengék, ezért továbbra is szükség van a támogató monetáris politikára, amíg meg nem bizonyosodnak az inflációs cél középtávú eléréséről.

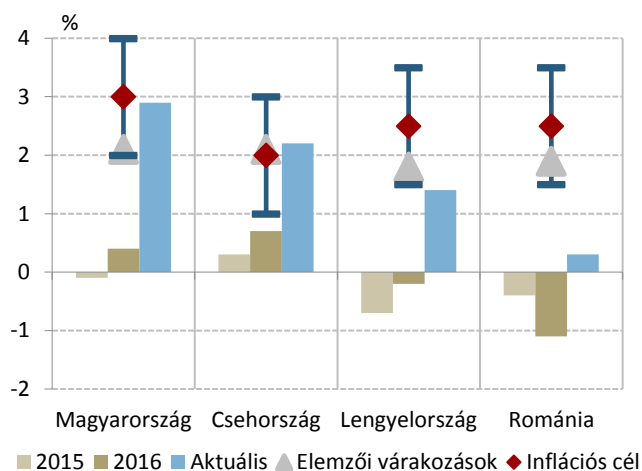
3-9. ábra: GDP negyedéves változása a kelet-közép-európai országokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat, OECD

3-10. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások



Megjegyzés: Az elemzői várakozások 2017 végére vonatkoznak.

Forrás: Bloomberg, KSH

3.1.3. A kelet-közép-európai régió folyamatai

A kelet-közép-európai régió változatlanul dinamikus bővülést mutatott és a korábbi időszakhoz képest gyorsult a növekedés (3-9. ábra). Lengyelországban és Romániában a dinamikus bővüléshez a belső fogyasztás élénkülése járult hozzá. Csehországban nem változott, Szlovákiában pedig enyhén gyorsult a növekedés üteme, ami elsősorban az ipar növekedéséhez köthető.

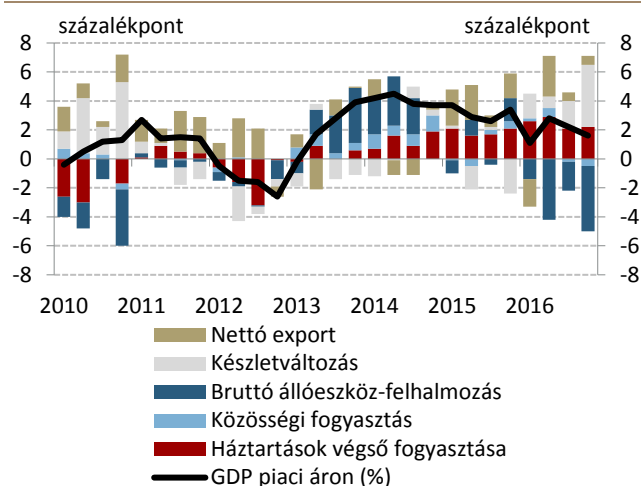
Bázishatások és az emelkedő olajárak nyomán az infláció a régióban is érdemben emelkedett (3-10. ábra). Az alapfolyamatot megragadó mutatók ugyanakkor továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek.

A kelet-közép-európai országok jegybankjai fenntartották a laza monetáris kondíciókat a makrogazdasági folyamatokkal összhangban. A lengyel jegybank döntéshozói szerint az infláció év eleji emelkedését követően az árnövekedés stabilizálódik a következő negyedekben. Figyelembe véve a várhatóan átmeneti hatásokat, valamint a visszafogott belső keresleti nyomást, a döntéshozók egyetértettek abban, hogy az infláció tartós cél fölé emelkedésének kockázata középtávon alacsony. A cseh jegybank az árfolyamkorlát eltörlését 2017 közepére tervezi, de a kivezetés pontos időpontja az inflációs cél elérésének megfelelően változhat. A jegybank várakozása szerint az infláció előretekintve tovább emelkedik a toleranciasáv felső részébe, majd a monetáris politikai horizont végén a 2 százalékos cél közelébe ér. A román jegybank legutóbbi Inflációs jelentése szerint az infláció a korábbi előrejelzésnél csak lassabban emelkedik a cél felé az új, kínálatoldali (egyes biztosítási, illetve egyéb díjak árcsökkenései) dezinflációs hatások miatt.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

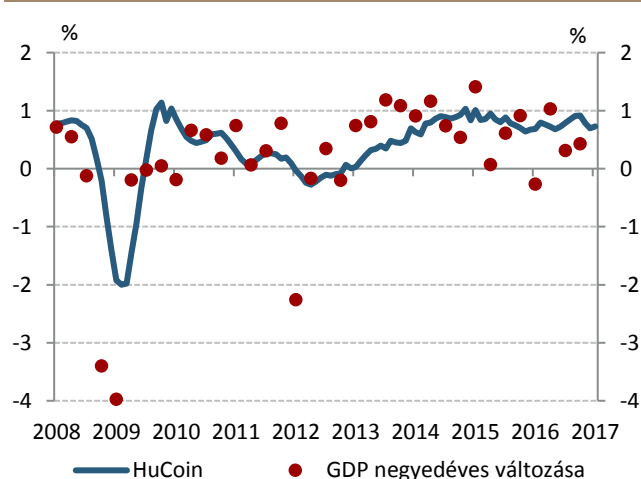
A KSH adatközlése alapján 2016 negyedik negyedévében a bruttó hazai termék 1,6 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves összevetésben 0,4 százalékkal bővült a GDP volumene. A tavalyi év végén a hazai gazdaság növekedése a korábbi évekhez képest visszafogottabban alakult, amit elsősorban átmeneti hatások magyaráznak. A növekedés lassulását a várttól elmaradó költségvetési impulzus, az EU-s forrásból megvalósított beruházások visszaesése, valamint az ipari termelés visszafogottabb teljesítménye magyarázta. A növekedést változatlanul elsősorban az érdemben bővülő lakossági fogyasztás támogatta. 2016 év egészében a hazai GDP – a KSH adatközlése alapján – 2 százalékkal bővült, amit a termelési oldalon a mezőgazdaság és a szolgáltatások, a felhasználási oldalon a dinamikusabban bővülő fogyasztás támogatt.

3-11. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



Forrás: KSH

3-12. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



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

Forrás: KSH, MNB-számítások

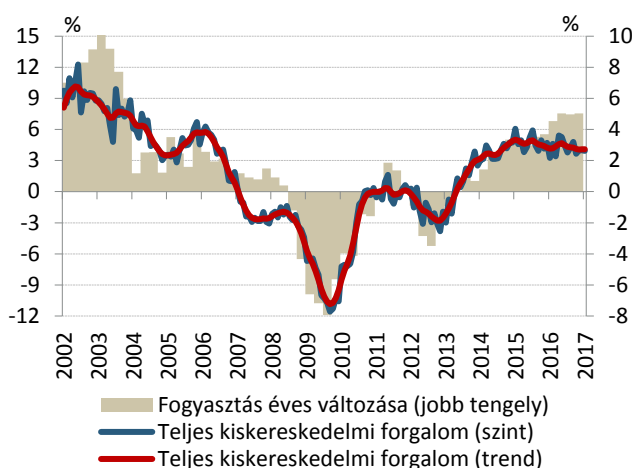
A KSH közlése alapján 2016 negyedik negyedévében a bruttó hazai termék 1,6 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves összevetésben 0,4 százalékkal bővült a GDP. A mérsékelt növekedés hátterében elsősorban az uniós forrásból megvalósuló beruházások elmaradása, a vártnál gyengébb költségvetési impulzus és az ipar visszafogott teljesítménye állt (3-11. ábra). A hazai gazdaság középtávú kilátásait tükröző HuCoin-indikátor alakulása alapján a konjunkturális alapfolyamatok stabilan alakultak az elmúlt hónapokban (3-12. ábra).

2016 negyedik negyedévében a növekedés továbbra is elsősorban az érdemben bővülő lakossági fogyasztáshoz kötődött. A háztartások fogyasztási kiadásának növekedését a javuló reáljödvelmi alapfolyamatok, valamint a fogyasztási hajlandóság emelkedése egyaránt támogatta. A fogyasztás emelkedését a kiskereskedelmi forgalom 2016 egésze során tapasztalható stabil bővülése is alátámasztja. A kiskereskedelmi értékesítések volumene 3,3 százalékkal emelkedett a negyedik negyedévben az előző év azonos időszakához képest, a termékek széles körében figyeltük meg az eladások élénkülését (3-13. ábra). A historikus összevetésben is magas szinteket elérő fogyasztói bizalmi indikátorok is a fogyasztás szintjének dinamikus emelkedésére utalnak. A háztartási szektor gazdasági helyzetértékelésének javulása többek között a magas helyreállítási potenciállal bíró tartós termékek vásárlásának élénkülésében is megjelent.

Az elmúlt negyedévben a korábban visszafogott hitelkereslet is élénkülést mutatott, így 2016 végére megállt a háztartási hitelezés éveken át tartó leépülése, és csökkent a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása. A hitelintézetek háztartási hiteltranzakcióinak összege 67 milliárd forintot tett ki a negyedik negyedévben, melynek eredményeképp negyedéves összevetésben a nettó hitelflow már pozitív értéket mutatott.

A pozitív tranzakciókban jelentős szerepet játszott a lakossági hitelfelvételek és törlesztések egyenlegének javulása mellett az önálló vállalkozók által felvett hitelek

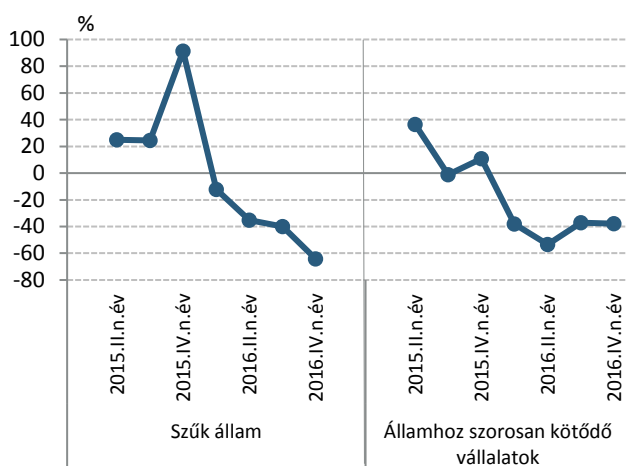
3-13. ábra: A teljes kiskereskedelmi forgalom és a fogyasztás volumenének alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok, éves változás.

Forrás: KSH, MNB-számítások

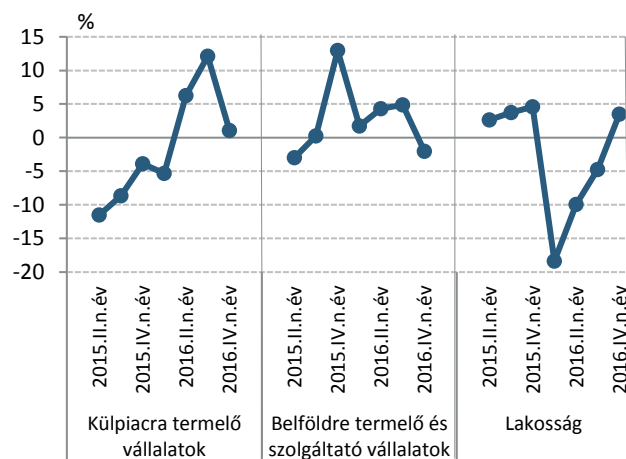
3-14. ábra: Államhoz kapcsolódó beruházások



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: KSH

3-15. ábra: Nem államhoz kapcsolódó beruházások



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: KSH

átmeneti és nagymértékű bővülése. Az új szerződéskötések volumene éves átlagban 50 százalékkal nőtt, ezen belül az új lakáshitelek kihelyezése 42 százalékkal, a személyi kölcsönöké 61 százalékkal bővült. A háztartási hitelkereslet bővülése a lakás- és a fogyasztási célú hitelek esetében egyaránt megfigyelhető volt, az utóbbi termékörben a tartós fogyasztási cikkek, különösen a gépjárművek iránti keresletélénkítés is meghatározó lehetett. A háztartási hitelezés alapfolyamatainak élénkülését az alacsony kamatkörnyezet és a reálbérek növekedése mellett a Családi Otthonteremtési Kedvezmény is támogatja.

Az elmúlt időszakhoz hasonlóan a belső kereslet élénkülésével összhangban a piaci szolgáltatások a negyedik negyedévben is érdemben támogatták a gazdasági növekedést. A kereskedelem-gépjárműjavítás-vendéglátás ágazat emelkedését az alágazatok széles körének bővülése magyarázta. A vendéglátás és turizmus alágazatok teljesítménye érdemben bővült a negyedik negyedévben. A vendégéjszakák számának jelentős, éves összevetésben közel 12 százalékos bővülését tapasztaltuk a negyedik negyedévben. A belföldi turisztikai kereslet élénkülését támogatja a háztartások javuló jövedelmi helyzete, azonban a vendégéjszakák számához a külföldi vendégek is érdemben hozzájárultak. A piaci szolgáltatások közül egyedül a pénzügy és biztosítás alágazat hozzáadott értéke mérséklődött az előző év azonos időszakához viszonyítva.

A háztartási fogyasztás jelentős élénkülését kismértékben ellensúlyozta a közösségi fogyasztás, valamint a kormányzattól kapott természetbeni juttatások egyidejűleg tapasztalt csökkenése, így összességében a végső fogyasztás növekedési ütemének lassulását tapasztaltuk. A végső fogyasztás a lassulás ellenére továbbra is érdemben támogatta a hazai gazdasági növekedést.

2016 negyedik negyedévében 24,1 százalékkal csökkentek a nemzetgazdasági beruházások, amit elsősorban az európai uniós források tavalyi évtől elmaradó volumene magyarázott. Az egyes szektorok teljesítménye továbbra is eltérő módon alakult. Folytatódott az állami (egészségügy, közigazgatás, oktatás) és az állami szektorhoz szorosan kötődő ágazatok (energetika, vízellátás, szállítás) beruházásainak jelentős visszaesése, összhangban az uniós forrásokból megvalósuló beruházások elmaradásával (3-14. ábra). A visszafogott beruházási aktivitással párhuzamosan az építőipar kibocsátása a folyamatos javulás ellenére sem érte el az előző év azonos időszakában regisztrált szintet. A vállalatok beruházási aktivitása enyhén emelkedett a külpiacra termelő vállalatok esetében a negyedik negyedévben, amit a feldolgozóipari beruházások érdemi

3-16. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



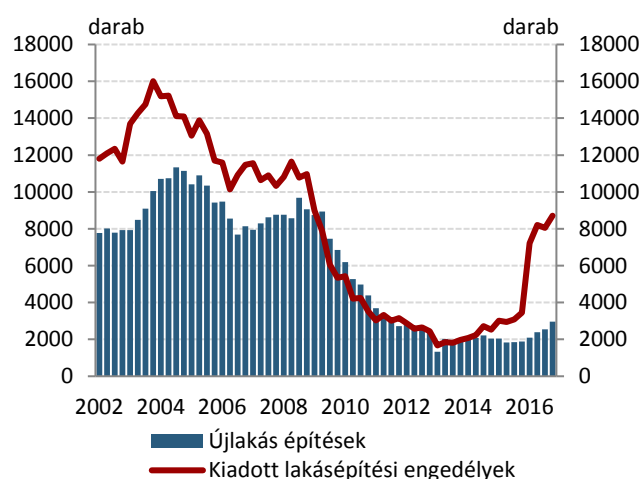
Megjegyzés: A vállalati szektor időszora tranzakciók alapján. A kkv-idősor a 2013. negyedik negyedétől becsült tranzakciók alapján készült.

Forrás: MNB

bővülése támogatott. A belföldre termelő és szolgáltató vállalatok beruházási aktivitása mérséklődött, melyhez elsősorban az építőipar, a vendéglátás és az információ-kommunikációs ágazatok beruházásainak csökkenése járult hozzá (3-15. ábra).

A teljes vállalati hitelállomány a válság óta nem tapasztalt mértékben, több mint 4 százalékkal növekedett 2016 egészében. A vállalati hitelállomány közel 120 milliárd forinttal bővült 2016. negyedik negyedében a folyósítások és törlesztések egyenlegként, ezzel éves összevetésben 4,1 százalékkal emelkedett a nem pénzügyi vállalatok hitelezése tranzakciós alapon. Az éves emelkedéshez főleg a forinthitelek volumennövekedése járult hozzá, és a Növekedési Hitelprogram forinthitelezése mellett a piaci alapú forinthitelezés élénkülése is folytatódott. A belföldi keresletre jobban ráutalt kkv-szegmens hitelezésének bővülése 8 százalék volt éves összevetésben. A kis- és mikrovállalatok hitelkínálati korlátain a bankok egynegyede enyhített, és a bankok – különösen a hosszú lejáratú hitelek iránti – hitelkereslet bővülését várják a következő fél évben (3-16. ábra).

3-17. ábra: Az újlakás építések és építési engedélyek alakulása

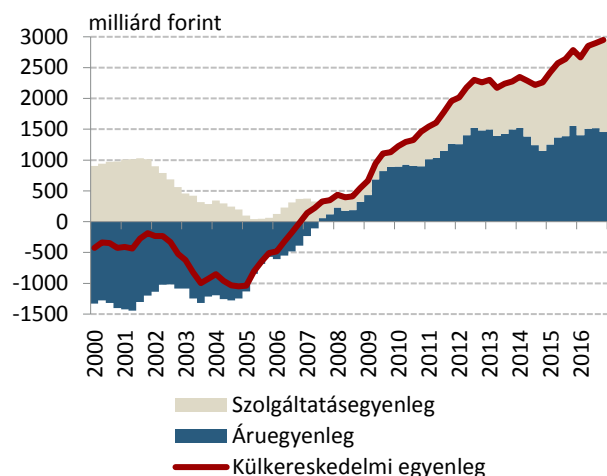


Forrás: KSH

A lakossági beruházási aktivitás tovább emelkedett a negyedik negyedévben. Az átadott újépítésű lakások száma jelentősen megugrott, valamint folytatódott a kiadott építési engedélyek számának érdemi bővülése (3-17. ábra). Az átadott új lakások száma közel 60 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, összhangban a már korábban kiadott építési engedélyek számottevő bővülésével. A továbbra is bővülő építési engedély szám az év egészében közelítette a válság előtti szintjét, és közel tízezer új lakás épült a tavalyi év során. Az összesített lakáspiaci adatok alapján azonban a tranzakciók száma a tavalyi év magas bázisa következtében elmaradt az előző évitől. **Az élénk kereslet hatására tovább emelkedő lakásárak meghaladták a válság előtti szintjüket** az MNB lakásárindexe alapján. Az áremelkedés üteme a használt lakások piacán töretlen, az új lakások esetében azonban lassult a kínálat oldali alkalmazkodás beindulásával összhangban.

A nettó export pozitívan járult hozzá a hazai GDP növekedéséhez a negyedik negyedévben. Az áruexport teljesítménye érdemben lassult az előző év azonos időszakához képest, összhangban a gép és járműgyártás alágazatok mérsékelt kibocsátásából fakadóan visszafogott ipari termeléssel. A termelés volumene mellett az értékesítés is elmaradt az előző évitől ezekben az ágazatokban. A termékek exportjának lassulásával egy időben az árubehozatal bővülése is mérséklődött éves összevetésben, mely elsősorban a beruházási aktivitás

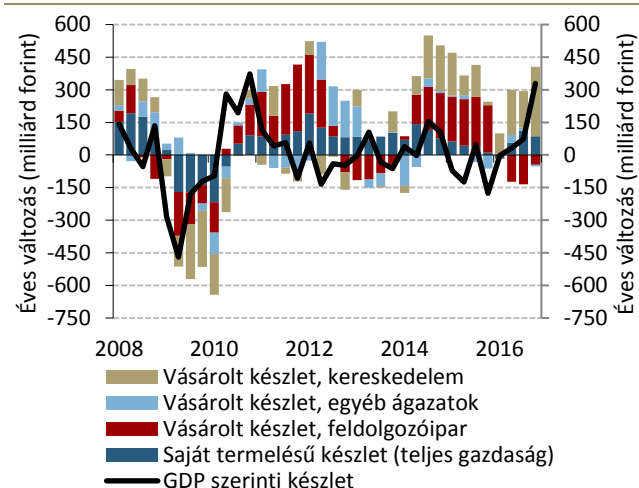
3-18. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



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

Forrás: KSH

3-19. ábra: A készletváltozás folyó áron



Forrás: KSH

gyengülésével magyarázható. Az árubehozatal növekedési ütemének lassulását a fogyasztási javak élénkülő importja tompította.

A külkereskedelmi áruforgalomban tapasztalt lassulással egyidejűleg a szolgáltatás-export tovább bővült, míg a szolgáltatás-import csökkent a negyedik negyedévben. Összességében a szolgáltatások egyenlege, és a külkereskedelmi többlet egyaránt támogatta a hazai GDP növekedését 2016 utolsó negyedévében. A tavalyi évre vonatkozó adatok alapján a hazai külkereskedelmi szektor súlya fokozatosan bővül a globális szolgáltatás-kereskedelmen belül. 2016 harmadik negyedévében romlott a cserearány az előző év azonos időszakához képest, elsősorban a fokozatosan emelkedő nyersanyagáraknak köszönhetően. A cserearány-romlás, valamint a nettó külkereskedelmi volumen egyidejű lassulása egyaránt hozzájárult a külkereskedelmi többlet 2016 negyedik negyedévében tapasztalt mérséklődéséhez (3-18. ábra).

Éves összevetésben a mezőgazdasági kibocsátás érdemi bővülése támogatta a negyedik negyedéves GDP növekedést, az elmúlt évek átlagát jelentősen meghaladó termésátlagokkal összhangban.

A készletek felhalmozása a tavalyi év során jelentősen támogatta a hazai gazdasági növekedést, ami elsősorban a kereskedelemben és az ipari termelők körében tapasztalt készletfelhalmozáshoz, valamint a kedvező mezőgazdasági teljesítményhez köthető. A visszafogott ipari exportértékesítések és a magas gépimport volumen alapján a tavalyi év végén részben készletre termelt az ipari szektor, ami hozzájárult a készletek szintjének jelentős mértékű emelkedéséhez (3-19. ábra).

