



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2015
DECEMBER

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2015
DECEMBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

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

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

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

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2015. december 13-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

TARTALOM

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	10
1.1. Inflációs előrejelzésünk	12
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	14
1.3. Munkapiaci előrejelzésünk	16
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	22
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	25
3.1. Nemzetközi környezet	25
3.2. Aggregált kereslet	36
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás	41
3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség	45
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója	46
3.6. Költségek és infláció	47
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	50
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	50
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	53
5. a gazdaság egyensúlyi pozíciója	58
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	58
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	60
5.3. Költségvetési folyamatok	62
6. Kiemelt témák	70
6.1. A munkaerőpiaci feszesség mögötti heterogenitás	70
6.2. Tartósan csökkenhet a reálkamat Magyarországon	79
7. A 2015. és 2016. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	83
Ábrák és táblázatok jegyzéke	84

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink	18
3-1. keretes írás: Az amerikai kamatemelés potenciális hatásai a feltörekvő piacokon	34
3-2. keretes írás: A lakásépítések várt élénkülésének lehetséges makrogazdasági hatásai	39
3-3. keretes írás: Volkswagen csoportot érintő botrány lehetséges hatásai a magyar gazdaságra	43
4-1. keretes írás: A Növekedéstámogató Program és makrogazdasági hatásai	55
5-1. keretes írás: Az Európai Unió támogatások alakulása	69

MEGVÁLTOZOTT A MONETÁRIS TANÁCS ÁLLÁSFOGLALÁSÁNAK ÉS AZ ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK INFLÁCIÓS JELENTÉSBEN TÖRTÉNŐ MEGJELENÍTÉSE

A Monetáris Tanács az Inflációs jelentés szerkezeti, illetve tartalmi felépítését illetően két ponton változtatásról döntött a korábban megszokott gyakorlathoz képest. Egyrészt az állásfoglalás helyett az Inflációs jelentés megjelenésének hónapjaiban is egy, a köztes hónapokban megszokott, **rövidebb formátumú közleményt tesz közzé**, amit a jelentés bevezetőjében megfogalmazott, „A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez” rész egészíti ki. Másrészt a jelentés alternatív forgatókönyveket bemutató fejezetében **a kiemelt kockázati pályák részletes ismertetése mellett további kockázati tényezők is röviden bemutatásra kerülnek.** Mindezek összhangban vannak a nemzetközi jegybanki gyakorlattal, és javítják a jegybanki működés kiszámíthatóságát, átláthatóságát.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a kamatdöntéseket követő közlemények szerkezetének egységesítésével transzparensbé és egyszerűbbé válik az MNB kommunikációja, ami növeli a monetáris politikai kommunikáció hatékonyságát. Ezért a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa úgy határozott, hogy a hónapról hónapra történő könnyebb összehasonlíthatóság érdekében 2015 decemberétől kezdve az Inflációs jelentés megjelenésének hónapjaiban a kamatdöntéseket követően is az Inflációs jelentések közötti hónapokban publikált közleményekkel megegyező formátumú közleményt tesz közzé. **A közlemény az eddigi köztes hónapok közleményeivel összhangban összefoglalja az aktuális gazdasági folyamatokkal kapcsolatos helyzetértékelést, illetve megfogalmazza a Monetáris Tanács aktuális döntését, annak indoklását és az előretekinthető üzenetet.**

Ezzel párhuzamosan „A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez” rész továbbra is bemutatja az **aktuális Jelentéshez kapcsolódó főbb megállapításokat a kiadvány elején.** Ebben az egyes fejezeteknek, az aktuális makrogazdasági és pénzügyi folyamatoknak, illetve az előrejelzésnek a közleménynél részletesebb ismertetése jelenik meg. Az Inflációs jelentés ezen bevezető fejezete továbbra is a Monetáris Tanács helyzetértékelését fogalmazza meg.

A jegybankok kommunikációjában világszerte fontos szerepet töltenek be az előrejelzésekhez kapcsolódó bizonytalanságok, valamint az előrejelzés alappályája mellett a döntéshozatal szempontjából jelentősebb kockázatokat ismertető alternatív forgatókönyvek. **A kockázatok bemutatása fontos részét képezi az MNB kommunikációs eszköztárának is.** Az eddigi gyakorlatnak megfelelően az Inflációs jelentésekben a Monetáris Tanács által legfontosabbnak tartott 2-4 kockázati pályát mutatjuk be részletesen. A még transzparensbébb kommunikáció érdekében **ezen túl az adott negyedévben felmerülő 2-4 kiemelt kockázat mellett további kockázati tényezők is megjelenítésre kerülnek az Inflációs jelentésben.** Az egyes kockázatok olyan formában kerülnek ismertetésre, hogy a **Monetáris Tanács által legfontosabbnak tartott alternatív forgatókönyvek részletesen, míg a felmerülő egyéb kockázatok röviden összefoglalva kerülnek bemutatásra.** Mindez az alternatív forgatókönyvek formai megjelenítésében is megjelenik a kockázati térképen, a fontosabb pályák hangsúlyosabb ábrázolásával.

A MONETÁRIS TANÁCS FŐ MEGÁLLAPÍTÁSAI AZ INFLÁCIÓS JELENTÉSHEZ

A Monetáris Tanács megítélése szerint folytatódik a magyar gazdaság növekedése. A gazdaságot változatlanul kihasználatlan kapacitások jellemzik, így a hazai reálgazdasági környezet deflációs hatású marad. Az infláció továbbra is nagymértékben a jegybanki cél alatt alakul. A tartósan magas külső finanszírozási képesség és a mérsékelt költségvetési hiány csökkenti az ország sérülékenységét a következő években.

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

A harmadik negyedévben lassult a világgazdaság bővülése. A fejlett gazdaságokban folytatódott a válságból való lassú kilábalás, azonban a feltörekvő régiókban romlottak a növekedési kilátások. Az infláció világszerte visszafogottan alakult. A törekeny konjunktúra és a mérsékelt inflációs környezet a globálisan meghatározó jegybankok többségének esetében a gazdasági növekedést támogató monetáris politika tartós fenntartását indokolja. Ugyanakkor az elkövetkező időszakban az amerikai jegybank kamatlépéseivel kapcsolatos várakozások növelhetik a pénzügyi volatilitást.

Előrejelzési horizontunkon az infláció fokozatosan emelkedik, de csak 2017 végén közelíti meg az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket.

Az elmúlt hónapokban beérkezett adatok alapján a hazai inflációs folyamatok a szeptemberi Inflációs jelentéssel összhangban alakultak. A Monetáris Tanács megítélése szerint az élénkülő lakossági fogyasztás és a gyorsuló bérdinamika eredményeként a maginfláció fokozatosan növekszik, azonban a tartósan alacsony globális inflációs környezet, döntően az olaj- és nyersanyagárak mérséklődése, visszafogja az inflációs ráta emelkedését. A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a feszesedő munkaerőpiac ellenére az aggregált bérdinamika csak korlátozottan nő, így az a keresleti folyamatokkal együtt az alacsony infláció fennmaradása felé mutat. Az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatók a következő években csak fokozatosan emelkednek. Az infláció az előrejelzési időszakban elmarad a 3 százalékos céltól, és csak az előrejelzési időhorizont végére érhet annak közelébe.

Átmeneti lassulást követően a gazdasági növekedés 2016 második felétől ismét élénkül. A növekedés szerkezetében a háztartások fogyasztásának bővülése meghatározó marad.

A magyar gazdaság növekedése a harmadik negyedévben a várakozásoknál visszafogottabb ütemben folytatódott. A feltörekvő gazdaságok lassulása mérsékli felvevőpiacaink importkeresletét és a magyar export bővülését. A külső kereslet és az európai uniós forrásbeáramlás fékeződése számottevően visszaveti a 2016-os növekedést. Élénkülés 2016 második felétől várható, főként a felvevőpiacok gazdasági teljesítményének erősödése, valamint a jegybanki és kormányzati intézkedések hatásainak eredményeként. A Monetáris Tanács megítélése szerint az MNB Növekedéstámogató Programja, valamint az új, lakásépítéseket ösztönző kormányzati lépések tompítják a növekedési ütem lassulását. Emellett a háztartások emelkedő fogyasztása a következő években is érdemben támogatja a gazdaság bővülését.

A finanszírozási képesség továbbra is magas marad, folytatódik a gazdaság külső sérülékenységének csökkenése.

2015-ben a javuló cserearányok és a támogató külső környezet hatására nő a külkereskedelmi többlet, továbbá érdemben javul a transzfer- és jövedelemegyenleg is. Az előrejelzési horizonton az ideinél alacsonyabb, de továbbra is stabilan magas finanszírozási képesség várható. A csökkenést elsősorban az EU-transzferek átmeneti visszaesése okozza. A jövedelemegyenleg hiánya – előretételezve – a tavalyinál némileg alacsonyabb szinten stabilizálódik a mérséklődő kamatkidadások és a javuló vállalati profitkilátások ellentétes hatásainak eredményeként. A külső finanszírozási képesség a következő két évben is magasban alakul, ami az adósságműhely csökkenésén keresztül tovább javítja a gazdaság sokkellenálló képességét.

A nemzetközi pénzügyi piaci hangulat kismértékben javult, a hazai folyamatok alapvetően a nemzetközi tendenciákkal összhangban alakultak.

Az elmúlt negyedévben a globális pénzügyi hangulat enyhén javult, a kockázati indexek mérséklődése és a tőzsdeindexek emelkedése volt tapasztalható. A piaci hangulatot leginkább az EKB és a Fed monetáris politikai döntéseire irányuló várakozások, illetve a feltörekvő országok növekedési kilátásaival kapcsolatos bizonytalanságok befolyásolták. A

devizapiacokat a dollár erősödése határozta meg az elmúlt hónapokban. A hazai pénzügyi folyamatok alapvetően a nemzetközi tendenciáknak megfelelően alakultak, az országspecifikus tényezők szerepe összességében visszafogott volt. A forint árfolyama gyengült az időszak alatt. Az állampapírpiazi hozamokban a rövid hozamok számottevő emelkedést mutattak, míg a hosszú hozamok enyhén mérséklődtek. A kockázati mutatók közül a hazai CDS-felár kismértékben csökkent.

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet tartott relevánsnak, amelyek a jövőbeli monetáris politikára hatást gyakorolhatnak. A tartósan alacsony költségkörnyezet fennmaradása és a feltörekvő piaci gazdaságok további lassulása az alappályánál alacsonyabb, míg a kockázatvállalási kedv megváltozása miatt kialakuló pénzügyi turbulenciák az alappályánál magasabb inflációs pályát jelentenek. A tartósan alacsony szinten ragadó globális nyersanyagárak esetén a hazai gazdasági növekedés az alappálya-előrejelzésnél kedvezőbben alakulhat. Ugyanakkor a feltörekvő piaci gazdaságok nagyobb mértékű lassulása és az esetleges pénzügyi turbulenciák alacsonyabb növekedés irányába mutató hatásokat jelenthetnek. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további, mérsékeltebb kockázatként azonosította a globális monetáris kondíciók vártnál lassabb szigorodását, az alacsony olaj- és nyersanyagárak gyorsabb korrekcióját, a magánberuházások visszafogottabb alakulását, illetve a feszesező munkaerőpiac mellett gyorsabban emelkedő belföldi bérek lehetőségét.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a gazdasági növekedés lassulásával párhuzamosan a szabad kapacitások csökkenése átmenetileg megáll, így a kibocsátási rés csak az előrejelzési horizont végén záródik. Az inflációs nyomás tartósan mérsékelt marad.

A jegybanki előrejelzések feltételeinek teljesülése mellett az alapkamat aktuális szintje és a laza monetáris kondíciók tartós, a teljes előrejelzési időhorizonton való 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)

	2014	2015	2016	2017
	Tény	Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció	2,2	1,3	2,4	2,6
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,4	1,2	2,0	2,6
Infláció	-0,2	0,0	1,7	2,6
Gazdasági növekedés				
Külső kereslet (GDP-alapon)	1,7	1,8	2,1	2,3
Háztartások fogyasztási kiadása	1,8	3,0	3,2	2,6
Kormányzat végső fogyasztása	2,9	0,3	0,2	0,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	11,2	0,0	-2,0	3,6
Belföldi felhasználás	4,2	1,4	1,6	2,4
Export	7,6	8,6	6,3	6,6
Import	8,5	7,4	5,9	6,5
GDP	3,7	3,0	2,5	3,0
Külső egyensúly¹				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	2,3	5,3	5,6	6,0
Külső finanszírozási képesség	6,0	9,9	7,2	7,8
Államháztartás^{1,5}				
ESA-egyenleg	-2,5	-2,0	-2,0	-1,7
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset	2,4	3,8	3,9	3,8
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	5,3	2,9	2,9	1,9
Versenyszféra bruttó átlagkereset ²	4,3	3,8	4,3	4,7
Versenyszféra foglalkoztatottság	4,6	2,4	1,4	1,1
Munkanélküliségi ráta	7,7	6,6	5,7	5,2
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ³	3,8	1,6	2,6	2,2
Lakossági reáljövedelem ⁴	3,4	3,1	2,8	2,0

¹ A GDP arányában.

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

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

⁴ MNB-becslés.

⁵ A szabad tartalékok teljes törlésével.

1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

Az elmúlt időszakban a korábbi negyedéveknél lassabb ütemben folytatódott a gazdaság bővülése. A várakozásoktól elmaradó GDP-dinamikában szerepet játszott az ipari konjunktúra mérséklődése, a mezőgazdaság teljesítményének csökkenése és a visszafogott építőipari termelés. Az infláció a szeptemberi előrejelzéssel összhangban változatlanul mérsékelt maradt. A harmadik negyedévben tovább bővült a versenyszféra foglalkoztatottsága, míg a bérdinamika az elmúlt években megfigyelt 3-4 százalékos közötti tartományban alakult.

Az infláció idén és jövőre is érdemben elmaradhat a 3 százalékos céltől, és csak 2017 végére kerülhet a középtávú inflációs cél közelébe. A magyar gazdaságot továbbra is rendkívül kedvező globális költségkörnyezet veszi körül. Az inflációs szempontból lefelé mutató költséghatások kifutására csak az előrejelzési horizont második felében számítunk. A belső hatások esetében a lakossági fogyasztás folytatódó bővülése és a nominális bérdinamika fokozatos emelkedése az inflációs alapfolyamatok emelkedése irányába hat. A kereslet élénkülése növelheti a maginflációt, ám ennek hatását tompítja a tartósan alacsony importált infláció. Az inflációs várakozások stabilizálódása és horgonyozottá válása hozzájárul ahhoz, hogy az árazási és bérezési döntések a belső kereslet élénkülése mellett is az inflációs céllal összhangban alakuljanak.

Előrejelzésünk szerint az elmúlt évekénél visszafogottabb tempóban, de tovább folytatódik a hazai gazdaság kiegyensúlyozott szerkezetű bővülése. 2015-ben 3 százalékos körüli növekedés várható. A növekedési dinamika 2016 első felében az EU-s alapokból származó finanszírozási források csökkenése, a romló külső keresleti környezet, illetve bázishatások következtében érdemben lassulhat. Ugyanakkor 2016 második felétől a Növekedéstámogató Program, valamint a bankadó mérséklődésének hatására élénkülő hitelezési aktivitás, kiegészülve a lakáspiacon kirajzolódó fordulattal, ellensúlyozhatja a külső környezetből származó negatív hatásokat. Ezzel összhangban 2017-ben a gazdaság növekedési üteme újra elérheti a 3 százalékos szintet. A növekedésben továbbra is meghatározó szerepe lesz a belföldi kereslet – elsősorban a fogyasztás és a magánberuházások – erősödésének. Az alacsony nyersanyagárak és az EKB eszközvásárlási programja támogatja legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna növekedését, azonban a feltörekvő országok gyenge konjunkturális kilátásai miatt a hazai export növekedése a korábbi évek üteménél visszafogottabb marad. A fontosabb devizákkal szemben gyengülő euro ugyanakkor támogatja az eurozóna exportőreinek versenyképességét, ami a hazai beszállítók esetében tompíthatja a feltörekvő piacok lassulásának hatását.