3-1. keretes írás: A mezőgazdasági termelés várható alakulása

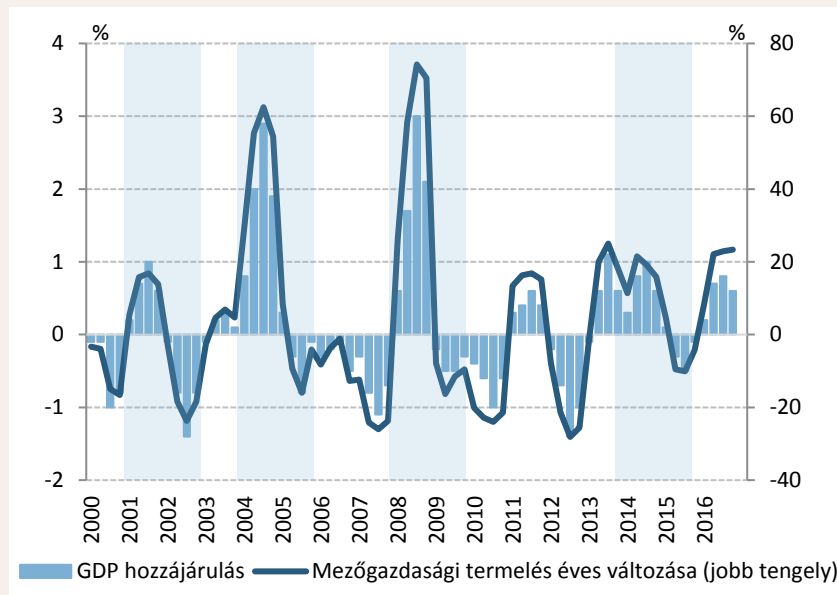
A 2016-ban az agrár kibocsátás historikus összevetésben is kiemelkedő teljesítménye érdemben hozzájárult a hazai gazdasági növekedéshez. A mezőgazdasági kibocsátásban legnagyobb súlyt képviselő növénytermesztés (61,7 százalék) esetében több fontos növénykultúra termése megközelítette vagy meg is haladta az utóbbi húsz évben mért maximumát. Ezek a növények (kukorica, búza, napraforgó, árpa, repce) a teljes mezőgazdasági kibocsátás közel felét adják, így ingadozásuk az agrárium egészének hozzáadott értékét is jelentősen befolyásolja.

A mezőgazdasági termelés jelentős részét adó növények mindegyike esetében bővült a betakarított termés 2016-ban, a legjelentősebb éves növekedést a kukorica (+32,8 százalék), a napraforgó (+21,6 százalék), repce (+49,5 százalék), illetve az árpa (+14,1 százalék) mutatták. Utóbbi három növény esetében a 2016-os termés az elmúlt húsz évben mért legmagasabb termést jelentette.

Az agrárium hozzáadott értéke a jelenlegi információk alapján **2017-ben elmaradhat a tavalyi évtől, így az ágazat gazdasági növekedéshez való hozzájárulása negatív lehet.** A kiemelt fontosságú növénykultúrákról a korábbi tapasztalatok alapján elmondható, hogy éves termésük nagy volatilitás mellett, a megelőző négy évben mért átlaguk felé tart, így a **kiemelkedő teljesítményű évek után** – mint amilyen a 2016-os is volt – **gyakori a nagymértékű visszaesés** (3-20. ábra). 1996 óta hat kiugró teljesítményű (0,5 százalékpont, vagy azt meghaladó mértékű volt az agrárium növekedési hozzájárulása) év után öt

alkalommal, átlagosan a kiemelkedő év növekedési hozzájárulásának 70 százalékát kitevő mértékű visszaesés volt tapasztalható. Historikus adatokon végzett becsléseink alapján **az adott évi gabonatermés jellemzően a megelőző négy év átlagával közelíthető a legjobban**. Az átlaghoz való visszahúzás következtében az elmúlt négy év átlaga közeli termésmennyiség esetén **a főbb gabonafélék idei termése érdemben elmaradhat a tavalyi magas szintjétől**. A legnagyobb súllyal rendelkező kukoricatermés 22 százalékkal, a búzáé több mint 12 százalékkal esne vissza a tavalyi évhez viszonyítva.

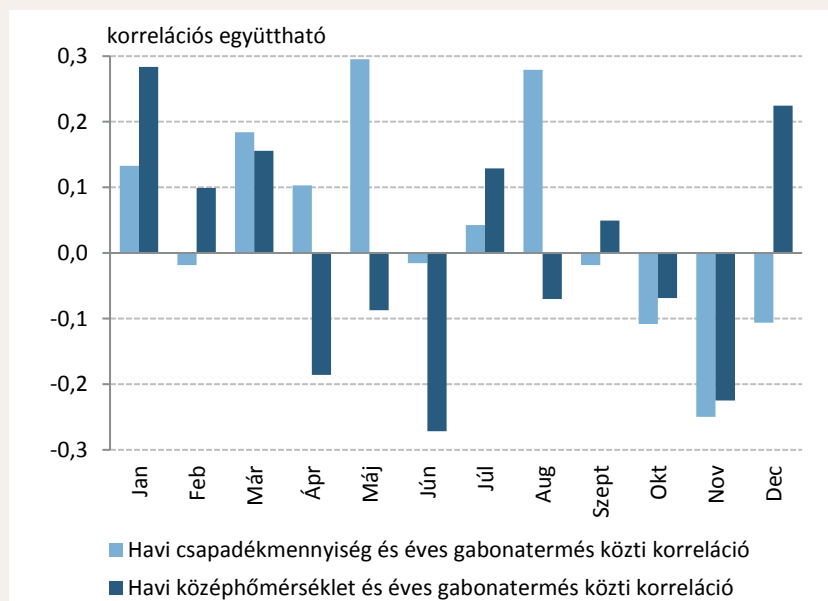
3-20. ábra: A mezőgazdaság hozzájárulása a GDP-növekedéshez és a mezőgazdasági termelés alakulása



Forrás: KSH

A termésátlaghoz való visszahúzás mellett az év elején tapasztalt fagyok is jelentősen befolyásolhatják a mezőgazdasági termelést. 2017 januárjában az elmúlt évtizedek egyik legalacsonyabb havi középhőmérsékletét regisztrálták. **Így az alacsony januári középhőmérséklet visszafoghatja az idei évi gabonatermést, azonban ennek mértéke az év elején még nehezen megítélhető** (3-21. ábra).

3-21. ábra: A havi középhőmérséklet és az éves gabonatermés közti korreláció



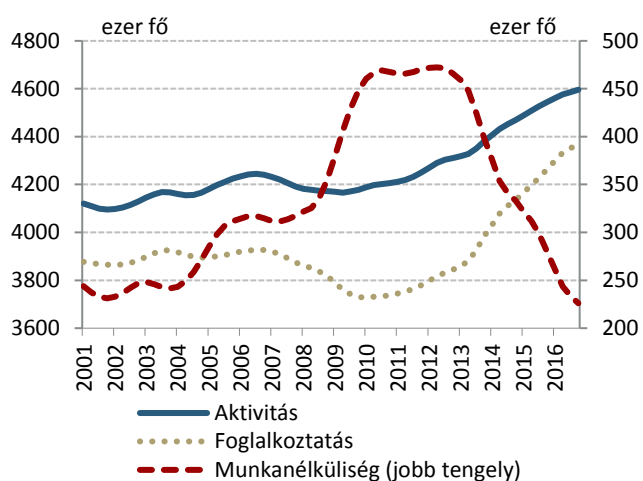
Forrás: MNB-számítás

Össességében a termésátlaghoz való visszahúzás (technikai hatás) és a januári fagyok következményeként a 2017-es mezőgazdasági termelés várhatóan lassíthatja a gazdasági növekedést.

3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

2016 negyedik negyedében folytatódott a foglalkoztatás erőteljes bővülése. Az egész évet tekintve a növekedés 3,4 százalék volt. A dinamikus emelkedéshez a feldolgozóipar és a piaci szolgáltató szektor is jelentősen hozzájárult. A munkaerőpiac folyamatos feszesedésével a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 4,5 százalékra csökkent a negyedik negyedében.

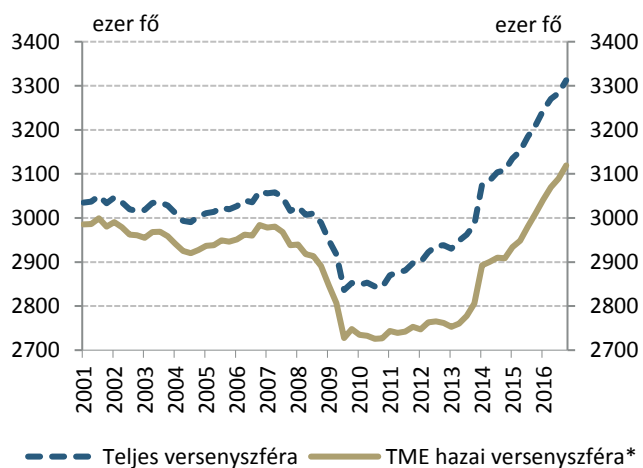
3-22. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Szezonális mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3-23. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása



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

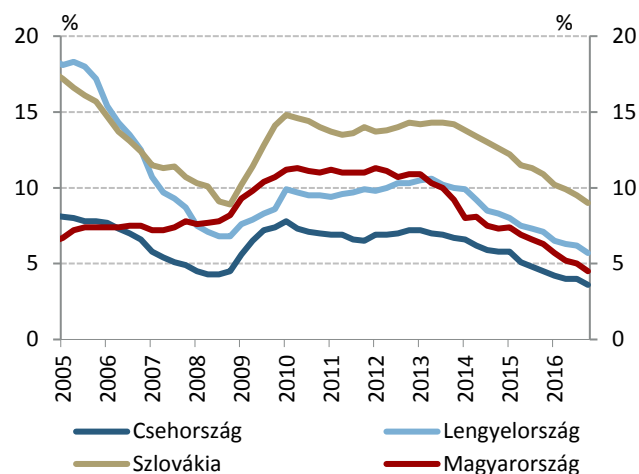
Forrás: KSH, MNB

2016 utolsó negyedében tovább nőtt az aktivitás (3-22. ábra), a 15–74 éves korosztályra vonatkozó aktivitási ráta elérte a 61,5 százalékot. A 15–64 éves népességben az aktívak aránya 70,7 százalékot tett ki.

Folytatódott a nemzetgazdasági foglalkoztatottság erőteljes emelkedése, amihez a verseny- és az állami szférában dolgozók növekvő száma egyaránt hozzájárult. Az állami szférán belül a közfoglalkoztatáson kívüli foglalkoztatottság bővülése volt meghatározó.

A versenyszférán belül mind a feldolgozóipar, mind a piaci szolgáltató szektor esetében számottevő bővülést figyelhettünk meg. A külföldi telephelyen dolgozók létszáma gyakorlatilag nem változott. Nőtt a ledolgozott munkaóratömeg, valamint a túlórák száma is, mely arra utal, hogy a vállalatok intenzív oldalon is alkalmazkodtak a feszes munkaerőpiaci környezethez. Összességében így a **teljes munkaidő egyenértékes létszám a versenyszféra foglalkoztatottságánál magasabb ütemben emelkedett** (3-23. ábra).

3-24. ábra: Munkanélküliségi ráták alakulása a régióban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat

A régiós országokhoz hasonlóan a historikusan alacsony munkanélküliség tovább csökkent a negyedik negyedévben, a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 4,5 százalékra mérséklődött (3-24. ábra). Mind a nem támogatott betöltetlen álláshelyek száma, mind pedig a nem támogatott új álláshelyek száma kis mértékben csökkent az előző negyedévhez képest. A versenyszféra üres álláshelyek száma érdemben nem változott, melyen belül a szolgáltató szektor üres álláshelyei nőttek, míg a feldolgozóiparban enyhén csökkentek. A különböző statisztikákból számolt feszességi mutatók alapján a munkaerőpiac feszessége historikus csúcson alakult.

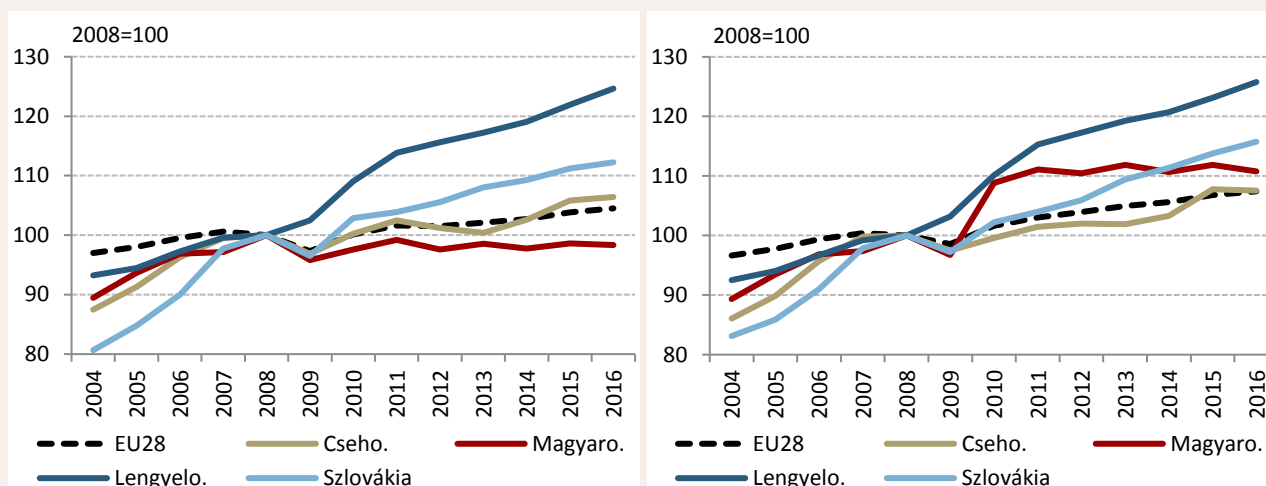
3-2. keretes írás: A hazai termelékenység régiós összehasonlítása

A termelékenység azt a hatékonyságot fejezi ki, amellyel a termelési tényezőkből kibocsátás jön létre. A termelékenység legelterjedtebb mérőszáma a **munkatermelékenység**, amely az egy munkavállalóra (vagy az egy munkóra) jutó kibocsátást mutatja. Egy másik, a termelékenység átfogóbb mérésére szolgáló mutató a **teljes tényezőtermelékenység** (TFP), amely a munkán kívül a tőkét is figyelembe veszi a termelési folyamat értékelése során. Ebben a keretes írásban a magyar gazdaság termelékenységének utóbbi években megfigyelt alakulását vizsgáljuk, összehasonlítva a visegrádi országokban (Csehország, Lengyelország, Szlovákia) tapasztalt folyamatokkal.

A reál GDP és a foglalkoztatottság alakulásának eredőjeként számított munkatermelékenység alakulásában a válságot követően számottevő visszaesés történt (3-25. ábra, bal panel). **Az egy főre jutó munkatermelékenység 2010–2011-ben újra emelkedésnek indult, azóta azonban érdemben nem változott, jelenleg még mindig a válság előtti szint alatt tartózkodik.** Ezzel szemben a többi visegrádi országban az egy főre jutó termelékenység az utóbbi években újból tartós növekedésnek indult, és jelenleg érdemben meghaladja a válság előtti szintjét.

Érdeemes megvizsgálni azt is, hogy a hozzáadott érték előállításában foglalkoztatottak ténylegesen hány órát dolgoznak. Az egy munkóra jutó termelékenység hazánkban a válság utáni visszaesést követően, 2010–2011-ben érdemben a válság előtti szint fölé emelkedett (a válságot követően a vállalatok munkaerőkereslete eltolódhatott a részmunkaidős foglalkoztatás felé), az azóta eltelt években azonban nem nőtt tovább (3-25. ábra, jobb panel). A többi visegrádi országban az egy munkóra jutó termelékenység az elmúlt években fokozatosan javult, jelenleg meghaladja a válság előtti szintjét.

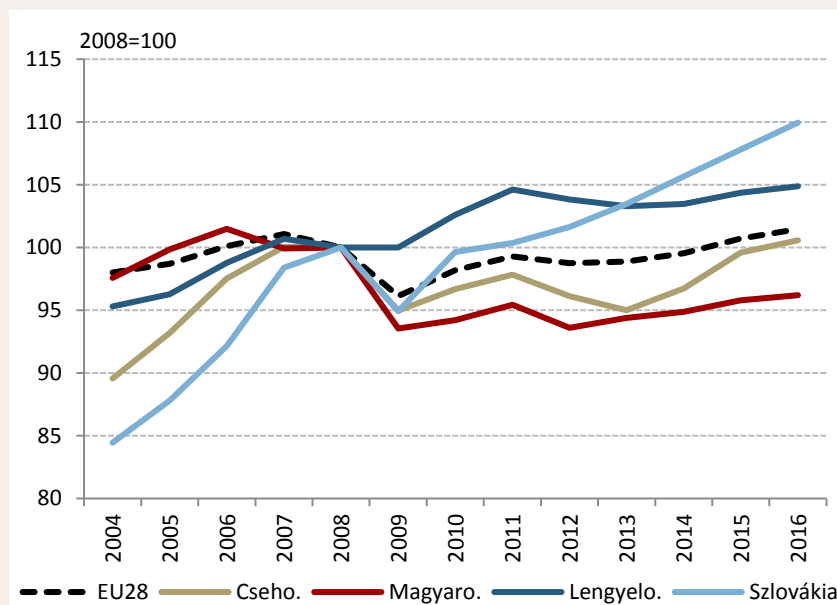
3-25. ábra: Az egy munkavállalóra (bal oldali ábra) és az egy munkaórára (jobb oldali ábra) jutó reál munkatermelékenység alakulása a visegrádi országokban



Forrás: Eurostat

A munkatermelékenységhez hasonlóan a teljes tényezőtermelékenységet is negatívan érintette a válság, kismértékű növekedés csak az utóbbi években indult meg, emiatt **a TFP még jóval a válság előtti szint alatt helyezkedik el** (3-26. ábra). Csehországban elérte, míg Szlovákiában és Lengyelországban már érdemben meghaladta a válság előtti szintet a teljes tényezőtermelékenység.

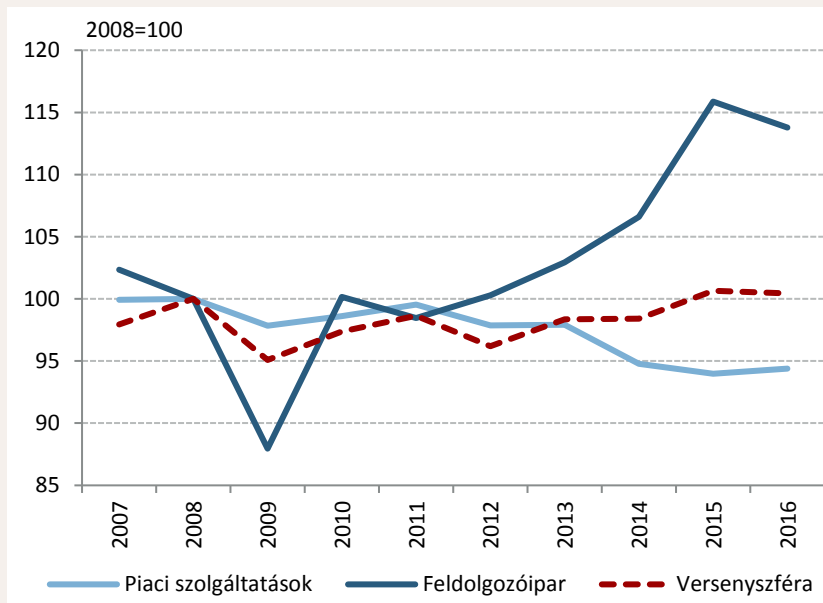
3-26. ábra: A teljes tényezőtermelékenység (TFP) alakulása a visegrádi országokban



Forrás: AMECO

A hazai termelékenységet érdemes a versenyszférára is kiszámítani. Ha az egy munkavállalóra jutó reál munkatermelékenység alakulását a versenyszféra ágazataira szűkítve vizsgáljuk, akkor azt mondhatjuk, hogy az utóbbi években **a versenyszféra termelékenysége már a válság előtti szinten van** (3-27. ábra). A versenyszférán belül a két fő szektor termelékenységének alakulása azonban ellentétes képet mutat. **A feldolgozóipar termelékenysége** a válságot követően számottevően visszaesett, azt követően azonban érdemben javult, és azóta növekvő trendet mutat, jelenleg **jóval meghaladja a válság előtti szintjét**. Ezzel szemben **a piaci szolgáltató szektor termelékenysége** folyamatosan romlott az utóbbi években, és jelenleg **érdemben a válság előtti szint alatt tartózkodik**.

3-27. ábra: Az egy munkavállalóra jutó reál munkatermelékenység alakulása a versenyszférában



Megjegyzés: Nemzeti számlás adatok alapján.

Forrás: KSH

A hazánkban tapasztalt, válságot követő lassú kilábalás lehetséges okai között említhető a tőkeberuházások visszaesése, a humán tőke nem megfelelő minőségű bővülése, az alacsony innovációs aktivitási ráta, valamint a reallokációs folyamatok lelassulása (a termelékenység lassulásának okairól bővebben lásd 2015. évi Növekedési jelentés 3.2. fejezet). Emellett a hazai alacsonyabb termelékenységi mutatókkal kapcsolatban érdemes kiemelni, hogy a válságot követő strukturális munkaerőpiaci reformok (időskori és a rokkantnyugdíjazási feltételek szigorítása, foglalkoztatástól való távolmaradáshoz kapcsolódó transzferek összegének és időtartamának lecsökkentése, Munkahelyvédelmi Akcióterv bevezetése, közfoglalkoztatás kibővítése, rugalmas munkavégzési formák alkalmazásának megkönnyítése) nagy arányban okozták a munkaerőpiachoz korábban nem, vagy csak kevésbé kötődő csoportok foglalkoztatásba áramlását. Mivel ezen – korábban inaktív vagy hosszú távú munkanélküli – munkavállalók termelékenysége az átlagostól elmaradó, így az összetételhatás is a termelékenység lassabb javulásának irányába hat hazánk esetében.

Összességében hazánkban a termelékenység érdemben nem javult az utóbbi években, ami mind rövid, mind hosszabb távon kockázatokat jelezhet. A lassan javuló termelékenység rövid távon a fajlagos munkaerőköltségek növekedését és ezzel az inflációs nyomás erősödését okozhatja, míg hosszabb távon a termelékenység alakulása a potenciális növekedés egyik legfontosabb tényezőjeként a gazdaság hosszabb távú felzárkózási pályáját is befolyásolja.