A javuló munkaerőpiaci folyamatok mellett a személyi jövedelemadó kulcsának jövő évi csökkentése is emeli a jövedelmek vásárlóértékét. Az elmúlt években a háztartások adósságállománya fokozatosan csökkent, így az adósság leépítése egyre kevésbé fogja vissza a fogyasztás élénkülését. A devizahitelek forintosítása kiszámíthatóbbá teszi a törlesztőtérheket, ezzel hozzájárul az óvatossági megfontolások mérséklődéséhez és a mérlegalkalmazkodási kényszer oldódásához. Így előrejelzési horizontunkon az emelkedő reáljövedelmek mellett az emelkedő fogyasztási hajlandóság is támogatja a lakossági fogyasztás élénkülését. A következő években a nemzetgazdasági beruházások aránya a kibocsátáson belül stabilan 20 százalékos felett marad, azonban a beruházások szerkezete 2016-ban érdemben változik. Az állami beruházások az EU-forrásbeáramlás erőteljes csökkenésével párhuzamosan visszaeshetnek az év első felében, ugyanakkor a magánberuházások esetében fokozatos élénkülésre számítunk. Az oldódó hitelezési korlátok mellett keresleti oldalról leginkább a belső piacra termelő ágazatok kapacitásbővítő beruházásai támogathatják a magánberuházások növekedését. A háztartások beruházási aktivitása a stabilabb hosszabb távú jövedelemvárakozások és a historikusan alacsony hozamkörnyezet következtében erősödhet. Az ingatlanberuházások élénkülését a kormányzat által bejelentett lakáspolitikai program is támogatja.

A kibocsátás növekedésével párhuzamosan az aktivitás és a nemzetgazdasági foglalkoztatottság tovább bővülhet, amelyhez a közfoglalkoztatás kiterjesztése mellett a versenyszféra létszámbővülése is hozzájárul. A vállalatok munkakereslete a folytatódó gazdasági növekedés következtében emelkedhet, így a munkanélküliségi ráta az aktivitás bővülése mellett is csökken. A munkanélküliségi ráta mérséklődése a munkapiaci feszesség emelkedésével jár együtt. A munkapiac területi és képzettségenkénti szegmentáltsága, valamint a továbbra is jelen lévő munkapiaci tartalékok miatt azonban az egyes területeken megjelenő munkaerőhiány az aggregált bérdinamikát az előrejelzési horizonton csak korlátozottan emeli.

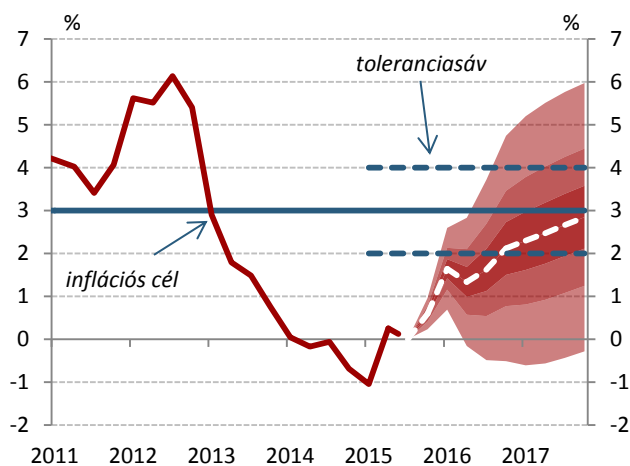
A gazdaság külső finanszírozási képessége a következő években is stabilan magas maradhat, ami hozzájárul a nettó külső adósság folytatódó csökkenéséhez. A költségvetés hiánya a fegyelmezett költségvetési politika folytatódása mellett idén és jövőre is érdemben a GDP 3 százaléka alatt, 2 százalék közelében alakulhat.

Össességében a reálgazdasági környezet dezinflációs hatása csak fokozatosan csökken a következő években. A lakossági fogyasztás szintje továbbra is elmarad a válság előtti értékétől, ugyanakkor előretekintve a belföldi kereslet élénkülése a kibocsátási rés záródását okozza. Fő külkereskedelmi partnereink kibocsátási rése továbbra is negatív, illetve a záródása is lassulhatott, összhangban felvevőpiacaink várttól elmaradó teljesítményével. Az inflációs cél elérése 2017 végére tolódhat.

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Bár az infláció a következő hónapokban előrejelzésünk szerint emelkedik, az inflációs folyamatokat továbbra is érdemben befolyásolja a tartósan alacsony költségkörnyezet árleszorító hatása. Az előrejelzési horizonton a maginfláció fokozatosan emelkedik, amihez a lakossági fogyasztás és a bérdinamika élénkülése is hozzájárul, ugyanakkor ennek mértéket tompítja a tartósan alacsony importált infláció hatása. Az inflációt jelentősen visszafogó költségsokkok másodkörös hatásainak kifizetésére csak az előrejelzési horizont második felében számítunk, így az infláció csak 2017 végén kerülhet a középtávú cél közelébe.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája

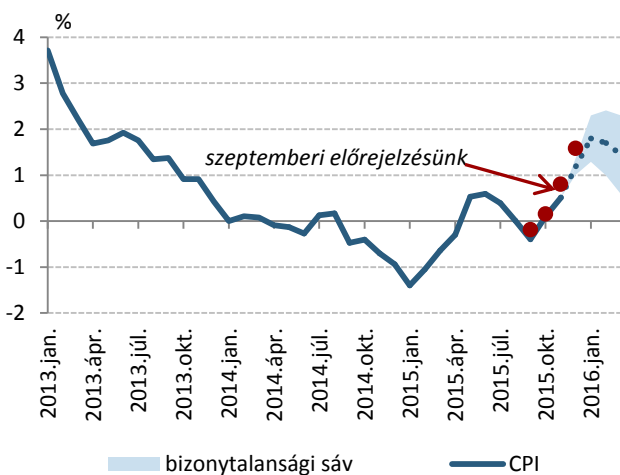


Forrás: MNB

Az infláció idén és jövőre is érdemben elmarad a 3 százalékos középtávú céltól, és csak 2017 végére kerülhet annak közelébe. Az inflációt jelentősen visszafogó költségsokkok hatásainak kifizetésére az előrejelzési horizont második felében számítunk. Ezzel párhuzamosan az indirekt adóktól szűrt maginfláció csak fokozatosan emelkedik az előrejelzési horizonton. A maginfláció növekedéséhez a kereslet élénkülése is hozzájárul, ugyanakkor ennek mértéket tompítja a tartósan alacsony importált infláció árleszorító hatása. Az inflációs cél elérése 2017 végére toldódhat (1-1. ábra).

Rövid távú előrejelzésünk alapján a következő hónapokban stabilan pozitív tartományban alakul a fogyasztói árak éves növekedési üteme (1-2. ábra). Az infláció év végi emelkedését eredményezi a tavaly év végi üzemanyagár-csökkenés bázisból való kiesése. Az infláció idén éves átlagban nulla, míg jövőre 1,7 százalék lehet.

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



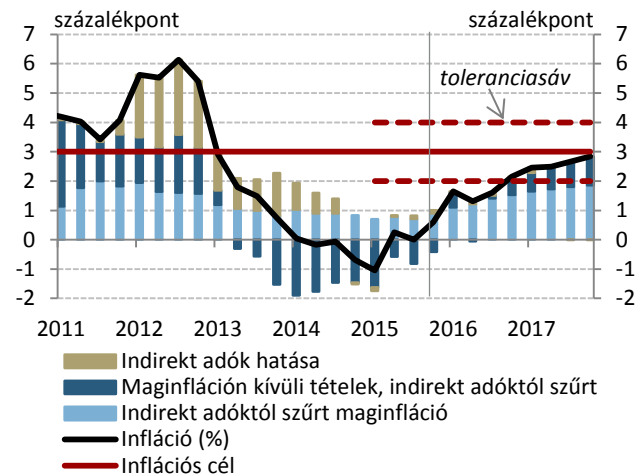
Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv a korábbi évek előrejelzésének szórását mutatja.

Forrás: MNB

Az infláció pályáját továbbra is érdemben mérsékli a termelési költségek visszafogott alakulása, ugyanakkor előrettekintve e hatások fokozatos kifizetésére számítunk. Az EKB eszközvásárlási programja, illetve a nyersanyagárak stabilizálódása feltevéseink szerint elősegíti legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna inflációjának emelkedését. Ugyanakkor az importált inflációs nyomás középtávon historikus összevetésben továbbra is mérsékelt maradhat.

Az indirekt adóktól szűrt maginfláció előrejelzési horizontunkon fokozatosan emelkedik, melyhez a költségek mérsékelt emelkedése mellett a kereslet élénkülése és a javuló munkapiaci folyamatok is hozzájárulnak (1-3. ábra és 1-1. táblázat). A negatív kibocsátási rés előrejelzési horizontunkon fokozatosan záródik, így a reálgazdaság felől érkező deflációs hatás mérséklődik. A bővülő kibocsátás növeli a gazdasági szereplők árazási mozgásterét, ami segítheti az infláció fokozatos emelkedését a középtávú céljához. Ugyanakkor a fogyasztás élénkülésének inflációs hatása mérsékeltebb lehet a válság előtti időszakhoz képest. A munkaerőpiaci szabad kapacitások csökkenésével párhuzamosan a versenyszféra fajlagos munkaköltsége fokozatosan emelkedik előrejelzési horizontunkon. Az inflációs cél

1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: MNB

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei

		2015	2016	2017
Maginfláció		1,3	2,4	2,6
<i>Inflációs hozzájárulása</i>		<i>0,8</i>	<i>1,6</i>	<i>1,8</i>
Maginfláció kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	4,9	4,4	3,0
	Járműüzemanyag és piaci energia	-11,0	-2,5	4,6
	Szabályozott termékek	-0,8	0,4	1,1
	Összesen	-2,6	0,2	2,4
<i>Inflációs hozzájárulása</i>		<i>-0,9</i>	<i>0,1</i>	<i>0,8</i>
Infláció		0,0	1,7	2,6

Forrás: MNB

közelében alakuló várakozások elősegíthetik a céllal konzisztens bér- és árdinamika fenntartását.

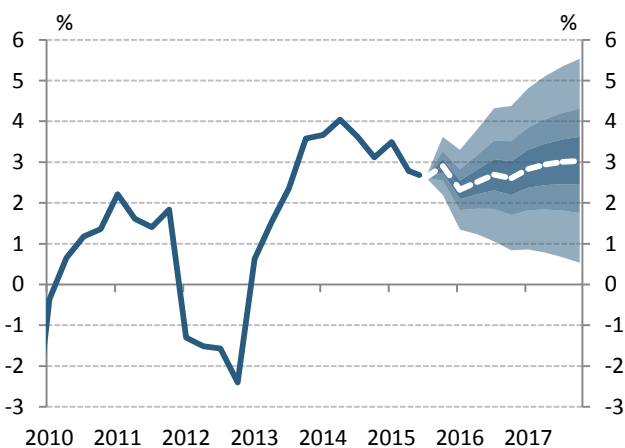
Előrejelzésünk szerint a maginfláció kívüli tételek árindexe továbbra is mérsékelten alakul (1-3. ábra és 1-1. táblázat). Az euróban kifejezett olajárak alacsony szinten alakulnak. A határidős jegyzésárak enyhén emelkedő pályát vetítenek előre. Ugyanakkor a korábbi üzemanyagár-csökkenés bázishatása következtében a termékcsoport árindexének érdemi emelkedésére számítunk 2015–2016 fordulóján, ami a fogyasztóiár-indexet is jelentősen emelni fogja.

A kormányzati intézkedések közvetlen inflációs hatása visszafogott marad. Az idei évben életbe lépő, dohánytermékeket érintő adóváltoztatások az infláció emelkedésének irányába mutatnak, különösen 2015–2016 fordulóján (1-3. ábra). Ugyanakkor ezt ellensúlyozza a jövő évben a sertés tőkehús áfakulcsának csökkentése, ami enyhén deflációs hatású. Előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy a szabályozott energiaárak nem változnak a horizont végéig. Emellett a nem energia jellegű szabályozott árak körében is csak mérsékelt árnövekedéssel számolunk (1-1. táblázat).

1.2. Reál gazdasági előrejelzésünk

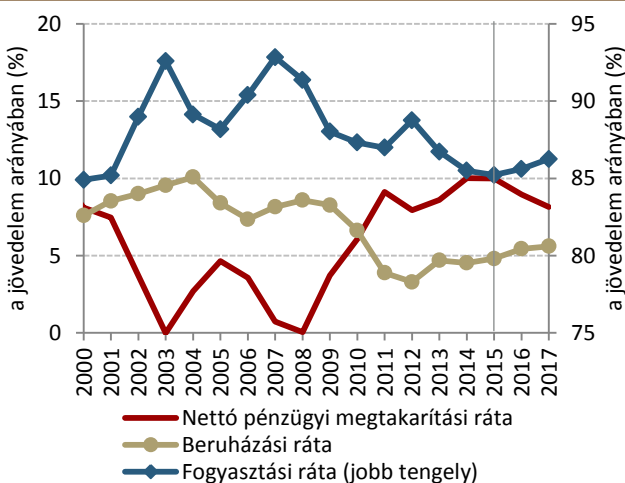
Előrejelzési horizontunkon tovább folytatódik a gazdaság növekedése. A növekedés 2016 év elején elsősorban az EU-források kifutása és a gyenge külső kereslet következtében számottevően mérséklődhet. A Növekedéstámogató Program, valamint a bankadó mérséklődésének hatására élénkülő hitelezési aktivitás, kiegészülve az új építésű lakóingatlanok forgalmi adójának csökkentésével, ellensúlyozzák a külső környezetből származó negatív hatásokat. Ezzel összhangban 2017-ben a gazdaság növekedési üteme újra eléri a 3 százalékot. Előrejelzésünk szerint a növekedésben egyre markánsabb szerephez jut a belső kereslet erősödése, amelyben a fogyasztás és a magánberuházások bővülése lehet meghatározó. A lakossági fogyasztás folytatódó élénkülésére számítunk, amihez a javuló jövedelmi folyamatok mellett az óvatossági motívumok fokozatos oldódása is hozzájárul. A beruházások szerkezete 2016-ban jelentősen változik. Az alacsony hozamkörnyezetben a lakossági beruházás aktivitását a reáljövedelmek emelkedése mellett a lakásépítéseket támogató kormányzati intézkedések növelik, míg a vállalati beruházások az oldódó hitelezési korlátok hatására bővülnek. Ugyanakkor az állami beruházások az EU-forrásbeáramlás erőteljes csökkenésével párhuzamosan 2016-ban érdemben mérséklődnek. Felvevőpiacaink mérsékelt növekedése lassítja az export dinamikáját, ugyanakkor az euro gyengülése és a leértékeltetebb reálárfolyam támogatja az exportpiaci részesedés további növekedését.

1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok.
Forrás: MNB

1-5. ábra: Lakossági jövedelmek felhasználása



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

Forrás: KSH, MNB

Előrejelzési horizontunkon folytatódik a hazai gazdaság bővülése.

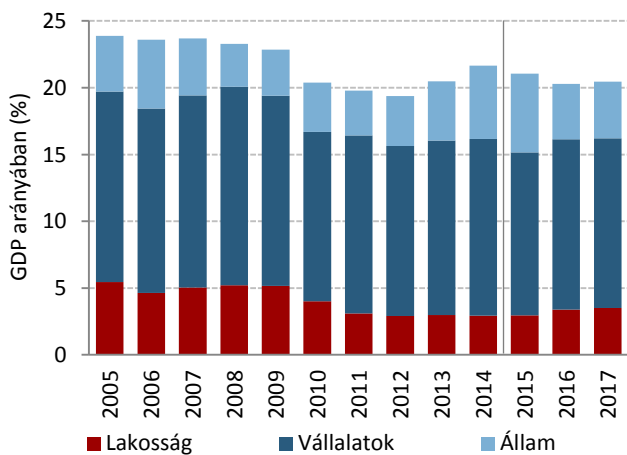
A növekedésben a belső kereslet erősödése, ezen belül elsősorban a fogyasztás és a magánberuházások bővülése lehet meghatározó. A feltörekvő országok gyenge konjunkturális kilátásaival összhangban a külső kereslet feltevéseink szerint visszafogottan alakul, azonban a nettó export továbbra is támogatja a gazdaság bővülését. A magyar gazdaság 2015-ben 3 százalékkal, míg 2016-ban 2,5 százalékkal növekedik előrejelzésünk alapján (1-4. és 1-8. ábrák), így folytatódik a 2013-ban újraindult gazdasági felzárkózásunk. Az éves növekedés 2016 elején elsősorban az EU-források kifutása és a gyenge külső kereslet következtében számottevően mérséklődhet. A Növekedéstámogató Program, valamint a bankadó mérséklődésének hatására élénkülő hitelezési aktivitás, kiegészülve az új építésű lakóingatlanok forgalmi adójának csökkentésével ellensúlyozza a külső környezetből származó negatív hatásokat. Ezzel összhangban előrejelzésünkben 2017-ben a gazdaság növekedési üteme újra eléri a 3 százalékot.