3-3. keretes írás: Kihasztnátlan munkaerő-kapacitások a piaci alapú foglalkoztatás szempontjából

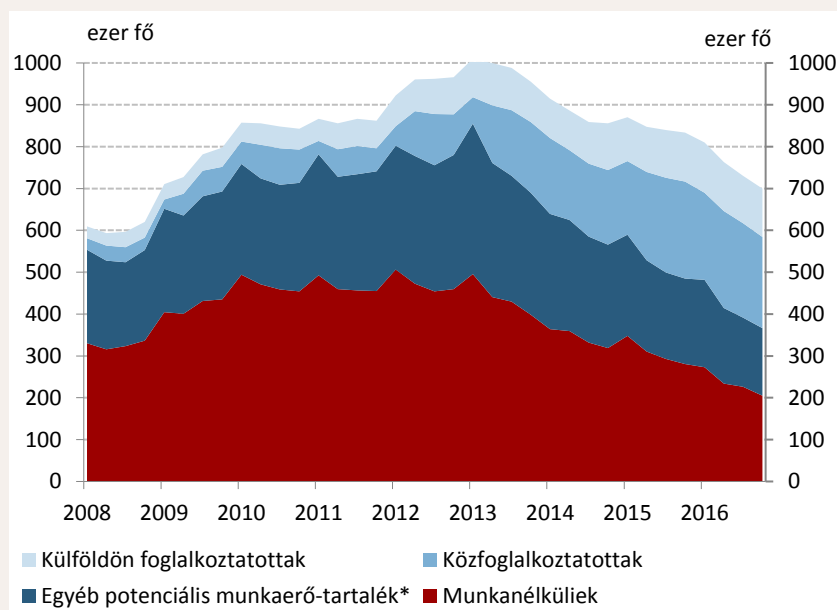
A historikusan feszes munkaerőpiaci környezetben kiemelten fontos áttekinteni, hogy jelenleg mekkora és milyen minőségű, piaci alapú foglalkoztatásba bevonható munkaerő-kapacitás jellemzi a gazdaságot. Piaci alapú foglalkoztatás alatt a hazai versenyszféra közfoglalkoztatás nélküli részét értjük, a Munkaerő-felmérés statisztikai sajátossága miatt ugyanis a közfoglalkoztatottak egy része a versenyszférában jelenik meg. **A piaci alapú foglalkoztatás elmúlt években tapasztalt dinamikus bővülésének következtében a rendelkezésre álló munkaerő-tartalék számottevően csökkent, ezzel párhuzamosan egyre több vállalat említi a munkaerőhiányt mint termelést korlátozó tényezőt.**

A kihasztnátlan munkaerő-kapacitás elsődleges csoportját a munkanélküliek jelentik. Nemzetközileg elfogadott definíció alapján azok tartoznak ebbe a csoportba, akiknek nincs munkájuk, aktívan keresnek állást és munkába is tudnának állni két héten belül. 2010 óta a munkanélküliek száma kevesebb mint a felére esett vissza, és 2016 végére 200 ezer fő közelébe csökkent. A piaci alapú foglalkoztatás erőteljes növekedése mellett ebben szerepet játszott a közfoglalkoztatási programok felfutása is.

A munkanélküliség kizárólag azonban nem képes megragadni a kihasználatlan munkaerő-kapacitás mértékét. Általánosságban a **potenciális munkaerő-tartalékba sorolják még a munkaerőpiachoz szorosabban kötődő inaktívakat és az alulfoglalkoztatottakat is**. A termelésbe potenciálisan bevonhatóak azok az inaktívak, akik részben megfelelnek a munkanélküliség fogalmának. Egyrészt azok a személyek, akik szeretnének dolgozni és munkába is tudnának állni két héten belül (rendelkezésre állnak), de jelenleg valamilyen okból kifolyólag mégsem keresnek aktívan állást. Ennél jelentősen kisebb csoportot alkotnak azok az inaktívak, akik bár aktív állásukeresők, de nem állnak rendelkezésre. **A munkanélküliséghez hasonlóan a bevonható inaktívak száma a piaci alapú foglalkoztatás, illetve a közfoglalkoztatás bővülésével historikusan alacsony szintre csökkent.** A szűkülő keresztmetszetekhez a vállalatok intenzív oldalon is alkalmazkodhatnak, azaz erősebb munkaerő-kereslet következtében növelhetik a ledolgozott munkaórák egy főre jutó mennyiségét. Az intenzív oldali alkalmazkodás lehetősége miatt potenciális munkaerő-kapacitásba sorolandók az alulfoglalkoztatottak is. Ebbe a csoportba azok a részmunkaidősök tartoznak, akik saját bevallásuk szerint szeretnének magasabb óraszámban dolgozni. **Az alulfoglalkoztatottak száma a válság utáni időszakra jellemző munkaerő-tartalékolás következtében 2013-ig fokozatosan emelkedett, azóta csökkenő tendenciát mutat.** A közép-kelet-európai régióban általános tendencia, hogy a munkanélküliséggel párhuzamosan mérséklődött az egyéb potenciális munkaerő-tartalék. Hazánk mellett Lengyelországban kiugró az alulfoglalkoztatottak és a bevonható inaktívak együttes hozzájárulása a kihasználatlan munkaerő-kapacitáshoz, létszámuk összesen a munkanélküliség háromnegyedével megegyező mértékű.

A foglalkoztatáson belül még két nagyobb létszámú csoport is azonosítható, akik a hazai versenyszféra álláshelyek betöltésével érdemben hozzájárulhatnak a gazdaság élénküléséhez. **A foglalkoztatás összetételének kedvező változásával hosszabb távon mind a termelékenység, mind a potenciális növekedés javulhat.** A nagyobbik csoportot a közfoglalkoztatási programokban résztvevők alkotják, akik jellemzően nem a versenyszférában dolgoznak és a jelenlegi munkaköreikben általában alacsonyabb hozzáadott értéket termelnek. Eddig nem volt jellemző a közfoglalkoztatottak tartós beáramlása a piaci alapú foglalkoztatásba, de – továbbra is magas munkaerő-kereslet mellett – a közfoglalkoztatási programok átalakítása pozitív változást hozhat az elkövetkező időszakban. A Munkaerő-felmérésben szereplő külföldi telephelyen foglalkoztatottak nem járulnak hozzá a hazai termeléshez, így szintén kihasználatlan munkaerő-kapacitást jelentenek a piaci alapú foglalkoztatás szempontjából. A külföldön dolgozók hazai munkaerőpiaci integrációja csak célzott ösztönzők segítségével lehetséges, emiatt őket is elsősorban hosszabb távon tekintjük bevonhatóknak a hazai piaci alapú foglalkoztatásba. **Mind a közfoglalkoztatottak, mind a külföldi telephelyen foglalkoztatottak létszáma enyhe csökkenést mutatott 2016 második felében.**

3-28. ábra: A hazai piaci alapú foglalkoztatásba bevonható munkaerő-kapacitás alakulása



Megjegyzés: * Alulfoglalkoztatottak, munkaerőpiachoz szorosabban kötődő inaktívak.

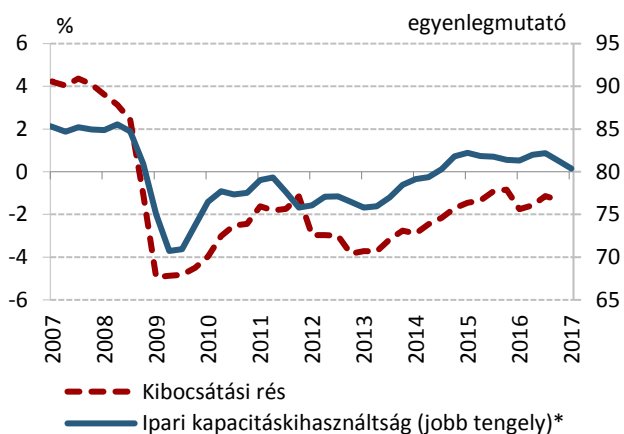
Forrás: KSH, MNB

Mennyiségileg továbbra is érdemi kihasználatlan munkaerő-kapacitás áll rendelkezésre a piaci alapú foglalkoztatás szempontjából; a foglalkoztatáson belüli csoportokat is figyelembe véve a munkaerő-tartalék szintje még meghaladja a válság előtti (3-28. ábra). Nagy részük munkaerő-kínálata azonban – egyelőre legalábbis – nem jelenik meg a piaci munkaerő-kereslet számára, illetve jelenleg nem feltétlenül képes kielégíteni a vállalatok munkaerőigényét minőségi és térbeli illeszkedési problémák miatt. Ezek a tényezők közvetve vagy közvetlenül a munkaerőpiaci áramlásokban megjelennek. Változatlanul erős munkaerő-kereslet mellett – az áramlási adatokból becsülve – a tavalyi év végére 700 ezer főre csökkenő munkaerő-kapacitás közel 20 százaléka vonható be rövid távon a piaci alapú foglalkoztatásba. A termelésbe való bevonást ugyanis érdemben nehezíti – a területi egyenlőtlenségek mellett – az alacsony végzettségűek viszonylag magas aránya a kihasználatlan munkaerő-kapacitáson belül. A fennmaradó érdemi rész bevonhatósága így hosszabb távon, aktív foglalkoztatáspolitikai eszközökkel és az oktatás fejlesztésével lehetséges. A foglalkoztatói igényeknek megfelelő készségek és képességek elsajátítása, illetve fejlesztése, valamint az átlagos iskolai végzettség emelkedése növelné a piaci alapú foglalkoztatásban való elhelyezkedés valószínűségét. **Össességében a kibővített munkaerő-kínálat nemcsak mennyiségi, hanem minőségi és mobilitási szempontból is egyre korlátosabb.**

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A kibocsátási rés becslésünk alapján 2016 negyedik negyedévében is a negatív tartományban alakult. A tavalyi év egészében a gazdasági növekedés átmeneti lassulásával párhuzamosan nyitottabbá vált a gazdaság ciklikus pozíciója a 2015-ös évhez képest, azonban a foglalkoztatás és a belső kereslet dinamikus bővülésével összhangban fokozatosan záródott az elmúlt negyedévekben.

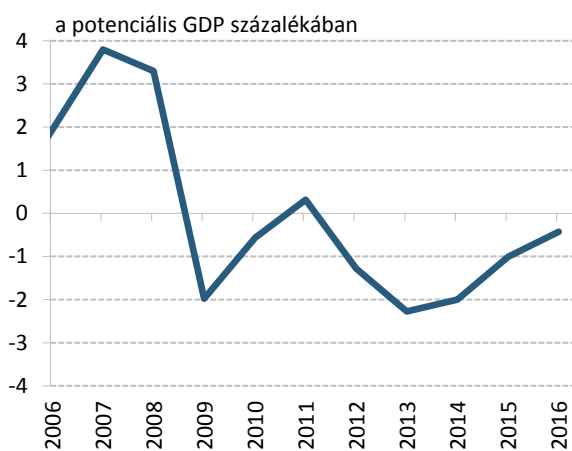
3-29. ábra: A kibocsátási rés és az ipari kapacitáskihasználtság alakulása



Megjegyzés: *Trend.

Forrás: MNB-számítás, ESI felmérés

3-30. ábra: Az eurozóna kibocsátási részének alakulása



Forrás: Európai Bizottság

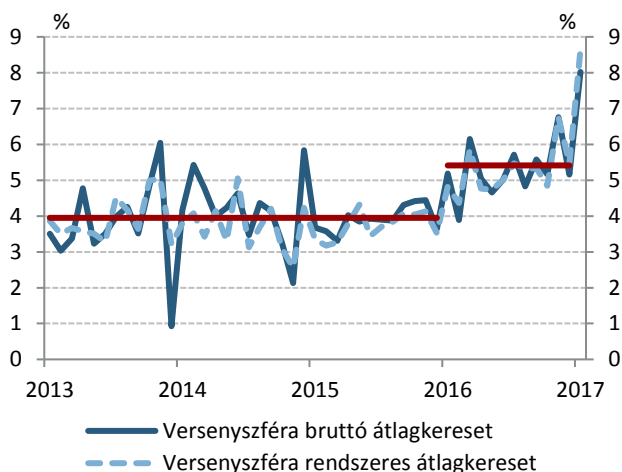
Becslésünk szerint a kibocsátási rés 2016 negyedik negyedévében is negatív tartományban alakult, a gazdaság teljesítménye elmaradt a potenciális szinttől. (3-29. ábra). A visszafogottabb járműipari és építőipari termelés, valamint az ágazatokban megfigyelt romló termelékenység következtében a kapacitáskihasználtság csökkent a tavalyi év során, így több ágazatban is hatékonysági tartalék képződött, ami hozzájárult a továbbra is nyitott ciklikus pozícióhoz. A kibocsátási rés megítélése szempontjából meghatározó lakossági fogyasztás esetében jelentős helyreállítási potenciál azonosítható. Az Európai Bizottság becslése alapján a legfőbb külkereskedelmi partnereinket magába foglaló eurozóna kibocsátási rése továbbra is negatív tartományban alakul (3-30. ábra) és előrejelzésünk szerint 2017 során záródhat.

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

3.5. Költségek és infláció

Tavaly év végén és az idei év első hónapjaiban folytatódott az infláció emelkedése. A mutató 2016 egészére vonatkozóan 0,4 százalék volt, míg idén februárban megközelítette a 3 százalékot. Az emelkedést elsősorban az üzemanyag termékkör árindexének – döntően bázishatások miatti – átmeneti emelkedése magyarázza. A versenyszféra bérdinamikája a korábbi éveknél erőteljesebben alakult 2016-ban, az idei év januári bérnövekedéshez az adminisztratív intézkedések béremelő hatása érdemben hozzájárult.

3-31. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereseteinek éves változása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján. A piros vonalak a 2013-2015-ös és a 2016-os átlagokat mutatják.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

3.5.1. Bérek

2016 negyedik negyedévében a bruttó átlagkereset éves indexe 5,6 százalék volt, **2017 januárjában pedig átlagosan 8 százalékkal (szezónális hatásoktól szűrten) emelkedtek a versenyszférában a bérek az előző év azonos időszakához képest** (3-31. ábra). A számottevő bérdinamikát a feszes munkaerőpiaci környezet és az év eleji minimálbér- és garantált bérminimum-emelések magyarázták. A versenyszférán belül az adminisztratív intézkedéseknek köszönhetően az ágazatok széles körében gyorsult a bérdinamika 2017 elején.

A nominális fajlagos munkaerőköltség növekedése az előző negyedévekhez hasonlóan historikusan magas szinten tartózkodott a tavalyi év utolsó negyedévében (3-32. ábra). A fajlagos munkaerőköltség változatlanul élénk dinamikájában az egy főre jutó magas munkaerőköltség és az átmenetileg mérsékeltebb termelékenység játszott szerepet.

3.5.2. Termelői árak

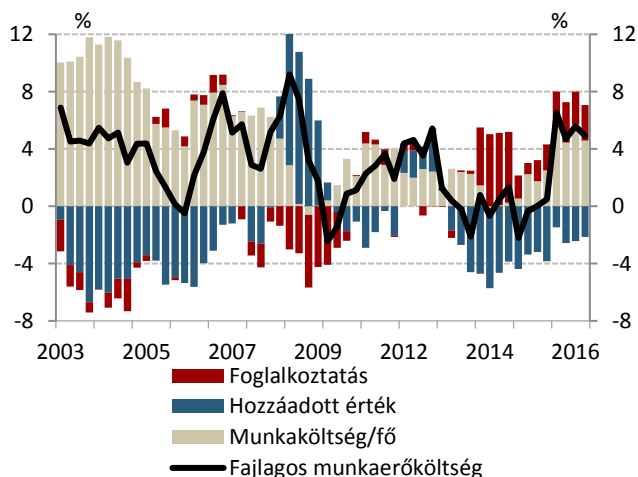
A mezőgazdasági termelői árak enyhén emelkedtek 2016 negyedik negyedévében. Ezt elsősorban a tej termelői árának folytatódó emelkedése magyarázza, mely a hazai és a külföldi felvásárlási árak közötti különbséghez és a kínálat csökkenéséhez köthető. A gabona – szezonálisan igazított – termelői ára enyhén csökkent, míg a szezonális termékek enyhén emelkedtek az elmúlt időszakban.

Az ipar belföldi értékesítési árai emelkedtek az előző év azonos időszakához képest (3-33. ábra). Az energiatermelő ágazatok esetében az éves index számottevő mértékben emelkedett, nagyobb részben bázishatások, míg kisebb részben az olajárak decemberi emelkedésének következtében. A továbbfelhasználásra termelő és a fogyasztási cikket gyártó ágazatok esetében a termelői árak enyhén emelkedtek az előző év azonos időszakához képest. A hazai termelői árak összhangban alakultak az eurozónában megfigyelt folyamatokkal.

3.5.3. Fogyasztói árak

A téli hónapokban folytatódott az infláció emelkedése. A mutató értéke 2016 egészére vonatkozóan 0,4 százalék volt, míg idén februárban megközelítette a 3 százalékot

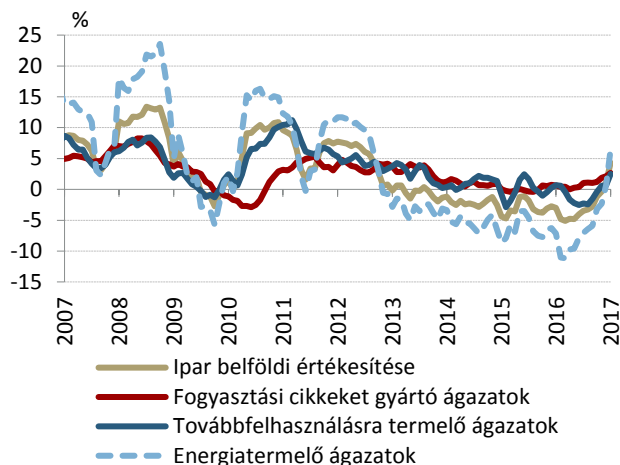
3-32. ábra: A fajlagos munkaerőköltség éves változásának dekompozíciója



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

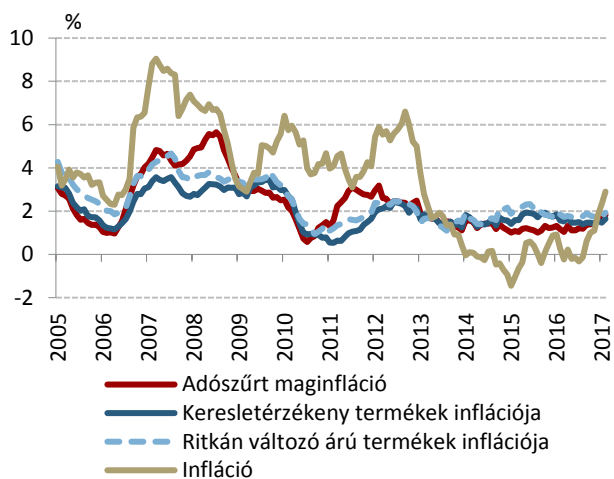
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

3-33. ábra: Az ipari termelői árak éves változása



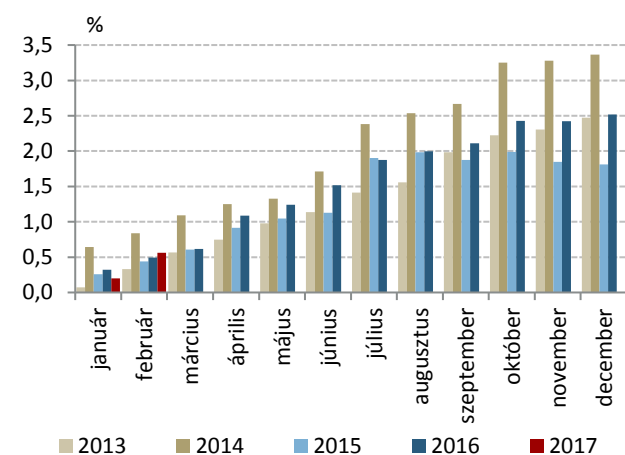
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-34. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-35. ábra: A piaci szolgáltatások inflációjának alakulása



Megjegyzés: Indirektadók hatásától szűrt adatok. Százalékos változás előző év decemberéhez képest.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

(3-34. ábra). Az emelkedést elsősorban az üzemanyag termékkör árindexének – döntően bázishatások miatti – átmeneti emelkedése magyarázza. Az árak alakulását szintén befolyásolta az idén januárban életbe lépő áfacsökkenés is, amely az internet esetében az áfacukcs csökkenésének megfelelő, míg a tej, a tojás és a baromfiús esetében enyhén mérsékeltebb árcsökkenést eredményezett. Az éttermi szolgáltatások esetében az áfacsökkenéshez kapcsolódóan nem figyeltünk meg árcsökkenést az év elején, melyet az áremelések elhalasztása magyarázhat. Összességében a keresletérzékeny termékek inflációhoz való hozzájárulása nem változott, míg a volatilisabb, költségváltozásokra érzékenyebb élelmiszer- és energiaárak az áremelkedés irányába hatottak.

A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók (a keresletérzékeny, illetve a ritkán változó árú termékek inflációja) **nem mutattak érdemi elmozdulást 2016 végéhez képest**, így azok továbbra is stabilan 1,5–2 százalékos között alakulnak.

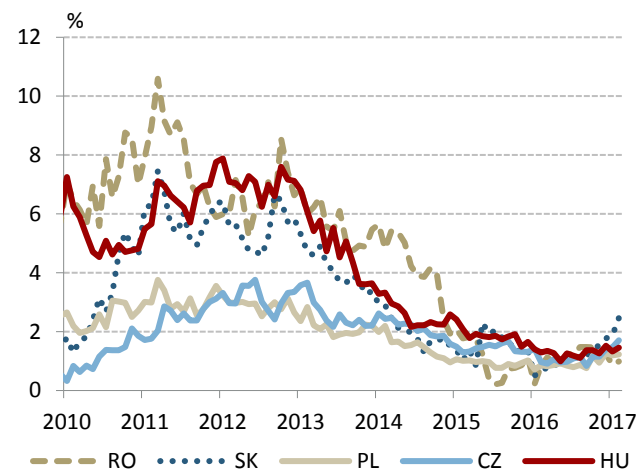
Az iparcikkek visszafogott árdinamikát mutattak az elmúlt hónapokban. A termékcsoporton belül mind a tartós, mind pedig a nem tartós iparcikkek – szezonálisan igazított – ára enyhén emelkedett. Az iparcikkek árait továbbra is a mérsékelt importárak árleszorító hatása és a folyamatosan élénkülő belföldi kereslet befolyásolja.

A piaci szolgáltatások árindexe összességében enyhén emelkedett. A termékkör árazását alapvetően meghatározó bérköltség januári emelkedése ellenére a szolgáltatások árindexe továbbra is visszafogott szinten tartózkodik. A termékkört jellemző – az egész évet alapvetően meghatározó – év eleji árváltozások összességében megfeleltek a korábbi években tapasztaltaknak, melyet a januári alacsonyabb és a februári enyhén magasabb – áfa-hatástól szűrt – havi változások összessége magyaráz (3-35. ábra).

Az élelmiszerek esetében mind a feldolgozatlan, mind pedig **a feldolgozott élelmiszerek** – szezonálisan igazított és indirekt adóktól szűrt – **árai emelkedtek az elmúlt hónapokban.** Az árak alakulása az előbbi csoport esetében főként a friss zöldségek, míg az utóbbi csoportban pedig a tej és tejtermékek, illetve a kenyér árának emelkedéséhez köthető.

Az üzemanyagok inflációja jelentős mértékben emelkedett, amit bázishatások mellett a forintban kifejezett olajárak emelkedése magyaráz. **A szabályozott árú termékeknel nem volt számottevő mértékű árváltozás** az elmúlt hónapokban.

3-36. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

A téli hónapokban a fogyasztóiár-index mértékét tekintve meghaladta a decemberi Inflációs jelentés előrejelzését. Az eltérést az üzemanyagárak vártnál nagyobb emelkedése magyarázza.

3.5.4. Inflációs várakozások

A kiskereskedelmi szektor szereplőinek árakra vonatkozó várakozása emelkedett, melyet az elmúlt hónapok gyorsuló inflációja, valamint a költségek fokozatos emelkedése magyaráz.

A hazai lakosság inflációs várakozásai lényegében nem változtak, így azok az emelkedő inflációs környezet ellenére továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak. A lakossági várakozások elmúlt időszak alakulása arra utal, hogy az utóbbi negyedévekben a várakozások horgonyzottabbá váltak. Régiós összehasonlításban a hazai várakozások összhangban alakultak a korábban is tartósan alacsony inflációval jellemezhető országokban tapasztalható várakozásokkal (3-36. ábra).

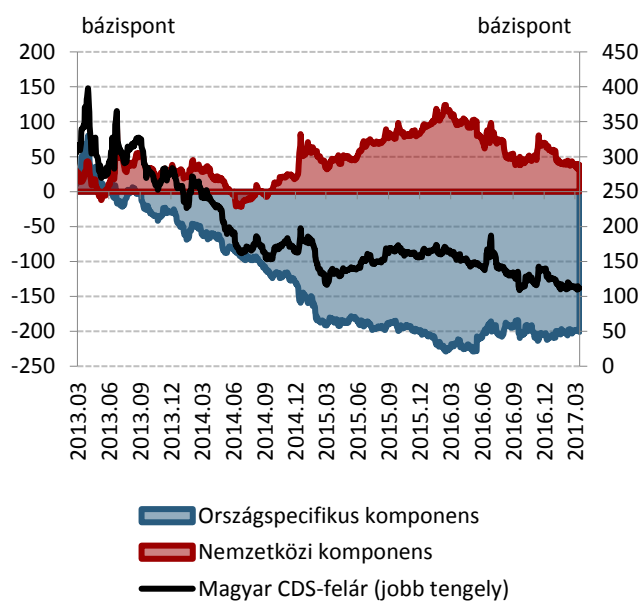
4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A nemzetközi pénzügyi piacokat alapvetően kedvező hangulat jellemezte. A globális inflációs tendenciák, Donald Trump elnöki döntései, a Brexit fejleményei, az európai választások fejleményei, valamint a Federal Reserve-vel kapcsolatos piaci várakozások alakították leginkább a piaci tendenciákat. A főbb részvénypiaci és kötvénypiaci kockázati mutatók is a befektetői kedv erősödését mutatták. A részvényindexek tovább emelkedtek a kedvező hangulatban, az amerikai indexek új csúcspontokat értek el. A kötvényhozamok összességében emelkedtek, a fejlett hosszú hozamok is, melyekre nagyobb ingadozás volt jellemző. Az elmúlt negyedévben a dollár gyengülést mutatott, mely részben a korábbi erősödési tendencia korrekciójaként is értelmezhető. A régiós devizák összességében erősödtek az euróhoz képest.

A hazai pénzügyi folyamatokat a nemzetközi folyamatok mellett elsősorban a jegybanki lépések befolyásolták. Az MNB eszköztár átalakításának és a növekvő likviditás-kiszorításnak következtében tovább csökkentek a pénzügyi hozamok, BUBOR kamatok januárban 10-15 bázisponttal mérséklődtek. A forint a zlotyhoz hasonlóan az időszak során erősödést mutatott az euróhoz képest, ugyanakkor két olyan periódust is megfigyelhettünk, amikor a két deviza egymással ellentétes irányban mozgott. Az állampapír hozamok eltérően alakultak a rövid és hosszú lejáratú szegmensekben. A rövid hozamokat inkább hazai tényezők mozgatták és további enyhe csökkenést tapasztaltunk. A hosszú hozamok a nemzetközi tendenciáknak megfelelően 20-55 bázisponttal emelkedtek. A külföldiek forint állampapír állománya több mint 300 milliárd forinttal csökkent, így részarányuk 22,4 százalékra mérséklődött.

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



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

Forrás: Bloomberg

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

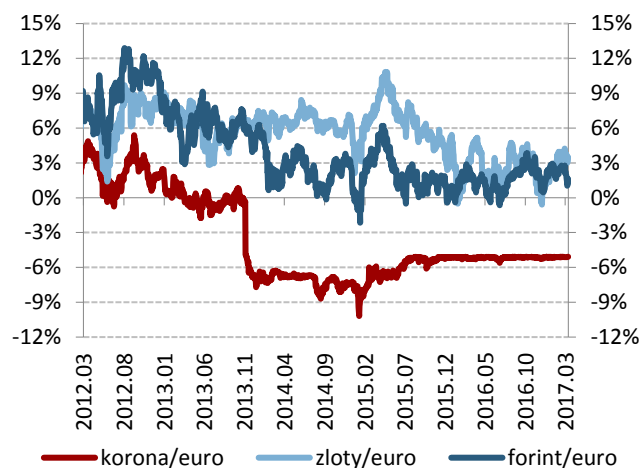
December közepéhez képest hazánk kockázati mutatói kissé javultak. A magyar 5 éves szuverén CDS-felár az időszak első harmadában historikusan alacsony szintre csökkent (110 bázispont), majd átmeneti emelkedést követően újra e szint közelébe süllyedt az időszak végére. A hosszú állampapír-piaci hozamok az aukciókon tapasztalható megfelelő kereslet ellenére – nemzetközi hatásra – megemelkedtek. A hazai deviza az időszak első harmadában a 314-es szint közeléből 307-ig erősödött, majd egy átmeneti megingást követően visszatért a 307-308-as szintek közelébe, ezt követően pedig kisebb gyengülést mutatott (310-312-es szintig). A környező országokban a CDS-felárak és a hosszú hozamok hasonló dinamikát mutattak, de a zloty árfolyama több esetben is ellentétesen mozgott a forint árfolyammal.

A magyar CDS-felár nemzetközi tényezők hatására csökkent és igazodott a globális kockázatérzékelési tendenciákhoz, a hazai komponens enyhe emelkedést okozott volna. A nemzetközi tendenciához való illeszkedés jól mutatja, hogy a globális hangulat átmeneti megingásakor inkább emelkedett, míg javulásakor inkább csökkent a magyar CDS felár is. Bár az S&P és a Moody's is vizsgálta Magyarország adósbesorolását, de egyik sem változtatott a jelenlegi hitelminősítésen, ezért nem volt a döntéseknek piaci hatása.

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint euróval szembeni árfolyama az időszak során mintegy 1 százalékos felértékelődést mutatott. A forint

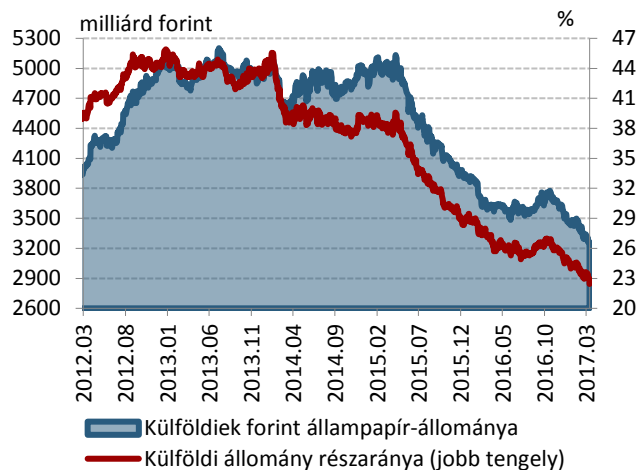
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

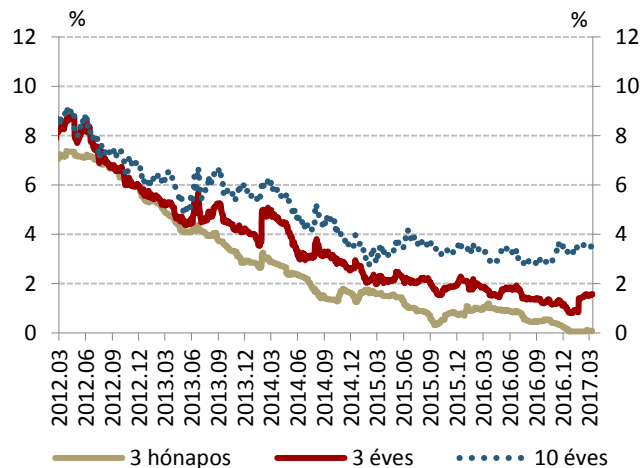
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra kizárólag diszkontkincstárjegyek és állampapírok állományát mutatja.

Forrás: MNB

4-4. ábra: Az állampapírpiacon referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

árfolyama a 307-314-es szintek között mozgott. Január közepéig erősödött a hazai deviza, majd 308-312-es sávban ingadozott, végül márciusban enyhén gyengült és a 309-310-es sávban zárta a vizsgált időszakot.

A forint kismértékű erősödése részben összhangban volt a régiós folyamatokkal és tükrözte a nemzetközi kockázatvállalási tendenciákat. Ugyanakkor több esetben az eltérő irányú régiós monetáris politikai és gazdaságpolitikai tényezők is hatottak a devizaárfolyamra, melyekre a forint inkább gyengüléssel a zloty pedig erősödéssel reagált. Ez arra utal, hogy portfólió átsúlyozások és pozíciófelvételek történhettek a két régiós deviza között.

4.1.3. Állampapírpiacon és hozamalakulás

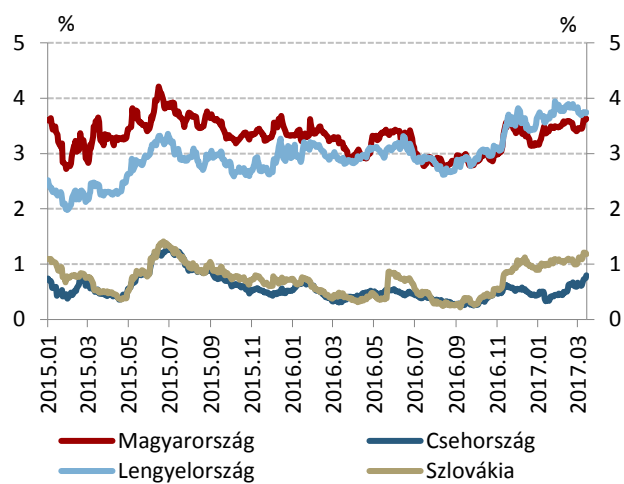
Fokozatosan csökkent a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben. A nem rezidensek forint állampapír-állománya a 2015 óta tartó folyamatos csökkenést követően 2016 közepén stabilizálódott, év végén pedig 3500 milliárd forint körül ingadozott. Ezt követően fokozatosan csökkent, az elmúlt 3 hónapban mintegy 300 milliárd forinttal, így a külföldiek tulajdoni részaránya 22,4 százalékra süllyedt.

Az aukciókon megfelelő volt a kereslet, terv feletti kibocsátásra a hosszabb papírok esetében került sor. A rövid kincstárjegyhözamok csökkenése irányába hatott a jegybanki nemkonvencionális lazításának a 3 hónapos betét korlátozásán keresztüli folytatódása. A hosszabb papíroknál nemzetközi hatásra emelkedtek az aukciós hozamok.

A másodpiaci állampapír-piaci hozamgörbe meredekebbé vált az elmúlt negyedév során. Az aukciós hozamokkal összhangban a rövid lejáratú másodpiaci hozamok 10-15 bázisponttal csökkentek, míg a hozamgörbe éven túli szakasza 20-55 bázisponttal tolódott feljebb. Ezt a 3 éves papír esetében teljesen, míg az 5 éves papír esetében részben benchmarkváltás magyarázza. A rövidebb futamidőkön az eszköztár átalakítása miatti likviditásbővítő hatás következtében csökkentek a hozamok, míg a hosszú futamidőkön az emelkedő nemzetközi hozamkörnyezet éreztette hatását. A 10 éves hozam az időszak végén 3,6 százalék körül ingadozott, míg a 3 hónapos és 1 éves hozam 7, illetve 13 bázisponton alakult.

Az eszköztár átalakítását, illetve a korlátozott 3 hónapos jegybanki betéti tendereket követően a bankközi hozamok novembertől gyorsuló ütemben mérséklődtek. Az elmúlt negyedévben a bankközi hozamok, implikált forint swap hozamok és a DKJ hozamok is csökkentek, majd rekord alacsony szinten stabilizálódtak.

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



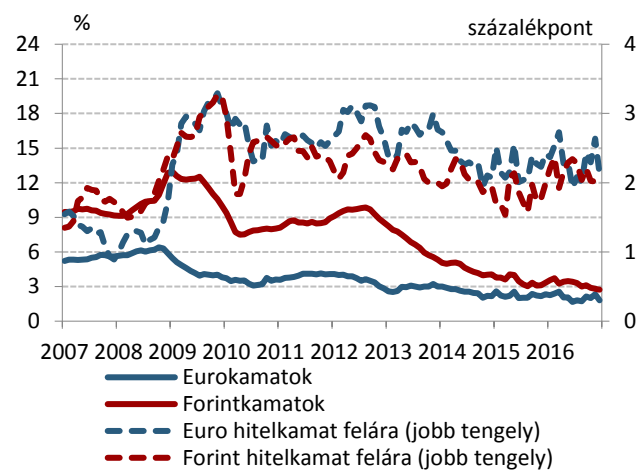
Forrás: Bloomberg

A hosszú hozamok tekintetében a régióban hasonló tendenciák zajlottak le, a forint és a zloty hozamok alapvetően együtt mozogtak, de a szlovák és a cseh 10 éves hozamok is emelkedést mutattak.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2016 negyedik negyedében a hitelezési feltételek összességében nem változtak érdemben sem a vállalati, sem pedig a háztartási lakáscélú hitelek esetében, míg a lakossági fogyasztási hitelek feltételei tovább enyhültek a vizsgált időszakban. Az enyhítéshez továbbra is elsősorban a piaci versenyhelyzet fokozódása és a gazdasági kilátások javulása járult hozzá a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok szerint, amely döntően az ár jellegű feltételeket érintette. Az egyéves előretekintő reálkamat a negyedévben tovább csökkent.

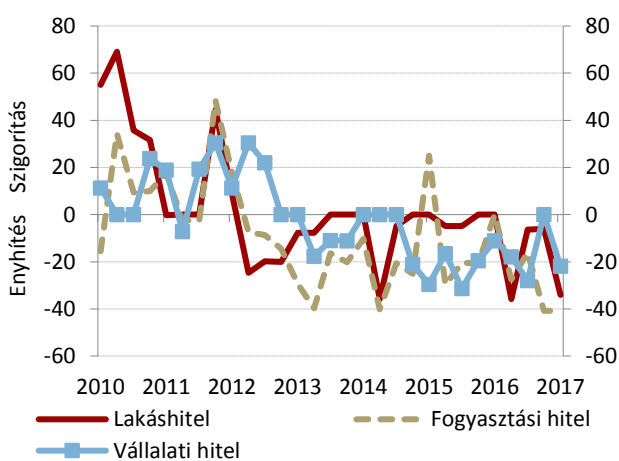
4-6. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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

4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2017 első félévére.

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

A vállalati forinthitelek átlagos finanszírozási költségei mérséklődtek 2016 negyedik negyedében.

A változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással¹ rendelkező új forinthitelek átlagos kamatszintje – a money market ügyletek kiszűrésével – 0,4 százalékponttal 2,7 százalékra csökkent a negyedév során (4-6. ábra). Hitelméret szerint mind a nagyszegű, mind a kisösszegű vállalati forinthitelek átlagos kamatszintje csökkent a vizsgált időszakban. A nagyszegű, 1 millió euro feletti hitelek feláremelkedésének és a kisösszegű hitelfelárak csökkenésének eredőjeként összességében 0,1 százalékponttal csökkentek a felárak átlagosan. Az euróhitelek átlagos kamatszintje 0,3 százalékponttal 1,8 százalékra csökkent a negyedév során, melyet a felárak azonos mértékű csökkenése kísért. December végére a kamatfelárak átlagos szintje az új forint- és euróhitelek esetében egyaránt 2,1 százalékpontot tett ki.

Változatlanok voltak a vállalati hitelfeltételek, de előretekintve enyhítés várható.

A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok összeségében nem változtattak a vállalati hitelek feltételein, de a részfeltételek vonatkozásában jeleztek módosításokat (4-7. ábra). A lazítást a válaszadó bankok elsősorban a versenyhelyzettel, a javuló gazdasági kilátásokkal, valamint a likviditásellátottsággal magyarázták. Az előző negyedévhez hasonlóan az ár jellegű feltételekben (felárak, felszámított díjak) valósult meg az enyhítés. Előretekintve a bankok nettó értelemben² vett 22 százaléka jelzett további lazítást a vállalati hitelfeltételeken, továbbra is az ár jellegű feltételek vonatkozásában.

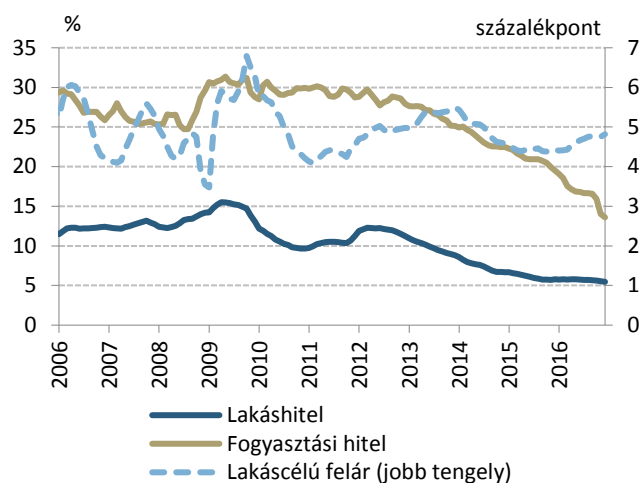
4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

Tovább csökkentek a fogyasztási hitelek felárai. Az új folyósítású fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége 1,8 százalékponttal 13,6 százalékra csökkent 2016 negyedik negyedében (4-8. ábra). A lakáshitelek teljes hitelköltsége a negyedév során 22 bázisponttal

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.

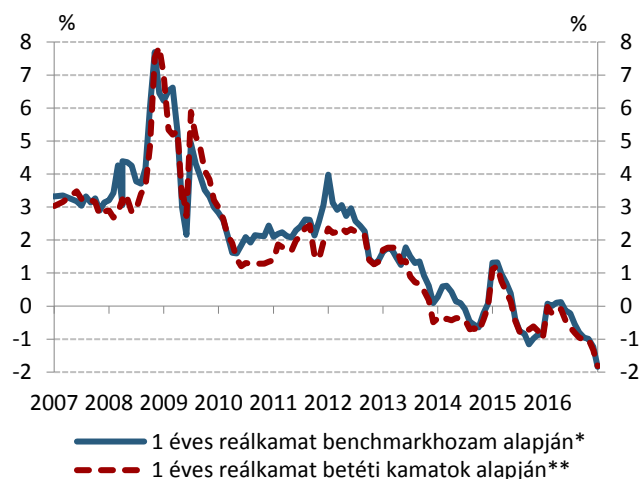
4-8. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára



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

Forrás: MNB

4-9. ábra: Az előretékintő reálkamatlábak alakulása



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

Forrás: MNB, Reuters poll

mérséklődött, így december végén 5,5 százalékot tett ki. A negyedév végén a változó kamatozású lakáshitel-termékek átlagos THM-szintje 4,2 százalékot, a fix kamatozásúaké 6,2 százalékot tett ki. A lakáscélú hitelek átlagos kamatfelára összességében változatlan maradt a vizsgált időszakban, míg a fogyasztási hitelek felárai mérséklődtek (a szabadfelhasználású jelzáloghitelek esetében 0,2 százalékponttal 6 százalékpontra).

A fogyasztási hitelfeltételek jelentősen enyhültek, a lakáshitel-standardok kis mértékben változtak a negyedév során. A Hitelezési felmérésben válaszadó bankok nettó értelemben vett 40 százaléka lazított a fogyasztási hitelek feltételein, leginkább az alkalmazott felárakon (4-7. ábra). A fogyasztási szegmensben a gazdasági kilátások javulása, a bankok törekvése piaci részesedésük megtartására vagy növelésére, valamint az érzékelt verseny fokozódása támogatja a hitelkondíciók mérséklését. A lakáshitelek esetében a bankok 6 százaléka lazított a standardokon összességében, azonban a részfeltételeket tekintve nagyobb arányú enyhítés is történt. Az enyhítés a bankok válasza alapján elsősorban a felárakat érintette, ami az átlagos kamatfelárak emelkedésével összetételhatást jelezhet: a meghitelezett ügyfelek körében növekedhetett az újonnan bevont, kockázatosabb ügyfelek részaránya. Előretékintve a bankok nettó értelemben vett 47 százaléka szerint a lakáspiaci folyamatok alakulása lazítást indokolna a lakáscélú hitelszegmensben, ezért 34 százalékuk tervez enyhíteni. A fogyasztási hitelek tekintetében a bankok nettó értelemben vett 41 százaléka jelzett további lazítást: elsősorban a felárakon, a minimálisan megkövetelt hitelképességi szintben, valamint a folyósításért felszámított díjakon mutatkozna az enyhítés.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

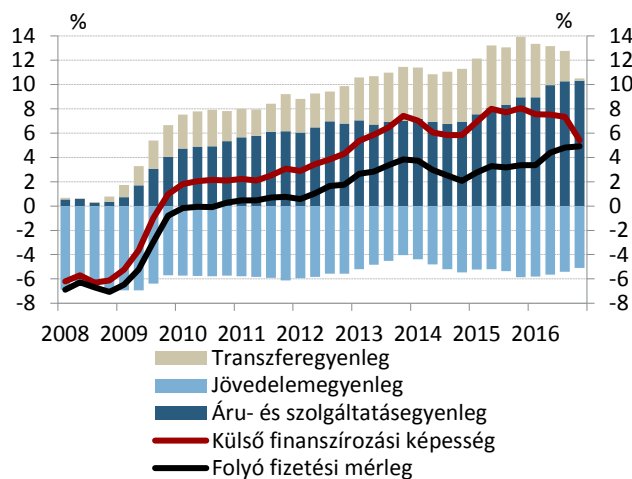
Az egy évre előretékintő reálkamat csökkent 2016 végén. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint 2016 decemberében szeptemberhez képest az állampapírpiaci hozamokból becsült hozam alapján 0,9 százalékpontos csökkenés után -1,8 százalékot tett ki. A betéti kamatok alapján számított reálkamat 0,8 százalékpontos csökkenéssel szintén -1,8 százalékos szintre ért el decemberben (4-9. ábra). A reálkamatlábak csökkenését nagyrészt az inflációs várakozások emelkedése, kismértékben pedig a betéti kamatok csökkenése magyarázza.