A lakossági fogyasztás további folyamatos élénkülését várjuk a következő években.

Ehhez a javuló jövedelmi folyamatok és az óvatossági motívumok fokozatos oldódása is hozzájárulnak. Jövő év elejétől a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét növeli a személyi jövedelemadó csökkentése, a devizahitelek forintosítása mérsékli a háztartások árfolyamra való érzékenységét. Ennek következményeként arra számítunk, hogy előrejelzési horizontunkon a pénzügyi megtakarítási ráta a jelenlegi magas szintjéről enyhén csökken, míg a fogyasztási és a lakossági beruházási ráta fokozatosan emelkedik (1-5. ábra).

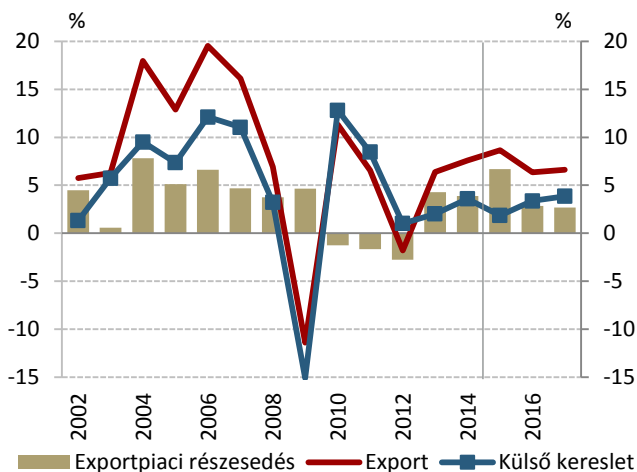
Előrejelzési horizontunkon a nemzetgazdasági beruházások aránya a kibocsátáson belül stabilan 20 százalék felett alakul. Az uniós forráslelővétel csökkenésével

1-6. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

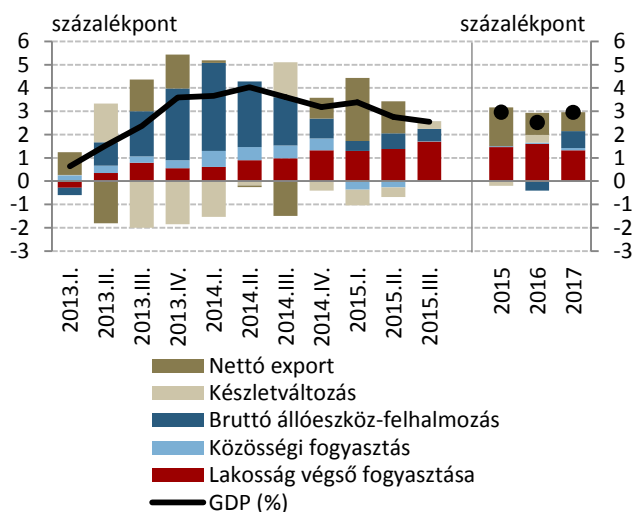
1-7. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: MNB

1-8. ábra: A GDP-növekedés alakulása



Forrás: KSH, MNB

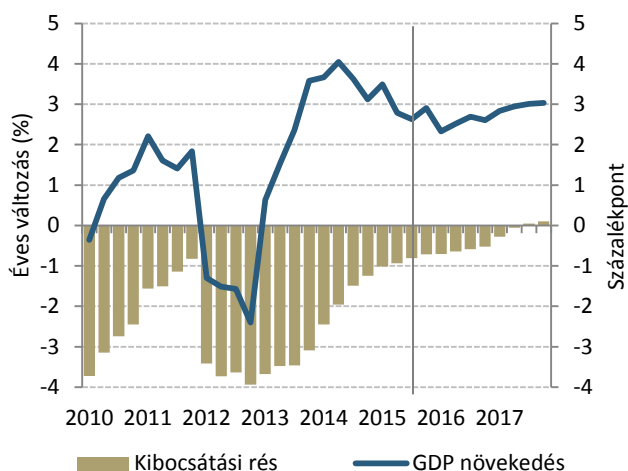
párhuzamosan a kormányzati beruházások jelentősen visszaeshetnek 2016 első felében, azonban előretekintve az EU-források gyorsított felfutásával párhuzamosan az állami beruházások az év második felétől újra növekedhetnek. A magánberuházások növekedését az oldódó hitelezési korlátok mellett keresleti oldalról leginkább a belső piacra termelő ágazatok kapacitásbővítő beruházásai támogatják. A lakossági beruházásokat a stabilabb hosszabb távú jövedelemvárakozások és a tartósan alacsony hozamkörnyezet mellett a kormányzati, lakásépítéseket támogató intézkedések növelhetik (1-6. ábra).

A hitelezési kereslet erősödésével a vállalati hitelállomány érdemi bővülésére számítunk előrejelzési horizontunkon. A Növekedési Hitelprogram 2016-tól fokozatosan kivezetésre kerül, így az ezen csatornán keresztül elérhető források fokozatosan szűkülnek. Ugyanakkor a piaci alapú hitelezés ösztönzésére a jegybank bevezette a Növekedéstámogató Programot (lásd 4-1. keretes írás). Emellett az alacsony kamatkörnyezet megfelelő lehetőséget teremt a kereskedelmi bankok számára, hogy az erősödő keresletet egyre nagyobb arányban piaci alapú hitelekkel elégítsék ki. A háztartási adósságállomány mérséklődése tovább folytatódik előrejelzésünk szerint. A fogyasztási hitelek iránti kereslet még évekig mérsékelt marad, ugyanakkor a lakásépítéseket támogató kormányzati intézkedések hatására a lakáspiac tovább élénkül, és ennek köszönhetően az új ingatlanhitelek kihelyezése emelkedik.

Exportpiaci részesedésünk tovább bővül feltevéseink alapján. A feltörekvő országok gyenge konjunkturális kilátásaival összhangban felvevőpiacaink importkereslete lassabban bővül, így a hazai export növekedése a korábbi évek üteménél visszafogottabb marad. Ugyanakkor az EKB eszközvásárlási programja és az alacsony olajárak kedvezően hatnak európai külkereskedelmi partnereink keresletére. Az euro leértékelődése javítja az eurozóna exportőreinek versenyképességét, ami a hazai beszállítók teljesítményét is támogatja. Az új kapacitások kiépülése mellett előretekintve a leértékelt reálárfolyam is emeli exportpiaci részesedésünket (1-7. ábra). A nettó export továbbra is pozitívan járulhat hozzá a növekedéshez (1-8. ábra).

A reálgazdasági környezet dezinflációs hatása csak fokozatosan csökken a következő években. Összhangban a feltörekvő országok romló konjunkturális kilátásaival külkereskedelmi partnereink kibocsátása tartósan elmaradhat potenciális szintjétől, ami változatlanul alacsony importált inflációt eredményez. Ugyanakkor a belföldi eredetű inflációs nyomás szempontjából leginkább releváns lakossági fogyasztás élénkülése meghatározó

1-9. ábra: A gazdasági növekedés és a kibocsátási rés alakulása



Forrás: KSH, MNB

marad, így dezinflációs hatása fokozatosan mérséklődik. A negatív kibocsátási rés csak az előrejelzési horizontunk végére záródik.

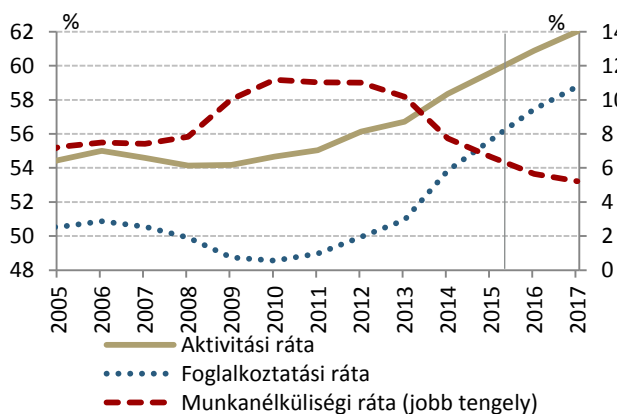
A potenciális növekedés az előrejelzési horizonton tovább élénkül, amit a munkapiaci aktivitás növekedése, a munkanélküliség mérséklődése és a vállalati beruházások növekedése is támogat. A hitelezés élénkülése hozzájárulhat a termelékenység javulásához, többek közt az új tőkejavakban megtestesülő technológiatranszferen, valamint a termelékenyebb vállalatok piaci részesedésének növekedésén keresztül. A potenciális növekedés élénküléséhez a ciklikus folyamatok javulása is hozzájárul. Összességében tehát a gazdaság növekedését a kibocsátási rés fokozatos záródása és a potenciális növekedés emelkedése is segíti (1-9. ábra).

A 2015. évi gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzésünk mérséklődött a szeptemberi Inflációs jelentéshez képest, míg a 2016. évi növekedési várakozásunk változatlan maradt. A kedvezőtlenebb nemzetközi konjunktúrafolyamatok mérséklék az export dinamikáját. Emellett 2015-ben a hitelezési alapfolyamatok is elmaradtak a korábbi előrejelzéstől, ami hozzájárulhatott a vállalati beruházások visszafogott alakulásához. E hatásokat 2016-ban ellensúlyozzák a jegybank Növekedéstámogató Programja és a bankadó csökkentése révén élénkülő hitelezési aktivitás, valamint a kormányzati intézkedések támogatásával élénkülő lakásépítések.

1.3. Munkapiaci előrejelzésünk

Az aktivitás és a nemzetgazdasági foglalkoztatottság növekedése folytatódik előrejelzési horizontunkon. A versenyszféra létszáma a hazai gazdaság bővülésével párhuzamosan emelkedik, míg a közmunkaprogramok továbbra is érdemben hozzájárulnak a nemzetgazdasági foglalkoztatottság növekedéséhez. A munkanélküliségi ráta jövőre 6 százalék alá csökkenhet. A feszesebb munkapiaci kondíciók és az emelkedő inflációs várakozások a nominálbérek emelkedése irányába hatnak a versenyszférában. Ugyanakkor a fajlagos munkaköltség dinamikája a javuló termelékenység következtében csak mérsékeltén gyorsul.

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

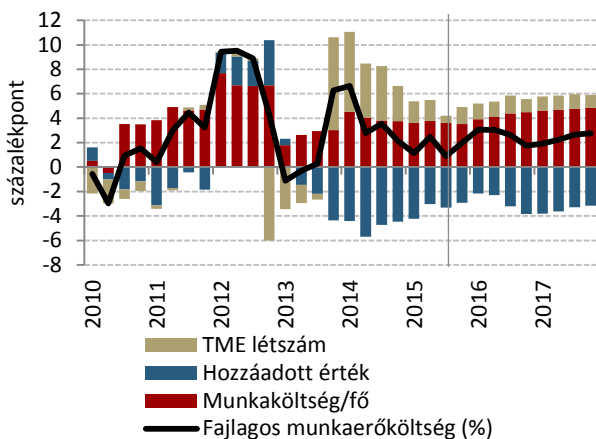


Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

Előrejelzési horizontunkon az aktivitási ráta folytatódó emelkedésére számítunk. A válság óta a munkakínálat növekedését célzó intézkedések következtében az aktivitási ráta érdemben növekedett, melyeknek bár egyre kisebb mértékben, de még a következő években is lehet hatása. Továbbá a hazai gazdaság folytatódó bővülésével összhangban az úgynevezett „reményvesztett munkanélküliek” munkaerőpiacra történő visszatérése is elősegíti az aktivitási ráta emelkedését (1-10. ábra).

A versenyszféra munkakereslete fokozatosan emelkedik előrejelzési horizontunkon, ugyanakkor ennek dinamikája a gazdasági növekedés lassulásával párhuzamosan mérséklődik. Mivel az utóbbi években megállt a

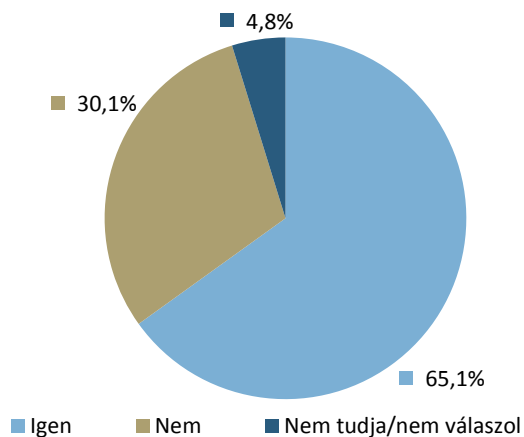
1-11. ábra: A versenyszféra fajlagos munkaerőköltség dekompozíciója



Megjegyzés: TME – Teljes munkaidő egyenértékes.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

1-12. ábra: Figyelembe veszi-e Ön a minimálbér, a garantált bérminimum, illetve a közmunkabér esetleges emelkedését a bérezéssel kapcsolatos döntésben?



Forrás: Századvég Alapítvány

részmunkaidős foglalkoztatottság terjedése, így a foglalkoztatottak száma a ledolgozott munkaerővel megegyező ütemben növekedik előrejelzési horizontunkon. **A nemzetgazdasági foglalkoztatás emelkedéséhez a versenyszféra foglalkoztatottságának bővülése mellett a közfoglalkoztatási programok tervezett kiterjesztése nagymértékben hozzájárul a következő években is.** Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy 2017 végére jóval 300 ezer fő fölé emelkedik a közfoglalkoztatási programokban részt vevők létszáma.

Előrejelzési horizontunkon a feszebb munkapiaci kondíciók és az emelkedő inflációs várakozások következtében fokozatosan erősödő nominális bérdinamikára számítunk a versenyszférában (lásd 6.1. kiemelt téma). Ugyanakkor az inflációs ráta emelkedésével és a gazdasági növekedés lassulásával párhuzamosan a reálbérek növekedési üteme mérséklődik. A fajlagos munkaköltség dinamikája az élénkülő termelékenységnek köszönhetően visszafogott ütemben emelkedik (1-11. ábra).

A Hay Group 2015. decemberi felmérésének eredményei alapján a nagyobb vállalatok 2016-ban nagyobb mértékben tervezik emelni a béreket, mint 2015-ben. Sok vállalat azonban még nem határozott a béremelések mértékéről, mivel a minimálbér és a garantált minimálbér jövő évi növekedésére vonatkozó megállapodásra várnak. Erre utal az is, hogy a Századvég Alapítvány vállalati konjunktúra kutatása alapján a megkérdezett vállalatok többsége figyelembe veszi a minimálbér és garantált bérminimum emelkedését a bérezéssel kapcsolatos döntéseiben (1-12. ábra).

Az államháztartásban a már bejelentett életpálya-programok keretében megvalósuló béremeléseken kívül változatlan nominális bérekkel számolunk. A közmunkaprogram kiterjesztése a résztvevők alacsony bérszintje miatt összetételhatáson keresztül csökkenti a nemzetgazdasági bérindexet.

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2015		2016		2017	Változás	
	Szeptember	December	Szeptember	December	December	2015	2016
EUR/USD	1,12	1,11	1,12	1,06	1,06	-0,9%	-5,4%
Olajár (USD/hordó)	53,9	52,7	53,6	47,9	53,9	-2,2%	-10,6%
Élelmiszerárak							
Búza (USD/véka)	5,12	5,06	5,19	4,91	5,33	-1,2%	-5,4%
Kukorica (USD/véka)	3,77	3,79	3,94	4,00	4,19	0,5%	1,5%
Euróóza inflációja (%)	0,0	0,1	0,9	0,8	1,4	0,1 szp.	-0,1 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	1,8	1,8	2,5	2,1	2,3	0,0 szp.	-0,4 szp.

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

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

Az elmúlt hónapban a dollárban kifejezett olajárak stabilan, szeptemberi feltevéssünkkel összhangban alakultak. Az olajárak továbbra is rendkívül visszafogott szinten tartózkodnak, melyet a növekvő kínálat mellett a gyenge kereslet – elsősorban a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása – okozhat. A következő hónapok jegyzésárait érdemben mérsékelheti, ha az iráni atomprogrammal kapcsolatos megállapodás következtében az ország már rövid távon is képes lesz kibocsátásának növelésére. Emellett a kínai gazdaság lassulása a kereslet mérséklődése következtében szintén visszafoghatja a jegyzésárakat. Ellenkező irányú ármozgást implikálhat az USA olajkitermelésének visszafogása, a szaúdi-arábiai belpolitikai helyzet eskalálódása, illetve az OPEC-országok körében növekvő elégedetlenség. Összességében a határidős jegyzésárak továbbra is enyhén emelkedő pályát vetítenek előre. Ugyanakkor az olajár várható alakulása körüli bizonytalanság továbbra is jelentős az elemzők között, a fedezeti pontokhoz tartozó olajárak széles sávban szóródnak. A dollár/euro keresztárfolyamra vonatkozó technikai feltevéssünk alapján az euro árfolyama gyengült a dollárhoz képest az elmúlt időszakban, ami az euróban kifejezett olajárak kis mértékű emelkedését eredményezte. Előretekintve az euro szintjére vonatkozó technikai feltevéssünk változatlan árfolyamszintet vetít előre, így nem befolyásolta az euróban kifejezett olajárakat.

A szeptemberi Inflációs jelentés óta eltelt időszakban a búza és a kukorica határidős jegyzésárai kismértékben emelkedtek, azonban lényegében nem történt elmozdulás a szeptemberi Inflációs jelentésben alkalmazott feltevésshez képest. A határidős jegyzések alapján előretekintve továbbra is mérsékelt gabonaárak prognosztizálhatók. A hazai folyamatokat is az idei év kedvező globális mezőgazdasági terméseredményei és a bőséges készletek határozták meg, amelyek eredményeként a búza és a kukorica tőzsdei jegyzésárai az elmúlt hónapokban visszafogott szinten alakultak a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) áruipiaci szekciójában.

Az euroóza inflációja továbbra is alacsonyan alakulhat a mérsékelt növekedési kilátások és a nyomott költségkörnyezet következtében. A tavaly év vége óta megvalósult jelentős olajárcsökkenés érdemben fékezte a nemzetközi inflációs folyamatokat. Az EKB eszközvásárlási programja a gyengébb eurón keresztül emelheti az előrejelzési horizonton az árszintet, ám ennek hatása csak elnyújtva valósulhat meg. Az EKB és a Fed eltérő monetáris politikai irányultsága miatt továbbra is tartósan gyenge euroárfolyammal számolunk.

Felvevőpiacaink GDP-növekedéséről alkotott képünk romlott a szeptemberi előrejelzésünkhöz képest. A beérkezett harmadik negyedéves GDP-adatok alapján a legfontosabb exportpartnerünknek számító euroövezet gazdasága idén a korábban gondolt ütemhez hasonló mértékében, míg a következő években lassabban bővíthet. A feltörekvő országok esetében a korábbi várakozásoknál szintén mérsékeltebb növekedés várható. Európában továbbra is negatívan érinti az orosz–ukrán konfliktus és a gazdasági szankciók hatása a gazdasági bővülést, ugyanakkor az alacsony olajár és az EKB mennyiségi lazítása miatt gyengébb euro egyidejűleg élénkítheti a térség növekedését.

Az utóbbi időben beérkező adatok a világkereskedelem lassulására utalnak, amit főként a feltörekvő országok visszaeső importkereslete magyarázott. A világgazdasági növekedés kereskedelemintenzitása csökkent a válság óta. 1980 és 2007 között a globális gazdasági teljesítmény 1 százalékos növekedése a világkereskedelem közel 2 százalékos bővülését okozta, azonban a válság óta enyhébb (körülbelül 1 százalékos) emelkedést vont maga után.

A világgazdasági válság okozta átmeneti keresletcsökkenés a kilábalás szakaszában ugyan negatívan hathatott a külkereskedelemben, a ciklikus hatások kifutása után a világkereskedelem dinamikája előretekintve is elmaradhat a válság előtti átlagától. Ezt részben olyan strukturális tényezők magyarázhatják, mint az elmúlt évtizedek meghatározó geopolitikai eseményei (például Kína csatlakozása a WTO-hoz, a kelet-közép-európai országok rendszerváltásait követő újraintegrálódási folyamat), a globális értékláncok kiszélesedésének korlátokhoz érkezése, a protekcionista irányba mozduló kereskedelempolitika. Emellett azonban erős ciklikus hatások is szerepet játszottak: a válság hatására tartósan és jelentősen csökkent a fejlett gazdaságok beruházási aktivitása. A beruházások magas importtartalommal rendelkeznek, így ez a jelenség a külkereskedelem erőteljes lassulását vonta maga után.¹ A következő években a fejlett gazdaságok beruházásai már élénkülhetnek, ezzel szemben a feltörekvő térségekben – különösen Kínában – a korábbi magas beruházási ráták csökkenése várható az előrejelzések szerint. Mindezek fényében **előrejelzésünkben is azzal számolunk, hogy alacsony marad a nemzetközi kereskedelem rugalmassága a világgazdasági növekedésre.**

¹ A világkereskedelem lassulásának okait összegzi többek közt az MNB 2015. évi Növekedési jelentésének 5. fejezete. A beruházások visszaesésének szerepét elemzi pl. Bussière, M. – Callegari, G. – Ghironi, F. – Sestieri, G. – Yamano, N. (2013): Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-2009, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5 no. 3, pp. 118-151.

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

	2014	2015		2016		2017
	Tény	Előrejelzés				
		Szeptember	Aktuális	Szeptember	Aktuális	Aktuális
Infláció (éves átlag)						
Maginfláció	2,2	1,4	1,3	2,5	2,4	2,6
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,4	1,2	1,2	2,2	2,0	2,6
Infláció	-0,2	0,0	0,0	1,9	1,7	2,6
Gazdasági növekedés						
Külső kereslet (GDP-alapon)	1,7	1,8	1,8	2,5	2,1	2,3
Háztartások fogyasztási kiadása	1,8	3,3	3,0	3,2	3,2	2,6
Kormányzat végső fogyasztása	2,9	0,2	0,3	-0,4	0,2	0,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	11,2	2,7	0,0	-3,2	-2,0	3,6
Belföldi felhasználás	4,2	2,5	1,4	1,0	1,6	2,4
Export	7,6	7,9	8,6	7,7	6,3	6,6
Import	8,5	7,6	7,4	6,7	5,9	6,5
GDP	3,7	3,2	3,0	2,5	2,5	3,0
Külső egyensúly¹						
Folyó fizetési mérleg egyenlege	2,3	5,4	5,3	6,6	5,6	6,0
Külső finanszírozási képesség	6,0	9,6	9,9	8,0	7,2	7,8
Államháztartás^{1,5}						
ESA-egyenleg	-2,5	-2,4	-2,0	-2,0	-2,0	-1,7
Munkapiac						
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset	2,4	3,2	3,8	3,7	3,9	3,8
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	5,3	2,8	2,9	2,4	2,9	1,9
Versenyszféra bruttó átlagkereset ²	4,3	3,5	3,8	4,2	4,3	4,7
Versenyszféra foglalkoztatottság	4,6	2,0	2,4	1,1	1,4	1,1
Munkanélküliség	7,7	6,8	6,6	6,2	5,7	5,2
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ³	3,8	1,1	1,6	2,3	2,6	2,2
Lakossági reáljövedelem ⁴	3,4	3,4	3,1	2,9	2,8	2,0

¹ A GDP arányában.² A teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.³ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a teljes munkaidő egyenértékes hazai foglalkoztatással lett kiszámítva.⁴ MNB-becslés.⁵ A szabad tartalékok teljes törlésével.

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

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

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 szabad tartalékok teljes törlésével.

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

2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

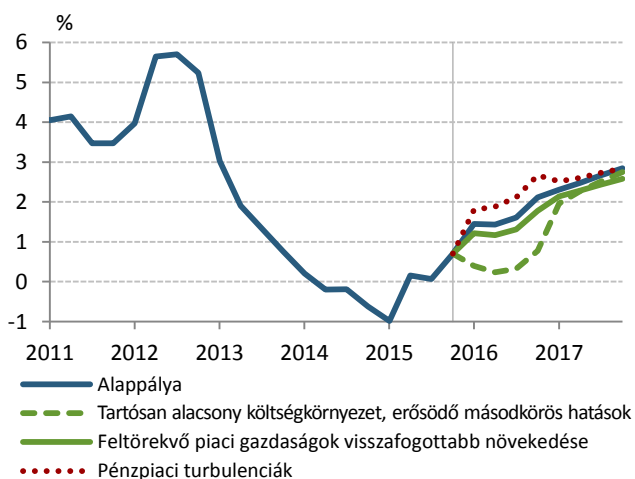
A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet tartott relevánsnak, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére hatást gyakorolhatnak. A tartósan alacsony költségkörnyezet fennmaradása és a feltörekvő piaci gazdaságok további lassulása az alappályánál alacsonyabb, míg a kockázatvállalási kedv megváltozása miatt kialakuló pénzügyi turbulenciák az alappályánál magasabb inflációs pályát jelentenek. A tartósan alacsony szinten ragadó globális nyersanyagárak esetén a hazai gazdasági növekedés az alappálya-előrejelzésnél kedvezőbben alakulhat. Ugyanakkor a feltörekvő piaci gazdaságok nagyobb mértékű lassulása és az esetleges pénzügyi turbulenciák alacsonyabb növekedés irányába mutató hatásokat jelenthetnek. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további, mérsékeltebb kockázatként azonosította a globális monetáris kondíciók vártnál lassabb szigorodását, az alacsony olaj- és nyersanyagárak gyorsabb korrekcióját, a magánberuházások visszafogottabb alakulását, illetve a feszesedő munkaerőpiac mellett gyorsabban emelkedő belföldi bérek lehetőségét. Az elmúlt időszakban rendkívül kedvező költségkörnyezet jellemezte a magyar gazdaságot. Amennyiben a globális nyersanyagárak az előrejelzésben várt korrekcióval szemben a következő években is tartósan alacsony szinten maradnak, akkor az erősítheti a várakozásokon keresztül jelentkező másodkörös hatások kialakulásának valószínűségét. Ezen forgatókönyv realizálódása esetén az inflációs cél elérése az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciókkal lehet elérhető. A feltörekvő piaci gazdaságok lassulása főbb külkereskedelmi partnereinket kedvezőtlenül érintheti, így a hazai kivitel iránti kereslet visszafogottabban alakulhat. Az exportkereslet csökkenése a hazai gazdaság növekedését lassíthatja. A forint árfolyamának gyengülése és az alacsonyabb növekedési ütem következtében az inflációs cél elérését az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók támogatják. Végezetül a pénzügyi turbulenciák többek között a külső kereslet elhúzódozó visszaesését és a kockázati prémium hirtelen, nagymértékű megemelkedését okozhatják, ami miatt az előrejelzési horizonton az inflációs cél elérését csak az alappályánál szigorúbb monetáris politika biztosíthatja.

Tartósan alacsony költségkörnyezet, erősödő másodkörös hatások

Az elmúlt hónapokban a dollárban kifejezett olajárak nem változtak érdemben a szeptemberi Inflációs jelentés feltevéseihez képest, és 45–50 dollár körül ingadoztak. A nyersanyagárak továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak, amit a megnövekedett kínálat mellett a gyenge kereslet – elsősorban a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása – okozhat.

Amennyiben az alappályában a költségek lassú emelkedése helyett a **nyersanyagárak az aktuális szintjükönél is tartósan alacsonyabb szinten maradnak**, az a vállalatok esetében a termelési költségek további csökkenését, a háztartásoknál a vásárlóerő növekedését okozhatja, ami pozitívan hathat az importőr országok növekedési kilátásaira. A külső és belső keresleti feltételek javulása a hazai növekedést is támogathatja, amely így már 2016-ban is megközelítheti a 3 százalékot, és az előrejelzési horizonton akörül alakulhat. A tartósan alacsonyan alakuló költségkörnyezet hazánk exportpiacainak – főképpen az eurozóna – növekedésére is pozitívan hathat, melynek köszönhetően a külső keresleti feltételek javulnak, az exportkereslet növekedhet. Az inflációs várakozások további süllyedésén keresztül azonban a **másodkörös hatások is erősödhetnek**. A versenyszektor nominális bérdinamikája mérséklődhet, amennyiben a vállalatok a hosszabb ideje tapasztalt

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



Forrás: MNB

alacsony inflációs környezettel összhangban kezdenek el bérezni.

Ezen alternatív forgatókönyvben az alappályában feltételezettnél tartósan alacsonyabb nyersanyagárak mérséklék az inflációt, miközben a növekedési pálya kedvezőbb lehet. Az erősebb dezinflációs hatások következtében ebben a forgatókönyvben az inflációs cél elérése az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók felé mutat.

A feltörekvő piaci gazdaságok visszafogottabb növekedése

A korábban gyors növekedést mutató feltörekvő gazdaságokat lassuló dinamika jellemezte 2014-ben és 2015-ben, aminek hatására a legtöbb központi bank a feltörekvő gazdaságok növekedésének további lassulásával számol. A feltörekvő országok visszafogottabb növekedésével párhuzamosan ezen országok többségében a beruházások szerepe is lecsökkent. Mivel a beruházások importtartalma magas, a jelenség a külkereskedelem lassulását okozza.

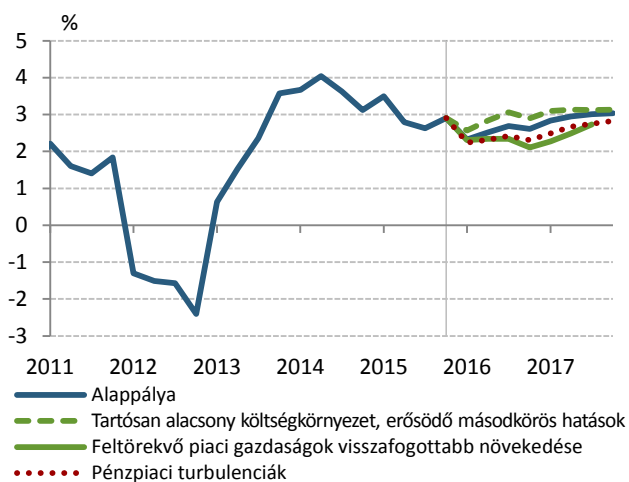
A feltörekvő piaci gazdaságok lassulása a globális keresleti-kínálati viszonyok megváltozásán keresztül főbb külkereskedelmi partnereinket is érintheti, így a hazai kivitel iránti kereslet visszafogottabban alakulhat. Az exportkereslet csökkenése a GDP felhasználási oldalán keresztül kedvezőtlen hatást fejt ki a hazai gazdaság növekedésére, amely az alappályában előrejelzettnél kedvezőtlenebbül alakulhat. Mindezekre a forint árfolyama a nominális alkalmazkodási folyamat során kismértékű gyengüléssel reagálhat, ugyanakkor a hazai kockázati prémiumot nem érintik a folyamatok, ugyanis nem hirtelen bekövetkező sokkokról van szó, hanem több negyedéve fennálló folyamatokról. A forint árfolyamának gyengülése és az alacsonyabb növekedési ütem következtében az inflációs cél elérését az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók támogatják.

Pénzpiaci turbulenciák

Pénzpiaci turbulenciákhoz vezethet az előző, feltörekvő gazdaságok növekedésével foglalkozó forgatókönyvben kifejtett, reálgazdasági okokra visszavezethető tényezők mellett a Fed esetleges, piaci várakozásoktól eltérő magatartása, a közel-keleti geopolitikai feszültségek, a feltörekvő gazdaságok – főleg Kína – növekedési kilátásainak további érdemi romlása.

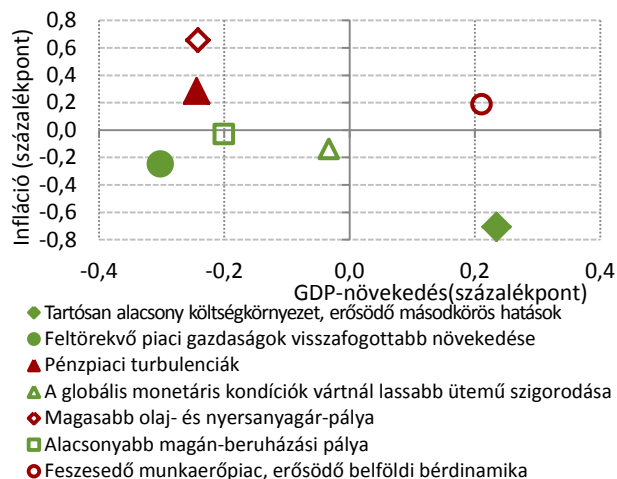
A geopolitikai problémák (iraki, líbiai zavargások, a közel-keleti forrongások) folyamatos jelenléte több csatornán keresztül is érintheti a hazai gazdaságot. A pénzpiacok működése és a nemzetközi befektetői kockázatvállalási

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



Forrás: MNB

2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre



Megjegyzés: A kockázati térkép azt mutatja meg, hogy az alternatív forgatókönyvek inflációs és növekedési pályája az előrejelzési horizont egészében átlagosan mennyiben különbözik az alappályától. A piros színnel jelzett pálya az alappályánál szigorúbb, a zöld színnel jelzett pályák lazább monetáris politikai kondíciókkal konzisztensek.