5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A gazdaság külső finanszírozási képessége a reálgazdasági megközelítés szerint 2016 végére a GDP 5,5 százalékának közelébe csökkent, amely mögött elsősorban az EU-transzferek alacsony felhasználása állt. Ennek hatását mérsékelte a külkereskedelmi egyenleg historikusan magas többlete és a jövedelemegyenleg hiányának folyamatos mérséklődése, ami a folyó fizetési mérleg stabilan magas, 5 százalék körüli többletében is tükröződött. Ezzel párhuzamosan a finanszírozási oldal szerinti finanszírozási képesség is csökkent az év második felében. A forráskiáramlás a nettó külső adósság nagymértékű csökkenése mellett alakult ki, miközben jelentős volt a nem adósság jellegű források – azon belül is a közvetlentőke-befektetések – beáramlása. Az adósságjellegű források kiáramlása legnagyobb mértékben a bankrendszerhez kötődött. Az adósságráták javulást mutattak 2016 második felében: a nettó külső adósság a GDP 20 százaléka alá, a bruttó külső adósság a GDP 70 százaléka alá mérséklődött. Az adósságkiáramlás szektorok közötti allokációjára továbbra is hatással voltak a forintosításhoz köthető tranzakciók, ami összességében a bankrendszer nettó külső adósságmutatóját javította, miközben az államét rontotta.

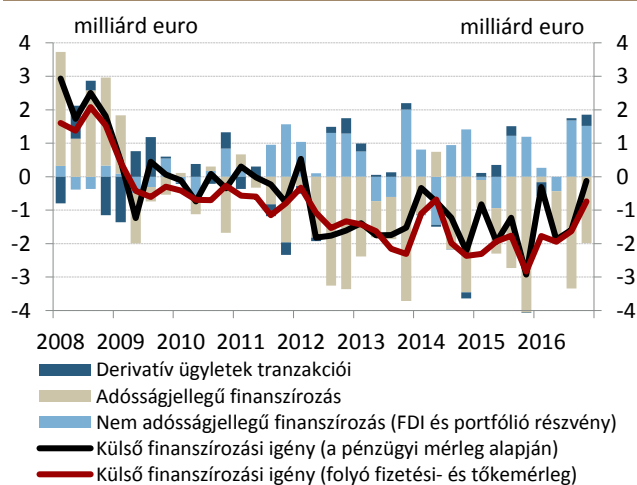
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei a GDP arányában



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek.

Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

Forrás: MNB

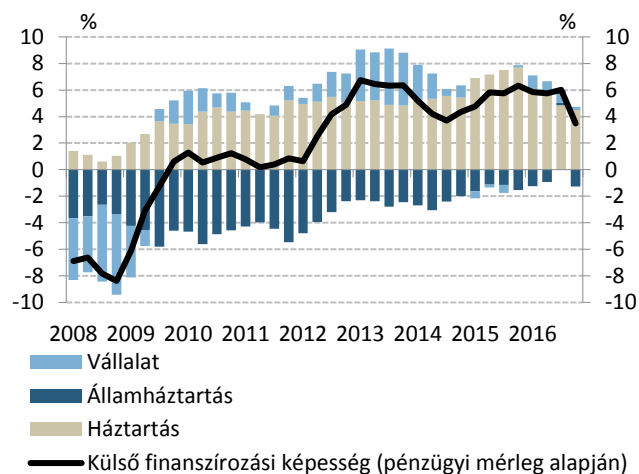
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciónk alakulása

2016 végén a reálgazdasági megközelítés szerint a gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége – elsősorban a transzferegyenleg mérséklődése miatt – a GDP 5,5 százalékának közelébe csökkent, miközben a folyó fizetési mérleg többlete stabilan 5 százalék körül alakult (5-1. ábra). A külkereskedelmi mérleg a harmadik negyedévben historikus csúcsra, a GDP 10 százalékára emelkedett, amelyet az áruegyenleg bővülése és a cserearányok javulása is támogatott. A tavalyi év végén az ipari termelés lassulásával összhangban az áruforgalmi dinamika mérséklődött. A külkereskedelmi egyenleg összességében továbbra is a gazdaság külső finanszírozási képességét leginkább támogató tényezőnek tekinthető. A **transzferegyenleg** az év végére visszaesett, ami egyrészt azzal magyarázható, hogy az év végén csak kismértékű EU-transzfer felhasználás történt, másrészt, hogy jelentős egyéb folyótranszfer-kifizetések (például az átmenetileg külföldön dolgozók munkabéréhez kapcsolódóan kifizetett adók) történtek. A **jövedelemegyenleg** hiányának csökkenő tendenciája az év második felében is folytatódott, amelyet főként az alacsony kamatkörnyezet hatására mérséklődő kamatkidás okozott.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A finanszírozási oldal szerinti finanszírozási képesség az év második felében csökkent, és az év végén 0,1 milliárd eurót tett ki (5-2. ábra). A forráskiáramlás a nettó külső adósság csökkenése mellett alakult ki, amelynek hatását mérsékelte a nem adósság jellegű források beáramlása. A nem adósság jellegű források 1,7, illetve 1,5 milliárd euróval emelkedtek a harmadik és a negyedik negyedévben, ami szinte teljes mértékben a közvetlentőke-befektetések növekedéséhez kötődik. A negyedik negyedévben az adósságjellegű források kiáramlása 2 milliárd euróval csökkentette a gazdaság nettó

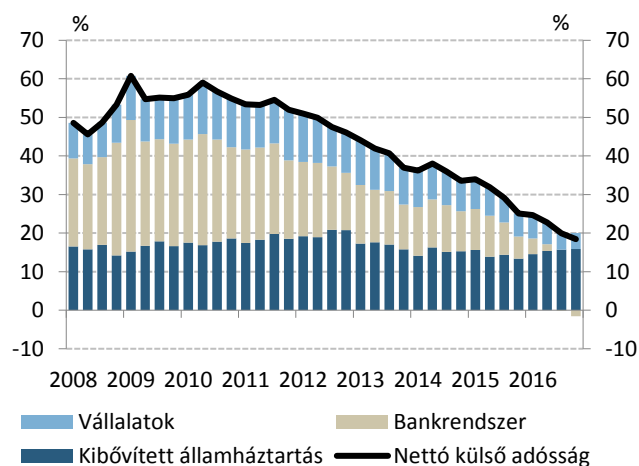
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint, GDP-arányos értékek



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek.

Forrás: MNB

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



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül.

Forrás: MNB

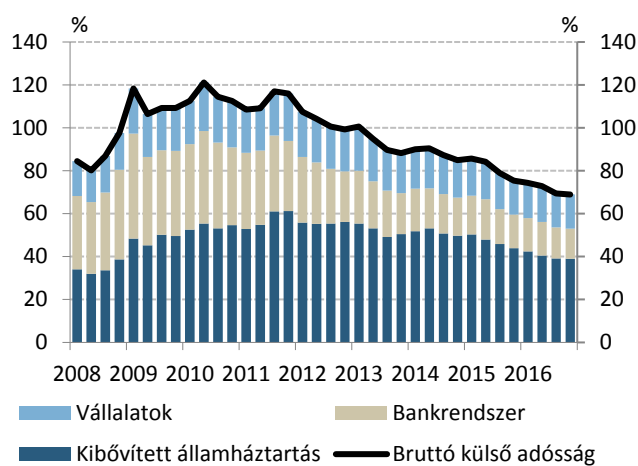
külső adósságát, amelyhez a legnagyobb mértékben a bankszektor járult hozzá. Az év második felében is meghatározó volt a forintosításhoz kötődő devizaswap-ügyletek lezárásából származó devizaliquiditás, ami bankszektor nettó külső adósságát csökkentette, míg az államháztartásét növelte.

Az év végén a szektorok megtakarítása szerinti finanszírozási képesség a GDP 4 százaléka alá csökkent, amelyhez a magánszektor nettó megtakarításainak csökkenése és az államháztartás finanszírozási igényének emelkedése egyaránt hozzájárult (5-3. ábra). A harmadik negyedévben az államháztartás négy negyedéves finanszírozási igénye historikusan alacsony szintre, a GDP nulla százalékára csökkent, ami az emelkedő foglalkoztatás és bérek hatására bővülő adóbevételeknek volt köszönhető. Az állam finanszírozási igénye 2016 utolsó negyedévében – az előző negyedévekben megfigyelhető csökkenés után – az év végi költségvetési kiengedéssel összefüggésben érdemben emelkedett, de továbbra is a GDP 2 százaléka alatt maradt. Mindezekkel egyidejűleg a magánszektor finanszírozási képessége az év második felében tovább csökkent. A háztartások esetében az emelkedő bérek és foglalkoztatás, illetve a munkanélküliség mérséklődése a lakosság fogyasztási és beruházási kiadásainak emelkedését, illetve a háztartási hitelezés élénkülését eredményezte. A vállalati szektor finanszírozási képessége 2016 elejétől fokozatosan csökkent, és az év végére nulla közeli szintre mérséklődött. A folyamat az év első felében a jövedelmek és transzferek enyhe mérséklődésével, míg az év végén a beruházások és készlet-felhalmozási kiadások emelkedésével volt magyarázható.

Az év második felében tovább csökkent az ország nettó külső adóssága, ami így 2016 végére a GDP 20 százaléka alá csökkent (5-4. ábra). A nettó külső adósság csökkenéséhez az adósságeneráló források nagyobb mértékű kiáramlása mellett a nominális GDP növekedése is hozzájárult. A nettó külső adósság mérséklődése elsősorban a bankrendszerhez köthető, ami a bankok külföldi követeléseinek nagyobb mértékű emelkedése és tartozásainak kisebb mértékű csökkenése mellett alakult ki – ennek eredményeképp a bankok nettó külső adóssága negatívvá vált. A konsolidált államháztartás nettó külső adóssága emelkedett, amelyben elsősorban a devizatartalék csökkenésén keresztül a forintosításhoz kapcsoló, bankrendszernek nyújtott devizaliquiditás játszott szerepet. A vállalatok nettó külső adóssága – döntően a szektor emelkedő külföldi eszközeihez kapcsolódóan – tovább mérséklődött 2016-ban.

A gazdaság bruttó külső adóssága az év második felében tovább csökkent és 2016 végén a GDP 68 százalékát tette ki

5-5. ábra: A bruttó külső adósság alakulása a GDP arányában



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül.

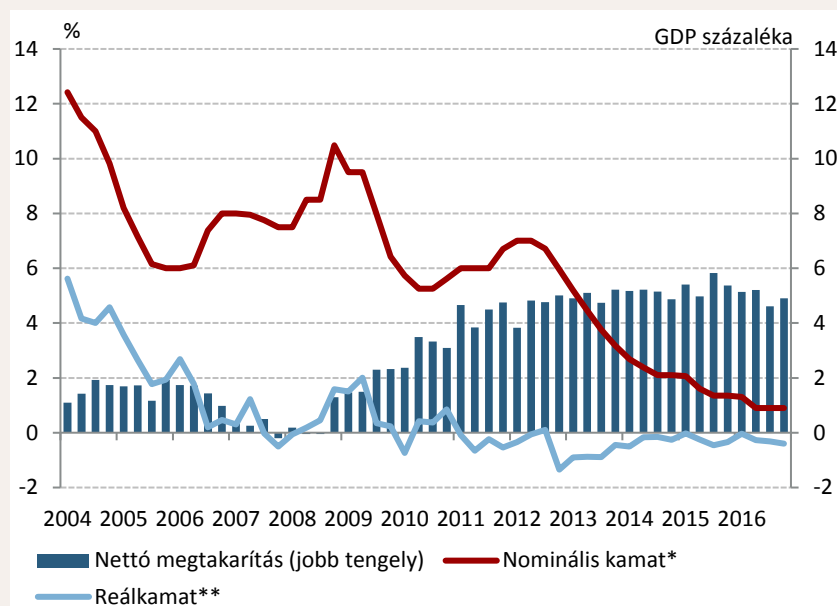
Forrás: MNB

(5-5. ábra). Az elmúlt években – részben a jegybank önfinanszírozási programjának köszönhetően, részben a jelentős lakossági állampapír-vásárlás hatására – érdemben mérséklődött az állam bruttó külső adóssága, és a korábbi 50 százalékot meghaladó szintről 2016 végére a GDP 40 százaléka alá mérséklődött. A bankrendszer bruttó külső adóssága közel 2 százalékponttal csökkent az elmúlt fél év során, összhangban a bankok adósságtörlesztésével. A vállalati szektor bruttó külső adóssága nem változott érdemben az év végén, és továbbra is a GDP 16 százaléka közelében alakult.

5-1. keretes írás: Alacsony kamatok és a háztartási megtakarítások összefüggései

A válság előtt meghatározó közgazdasági elméletek alapján a csökkenő kamat alapvetően arra ösztönzi a lakosságot, hogy mérsékelje megtakarításait – az elmúlt évtizedben azonban sem a magyar, sem a nemzetközi adatokon nem volt kimutatható szoros kapcsolat a hozamok és a pénzügyi megtakarítás alakulása között. A gazdasági válság kitörését követően több hullámban jelentősen mérséklődött Magyarországon az irányadó kamat, és így a bankbetéteken elérhető hozam. Ennek ellenére a háztartások megtakarítása folyamatosan emelkedett, majd magas szinten stabilizálódott – vagyis nem látszott erős kapcsolat a két mutató között. Hasonló következtetésre jutunk, hogy ha nemzetközi adatokon vizsgáljuk a hozam és a megtakarítás alakulását. Ez azonban nem jelenti azt, hogy a hozam és a megtakarítás közötti elméleti összefüggések ne lennének érvényesek, csupán azt, hogy számos olyan tényező volt, amely a kamatok alakulásánál erősebben hatott a megtakarításokra. A válságot követően ugyanis a munkanélküliség emelkedése és a devizahitelek átértékelődése miatt növekvő törlesztőrészek – a fogyasztás visszafogása mellett – a hitelállomány csökkentésére és a megtakarítások növelésére ösztönözte a háztartásokat (5-6. ábra). Az óvatosságra törekvő attitűd csak a közelmúltban kezdetett megváltozni: a jövedelmek és foglalkoztatás bővülése, a javuló gazdasági kilátások, a bizalom helyreállása a fogyasztás élénkítése felé hatnak, így a nettó pénzügyi megtakarítás elmúlt negyedévekben tapasztalható enyhe csökkenése vélhetően ezekkel a tényezőkkel, és kevésbé a történelmi mélyponton lévő hozamokkal állhat összefüggésben.

5-6. ábra: A nettó pénzügyi megtakarítás és a rövid banki kamat kapcsolata



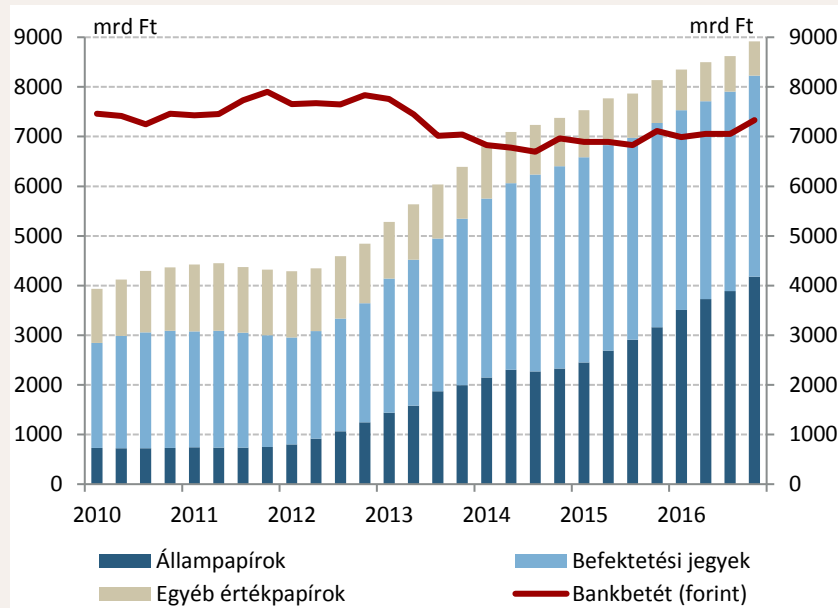
Megjegyzés: *Átlagos alapkamat. **Inflációval csökkentett átlagos alapkamat

Forrás: MNB

Az alacsony hozamkörnyezet tehát nem eredményezte a megtakarítások csökkenését, ugyanakkor a megtakarítási portfólió összetételében végbement változashoz egyértelműen hozzájárult. Ahogy a megtakarításokon realizálható kamatjövedelem mérséklődött, úgy értékelődött fel más szempontok szerepe: mint például a likviditásé vagy az alacsony kockázatra való törekvésé. A likvid pénzügyi eszközök iránti kereslet bővülése arra vezethető vissza, hogy a jelenlegi alacsony hozamkörnyezetben nem érhető el érdemben magasabb megtérülés a hosszú távon lekötött eszközökkel. Emellett a 2008-as gazdasági válság hatására erősödő óvatossági megfontolások is hatottak a portfólió összetételére: a lakosság még inkább az alacsony kockázatú befektetési lehetőségeket kereste.

Magyarországon a lekötött betétek kamatcsökkenésével párhuzamosan mérséklődött a banki eszközök volumene, az értékpapíroké pedig emelkedett. A betéti kamat elmúlt négy évben tapasztalható drasztikus csökkenése mérsékelte a lekötött betétekben tartott megtakarításokat, míg a készpénz- és látraszóló betétállományt fokozatosan emelkedett. Az alacsony hozamok ugyanis már nem kompenzálták a lekötött betétek likvidebb eszközökkel szembeni nehezebb hozzáférhetőségét. Mindezek eredményeként 2012 után összességében mintegy 1000 milliárd forinttal csökkentek a lakosság banki eszközei, és az így felszabaduló likviditás értékpapírokba, azon belül elsősorban befektetési jegybe és állampapírba áramlott. A hazai hozamok mérséklődése ugyanis a kötvényárfolyamok emelkedését eredményezte, ami a befektetési alapok állományának többségét kitevő kötvényalapok visszatekintő hozamainak növekedésében tükröződött. A visszatekintő hozamok emelkedését késéssel követte a befektetési alapok felfutása, ami azonban a hozamok stabilizálódásával, a visszatekintő hozamok csökkenésével megállt. Mindezzel párhuzamosan az állampapírok banki kamatok feletti hozamprémiuma a lakosság keresletének erős emelkedését eredményezte. Az állampapírok jelenleg is számottevő hozamelőnye a lakosság állampapír-állományát 2016 végére 4000 milliárd forintra, új historikus csúcsra emelte, ami a belső államadósság finanszírozás szempontjából is kedvező (5-7. ábra).

5-7. ábra: A háztartások értékpapír- és bankbetét-állománya



Megjegyzés: Egyéb értékpapír: banki, vállalati értékpapírok, tőzsdei részvények.

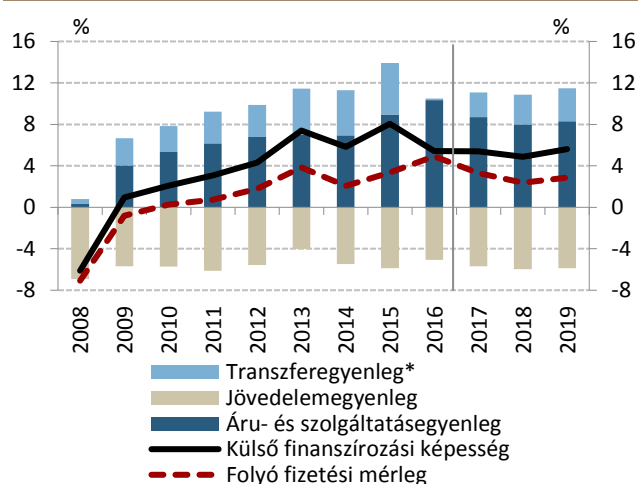
Forrás: MNB

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

Az előrejelzési horizonton a gazdaság külső finanszírozási képessége – a külkereskedelmi egyenleg mérséklődése és a transzferegynleg növekedése mellett – a GDP 6 százalékra körül stabilizálódik, miközben a folyó fizetési mérleg többlete a 2017-2018-as fokozatos mérséklődést követően enyhén emelkedik. Az alacsonyabb áru- és szolgáltatás egyenleg a külső kereslet lassulása mellett az élénkülő belföldi fogyasztással és beruházással magyarázható. 2017-től az EU források felhasználásának felfutásával párhuzamosan a transzferegynleg újbóli bővülése várható. A következő években a külföldi tulajdonú vállalatok nyereségének növekedésével párhuzamosan a jövedelemegynleg hiánya enyhén emelkedhet, majd 2019-től a mérséklődő kamatkidadásoknak köszönhetően újra csökkenhet. A következő két évben a folyó fizetési mérleg fokozatos csökkenése várható, mivel az nem tartalmazza – a külső finanszírozási képesség jelentős részét kitevő – EU-transzfereket. A külkereskedelmi egyenleg előretekintve is a külső pozíciót leginkább támogató tényező marad. A szektorok megtakarítás szerinti oldaláról a belső felhasználási tételek bővülésével összhangban a háztartási szektor megtakarítása az előrejelzési horizonton fokozatosan csökken, miközben az állam finanszírozási igénye a 2016-os historikusan alacsony értéket követően emelkedik, de továbbra is mérsékelt marad. Összességében a külső pozícióknak stabilizálódása mellett a gazdaság nettó külső adósságának és sérülékenységének további csökkenése várható.

Az előrejelzési horizonton a gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 6 százaléka körül stabilizálódik, miközben a folyó fizetési mérleg a 2017-2018-ban megvalósuló fokozatos mérséklődést követően enyhén emelkedik (5-8. ábra). A gazdaság külső finanszírozási

5-8. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (a GDP százalékában)



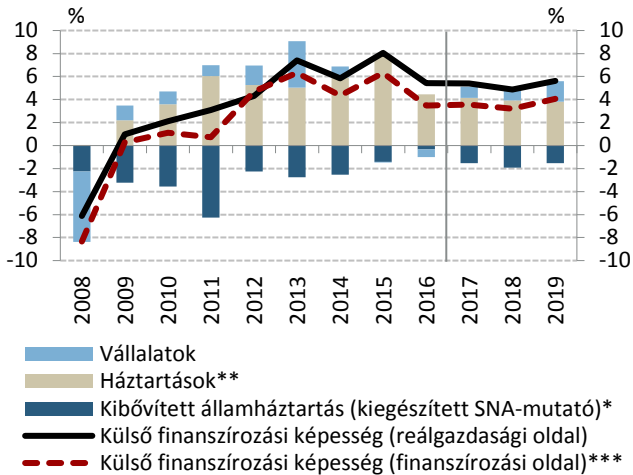
Megjegyzés: * A viszonytalan folyó átutalások és a tőkemérleg egyenlegének összege.

Forrás: MNB

képeségének stabilizálódása a külkereskedelmi egyenleg mérséklődése és a transzferegynleg növekedése mellett valósul meg. A **külkereskedelmi egyenleg** csökkenésében külső és belső keresleti tényezők egyaránt szerepet játszanak. Egyrészt a globális külkereskedelem és a kínai gazdaság lassulása és a német gazdaság szerkezetváltása visszafogja a kivitelt; másrészt a belföldi fogyasztás és beruházás felfutása érdemben növeli a behozatal dinamikáját. Az előrejelzési horizont végén a fogyasztás és beruházás tovább bővül, de a korábbiaknál visszafogottabb mértékben, illetve az új járműipari kapacitások (pl. Mercedes) működésbe lépése várható, amelyeknek köszönhetően a külkereskedelem többlete újra emelkedik. A megkötött szerződésállomány és az előleg-kifizetések alapján – a kormányzati szándékkal összhangban – az uniós forrásfelhasználás felfutása, és így a **transzferegynleg** emelkedése várható. A társasági adó csökkentése és a gyorsuló gazdasági növekedés 2017-2018-ban javítja a külföldi tulajdonú vállalatok nyereségét, ami enyhén növeli a **jövedelemegynleg** hiányát; ugyanakkor 2019-től – az adósságmutatók csökkenésével párhuzamosan mérséklődő kamatkidadásoknak köszönhetően – újra alacsonyabb hiány várható.

A gazdaság külső finanszírozási képességének stabilizálódása az egyes szektorok eltérő megtakarítási folyamatai mellett alakul ki: a háztartások nettó megtakarítása enyhén mérséklődik, miközben az állam növekvő finanszírozási igénye mellett a vállalatok nettó pénzügyi megtakarítása emelkedik (5-9. ábra).

5-9. 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 állam 2016-ban historikusan alacsony finanszírozási igénye az előrejelzési horizonton emelkedik, azonban mindvégig mérsékelt marad. A 2016-os alacsony hiány a növekvő bértömeggel összefüggő magasabb adóbevétellel, az alacsony kormányzati beruházásokkal, illetve az uniós támogatásokhoz és más beruházásokhoz kapcsolódó kiadások csúszásával magyarázható. 2017-ben a költségvetési hiány emelkedése várható, ami a korábban bejelentett keresletnövelő intézkedésekhez, illetve a társasági adó és a munkát terhelő járulékok csökkentéséhez kötődik. Az állam finanszírozási igényét 2018-ban tovább növeli, hogy a Növekedési Adóhitelek konstrukció által okozott hatás – amely 2016-2017 során nagymértékben csökkentette a költségvetés hiányát – ebben az évben kiesik. 2019-ben a bevételek várhatóan gyorsabban emelkednek, mint a kiadások, ami enyhén mérsékli a költségvetés hiányát.

Előretekintve a magánszektor finanszírozási képessége kismértékben emelkedik, ami a vállalatok emelkedő és a lakosság csökkenő megtakarítása eredményeként alakul ki. A 2015-ben történt devizahiteles elszámolás átmeneti hatásának kiesését követően a háztartások alapfolyamatok szerinti pénzügyi megtakarítása 2017-től fokozatosan tovább mérséklődik. Előretekintve tehát a tavalyi évben tapasztalt folyamatok folytatódása várható: az erősödő bérkiáramlás és a minimálbér-emelés hatására a fogyasztás bővül, illetve az állami ösztönzőkhöz köthetően a hitelfelvétel és a lakásberuházások tovább élénkülnek. Mindezek eredményeként az előrejelzési horizonton a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása enyhén csökken, összességében azonban továbbra is magas marad. Eközben a vállalatok finanszírozási képessége kismértékben emelkedik. 2017-ben a csökkenő társasági adókulcs és az EU-transzferek emelkedése érdemben növeli a vállalatok finanszírozási képességét, amely hatások az ezt követő években is meghatározóak maradhatnak.

A gazdaság továbbra is magas megtakarítói pozíciójának köszönhetően az előrejelzési horizonton külső adósságunk és a gazdaság sérülékenységének további csökkenése várható. A számottevő és stabil finanszírozási képességgel összhangban az előrejelzési horizonton a nettó külső adósság folytatódó csökkenése prognosztizálható. Emellett az ország külső sérülékenységét tovább mérsékelheti az államadósság csökkenő devizaaránya is.

5.3. Költségvetési folyamatok

2016-ban az előzetes adatok szerint rekord alacsony, a GDP 1,3 százaléka volt a deficit, ami jelentős keresletszűkítést eredményezett a gazdaságban. 2017-ben azonban ezt számottevő fiskális impulzus követheti az érdemi adócsökkentések következtében. Az ESA-hiány előrejelzésünk szerint a GDP 1,6-2,0 százaléka között lesz, tehát van még mozgástér a költségvetésben kitűzött 2,4 százalékos hiánycél eléréséig. 2018-ra és 2019-re vonatkozó technikai előrejelzésünk szerint a következő két évben lényegében nem változik az egyenleg a korábbi évekhez képest, és így közel semleges lehet a költségvetés keresleti hatása. Előrejelzésünk szerint a maastrichti államadósság-mutató mérséklődő trendje tovább folytatódik, így idén a GDP 73 százalékára csökken az adósságráta, majd a horizont végére dinamikus csökkenést követően 70 százalék közelébe mérséklődik.

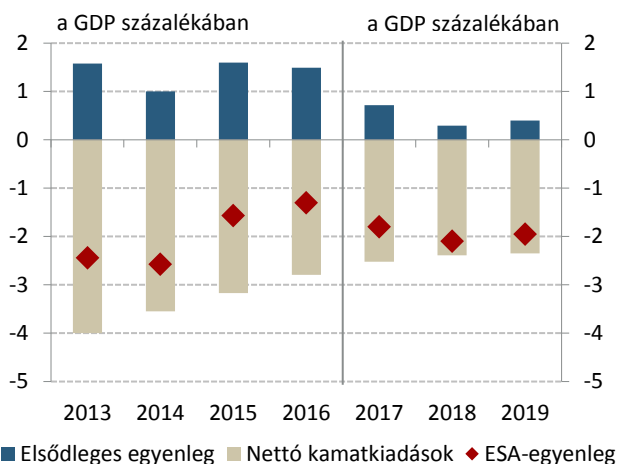
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában)

	2016	2017	2018	2019
ESA-egyenleg	-1,3	(-1,6) – (-2,0)	(-2,0) – (-2,2)	(-1,8) – (-2,0)
Elsődleges ESA-egyenleg	1,5	0,5 – 0,9	0,2 – 0,4	0,4 – 0,6
Fiskális keresleti hatás*	-0,7	1,0 – 1,5	0,2 – 0,4	(-0,1) – (-0,3)

Megjegyzés: A sávos előrejelzést a költségvetési tartalékok felhasználása és az EU támogatások kifizetésén belül az előlegek részarányát övező jelentős bizonytalanság indokolja. *A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.

Forrás: KSH, MNB

5-10. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása



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

Forrás: Eurostat, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

Prognózisunk szerint a GDP-arányos ESA-hiány 2017-ben 1,6-2,0 százalék, míg technikai előrejelzésünk alapján 2018-ban 2,0-2,2 százalék, 2019-ben pedig 1,8-2,0 százalék lehet. Az előzetes pénzügyi számlás adatok alapján a költségvetés hiánya 2016-ban historikusan alacsony, a GDP 1,3 százaléka volt.³ Az előrejelzési horizonton tartósan alacsonyan alakuló hiánypálya az adókulcsok csökkentése ellenére is dinamikus bővülő adóbevételek mellett a kiadások GDP-arányos csökkenésének köszönhető (5-10. ábra).

A 2016-os rekord alacsony hiányt követően magasabb deficit várható, de a becült hiány így is alacsonyabb a költségvetési célnál.⁴ A háztartások rendelkezésre álló jövedelmét növeli a kétgyermekesek családi adókedvezményének tovább emelkedő összege, valamint a szociális hozzájárulási adó csökkentésének átgyűrűző hatása. A 2017-es várható fiskális impulzus a társasági adókulcs és a szociális hozzájárulási adó csökkentésén keresztül a vállalati szektorra is kedvezően hathat. A bankrendszer adóterhe tovább mérséklődik a bankadó további csökkentésével és a hitelintézeti járadék eltörlésével. Kiadási oldalon a kormányzati beruházások emelkedésével és az állami életpálya-modellek folytatódásával számolunk. A 2018-as és 2019-es technikai előrejelzésünk közel semleges keresleti hatásra utal.

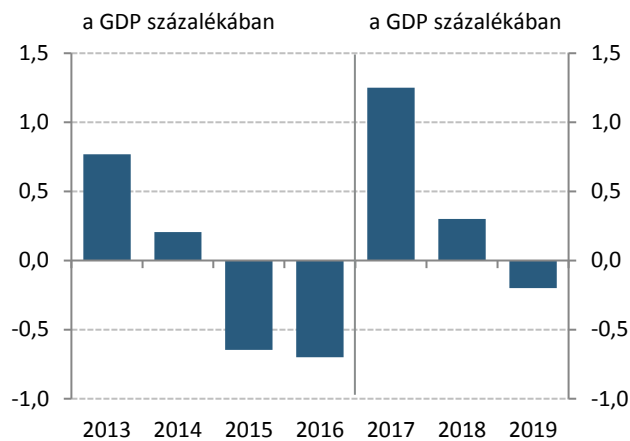
5.3.2. A 2016. évi egyenleg

Az előzetes pénzügyi számlás adatok szerint a 2016. évi eredményszemléletű hiány a GDP 1,3 százaléka volt, azaz 0,7 százalékponttal kisebb a költségvetési törvényben elfogadott célnál. Az alacsony hiány egyrészt a bevételek kedvező alakulásából, másrészt egyes kiadások, főképp beruházások elmaradásából ered. Az év végi nagy összegű

³ A 2016-os ESA-egyenlegre vonatkozó végleges adat a márciusi EDP jelentésben jelenik majd meg, így addig az azt jól közelítő előzetes pénzügyi számlás nettó finanszírozási igényt szerepeltetjük.

⁴ A fiskális keresleti hatást a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával számszerűsítjük, ami megmutatja, hogy a költségvetési intézkedések és folyamatok, valamint az automatikus stabilizátorok miként érintik a többi szektor jövedelmi helyzetét.

5-11. ábra: A fiskális keresleti hatás (a GDP százalékában)



Megjegyzés: Az előrejelzett értékek a bizonytalansági sávok közepén helyezkednek el. A fiskális keresleti hatás a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása. A fiskális keresleti hatás az EU támogatások hatását csak a költségvetési önrész mértékéig tükrözi. Pozitív előjel keresletbővítést, negatív előjel keresletszűkítést jelent.

Forrás: MNB

5-2. táblázat: A 2017. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a decemberi inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)

	Gazdasági alapfolyamatok	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	0,2	
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,1	
Fogyasztási adók	0,1	
II. Központi kiadások	0,1	-0,1
Normatív támogatások		-0,1
NFA - passzív és aktív kiadások	0,1	
III. Egyéb hatások	0,1	-0,1
Nettó kamatkidadások	0,1	
Egyéb tételek		-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,4	-0,2

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

Forrás: MNB

kifizetések ellenére az előzetes adatok szerint az eredményszemléletű kiadások nem érték el a tervezett szintet, mert a kiadások egy része, különösen az EU támogatások körében előleg volt, illetve nem hagyta el a kormányzati szektort (nagyreszt az önkormányzati körben csapódtak le).

5.3.3. A 2017. évi egyenleg

Előrejelzésünk szerint az államháztartás ESA-hiánya 2017-ban a GDP 1,6–2,0 százaléka lesz, azaz kissé alacsonyabb a decemberi előrejelzésünkénél. (5-1. táblázat). A 2017-re várt makrogazdasági pálya csak kismértékben változik, de az elmúlt negyedévi költségvetési adatok arra utalnak, hogy az áfából és a vállalkozások befizetéseiből várható éves bevételek kissé meghaladják korábbi várakozásunkat.

Kiadási oldalon sem várunk jelentős változást. Az úgynevezett normatív támogatások emelkedése abból fakad, hogy a HÉV fenntartásával kapcsolatos kiadások közvetve már a központi költségvetésnél jelentkeznek. A Nemzeti Foglalkoztatási Alap kiadásainak csökkenését a munkanélküliség további visszaszorulása okozza, ami miatt egyrészt a munkanélkülieknek fizetett támogatások mérséklődhetnek, másrészt a Start munkaprogram esetében az elsődleges munkaerő-piacra történő nagyobb visszaáramlásra számítunk. A nettó kamatkidadás további mérséklődését az okozza, hogy a rövid hozamok kiugróan alacsony szintre estek, miközben az államadósságon belül egyre nagyobb súlyt kitevő lakossági papírok kamatát is csökkentette az adósságkezelő.

Hiányprognózisunk 0,4-0,8 százalékponttal alacsonyabb a 2,4 százalékos GDP-arányos hiányt tartalmazó törvényi előirányzatnál. A költségvetési bevételek a törvény elfogadása óta bejelentett adókulcs-csökkentések miatt elmaradhatnak az előirányzattól, míg az állami vagyonnal kapcsolatos bevételek a földértékesítésből származó befizetések 2016-ról történő áthúzódása miatt haladhatják meg az előirányzatot. A költségvetési szervek nettó kiadásainak eltérése főként annak eredménye, hogy az uniós kifizetések egy része továbbra is a kormányzati szektornak (költségvetési szervek, önkormányzatok) fizetett előleg lehet. A START munkaprogramnál a munkaerőpiac feszessége miatt azzal számolunk, hogy a költségvetés tervezésekor feltételezettnél kevesebb résztvevője lesz a programnak. A nettó kamatkidadásoknál a törvény elfogadása óta megvalósult állampapír-piaci hozamcsökkenés okozza az eltérést.

A kormányzati beruházások a 2016-os alacsony szint után 2017-ben érdemben emelkedhetnek. A 2007-2013-as

5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2017. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)

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

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

Forrás: MNB

5-12. ábra: A kormányzati szektor beruházási kiadásainak összetétele (a GDP százalékában)



Forrás: KSH, MNB

uniós költségvetési ciklus lezárulása következtében a 2016-os EU-s kormányzati tőkeátvitel meglehetősen alacsony volt. Az EU-s bevételek visszaesését a kormányzat saját beruházási kiadásai sem tudták ellensúlyozni, így a 2016-os kormányzati beruházás jelentősen elmaradt a korábbi évek szintjétől. Várakozásaink szerint azonban 2017-től a kormányzati szektor beruházási aktivitása a teljes előrejelzési horizonton lassuló ütemben növekedhet.

5.3.4. A 2018. évi és 2019. évi költségvetési egyenleg kivetítés

Rendelkezésre álló költségvetési törvények hiányában 2018-ra és 2019-re technikai kivetítést készítettünk. A kiadási oldali folyamatok és az erőteljes gazdasági növekedés ellensúlyozzák az adókiengedések és az egyedi bevételek (földértékesítésből származó bevételek, növekedési adóhitel) kiesésének hatását, így az egyenleg várhatóan nem változik érdemben 2017-hez képest.

5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

Az előrejelzésben a legnagyobb bizonytalanság továbbra is az uniós források kifizetését és felhasználását övezi.

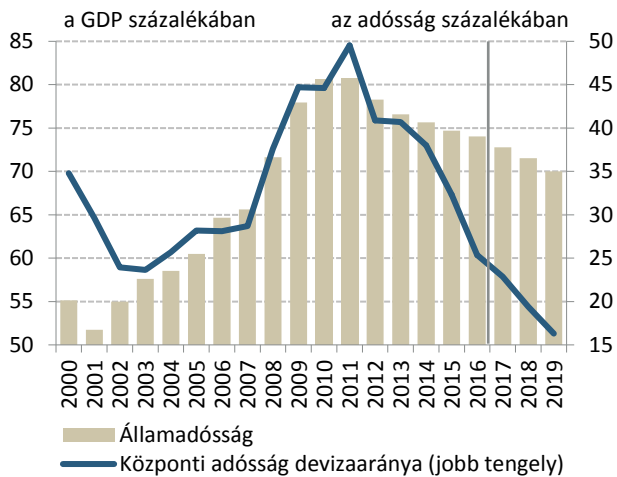
Prognózisunk az alappályájában csökkenő ütemű előleg kifizetéssel számol a teljes előrejelzési horizonton. A prognózisunknál gyorsabb forrásfelhasználás a gazdaságot ugyan jobban élénkíti, de egyúttal az önrész növekedésén keresztül a költségvetés hiányát is növeli.

5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

Tavaly év végén a GDP-arányos államadósság-ráta az MNB előzetes pénzügyi számlás adatai alapján 74,1 százalék volt. A 2015-ös év végi értékéhez képest 0,6 százalékponttal mérséklődött az adósságráta értéke, tehát 2016-ban folytatódott az adósságráta csökkenése, megfelelően a hazai és az uniós szabályoknak egyaránt. A tavalyi év során a nettó forrásbevonás az adósságráta növekedését, míg a reálgazdaság bővülése és a forintárfolyam változása a ráta mérséklődését okozta. A nettó kibocsátás 2016-ban érdemben meghaladta az államháztartás finanszírozási igényét, ami az állam likvid betéteinek növekedését eredményezte.

2019 végéig – változatlan, 2016. végi forint árfolyamot feltételezve – dinamikusan csökkenő államadósság-rátát, valamint az Alaptörvényben rögzített adósságszabály teljesülését jelezzük előre. Prognózisunk alapján a következő években az adósságráta több mint 1 százalékpontos csökkenése várható, amit az alacsony finanszírozási igény mellett, a dinamikus gazdasági növekedés is támogat. Előrejelzésünk szerint 2017. év

5-13. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2016. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

végére a ráta értéke 73 százalék alá mérséklődik, míg 2018-ban 71,5 százalék körül alakul, az előrejelzési horizont végére pedig eléri a 70,0 százalékot. A negatív nettó deviza kibocsátás következtében az államadósság devizaarányának további mérséklődése várható, ami hozzájárul a gazdaság külső sérülékenységének csökkenéséhez.

5-2. keretes írás: A költségvetés hatása az aggregált keresletre

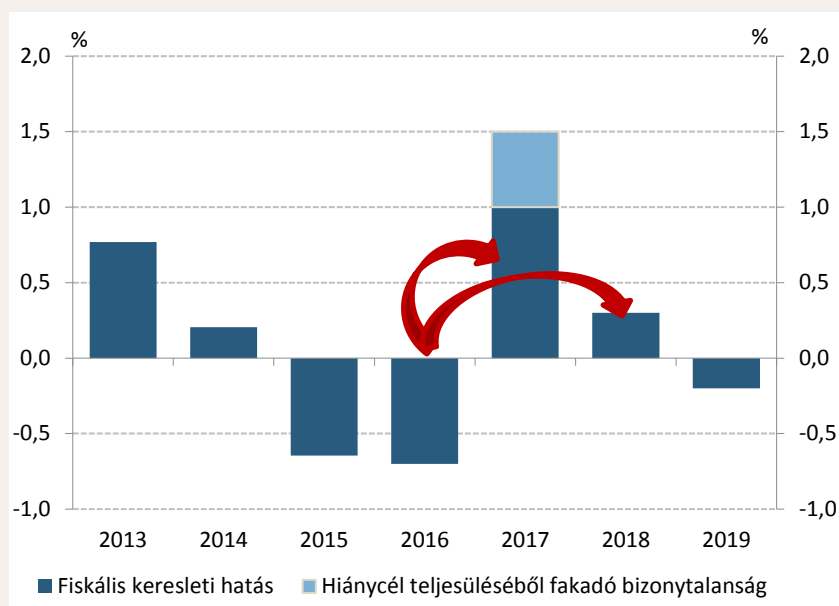
A költségvetési politika a fiskális impulzuson, vagyis az aggregált kereslet bővítésén vagy szűkítésén keresztül érdemben befolyásolja a gazdasági teljesítmény alakulását. A költségvetés a keresletbővítő (expanzív) fiskális impulzussal a gazdaság növekedését támogathatja, míg a keresletszűkítő (restriktív) költségvetési politika csökkenti az aggregált keresletet, és ezáltal visszafoghatja a gazdasági növekedést. A fiskális impulzus kiszámítása több módszerrel is lehetséges, amelyek közül az MNB által alkalmazott elemzési célú mutató a kiegészített SNA elsődleges egyenleg változásaként definiált impulzust használja. Ennek számszerűsítése érdekében a módszertan a kamatkidadásoktól szűrt eredményszemléletű SNA elsődleges egyenleget megtisztítja minden olyan intézkedéstől, amely nem jár szignifikáns gazdasági hatással.

A költségvetés hiánya 2016-ban az előzetes pénzügyi számla adatok szerint a GDP 1,3 százaléka volt, szemben a költségvetési törvényben szereplő 2 százalékos céllal. A tervezettnél alacsonyabb hiány és az év végi kiadások áthúzó hatása a GDP 1,1 százalékának megfelelő negatív impulzust jelentett a tervezetthez képest. Az áthúzó hatása oka, hogy a 2016-os éves pénzforgalmi hiány teljes egésze az év utolsó hónapjában alakult ki és az év végi kifizetések egy részének a keresleti hatása csak a későbbi években jelentkezhet (5-14. ábra). Becslésünk szerint az előirányzattól elmaradó hiány és az áthúzó keresleti hatás összességében 0,5–0,6 százalékkal foghatta vissza a növekedést 2016-ban.

Becslésünk szerint 2016-ban a költségvetés keresletszűkítő hatása, a GDP 0,7 százalékának megfelelő mértékben szűkíthette az aggregált keresletet. A negatív keresleti hatás a hiány csökkenéséből és abból ered, hogy a 2016. végi kiadások egy része csak 2017–2018-ban fejt ki tényleges gazdaságélénkítő hatását.

2017-ben viszont jelentősen, a GDP 1,0–1,5 százalékával is növelheti az aggregált keresletet a költségvetés, amely nagymértékben hozzájárul a gazdasági növekedés várható élénküléséhez. Ennek nagyobbik része a hiánycél emelkedéséből fakad, de hozzájárul a tavalyi kiadások áthúzó hatása is. A megvalósuló keresleti hatás attól függ, hogy végül milyen szinten alakul a költségvetés hiánya, amelyet most a hiánycélnál alacsonyabbra, a GDP 1,6–2,0 százaléka közé becsülünk.

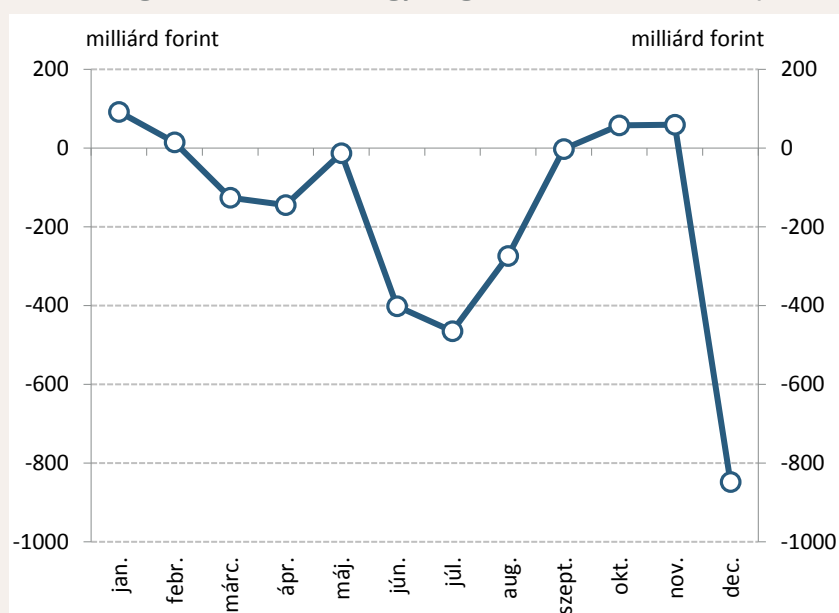
5-14. ábra: A fiskális keresleti hatás alakulása (a GDP százaléká)



Megjegyzés: A fiskális impulzus megegyezik a kiegészített (SNA) elsődleges deficit változásával. Pozitív előjel keresletbővítést, negatív előjel keresletszűkítést jelent.