Forrás: MNB

kedv szempontjából meghatározó, hogy a **bizalmatlanság általános növekedése a régiós árfolyamok növekvő volatilitását okozhatja, és a kockázati prémium emelkedésén keresztül további kedvezőtlen gazdasági következményekkel járhat.** Emellett a **feltörekvő gazdaságok** – a törékeny ötök, az orosz és ukrán, valamint a kínai – **növekedésének visszaesése** importkeresletük csökkenésén keresztül is **negatívan hathat a hazai kivitel alakulására.** A **feltörekvő piaci gazdaságok növekedési kilátásainak romlása, a Fed várakozásoktól eltérő magatartása, valamint a kínai hatósági intézkedések a feltörekvő piaci pénz- és tőkepiacokon turbulenciákat okozhatnak.**

Ebben a forgatókönyvben az **általános befektetői hangulat romlása az aktuálisnál magasabb kockázati prémium pályával konzisztens.** Az alternatív pálya feltételezése szerint a megemelkedett kockázati prémium magasabb forrásköltségeket, valamint számottevően gyengébb árfolyamot eredményez, ami erősíti az inflációs nyomást. Emellett exportkeresletünk csökkenésén keresztül **érdemi lefelé mutató kockázatot jelent a külső keresletünk és exportunk alakulására nézve.** Összességében **az inflációs cél elérését az alappályában előrejelzettnél szigorúbb monetáris politika biztosítja.**

További kockázatok

A kiemelt forgatókönyvek mellett további kockázatot jelenthet a globális monetáris kondíciók vártnál lassabb szigorodása, a magasabb olaj- és nyersanyagár-pálya, a feszesező munkaerőpiaccal együtt járó erősödő belföldi bérdinamika és az alacsonyabb magánberuházási pálya.

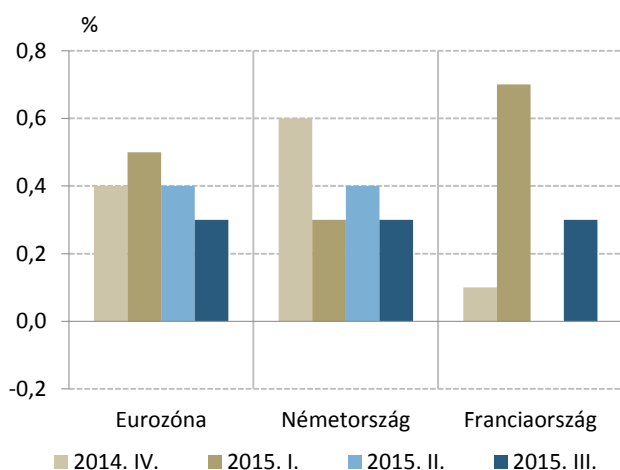
A globális monetáris kondíciók vártnál lassabb szigorodása esetén a növekedés és az infláció is alacsonyabban alakulhat az alappályában előrejelzettnél, így összességében az inflációs cél elérését lazább monetáris kondíciók biztosítják. Magasabb olaj- és nyersanyagár-alakulás, illetve az előrejelzettnél gyorsabban feszesező munkaerőpiac a hazai gazdasági növekedésre és az inflációra is felfelé mutató kockázatot jelent, így az árstabilitási cél elérését szigorúbb monetáris kondíciók támogatják. Az alacsonyabb beruházási pályát feltételező alternatív forgatókönyv megvalósulása esetén a növekedési ütem alacsonyabb lehet az alappálya előrejelzésénél, ezért az inflációs cél elérése a lazább kamatpolitika irányába mutat.

3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

3.1. Nemzetközi környezet

A harmadik negyedévben lassult a világgazdaság bővülése. A fejlett gazdaságokban folytatódott a válságból való kilábalás, de a növekedés üteme mérséklődött. A válság utáni növekedésben meghatározó szerepet játszó feltörekvő régiókban a növekedési helyzetkép tovább romlott. Előretekintve erősödhet a fejlett és feltörekvő régiók konjunktúraciklusa közötti divergencia. Az inflációs ráták változatlanul visszafogottan alakultak. Egyes fejlett jegybankok – főként a Fed – monetáris kondícióik szigorítására készülhetnek, ugyanakkor a legtöbb országban az inflációs és kapacitáskihasználtsági folyamatok a laza monetáris kondíciók fenntartásának, néhány országban további lazításának irányába mutatnak.

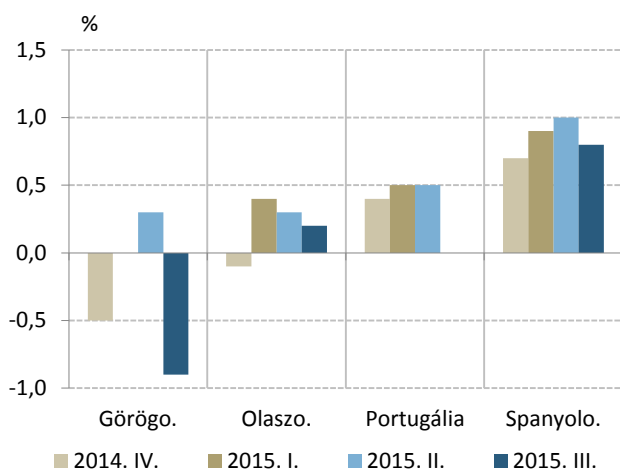
3-1. ábra: Negyedéves GDP-növekedés az eurozónában



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat

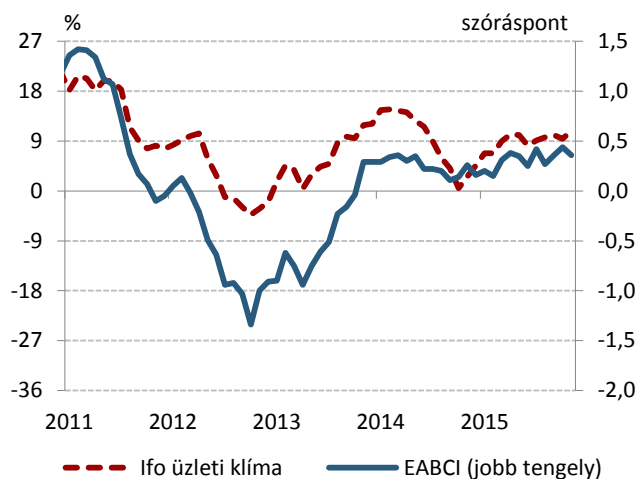
3.1.1. Globális konjunkturális folyamatok

2015 harmadik negyedévében a világgazdaság teljesítménye visszafogottabb képet mutatott, miközben a régiók között továbbra is jelentős növekedési különbségek állnak fenn. A fejlett gazdaságokban folytatódott a válság utáni kilábalás. Az euroövezet gazdasága 2015 harmadik negyedévében enyhén bővült, így a konjunktúrában folytatódott a gazdasági teljesítmény lassú javulása. Az Egyesült Államokban az évesített negyedéves dinamika alapján a bővülés lassulása volt megfigyelhető. A feltörekvő országok, melyek a válság óta a világgazdasági növekedés kétharmadát adták, tovább lassultak. A globális növekedési kilátások romlottak az előző negyedévhez képest. Előretekintve a fejlett országok esetében összességében a növekedés enyhe gyorsulása, míg a feltörekvő gazdaságokban lassulás várható. A növekedési előrejelzés lefelé mutató kockázatai erősödtek az előző negyedévhez képest, különösen a feltörekvő gazdaságok esetében.

A harmadik negyedéves adatok alapján az eurozónában folytatódott a növekedés, bár az előző negyedévekhez képest némileg lassabb ütemben (3-1. ábra). Az eurozóna belső keresletének élénkülését az alacsony olajár és az EKB kibővített eszközvásárlási programja is támogathatja 2015-ben, bár az utóbbi időszakban az euro erősödése és az alacsony inflációs környezet miatt a piac szerint az EKB-nak inflációs célja eléréséhez újabb lazító lépésekre lehet szüksége. A legfontosabb kereskedelmi partnerünknek számító Németország gazdasága 0,3 százalékkal bővült az előző negyedévhez képest. A német növekedést továbbra is a belső kereslet, azon belül a háztartások és az állam fogyasztásának élénkülése magyarázhatta, ezzel szemben a beruházások és a nettó export csökkenhetett. A perifériaországok növekedése a harmadik negyedévben szintén lassult (3-2. ábra).

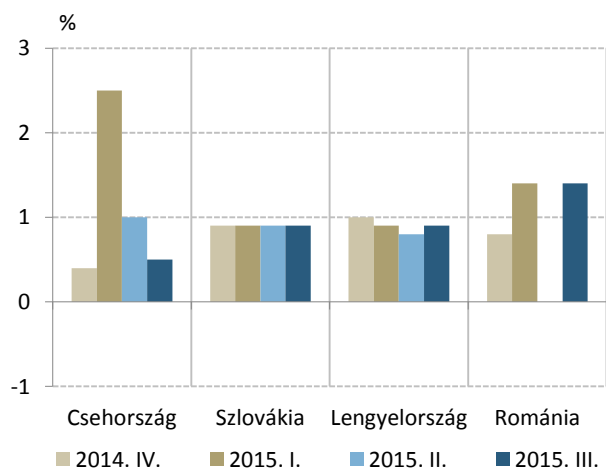
Az előretekintő indikátorok vegyesen alakultak az elmúlt hónapokban, de továbbra is pozitív kilátásokat jeleznek az eurozónában (3-3. ábra) Az üzleti bizalmi indikátor az augusztusi mérséklődést követően

3-3. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása



Forrás: Európai Bizottság, Ifo

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat

fokozatosan emelkedett az őszi hónapokban. A német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) javultak a harmadik negyedévben. Előretekintve folytatódhat a konjunktúra fokozatos javulása. Ugyanakkor az ipari exportrendelések 2011 óta nem tapasztalt mértékű visszaesést mutattak, ami alapján a német ipari termelés és az export gyengélkedése a következő hónapokban is jellemző maradhat.

A kelet-közép-európai régió átlagos növekedési dinamikája nem változott érdemben az előző negyedévhez képest, a régió teljesítménye továbbra is kimagaslónak tekinthető Európában (3-4. ábra). A cseh gazdaság növekedési üteme tovább lassult. A negyedéves növekedéshez termelői oldalon elsősorban a feldolgozóipar járult hozzá, míg felhasználói oldalon a fogyasztás, a beruházás és a nettó export is bővülést mutatott. A szlovák gazdaság a korábbi negyedévekhez hasonlóan 0,9 százalékkal bővült, míg Lengyelország esetében enyhén emelkedett a gazdaság bővülése az előző negyedévhez képest. Románia gazdasága a második negyedéves stagnálást követően a harmadik negyedévben jelentősen, 1,4 százalékkal bővült az előző negyedévhez képest.

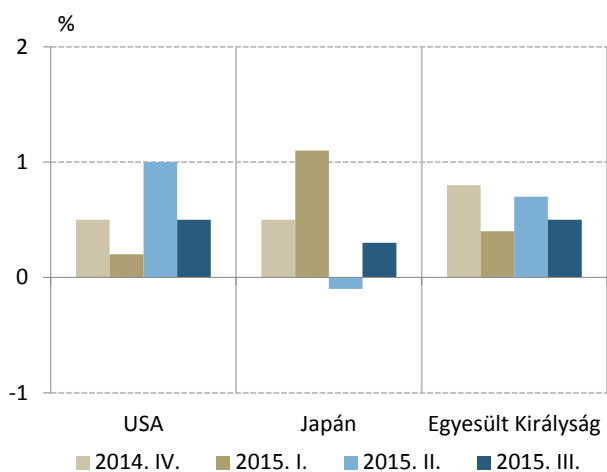
Az Egyesült Államokban mind az évesített negyedéves, mind az éves dinamika alapján a bővülés lassulása volt megfigyelhető a harmadik negyedévben a kimagasló második negyedéves értékhez viszonyítva (3-5. ábra). A növekedési ütem mérséklődését főként a készletfelhalmozás és az export csökkenése okozták. Az előző negyedévben jelentős készletállomány-felhalmozás történt, ezért fogták vissza a vállalatok a harmadik negyedévben a készletberuházásokat, de a következő negyedévben várhatóan ismét bővülés lesz megfigyelhető, így átmenetinek tekinthető a visszaesés.

Az alacsony olajár hátrányosan érinti az energiaszektor beruházási dinamikáját, miközben növeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, így a lakossági fogyasztás továbbra is erős.

A japán gazdaság éves összevetésben 1,7 százalékkal, az előző negyedévhez képest enyhén, 0,3 százalékkal bővült. A növekedéshez a vártnál jobban bővülő fogyasztás és a beruházások járultak hozzá. Az elemzői várakozások egyre nagyobb valószínűséget tulajdonítanak annak, hogy további gazdaságpolitikai stimulusra lehet szükség.

Az Egyesült Királyságban negyedéves összevetésben lassult a növekedés. Kibocsátási oldalon a szolgáltatások, a mezőgazdaság és az ipari termelés is pozitívan járult

3-5. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a meghatározó, fejlett gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított negyedéves változás.

Forrás: OECD

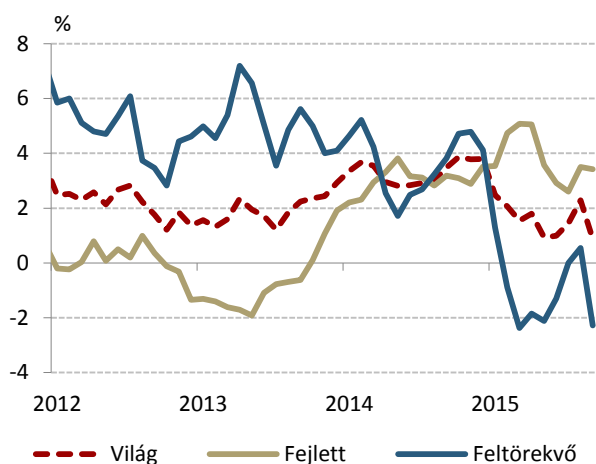
3-1. táblázat: Növekedési előrejelzések a BRICS országokban

	2015	2016
Brazília	-3,0	-1,6
Oroszország	-4,0	-0,2
India	7,5	7,8
Kína	6,9	6,5
Dél-Afrika	1,5	2,0

Megjegyzés: Éves változás, %.

Forrás: Consensus Economics

3-6. ábra: A világimport alakulása



Megjegyzés: Háromhavi mozgóátlag éves változása.

Forrás: CPB

hozzá a növekedéshez, ezzel szemben az építőipar jelentősen visszaesett. Mindemellett az Egyesült Királyságban a munkanélküliség 0,6 százalékkal növekedett az előző negyedévhez képest.

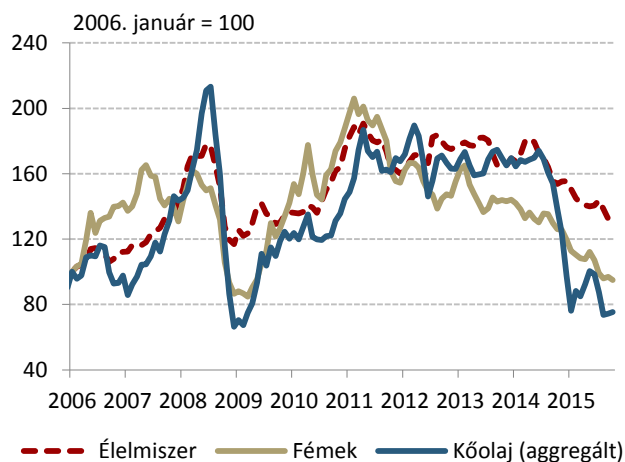
A főbb feltörekvő országok közül a kínai gazdaság 2015 harmadik negyedévében a korábbi negyedévekhez képest alacsonyabb mértékben, 6,9 százalékkal bővült éves alapon. Ezzel hat éve nem látott mélypontot ért el a gazdaság növekedési üteme. A növekedés lassulását az ipari termelés csökkenése és a gyenge ingatlanpiaci beruházások magyarázzák, melyek hatására a behozatal is tovább mérséklődött az elmúlt negyedévben. Mindemellett év eleje óta folyamatosan csökken az export volumene. Előretekintve is lassabb bővülés várható lefelé mutató kockázatokkal övezve. Az elemzők 2016-ra vonatkozóan lefelé, 6,5 százalékra revideálták növekedési várakozásukat (3-1. táblázat).