Forrás: MNB

5-15. ábra: A költségvetés kumulált havi egyenlegének alakulása 2016-ban (milliárd forint)



Forrás: Magyar Államkincstár

6. KIEMELT TÉMÁK

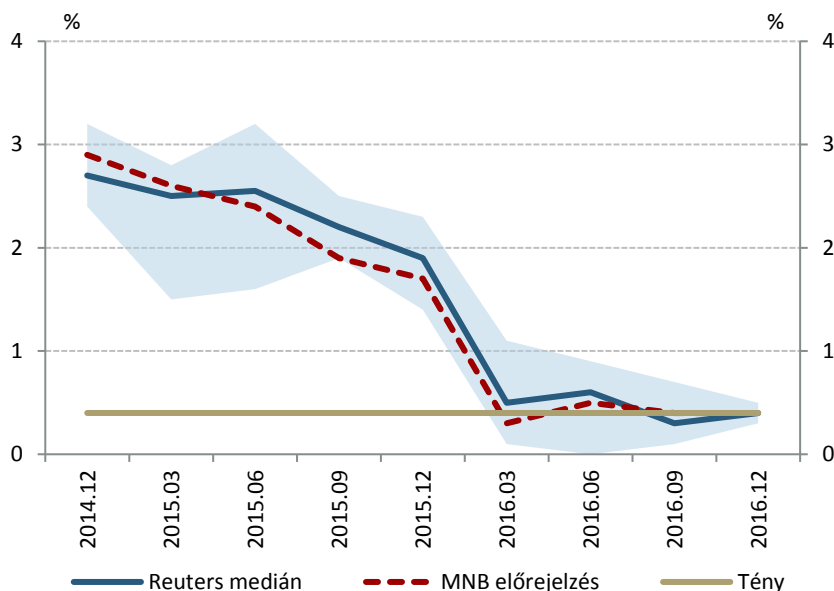
6.1. A 2016-os évre adott jegybanki előrejelzések értékelése

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 2016-os évre a vizsgált változók esetén először 2014 decemberében készítettünk előrejelzést. Összességében éven túli időhorizontra adott előrejelzéseinkhez képest a 2016-os infláció és a gazdasági növekedés alacsonyabban, míg a bérindex, valamint a foglalkoztatás szintje magasabban alakult. Éven belüli inflációs prognózisaink nagy stabilitás mellett a tényérték közelében alakultak.

6.1.1. Infláció

2014 negyedik negyedében még 3 százalékos körüli inflációra számítottunk 2016 egészére vonatkozóan. A cél közelében alakuló inflációs előrejelzésünket a belső kereslet élénkülése, valamint a szabad munkaerőpiaci kapacitások következtében folyamatosan erősödő bérdinamika magyarázta. Ezt követően **2015 folyamán fokozatosan lefelé revidáltuk prognózisunkat** és az év végén 2,0 százalékos áremelkedéssel számoltunk. 2016 elején érdemben lefelé módosítottuk az inflációra vonatkozó várakozásunkat, és **2016. év elejétől kezdődően stabilan 0,4 százalékos inflációval számoltunk** (6-1. ábra).

6-1. ábra: A 2016. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések

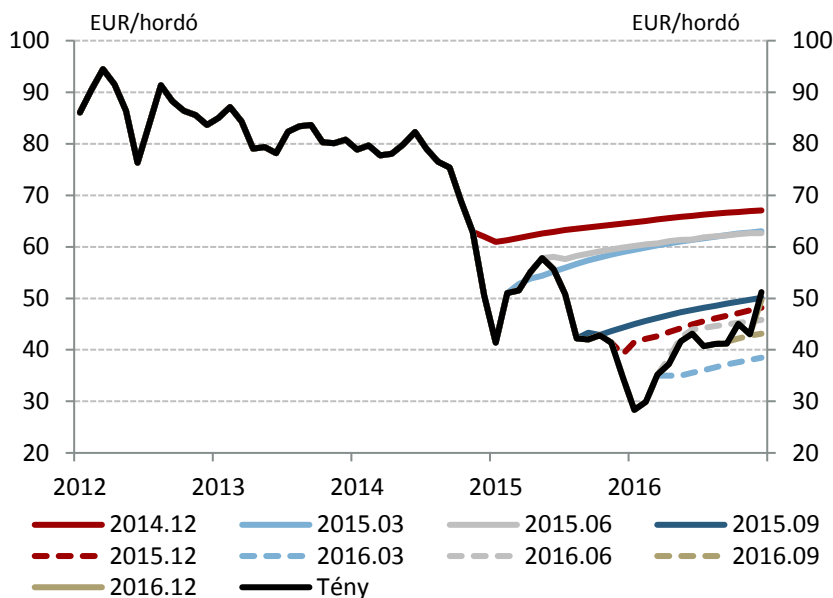


Megjegyzés: A sáv a Reuters által megkérdezett elemzők előrejelzéseinek terjedelmét mutatja.

Forrás: Reuters, KSH, MNB

A 2016-ra vonatkozó inflációs előrejelzéseink változását főként az importárak alakulása befolyásolta. A 2015-ben **mérséklődő inflációs prognózisaink háttérében a nyersanyagárak, azon belül is az olajárak folyamatos csökkenése állt.** 2016 elején mélypontra került az olaj ára, és a 2015 közepén jellemző 55–60 dollár körüli szint helyett az év elején már 30 dollárért jegyezték a hordónkénti árat. A tény olajárak alakulásával összhangban a határidős jegyzésárak is fokozatosan lejjebb tolódtak (6-2. ábra). Az olajárcsökkenés mögött kínálati oldalon az OPEC-országok historikus csúcspont közelében alakuló kibocsátása, valamint az USA palaolaj-kitermelésének növekedése; míg keresleti oldalon a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása állt.

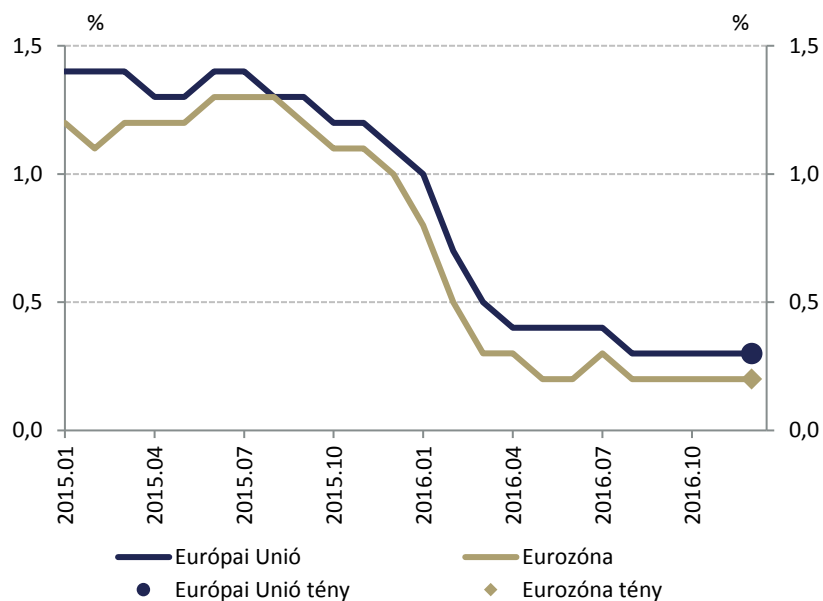
6-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása



Forrás: Bloomberg

A nyersanyagárak alakulása mellett arra számítottunk, hogy a globálisan jellemző alacsony költségkörnyezet az eurozóna inflációját is érdemben lefelé módosítja (6-3. ábra). Ennek következtében **az importált infláció historikus összevetésben mérsékelt hatást gyakorolt a 2016-os infláció alakulására**. Mindemellett a lakossági inflációs várakozások fokozatosan tovább mérséklődtek 2015 folyamán, mely szintén hozzájárult a visszafogottabb inflációs előrejelzéseinkhez.

6-3. ábra: Az Európai Unió és eurozóna 2016. évi inflációjára vonatkozó előrejelzések alakulása



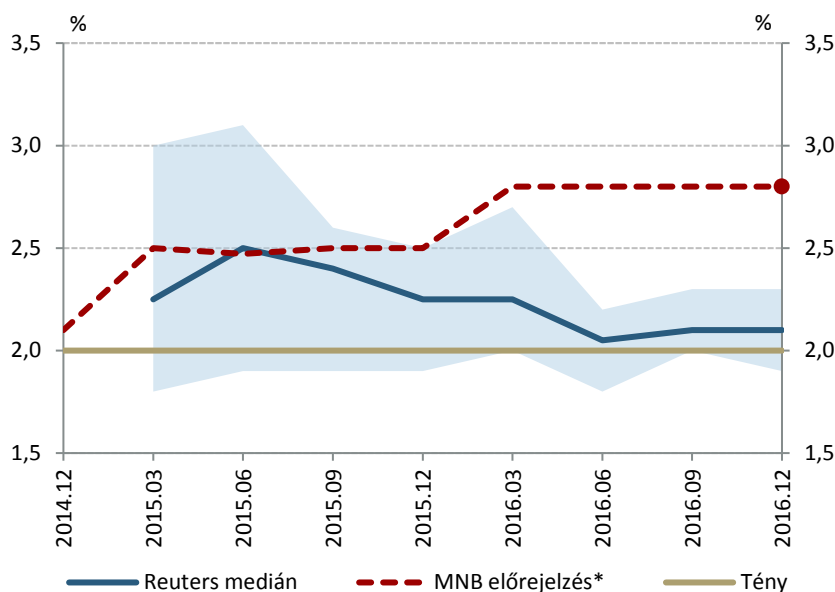
Forrás: Consensus Economics

Összességében 2014 végén és 2015 elején prognózisunk a Reuters felmérésben részt vevő piaci elemzők mediánjával összhangban alakult, míg 2015 második felétől némileg közelebb helyezkedett el a későbbi inflációs tényadathoz. Az MNB teljes időtávra számolt átlagos előrejelzési hibája kisebb volt, mint a piaci elemzők mediánjának előrejelzési hibája.

6.1.2. Gazdasági növekedés

A 2016. évi gazdasági növekedés elmaradt várakozásainktól. 2015 folyamán a hazai gazdaság kiegyensúlyozott bővülésére számítottunk 2016-ra vonatkozóan. Előrejelzésünk szerint a belföldi kereslet erősödése, illetve a fontosabb európai felvevőpiacaink élénkülése révén exportteljesítményünk javul. A lakossági fogyasztás élénkülését az alacsony infláció miatti növekvő reáljövedelmek támogatták, emellett az élénkebb hitelezés és a kormányzati elköteleződéssel összhangban magasabb EU-forrásfelhasználás miatt magasabb beruházási pályát jeleztünk előre. 2016 elején felfelé revideáltuk előrejelzésünket, mivel az állami beruházások esetében a korábbi várakozásokhoz képest kisebb visszaeséssel kalkuláltunk (6-4. ábra).

6-4. ábra: A 2016. évi növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések



Megjegyzés: A sáv a Reuters által megkérdezett elemzők előrejelzéseinek terjedelmét mutatja. *A 2016. decemberi érték a várt revíziók hatását is figyelembe veszi.

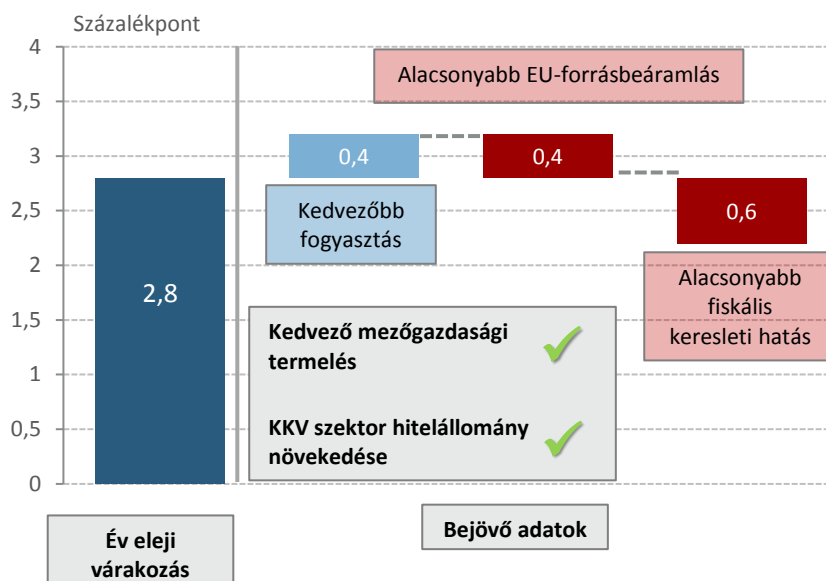
Forrás: Reuters, KSH, MNB

2016 során 2,8 százalékos gazdasági növekedéssel számoltunk, mely a legoptimistább előrejelzésnek számított az elemzők körében. Az MNB által prognosztizált növekedési adat háttérben 5 fő pillér állt. Ezek az alábbiak:

- Lakossági fogyasztások dinamikus élénkülése
- Kedvező mezőgazdasági termelés
- Kkv-szektor hitelállományának növekedése
- EU-forrásbeáramlás felfutásának kormányzati beruházásokra gyakorolt hatása
- (-1,5) – (-2,0) százalékos költségvetési hiány

A 2017 elején a KSH által publikált 2016. évi gazdasági növekedésre vonatkozó részletes adat érdemben eltért a korábbi előrejelzésünktől. A jegybanki programoknak köszönhetően **kkv-hitelezés bővülése az év végére elérte a 12 százalékot**, miközben a vállalati hitelállomány is 4 százalékot meghaladó ütemben bővült. A **mezőgazdasági hozzáadott érték** az év eleji várakozásoknak megfelelően **érdemben támogatta a tavalyi növekedést (+0,6 százalék)**, miközben a **lakossági fogyasztás 5 százalék közeli bővülése még kedvezőbb is volt az év eleji prognózisoknál**. Ezzel szemben az **EU-s pénzek reálgazdasági szempontból is effektív – azaz nem előleg típusú – kifizetése érdemben elmaradt korábbi várakozásunktól**. Számításaink szerint önmagában ennek a tényezőnek a hatására a 2016-os gazdasági növekedés mintegy 0,4 százalékponttal lehetett alacsonyabb. 2016-ban a **költségvetési hiány** a GDP 1,3 százaléka lett, azaz 0,7 százalékponttal kisebb, mint a költségvetési célkitűzés. Ez önmagában 0,3-0,4 százalékponttal hűtötte a GDP növekedését. Figyelembe kell venni azonban, hogy a deficit teljes egészében az év végén alakult ki, amelynek reálgazdasági hatása áthúzódott 2017-re, és ezzel együtt **2016-ban elérhette a 0,5-0,6 százalékot is a kieső növekedési hatás** (6-5. ábra) (lásd bővebben 5.2. keretes írás).

6-5. ábra: A 2016 évi növekedés főbb pilléreinek teljesülése



Forrás: KSH, MNB-számítás

2016 decemberében az MNB egy módszertani újítással állt elő, melynek lényege, hogy aktuális előrejelzésében – szemben a piaci elemzői prognózisokkal – figyelembe veszi a várható revíziók mértékét. Így becslésünk alapján továbbra is azzal számolunk a **GDP 2016. évi növekedését a KSH historikus tapasztalatok alapján még felfelé revidálhatja** a későbbi adatközlések alkalmazásával, amely által prognózisunk a revidált tényadat körül alakulhat. Összességében a jegybanki reálgazdasági előrejelzés a piaci várakozások mediánjánál magasabb volt.

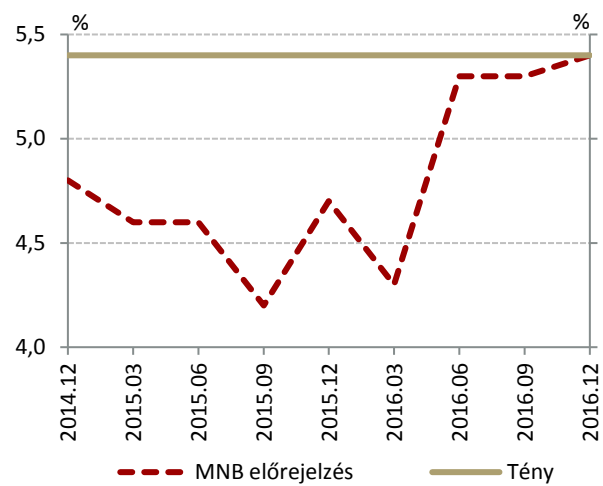
6.1.3. Munkaerőpiac

Mind a versenyszféra béreire, mind foglalkoztatotti létszámára vonatkozó előrejelzéseink az időszak elején érdemben elmaradtak, majd 2016 közepétől a tényadat közelében alakultak.

2014 végén és **2015 folyamán a versenyszférában mérsékelt béremelésekre számítottunk az alacsony inflációs környezet és a stabilizálódó inflációs várakozások következtében.** Azonban a szűkülő elérhető munkakínálat miatt mind a vállalatok, mind a szektorok között egyre erőteljesebb bérverseny alakult ki a munkaerő pótlása és megtartása érdekében, illetve a vállalatok kedvező jövedelmi helyzete lehetővé tette a magasabb bérkiáramlást. **A feszedő munkaerőpiac következtében 2016 közepén felfelé módosítottuk előrejelzésünket, majd ezt követően a bérelőrejelzés a későbbi tényadat közelében alakult** (6-6. ábra).

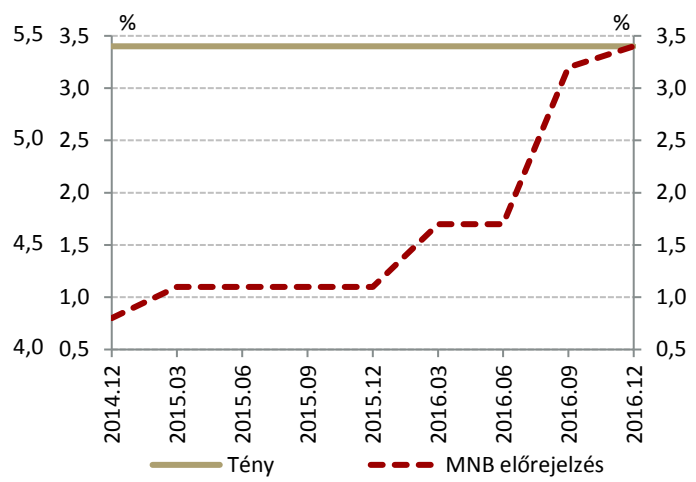
2016 harmadik negyedévéig előrejelzésünkben érdemben alulbecsültük a foglalkoztatás szintjének 2016. évi bővülését. A javuló gazdasági környezettel összhangban a versenyszféra létszámának növekedése volt megfigyelhető, ennek következtében **2015 végétől fokozatosan felfelé módosítottuk a létszámbővülésre vonatkozó várakozásunkat.** Elsősorban a szolgáltatói szektorban a létszámbővülés dinamikája a feltételezettnél nagyobb volt a javuló belső kereslettel összhangban (6-7. ábra).

6-6. ábra: A versenyszféra 2016-os bérendexére vonatkozó MNB előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

6-7. ábra: A versenyszféra létszámának 2016-os indexére vonatkozó MNB előrejelzések



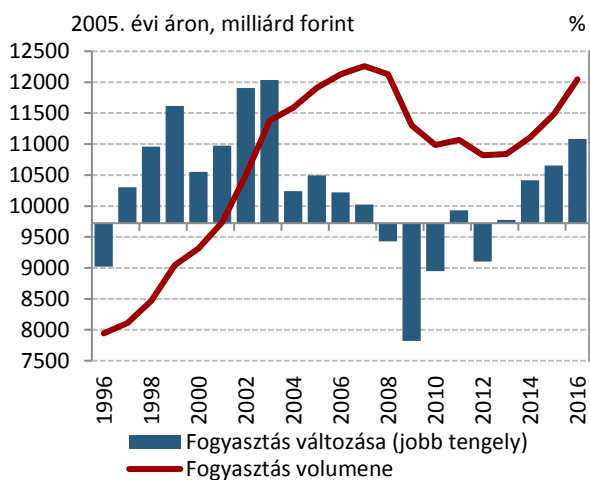
Forrás: KSH, MNB

6.2. A fogyasztásban rejlő helyreállítási potenciál vizsgálata

A háztartások fogyasztási kiadásainak makrogazdasági vizsgálata több szempontból is kiemelt jelentőségű. Egyrészt a társadalmi jólétet alapvetően befolyásolja, hogy a háztartások mekkora termék- és szolgáltatásvolument képesek elfogyasztani. **A fogyasztás a GDP belső felhasználásának a legnagyobb tétele, hazánkban a bruttó hazai termék több mint felét teszi ki a háztartások fogyasztási kiadása, ezért a makrogazdasági növekedésnek is kulcstényezője.** Fontos szem előtt tartani azt is, hogy a fogyasztás változása milyen módon befolyásolja a makrogazdasági egyensúly alakulását. A hosszú távon fenntartható szinttől eltérő fogyasztási volumen befolyásolja a gazdaság külső (külkereskedelmi mérleg), illetve belső (infláció) egyensúlyát. De mit tekinthetünk hosszú távon fenntartható fogyasztásnak? Erre a kérdésre keresi a választ jelen írásunk. **A kérdés különösen fontos a gazdasági ciklus jelenlegi fázisában, amikor a fogyasztási kiadás jelentős gyorsulását figyelhetjük meg és ezáltal a növekedés fő motorjává válik a legnagyobb belső felhasználási tétel.**

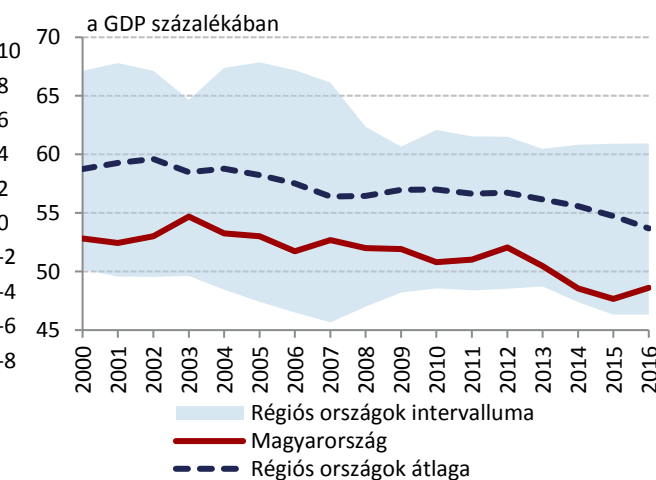
A 1997 és 2001 közötti időszakot tartós és kiegyensúlyozott fogyasztásnövekedés jellemezte. Ebben az időszakban a növekedést elsősorban a bővülő foglalkoztatással összhangban javuló jövedelmi folyamatok fűtötték. A rendszerváltást követő sokszerű alkalmazkodást követően a fogyasztási ráta normalizálódott, ami együtt járt a korábban elhalasztott fogyasztási kiadások emelkedésével. A 2002 és 2008 közötti periódus kezdeti szakaszában a háztartások jövedelme elsősorban az állam eladósodásán keresztül emelkedett, majd a fogyasztás bővülése elszakadt az időközben kedvezőtlenebbé váló jövedelmi folyamatoktól és a háztartási szektor főként devizában történő eladósodását eredményezte. Ezt az időszakot már a makrogazdasági fundamentumok által indokoltnál magasabb fogyasztási pálya jellemezte. Az időszakra a fenntarthatatlannak bizonyuló lakossági hitelezés volt jellemző, amikor a fogyasztási és lakás hitelek dinamikusabban bővültek, melyeknek egyre nagyobb aránya devizahitel volt. A 2006-os költségvetési kiigazításokat követően a bankrendszer vette át a háztartási szektor tovább bővülő fogyasztásának finanszírozását. A túlzott hitelkereslet mellett a lakosság fogyasztásának növekedése így is lassulni kezdett, majd a 2008-as gazdasági válságban a fogyasztás drasztikus szűkülését figyelhettük meg (6-8. ábra).