A többi feltörekvő gazdaság esetében is visszafogottabb növekedésre lehet számítani. A világkereskedelem lassulását szinte teljes egészében a feltörekvő gazdaságok mérséklődő importkereslete magyarázza (3-6. ábra). A brazil gazdaságot egyszerre sújtja a nyersanyagok iránti kereslet csökkenése, a magas dollárban denominált adósságállomány és belpolitikai bizonytalanság, így az elemzők az idei évre 3 százalékos, jövőre 1,6 százalékos visszaesést valószínűsítenek. India esetében is lefelé mutató növekedési kockázatok vannak jelen, és az elemzői várakozások is fokozatosan lefelé tolódtak mind az idei (7,5 százalék), mind a jövő évre (7,8 százalék) vonatkozóan. Dél-Afrikában enyhe növekedést várnak az elemzők. **Jelentősebb feltörekvő felvevőpiacaink közül az orosz gazdaság 2015 harmadik negyedévében továbbra is visszaesést mutatott.** Továbbá a gazdasági szankciók, a folytatódó tőkekiáramlás, valamint a geopolitikai feszültségek is a gazdasági visszaesés irányába mutatnak. Ezzel összhangban az elemzői várakozások 2015-re jelentős, 4 százalék körüli visszaesést valószínűsítenek.

3.1.2. Globális inflációs folyamatok

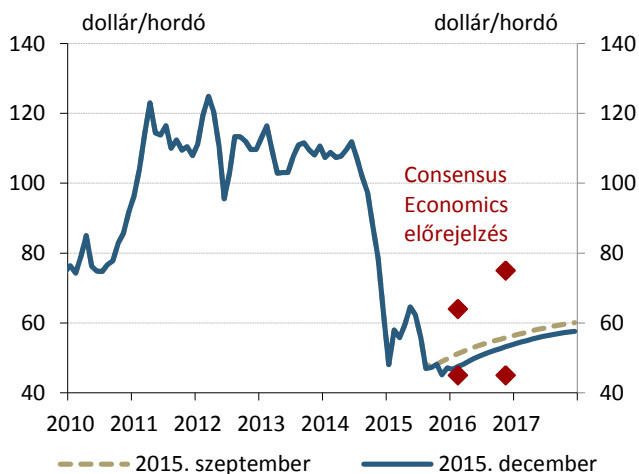
2015 harmadik negyedévében a nyersanyagárak folyamatosan, több éves mélypontra zuhanva csökkentek (3-7. ábra). A Brent kőolaj hordónkénti világpiaci ára a januári mélypontnál is alacsonyabb szintre, 40 dollár közelébe esett novemberben. Kínálati oldalon az iráni atommegállapodás, az OPEC-országok folyamatos kvótán felüli kitermelése, az amerikai fúrótornyok számának enyhe emelkedése és a palakitermelés hatékonyabbá válása húzódott meg. Keresleti oldalon a kínai gazdaság lassulása és a globális

3-7. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (USD-ben)



Forrás: IMF

3-8. ábra: Olajár-feltevésünk változása



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

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics

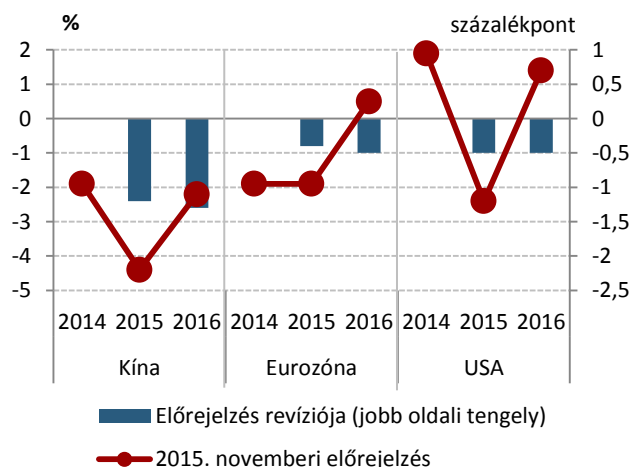
konjunktúrával kapcsolatos aggodalmak hatottak. Ugyanakkor a kereslet és kínálat mellett a geopolitikai viszonyok is érdemben befolyásolhatják az olajár alakulását. A határidős jegyzésárak enyhén emelkedő pályát vetítenek előre (3-8. ábra).

Az elmúlt időszakban folytatódott az ipari nyersanyagárak mérséklődése. A gyenge kereslet és a kedvezőtlen kínai tőzsdei események hatására 2015 harmadik negyedévében, majd ezt követően októberben is tovább mérséklődtek a fémek világszerte. A mezőgazdasági nyersanyagárak négy egymást követő hónapban csökkentek, amely mögött főként a gyengülő kínai kereslet állt. Ugyanakkor a tőzsdei határidős jegyzésárak általában emelkedtek a kedvezőtlen időjárási feltételek – az északi féltekén a forró szárazság, a déli féltekén a csapadékbőség –, illetve az erősödő El Niño időjárási jelenséggel és annak hatásaival kapcsolatos várakozások miatt. Az élelmiszerárak havi alapon az elmúlt három év legnagyobb emelkedését mutatták októberben, amihez a cukor, a növényi olajok és a tejtermékek áremelkedése is hozzájárult.

Az alacsony nyersanyagárak és a visszafogott kereslet miatt világszerte mérsékelt termelői árdinamika figyelhető meg. Továbbá a jövő évre vonatkozó termelőiár-előrejelzések is lefelé módosultak (3-9. ábra). Kínában a termelői árak tovább csökkentek az elmúlt hónapokban, a termelőiár-index $-5,9$ százalék volt a harmadik negyedévben, és előretekintve is negatív maradhat. Az euroövezetben szintén negatív a termelőiár-index, és bár 2016-ra az elemzői várakozások pozitív értéket vetítenek előre, ez továbbra is alacsony szintet jelent. Az Egyesült Államokban az idei évre jelentős visszaesést valószínűsítene az elemzők a termelői árak tekintetében.

A fejlett országokban továbbra is a jegybanki célok alatt alakult a fogyasztói árak emelkedésének üteme (3-10. ábra), és a jegybanki előrejelzések alapján tartósabban cél alatt maradhatnak. A maginflációs mutatók is mérsékelt alakultak a vizsgált régiókban. A fejlett országokat jellemzően változatlanul negatív kibocsátási rés és mérsékelt keresletoldali inflációs nyomás jellemzi. A nyersanyagárak huzamosabb ideje alacsony szinten mozognak, így költségoldalról érdemi áremelő hatás nem jelentkezik. Az Egyesült Államokban a fogyasztóiár-index éves növekedési üteme a harmadik negyedév elején stagnált, majd szeptemberre 0 százalékra csökkent, azonban októberben ismét 0,2 százalék lett. A monetáris politikai szempontból releváns, személyes fogyasztási

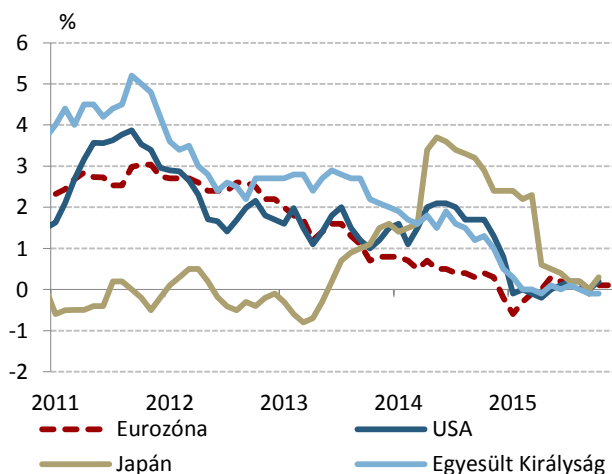
3-9. ábra: A termelői árak alakulása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: Consensus Economics

3-10. ábra: Infláció a fejlett gazdaságokban



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: OECD

kiadásokból számított áremelkedés (PCE) év eleje óta alacsony szinten, átlagosan 0,2–0,3 százalék körül alakul, szeptemberben és októberben 0,1 százalékon stagnált. **Az euroövezetben a fogyasztóiár-index éves növekedési üteme továbbra is visszafogott maradt.** A harmadik negyedévben az infláció fokozatosan lassult, szeptemberben negatív tartományba (–0,1 százalékra) süllyedt, majd októberre és novemberre ismét pozitív tartományba került. A magországokban és a perifériaországokban egyaránt enyhe javulás volt megfigyelhető októberben. Emellett a fejlett országok közül az Egyesült Királyságban szeptemberben és októberben –0,1 százalékra süllyedt a fogyasztóiár-index éves növekedési üteme. Japánban április – vagyis a tavaly áprilisi áfaemelés bázisból való kiesése – óta alacsony, a céltól jelentősen elmaradó infláció figyelhető meg, ami a harmadik negyedévben tovább (0,2 százalékra) csökkent.

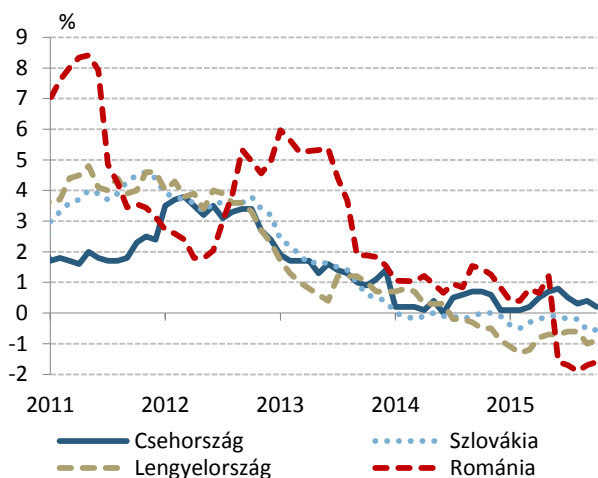
A kelet-közép-európai régiót változatlanul alacsony, a jegybanki cél alatti infláció jellemzi (3-11. ábra). A régió átlagos inflációja továbbra is a negatív tartományban tartózkodott. Romániában a júniusi áfacskéntés óta az infláció jelentősen mérséklődött, azonban az augusztusi mélypont óta enyhén emelkedett a harmadik negyedévben. A jelenleg negatív infláció csak 2017 elejére emelkedhet az inflációs cél körüli toleranciasávon belülre. Lengyelországban a belső kereslet mérsékelt ütemben növekszik, és a kibocsátási rés továbbra is negatív. A fogyasztóiár-index októberben –0,9 százalék volt, az infláció a teljes előrejelzési horizonton a cél alatt alakulhat. Csehországban az infláció szeptemberben enyhén emelkedett, majd októberben 0,2 százalékra csökkent, így változatlanul érdemben elmarad az inflációs céltól.

A nagyobb feltörekvő országok közül Kínában az infláció előző negyedévekre jellemző mérsékelt emelkedése szeptemberben megtört és októberben 1,3 százalékra csökkent. Oroszországban a nyár végi emelkedést követően szeptemberben és októberben enyhén csökkenő inflációt figyelhattunk meg. A jegybank előrejelzése alapján az infláció 2016 októberére 7 százalék alá csökkenhet, 2017-ben pedig elérheti a 4 százalékos jegybanki célt.

3.1.3. Monetáris politika és pénzügyi piaci folyamatok

Az elmúlt hónapokban a vizsgált jegybankok nem változtattak monetáris politikai stratégiájukon. A nagy jegybankok továbbra is elsődlegesen az árstabilitás elérésére, illetve fenntartására törekednek, ugyanakkor az irányultságuk közötti eltérés fokozatosan erősödik. **A legtöbb országban inflációs és kapacitáskihasználtsági**

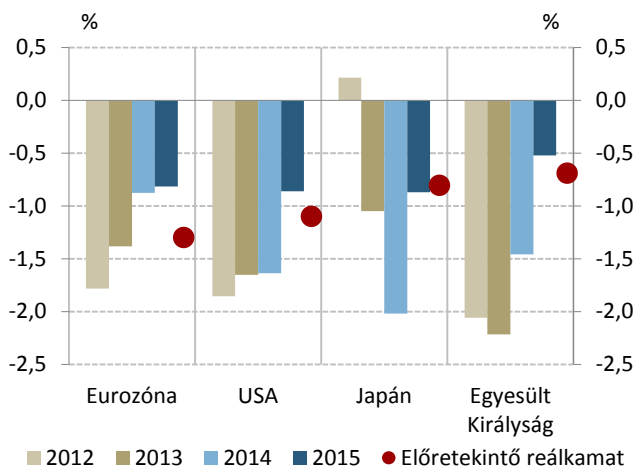
3-11. ábra: Infláció a kelet-közép-európai országokban



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: OECD, Román Statisztikai Hivatal

3-12. ábra: A fejlett gazdaságok reálkamatainak alakulása



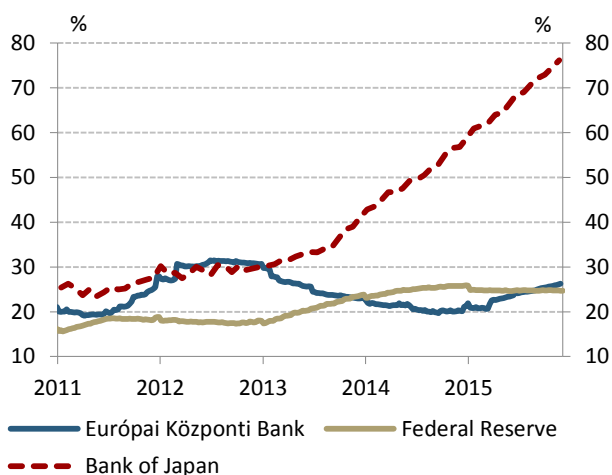
Megjegyzés: A reálkamat éves átlag. Az 1 éves előretekintő reálkamatot a piaci szereplők 1 éves inflációs várakozásai és az 1 éves állampapírhozamok különbségeként számítottuk.

Forrás: Consensus Economics, Bloomberg

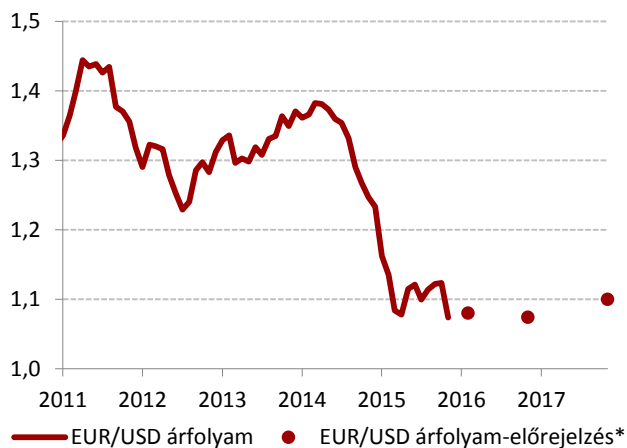
oldalról egyelőre nem látható olyan folyamat, amely rövid távon a monetáris szigorítás irányába mutatna, a fejlett gazdaságok reálkamatai változatlanul negatívak (3-12. ábra). Ezzel szemben a Fed már az idei évben megkezdheti fokozatos monetáris szigorítását, bár az is elképzelhető, hogy jövő évre toódik az első kamatemelés időpontja.