6-8. ábra: A lakossági fogyasztás éves változásának és GDP-arányos szintjének alakulása



Forrás KSH, MNB-számítások

6-9. ábra: A fogyasztási ráta alakulása 2000 és 2015 között

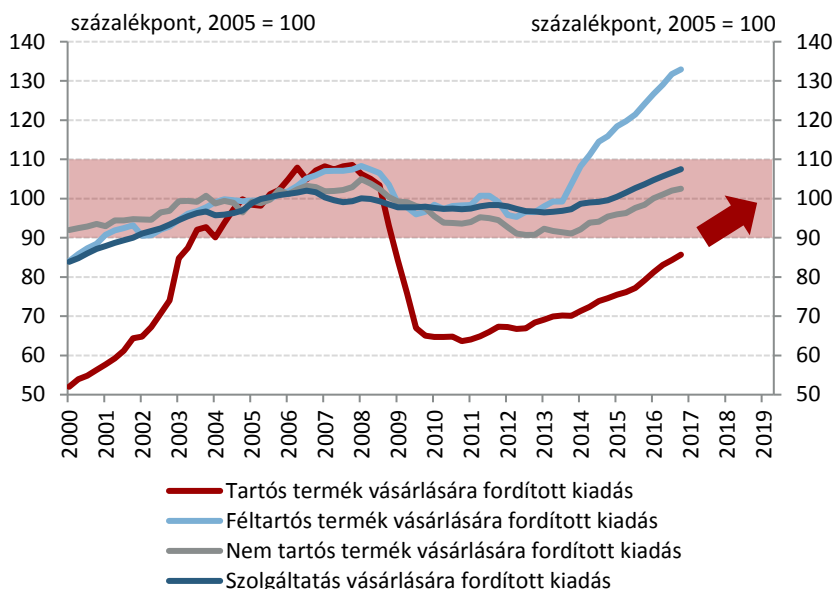


A válságot követően a korábbi időszakban felhalmozott, fenntarthatatlan mértékű adósságállomány okozta mérleg-alkalmazkodási kényszer következtében tartós csökkenésnek indult a lakosság fogyasztása. A háztartások a kiigazítás éveiben fogyasztásuk egy részét elhalasztották, amit a jövedelmi folyamatoknál mérsékeltebb ütemű fogyasztásnövekedés is alátámasztott. A folyamat eredményeként a lakossági fogyasztás tartósan negatív pályára állt, és a GDP-arányos fogyasztási ráta mind historikus, mind nemzetközi összevetésben mérséklődött (6-9. ábra). A fogyasztás szerkezete is megváltozott a válság hatására: a tartós termékek vásárlására fordított kiadások nagysága jelentősen mérséklődött, így a fogyasztás szerkezetében érdemben csökkent a tartós fogyasztási cikkek súlya, míg a szolgáltatások és a nem tartós termékek fogyasztásának szintje összességében stabilan alakult.

A 2010 utáni években az adóreform kedvező hatására a rendelkezésre álló jövedelem emelkedni kezdett, ami kezdetben a megtakarítások emelkedését eredményezte és csak ezt követően, 2013 után okozta a fogyasztás fokozatos

emelkedését is. Ugyanis a háztartások fogyasztási kiadásai a válság utáni években érdemben elmaradtak az alapfolyamatok által indokolt szinttől, az így elhalasztott fogyasztás következtében pedig érdemi helyreállítási potenciállal alakulhatott ki a háztartási szektor fogyasztási keresletében. **A fogyasztásban rejlő potenciált jól szemlélteti, hogy a tartós termékek részaránya a teljes lakossági fogyasztáson belül a válságot követően érdemben csökkent,** az elmúlt évek fokozatosan élénkülő fogyasztási alapfolyamatai nyomán pedig már enyhe emelkedés figyelhető meg a tartós termékek keresletében (6-10. ábra).

6-10. ábra: A fogyasztási kiadások szerkezetének alakulása, 2005=100



Megjegyzés: A válságot megelőző szintek tartománya.

Forrás: KSH, MNB-számítás

A tartóssá váló kedvező jövedelmi folyamatok fokozatosan emelték a háztartások fogyasztási hajlandóságát, így a korábban általánossá váló óvatossági megfontolások fokozatosan oldódtak. Mindennek eredményeként a lakossági fogyasztás az elmúlt negyedévek folyamán már átlagosan 4 százalékot meghaladó mértékben emelkedett és ezzel párhuzamosan a fogyasztási ráta mérséklődése is megállt.

A jelenlegi fogyasztási ciklusban rejlő helyreállítási potenciál és annak dimenzióinak azonosítására hibakorrekciós modell (ECM) segítségével becsléseket készítettünk, mely alkalmas keretrendszer a jövedelmi folyamatok által indokolt, fenntartható fogyasztási pálya azonosítására. A háztartások fogyasztásának fontosabb makrogazdasági változókkal való összefüggését egy ECM modellkeretben vizsgálva lehetőség nyílik a fogyasztás hosszú távú értékének meghatározására. A rövid távú dinamika vizsgálata segítségével pedig a megbecsült hosszú távú trendtől való eltérés záródásának sebességére is megfelelő becslés adható.

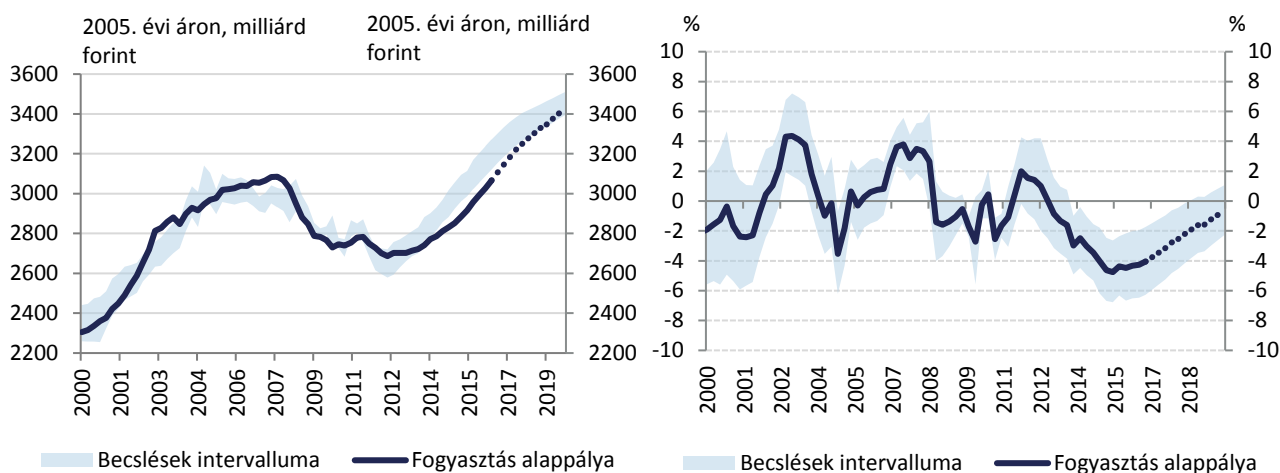
A hosszú távú és rövid távú összefüggésekben elsősorban jövedelmi változókat használtunk, de több esetben beépítettünk felhasználási és finanszírozási változókat is az egyes fogyasztási altételek magyarázatához felhasznált egyenletekbe. **Az aggregált fogyasztás hosszú távú szintjének becslése során elsősorban a jövedelmi változókkal találtunk szoros összefüggést (kointegrációt), de egyes esetekben a lakossági beruházás és a nettó pénzügyi vagyon is fundamentális tényezőnek bizonyult.**

A rendelkezésre álló elmúlt 20 év adatai és a becslés hosszú távú összefüggések alapján a hazai háztartások fogyasztási pályája négy időszakra bontható fel:

- 1997–2001: Rendszerváltást követően, a jövedelmi folyamatokkal összhangban megkezdődő fogyasztási ciklus
- 2002–2008: Lakossági hitelezési aktivitás által túlfűtött, a jövedelmi folyamatoktól elszakadó periódus
- 2009–2013: A válság hatására erősödő óvatosság és a mérlegalkalmazkodási kényszer által vezérelt tartósan visszafogott fogyasztási periódus

- 2013–: Elsősorban a kedvező jövedelemi folyamatokkal összefüggő és a magas vagyoniállomány által támogatott újrainduló fogyasztási ciklus

6-11. ábra: A jövedelmi folyamatok által fenntartható fogyasztás szintjére (bal panel), illetve ciklikus pozíciójára vonatkozó becslések tartománya és a fogyasztás várt alapfolyamatának alakulása (jobb panel)



Forrás: KSH, MNB-számítás

Megjegyzés: Hosszú távú szinttől vett eltérés.

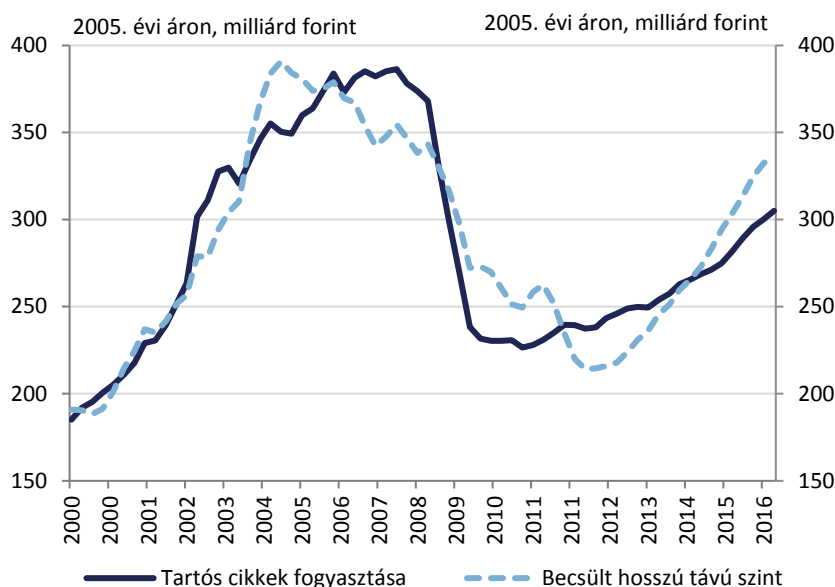
Forrás: KSH, MNB-számítás

A becslések eredményei egy viszonylag szűk tartományban szóródnak és közel azonos következtetést implikálnak. **Az elmúlt években látott, fokozatosan élénkülő dinamikát mutató lakossági fogyasztás elmarad a fontosabb makrogazdasági változók által indokolt szinttől, így helyreállítási potenciál azonosítható** (6-11. ábra). Annak érdekében, hogy meggyőződhessünk az eredmények robusztusságáról, egy alternatív megközelítést is alkalmazunk a helyreállítási potenciál azonosításához. A 2007 után mérséklődő lakossági fogyasztással összhangban a fogyasztási ráta is tartósan mérséklődött és jelenleg is historikusan alacsony szinten van, így a lakossági fogyasztás helyreállításának mértéke úgy is megbecsülhető, hogy a fogyasztás korábbi ciklusának átlagos fogyasztási rátáját rávetítjük a jelenlegi jövedelemi folyamatokra és a kapott fogyasztás szintet hasonlítjuk össze a tényekkel. Ezen elemzési megközelítés is hasonló eredményekre vezetett.

A becsült fenntartható szinttől való elnyílás záródásának sebessége az ECM modellkeretben a rövid távú dinamikát leíró összefüggés alapján határozható meg. **A rövid távú egyenletben a rendelkezésre álló jövedelem altétélei mellett a lakossági hitelek költségmutatója és a lakossági beruházás is szignifikáns magyarázó változónak bizonyult.** A fenntartható szinthez való visszatérés paramétere pedig átlagosan 0,1, ami azt jelenti, hogy az elnyílás negyedévente 10 százalékot csökken, felezési ideje átlagosan 8 negyedév.

Az aggregált fogyasztás vizsgálata alapján kapott eredmények alátámasztása és az eredmények részletesebb bemutatása céljából a KSH által hivatalosan publikált fogyasztási altételek esetében is alkalmazható a felhasznált keretrendszer és megbecsülhető a különböző altételek szintjében rejlő helyreállítási potenciál is. **A fogyasztási altételek hosszú távú szintjére adott becslések eredményei alapján a becsült fenntartható szinttől a legnagyobb mértékű elnyílást kétség kívül a tartós termékek mutatják** (6-12. ábra). A válságot követően ugyanis érdemben mérséklődött a tartós termékek fogyasztása, a háztartások fogyasztói kosarában ennek a termékkörnek az aránya 11 százalékról közel 5 százalékra süllyedt, ami a fogyasztás szintjének csökkenése mellett a lakossági fogyasztás importigényének mérséklődéséhez is hozzájárult. **A tartós termékekben belül legnagyobb súlyú autót vásárlások válságot követő érdemi visszaesése jelentős mértékben járult hozzá az említett folyamatokhoz.** A hosszú távú szinthez való visszatérés paramétere a tartós termékek esetében a legalacsonyabb (0,04), ami azt jelenti, hogy az elnyílás negyedévente 5 százalékot csökken, felezési ideje átlagosan 17 negyedév.

6-12. ábra: A tartós termékek hosszú távú szintjére vonatkozó becslés és a tényleges tartós termékek fogyasztásának alakulása



Forrás: KSH, MNB-számítás

A lakossági fogyasztásban a válságot követő negatív trend 2013-ban fordult meg, azóta a háztartások fogyasztási kereslete folyamatosan élénkül, azonban a jövedelemi folyamatoktól elmaradt a bővülés üteme. **A különböző becslési módszerek alapján mind az aggregált fogyasztás szintjében, mind pedig az egyes altételekben is negatív eltérést azonosítottunk a jövedelemi folyamatok által magyarázott fenntartható szinttől, ami alátámasztja a lakossági fogyasztásban várt tartós élénkülést.** Mindezek alapján érdemi helyreállítási potenciál azonosítható a belső keresletben. A tartós termékek esetében várt helyreállítással párhuzamosan érdemben emelkedhet a fogyasztás importigénye, ami a külkereskedelmi többlet mérséklődését és a fizetési mérleg romlását vetíti előre. Összességében **a lakossági fogyasztásban rejlő helyreállítási potenciál alapján a kereslet dinamikus bővülésével párhuzamosan a fogyasztási rés tovább záródhat, ami nem csak a gazdasági növekedéshez járul hozzá, hanem az infláció fokozatos emelkedése irányába hat.** A tartós termékek esetében azonosított helyreállítási potenciál alapján, az emelkedő lakossági kereslet inflációs hatása azonban mérsékelt lehet.

7. A 2017. ÉVI ÁTLAGOS FOGYASZTÓIÁR-INDEX FELBONTÁSA

7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék)

	Inflációs hatás 2017-re		
	Áthúzódó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,1	0,1
Piaci	0,8	1,7	2,5
Indirekt adók és intézkedések	0,2	-0,2	0,0
Infláció	1,0	1,6	2,6

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 (százalékpont, illetve százalék)

	2017				
	Átlagos áthúzódó hatás	Áthúzódó Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	0,2	0,0	3,3	-1,1	2,4
nem feldolgozott	-1,6	0,0	5,4	-2,5	1,3
feldolgozott	1,0	0,0	2,5	-0,5	3,0
Ipari termékek	0,2	0,0	0,8	0,0	1,0
tartós	-0,4	0,0	0,9	0,0	0,5
nem tartós	0,4	0,0	0,7	0,0	1,1
Piaci szolgáltatások	1,0	0,0	2,0	-0,2	2,8
Piaci energia	1,0	0,0	1,6	0,0	2,6
Alkohol, Dohány	0,3	0,6	2,0	2,1	5,0
Üzemanyag	5,9	1,7	2,7	-1,5	8,8
Szabályozott árak	0,2	0,0	0,3	0,0	0,5
Infláció	0,8	0,2	1,8	-0,2	2,6
Maginfláció	0,6	0,1	1,7	0,1	2,5

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-intézkedésekből adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	11
1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója	12
1-4. ábra: Az uniós támogatásokhoz kapcsolódó effektív felhasználás alakulása	13
1-5. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	14
1-6. ábra: A lakosság megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	14
1-7. ábra: A GDP éves változása	15
1-8. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátája a rendelkezésre álló jövedelem arányában	15
1-9. ábra: A háztartási hitelezés alakulásának előrejelzése.....	15
1-10. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	16
1-11. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként.....	16
1-12. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	16
1-13. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	17
1-14. ábra: A fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása a versenyszférában	17
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	22
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre.....	23
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre.....	23
3-1. ábra: GDP negyedéves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban.....	24
3-2. ábra: A GDP negyedéves változása egyes feltörekvő gazdaságokban	24
3-3. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	25
3-4. ábra: Globális inflációs folyamatok	25
3-5. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása	26
3-6. ábra: GDP negyedéves változása az eurozónában	26
3-7. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása	27
3-8. ábra: Inflációs várakozások és hosszú hozamok az eurozónában	27
3-9. ábra: GDP negyedéves változása a kelet-közép-európai országokban	28
3-10. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások.....	28
3-11. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	29
3-12. ábra: A HuCoin-mutató alakulása.....	29
3-13. ábra: A teljes kiskereskedelmi forgalom és a fogyasztás volumenének alakulása	30
3-14. ábra: Államhoz kapcsolódó beruházások	30
3-15. ábra: Nem államhoz kapcsolódó beruházások.....	30
3-16. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	31
3-17. ábra: Az újlakás építések és építési engedélyek alakulása	31
3-18. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása	32
3-19. ábra: A készletváltozás folyó áron.....	32
3-20. ábra: A mezőgazdaság hozzájárulása a GDP-növekedéshez és a mezőgazdasági termelés alakulása	33
3-21. ábra: A havi középhőmérséklet és az éves gabonatermés közti korreláció	33
3-22. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	34
3-23. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása.....	34
3-24. ábra: Munkanélküliségi ráták alakulása a régióban	35
3-25. ábra: Az egy munkavállalóra (bal oldali ábra) és az egy munkaóra (jobb oldali ábra) jutó reál munkatermelékenység alakulása a visegrádi országokban.....	36
3-26. ábra: A teljes tényezőtermelékenység (TFP) alakulása a visegrádi országokban	36
3-27. ábra: Az egy munkavállalóra jutó reál munkatermelékenység alakulása a versenyszférában.....	37
3-28. ábra: A hazai piaci alapú foglalkoztatásba bevonható munkaerő-kapacitás alakulása.....	38
3-29. ábra: A kibocsátási rés és az ipari kapacitáskihasználtság alakulása.....	40

3-30. ábra: Az eurozóna kibocsátási részének alakulása	40
3-31. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereseteinek éves változása	41
3-32. ábra: A fajlagos munkaerőköltség éves változásának dekompozíciója	41
3-33. ábra: Az ipari termelői árak éves változása	42
3-34. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók	42
3-35. ábra: A piaci szolgáltatások inflációjának alakulása	42
3-36. ábra: Inflációs várakozások a régióban	43
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	44
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	45
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya	45
4-4. ábra: Az állampapírpiaci referenciahozamok alakulása	45
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	46
4-6. ábra: A vállalati simított kamatok és felárok alakulása devizanem szerinti bontásban	47
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben	47
4-8. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára	48
4-9. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása	48
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei a GDP arányában	49
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	49
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint, GDP-arányos értékek	50
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása a GDP arányában	50
5-5. ábra: A bruttó külső adósság alakulása a GDP arányában	51
5-6. ábra: A nettó pénzügyi megtakarítás és a rövid banki kamat kapcsolata	52
5-7. ábra: A háztartások értékpapír- és bankbetét-állománya	53
5-8. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (a GDP százalékában)	54
5-9. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (a GDP százalékában)	55
5-10. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása	56
5-11. ábra: A fiskális keresleti hatás (a GDP százalékában)	57
5-12. ábra: A kormányzati szektor beruházási kiadásainak összetétele (a GDP százalékában)	58
5-13. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2016. végi árfolyamon számítva	59
5-14. ábra: A fiskális keresleti hatás alakulása (a GDP százaléka)	60
5-15. ábra: A költségvetés kumulált havi egyenlegének alakulása 2016-ban (milliárd forint)	60
6-1. ábra: A 2016. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések	61
6-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása	62
6-3. ábra: Az eurozóna 2016. évi inflációjára vonatkozó előrejelzések alakulása	62
6-4. ábra: A 2016. évi növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések	63
6-5. ábra: A 2016 évi növekedés főbb pilléreinek teljesülése	64
6-6. ábra: A versenyszféra 2016-os bérindexére vonatkozó MNB előrejelzések	64
6-7. ábra: A versenyszféra létszámának 2016-os indexére vonatkozó MNB előrejelzések	65
6-8. ábra: A lakossági fogyasztás éves változásának és GDP-arányos szintjének alakulása	65
6-9. ábra: A fogyasztási ráta alakulása 2000 és 2015 között	66
6-10. ábra: A fogyasztási kiadások szerkezetének alakulása, 2005=100	67
6-11. ábra: A jövedelmi folyamatok által fenntartható fogyasztás szintjére (bal panel), illetve ciklikus pozíciójára vonatkozó becslések tartománya és a fogyasztás várt alapfolyamatának alakulása (jobb panel)	68
6-12. ábra: A tartós termékek hosszú távú szintjére vonatkozó becslés és a tényleges tartós termékek fogyasztásának alakulása	69

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	12
1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	19
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal	20
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában).....	56
5-2. táblázat: A 2017. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a decemberi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)	57
5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2017. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	58
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék)	70
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)	70

Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

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

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

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2017. március

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