A Federal Reserve szeptemberben és októberben nem változtatott irányadó rátáján, és újabb intézkedést sem jelentett be. Bár egy döntéshozó az alapkamat 25 bázispontos emelésére szavazott mindkét ülésen, a döntéshozók többsége úgy ítélte meg, hogy még nem teljesültek a kamatemelés megkezdésének feltételei. A Fed előretekintő iránymutatása az utóbbi hónapokban a decemberben történő monetáris szigorítás lehetőségének jelzése felé módosult, a kamatemeléssel kapcsolatos kommunikáció érdemben változott. Szeptemberben még úgy fogalmaztak, hogy a döntéshozók a gazdasági helyzetértékelés során arról döntenek, hogy milyen hosszan tartják változatlan szinten az alapkamatot. Októberben már az jelent meg a közleményben, hogy a gazdasági helyzetértékelést követően a decemberi ülésen arról döntenek, hogy megfelelő lehet-e a kamatemelés a mandátum teljesítésének szempontjából. Mindezt a piaci szereplők egy része úgy értelmezte, hogy növekedett a decemberi kamatemelés valószínűsége.

Az EKB decemberi ülésén csökkentette a betéti kamatot, és meghosszabbította eszközvásárlási programját. Októberben nem változtattak az irányadó kamaton, ugyanakkor az előretekintő iránymutatás már utalt a további monetáris lazítás lehetőségére. Mario Draghi októberi bejelentésének megfelelően az EKB decemberben felülvizsgálta az eszközvásárlási programot, és a mennyiséget nem változtatva 2017 márciusáig meghosszabbította a programot. Emellett a betéti kamatot $-0,2$ százalékról $-0,3$ százalékra csökkentették. A megkérdezett elemzők az eszközvásárlási program meghosszabbítását tartották a legvalószínűbbnek. A legutóbbi, október végi havi adatok alapján az eszközvásárlások során az EKB, illetve az eurozóna központi bankjai nagyjából a kitűzött cél szerint, vagyis az EKB-tőkekulcsok arányában vásárolták az állampapírokat. A program kezdetétől október végéig 396 milliárd euro értékben vásároltak államkötvényeket (3-13. ábra), a papírok durációját 6,2–10,6 év között szóródott. Az inflációs várakozások emelkedni kezdtek, bár a jegybanki céltól továbbra is elmaradó, 1,7 százalékos szinten alakulnak.

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


Forrás: Központi bankok adatbázisa, IMF, Eurostat

3-14. ábra: Az euro dollárral szembeni árfolyamának alakulása


Megjegyzés: * 2015. novemberi Consensus-várakozás. A nagyobb érték az euro felértékelődését jelzi.

Forrás: EKB, Consensus Economics

Bár összességében havi átlagban enyhe erősödés látható az euro dollárral szembeni árfolyamában szeptemberben és októberben, az EKB októberi ülését követő laza monetáris politikai hangvételű sajtótájékoztatót követően érdemi (1,3–1,4 százalék) gyengülést mutatott az euro, amit a hónap végén, illetve november elején a Fed kamatemelésével kapcsolatos várakozások eszkaláltak (3-14. ábra). Ugyanakkor az EKB decemberi bejelentését követően jelentős erősödés volt megfigyelhető az euroárfolyamban.

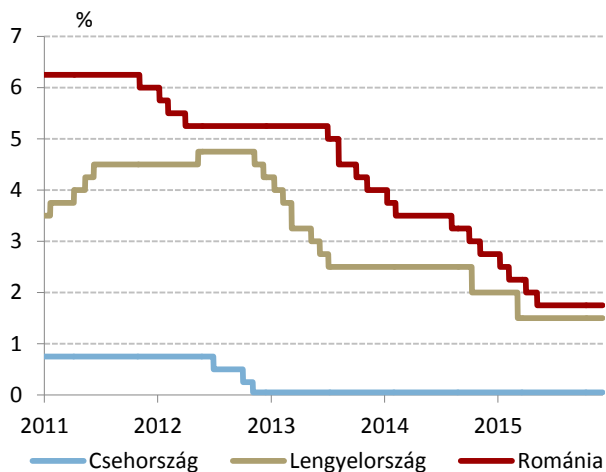
A japán jegybank nem változtatott irányadó kamatán, és a Mennyiségi és Minőségi Lazítási Program változatlan ütemben való folytatása mellett döntött. Egyes elemzői várakozások az októberi és novemberi monetáris politikai döntések során az alacsony infláció miatt újabb stimulusra (az MML-program kibővítésére) számítottak. **Továbbá nem változtatott monetáris kondícióin a Bank of England sem.**

A fejlődő országok jegybankjai közül a kínai központi bank a kedvezőtlen makrogazdasági adatokra több intézkedéssel is reagált. Októberben az irányadó hitel- és betéti kamat egyaránt 25 bázispontos csökkentése mellett döntött a gazdasági növekedés élénkítése, valamint a vállalatok finanszírozási költségeinek mérséklése érdekében. A jegybank az irányadó kamatok csökkentése mellett a kötelező tartalékrátát is 50 bázisponttal mérsékelte, valamint eltörölte a betétekre fizetett kamatplafont. Novemberben a rövid távú likviditási hiteleinek (SLF) kamatait csökkentette a jegybank. A PBoC összességében mintegy 1040 milliárd jüan (163 milliárd dollár) értékben juttatott plusz likviditást a bankrendszerbe az elmúlt hónapokban. **Továbbá az orosz jegybank az elmúlt negyedévben nem változtatott a 11 százalékos alapkamaton.**

A kelet-közép európai régió jegybankjai fenntartották a laza monetáris kondíciókat (3-15. ábra). A cseh jegybank döntéshozói augusztusi és szeptemberi ülésükön is egyhangúlag 0,05 százalékon tartották az irányadó kamatot, és fenntartották elköteleződésüket az árfolyam monetáris politikai eszközként való alkalmazása mellett, amivel – a jegybank iránymutatása szerint – nem fognak felhagyni 2016 második fele előtt. A legutóbbi kamatdöntő ülésen a döntéshozók értékelése szerint az árfolyamkorlát fenntartása 2016 végéig is kitolódhat.

A lengyel jegybank döntéshozói az elmúlt hónapokban szintén nem változtattak az irányadó rátán. A legutóbbi közlemény szerint a stabil gazdasági növekedés tovább folytatódhat, az inflációs cél elérése azonban a vártnál tovább tarthat. A lengyel jegybank döntéshozói

3-15. ábra: A kelet-közép-európai országok alapkamatainak alakulása



Forrás: Központi bankok adatbázisa

márciusban lezárták a kamatcsökkentési ciklust, így előretekintve a jegybank jelenlegi kommunikációja alapján nem várható az alapkamat további mérséklése. A legutóbbi kamatdöntést követő sajtótájékoztatón a lengyel jegybankelnök kiemelte, hogy nem tartja indokoltnak a kamatcsökkentésre vonatkozó piaci várakozásokat.

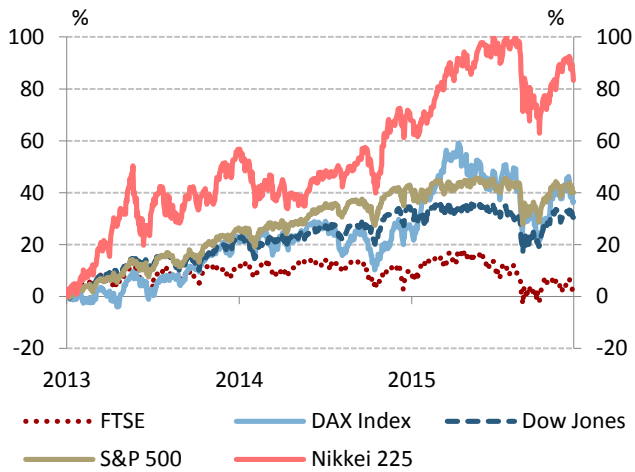
A román jegybank sem csökkentette tovább az alapkamatot az elmúlt hónapokban. A legutóbbi döntés indoklása szerint az alacsonyabb olaj- és élelmiszerárak, valamint a gazdasági növekedés lassulása következtében tovább csökkent a fogyasztóiár-index. Ugyanakkor a növekedés mérséklődése ellenére a beérkezett adatok a fogyasztás és beruházások élénkülésére utalnak. Előretekintve az infláció 2016 májusáig negatív tartományban maradhat, és várhatóan csak 2017 elejére emelkedhet az inflációs cél körüli toleranciasávon belülre, ezzel összhangban a jegybankelnök is kifejtette októberben, hogy a beérkező adatok függvényében lehet még némi tér további monetáris lazításra.

Az augusztusi, a kínai gazdaság lassulásával összefüggő pénzügyi volatilitást követően a globális piaci hangulat enyhe javulást mutatott a kockázati indexek enyhe mérséklődése és a tőzsdék emelkedése alapján. A fejlett tőzsdék egyértelműen emelkedést mutattak (3-16. ábra), a feltörekvők esetében ennél vegyesebb volt a kép. Kezdetben a hosszú hozamok tekintetében az amerikai és brit hozamok a latin-amerikai hozamokkal együtt emelkedésnek indultak, majd az időszak végére csökkenést mutattak, az európai hozamokhoz hasonlóan. Emellett a latin-amerikai és ázsiai hozamok vegyesen alakultak. A meghatározó jegybankok irányadó kamataival kapcsolatos várakozások inkább a lazítás irányába mozdultak (régióként eltérő tendenciákkal), ugyanakkor a decemberi Fed-kamatemelés emelkedő valószínűsége árnyalja a képet.

A pénzügyi folyamatokat nagyban befolyásolta az EKB és a Fed monetáris politikai divergenciája: az EKB decemberi kamatdöntésén a várakozásoknál ugyan enyhébb mértékben, de lazított monetáris kondícióin, míg a Fed várhatóan szigorítani fog. Emellett a kínai gazdaság lassulásával, az új 5 éves terv várható hatásaival, valamint a feltörekvő országok szétartó növekedésével kapcsolatos várakozás hatott a piaci hangulatra.

A devizák esetében egyértelműen a dollár erősödése volt meghatározó az elmúlt hónapokban, a feltörekvő devizák összességében gyengültek az USD-vel szemben, de viszonylag nagy szóródás volt a mérték tekintetében. A

3-16. ábra: Főbb tőzsdeindexek



Megjegyzés: 2013. január 1 = 0.

Forrás: Bloomberg

kelet-közép európai régió gyengülése kiemelkedő volt a dollárhoz viszonyítva, azonban ezt majdnem teljes egészében az euro dollárral szembeni közel 3 százalékos leértékelődése magyarázza.

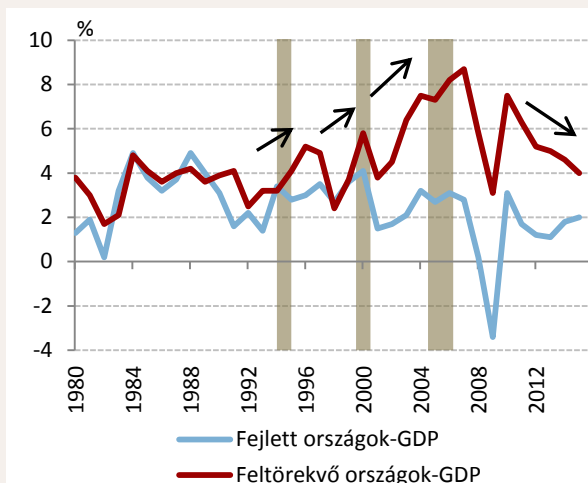
3-1. keretes írás: Az amerikai kamatemelés potenciális hatásai a feltörekvő piacokon

Az amerikai jegybank az elmúlt 20-25 évben háromszor kezdett kamatemelési ciklusba, amelyek feltörekvő piaci hatásai hasznos tapasztalatokkal szolgálhatnak a piac által 2015 decemberére várt meginduló monetáris szigorítás következményeit illetően. A Fed 1994-ben, 1999-ben és 2004-ben indított kamatemelési ciklusaival vont párhuzamot nehezíti, hogy a jelenleg számos ponton eltérő makrogazdasági és pénzügyi környezet más hatásmechanizmust eredményezhet. A Fed-kamatemelésének hatásait enyhítheti a feltörekvő térségek növekedésének lassulása, a Fed aktív kommunikációja miatt már felépült várakozások, valamint az EKB és a japán jegybank alkalmazkodó monetáris politikája. Az erősödő feltörekvő piaci tőkeáramlások viszont a feltörekvő piaci kockázatok növekedéséhez járulhatnak hozzá.

A lassuló feltörekvő piaci növekedés mérsékelheti a kockázatokat

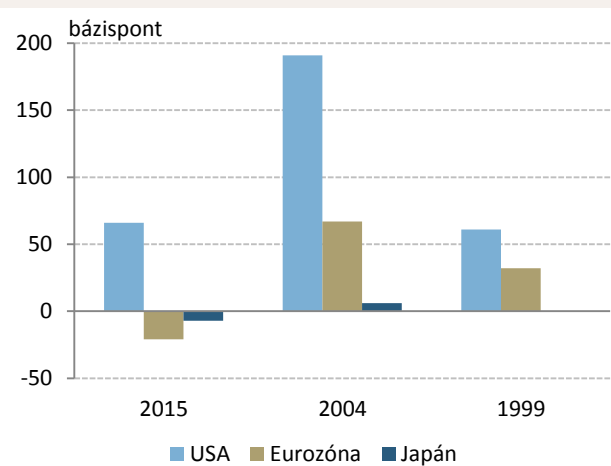
A korábbi amerikai kamatemelési periódusokat megelőzően a feltörekvő piacokon dinamikus gazdasági növekedés volt tapasztalható, míg 2010 óta lassulás figyelhető meg a gazdasági növekedésükben (3-17. ábra). Míg a Fed korábbi kamatemelése a feltörekvő országokban is a monetáris kondíciók szigorodásához vezettek, jelenleg a feltörekvő térségek lassuló növekedési pályája és az alacsony inflációs környezet alkalmazkodó monetáris politikát indokolhat, melyet a feltörekvő piaci kamatvárakozások is tükröznek. Emiatt az amerikai kamatemeléseknek a feltörekvő piaci jegybankok általi részleges követése várhatóan nem okoz meglepetést, így mérsékelheti a kockázatokat.

3-17. ábra: A fejlett és a feltörekvő térségek növekedési üteme és a Fed kamatemelési ciklusai



Forrás: IMF

3-18. ábra: 1 év múlva várt alapkamat piaci árazás alapján



Forrás: Bloomberg

A Fed aktív kommunikációja és a nagy jegybankok divergenciája mérsékli a piaci turbulencia valószínűségét

A Fed korábbi kamatemelése közül az 1994-es szigorítás járt érdemi kötvénypiaci reakciókkal: a 10 éves amerikai hozam megugrott, melyet kötvényeladási hullám, és jelentős pénz- és tőkepiaci turbulencia követett. A Fed viszont már a 2004-es szigorításának a kezdetén kommunikálta, hogy kis lépésekben fog emelni, ami sikeresnek is bizonyult a kötvénypiaci feszültségek mérséklésében. **A 2008-as pénzügyi válság kitörése óta a Fed még aktívabban kommunikál jövőbeli politikájáról, ami hozzájárulhat a kamatemeléssel kapcsolatos kockázatok mérsékléséhez.**

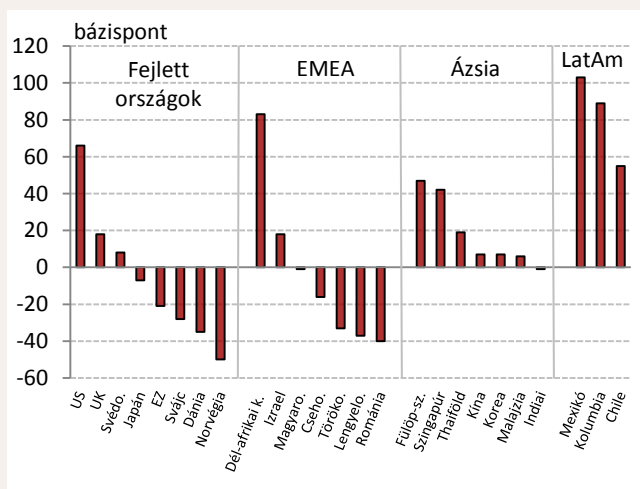
További eltérést jelent, hogy a **meghatározó jegybankok monetáris politikája közti divergencia a korábbi amerikai kamatemelési ciklusok során nem jelentkezett ennyire markánsan.**² Az amerikai kamatemelési várakozásokkal szemben az EKB-tól és a japán jegybanktól a monetáris kondíciók lazítására számítanak a piacok (3-18. ábra). A jelenlegi divergenciát jól tükrözi, hogy míg 2004-ben az amerikai és az európai irányadó kamatok között 1 éves időtávon 20 bázispont volt a piaci várakozások szerinti különbség, addig jelenleg 85 bázispont az eltérés. A divergencia a meghatározó

² Bár az 1994-es kamatemelés idején a Bundesbank még az 1992-ben megkezdett lazítási ciklusát folytatta, az 1999-es és 2004-es amerikai szigorítást megelőzően az euroövezetben is 1 évre előretételezve – az amerikaiénál ugyan kisebb mértékben, de szintén – kamatemelés irányába mutattak a várakozások.

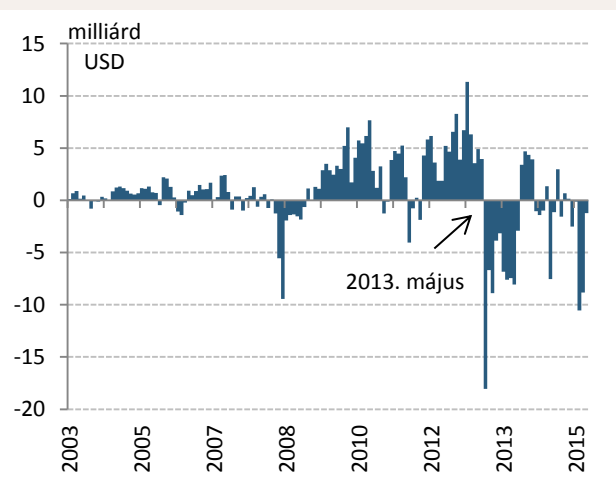
devizák árfolyamában is megfigyelhető volt. Míg a mostani Fed-szigorítás előkészítésének tekinthető 2013 tavaszától tartó időszakban a dollár számottevő, 20–25 százalékos mértékben erősödött az euróval és a jennel szemben, addig az 1994-ben és a 2004-ben indított Fed kamatemelési ciklus környezetében mindkét árfolyam lényegében stabilan alakult. Bár az 1999-ben kezdődő szigorítás időszakában az euro a mostanihoz hasonló mértékben gyengült, de a jen erősödése ezt ellensúlyozta. **Tehát a mostani időszakhoz mérhető általános dollárerősödés egyik alkalommal sem történt.**

Az amerikai kamatemelés miatt megemelkedő hozamkülönbözet az erősödő dolláron keresztül szűkítheti a többi fejlett és feltörekvő ország monetáris politikai mozgásterét. Ezzel szemben jelenleg az általunk vizsgált fejlett országok többségében és a feltörekvő országok harmadában kamatcsökkentésre számít a piac a következő egy évben, míg másik harmadukban is csak kismértékű kamatemelést vár. A közép-kelet-európai régióban szintén a kamatok tartását vagy csökkentését mutatják a várakozások. Az amerikaihoz hasonló mértékű kamatpálya-emelkedés csak a Dél-afrikai Köztársaságban és a dél-amerikai térségben van beárzva (3-19. ábra). **A vezető jegybankok monetáris politikai divergenciájának heterogén feltörekvő piaci kamatvárakozásokba történt beépülése enyhítheti az amerikai kamatemelés feltörekvő gazdaságokra, és azon belül a közép-kelet-európai régióra gyakorolt kedvezőtlen hatásait.**

3-19. ábra: 1 év múlva várt alapkamat piaci árazás alapján 3-20. ábra: Feltörekvő kötvénypiaci tőkeáramlások



Forrás: Bloomberg



Forrás: EPFR Global

A feltörekvő országokban tapasztalható megnövekedett tőkepiaci finanszírozás növelheti a kockázatokat

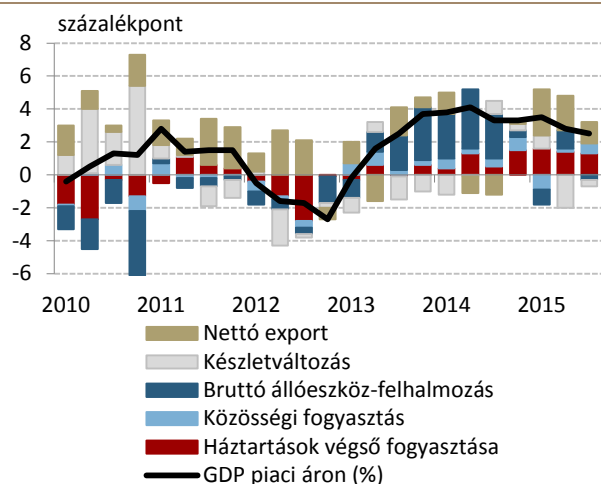
Az elmúlt években a feltörekvő országok globális pénzügyi rendszerbe történő fokozatos integrálódása volt tapasztalható, ami egyrészt a vállalatok nemzetközi tőkepiaci forrásszerzésében, másrészt a külföldi devizában denominált szuverén államadósság növekvő állományában tükröződik. Az Egyesült Államokon kívüli dollárban denominált nembanki típusú kötvénypiaci forrásbevonás 2000 és 2015 között több mint négyszeresére nőtt, ami jelentős változást jelent a korábban jellemző banki hitelezéshez képest.³ **A tőkepiac megnövekedett szerepe a feltörekvő országok finanszírozásában az amerikai kamatemeléssel kapcsolatos kockázatokat erősítheti,** amire rámutat a 2013-ban – az úgynevezett taper talk idején – kibontakozó feltörekvő piaci eladási hullám. Ehhez ugyanakkor fontos hozzátenni, hogy az amerikai kötvénypiaci eladások kivezetésével kapcsolatos kommunikáció meglepte a piacokat, ami szintén hozzájárulhatott a 2013-as piaci turbulenciához (3-20. ábra).

³ Sobrun, J. – Turner, P. (2015): Bond markets and monetary policy dilemmas for the emerging markets, BIS Working Papers, No. 508.

3.2. Aggregált kereslet

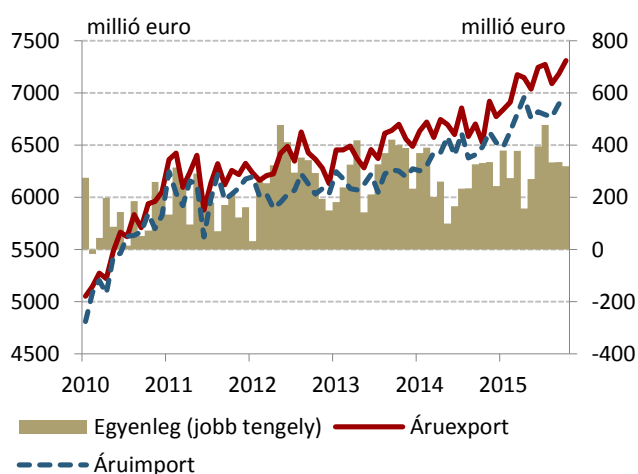
2015 harmadik negyedében 2,4 százalékkal növekedett a bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest. A növekedésben meghatározó szerepe volt a fogyasztás bővülésének, miközben a beruházások mind éves, mind negyedéves összevetésben mérséklődtek. A nettó export továbbra is érdemben járult hozzá a növekedéshez. A háztartások hitelállomány-leépülése mellett tovább emelkedett az új hitelkihelyezések volumene.

3-21. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



Forrás: KSH

3-22. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom alakulása



Forrás: KSH

2015 harmadik negyedében 2,4 százalékkal bővült a bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest. Az előző negyedévhez képest 0,6 százalékkal emelkedett a GDP. Folytatódott a korábbi éveknél kiegyensúlyozottabb szerkezetű növekedés, a nettó export mellett a belső kereslet is emelkedett. A belső kereslet oldaláról a fogyasztás volt meghatározó, míg a beruházások mérséklődtek a harmadik negyedévben (3-21. ábra).

3.2.1. Külkereskedelem

A nettó export a harmadik negyedévben tovább növekedett az előző negyedévhez képest. Míg az árukivitel az erős év eleji dinamikák után a harmadik negyedévben már csökkent, addig a szolgáltatásexport a legutóbbi negyedévben jelentősen emelkedett. Az előzetes októberi adatok alapján októberben ismét növekedett az áruexport (3-22. ábra). Külkereskedelmi többletünk tovább emelkedett a harmadik negyedévben, melyhez az áruk és a szolgáltatások egyenlege egyaránt hozzájárult. A revideált nemzeti számlaadatok szerint a nettó export a korábbi adatközlésnél nagyobb mértékben, 2 százalékponttal járult a hozzá az első három negyedév GDP-növekedéséhez.

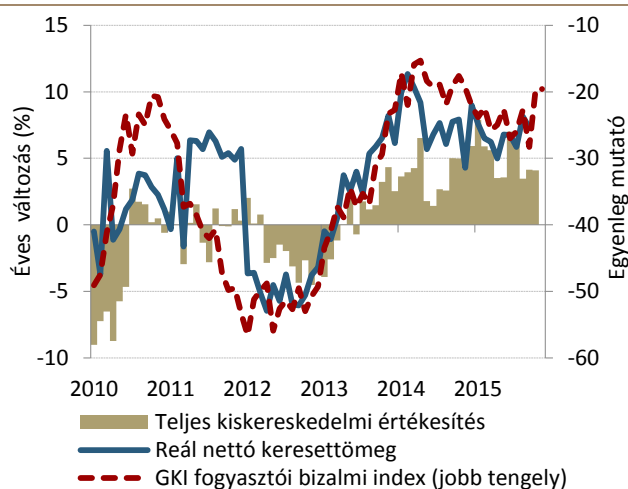
2015 harmadik negyedében a cserearány enyhén javult az előző év azonos időszakához képest, melyhez alapvetően az olajár csökkenése járult hozzá.

3.2.2. Lakossági fogyasztás

A háztartások fogyasztási kiadásának növekedése 2015 harmadik negyedében is folytatódott. A fogyasztás bővülését elsősorban a javuló munkaerőpiaci feltételek és az alacsony infláció mellett dinamikus növekvő reálkeresetek támogatják. A kiskereskedelmi forgalom továbbra is dinamikus bővül. Az elmúlt negyedévekben a kiskereskedelem bővülését jelző mutatókat torzíthatta az online pénztárgépek bevezetésének gazdaságot fehéřítő hatása (3-23. ábra). Azonban e statisztikai hatás fokozatosan eltűnhet a kiskereskedelmi forgalom éves dinamikájából, így a mutató egyre jobban mutathatja a fogyasztás alapfolyamatait.

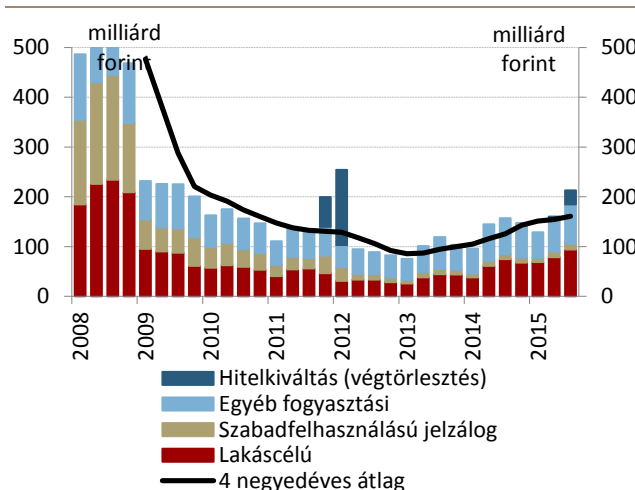
A háztartások nettó pénzügyi vagyona tovább emelkedett a harmadik negyedévben. A pénzügyi eszközök felhalmozása mellett az adósság csökkenése is

3-23. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



Forrás: GKI, KSH

3-24. ábra: Új háztartási hitelkihelyezések a hitelintézeti szektorban



Forrás: MNB

hozzájárult a nettó pénzügyi vagyon emelkedéséhez.

A megtakarítási ráta a tavalyi év végéhez hasonlóan magas maradt. A háztartások nettó megtakarítása az alapfolyamatok szerint (a devizahiteles elszámolás és a forintosítás hatásától szűrve) a GDP 5,8 százaléka volt 2015 harmadik negyedévében. **A lakosság devizakitettsége mérséklődése miatt az óvatossági célú megtakarítások fokozatosan mérséklődhetnek.** Ezt támogatja a munkanélküliség csökkenése és a lakossági devizahitelek forintosítása révén csökkenő árfolyamkockázat is.

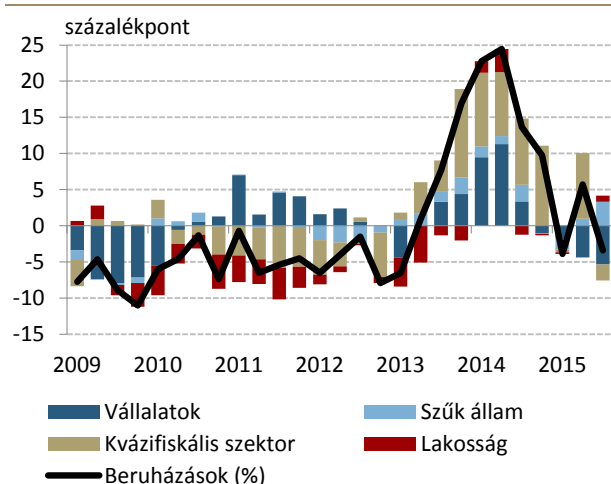
A háztartások adóssága a rendelkezésre álló jövedelem arányában jelentősen csökkent az utóbbi években, régiós összehasonlításban már nem tekinthető magasnak. 2015 harmadik negyedévében folytatódott az állományok leépülése, a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya a tranzakciók hatására 90 milliárd forinttal csökkent (3-24. ábra). **Az új hitelkihelyezések volumene ugyanakkor élénkült a vizsgált időszakban.** A háztartási hitelek bruttó kibocsátása a hitelkiváltásoktól eltekintve is 18 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának értékét, a legnagyobb ütemben (26 százalékkal) a lakáscélú hitelek kibocsátása bővült. A lakáshitelek iránti kereslet bővülésében az élénkülő lakáspiac, a növekvő lakossági megtakarítások, a historikusan alacsony kamatok és a növekvő reálbérek játszhatnak meghatározó szerepet. Az új kihelyezések mértéke ugyanakkor még jelentősen elmarad a válság előtti szintjétől.

3.2.3. Magánberuházás

A harmadik negyedévben a nemzetgazdasági beruházások volumene 1,5 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva. A GDP-arányos beruházási ráta a harmadik negyedévben 21,9 százalék volt, mely az előző negyedévhez viszonyítva 0,3 százalékpontos csökkenést jelent. A mérséklődésben nagy szerepet játszik a vállalati szektor lassuló beruházási aktivitása, mely mind a belföldre, mind a külpiacra termelő vállalkozások körében megfigyelhető volt. Ezzel szemben a lakossági beruházások az előző évi alacsony szintről növekedtek (3-25. ábra).

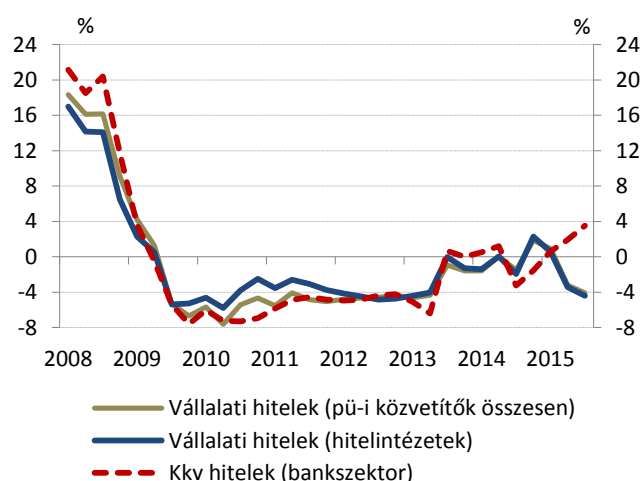
A vállalati kör beruházási aktivitásának mérséklődését elsősorban a külső piacra termelő vállalatok, kisebb mértékben a belföldre termelő ágazatok okozták. A csökkenést részben magyarázza a korábbi feldolgozóipari beruházások által okozott magas bázisról való mérséklődés. A vállalati szektor kapacitáskihasználtsági mutatói továbbra is historikus átlaguk felett alakulnak, így a keresleti feltételek továbbra is támogatják a bővítő

3-25. ábra: Szektorok hozzájárulása a nemzetgazdasági beruházások éves változásához



Forrás: KSH

3-26. ábra: A teljes vállalati és a kkv szektor hitelállományának éves növekedési üteme



Megjegyzés: A vállalati szektor időszora tranzakciók alapján, míg a kkv időszor 2013 negyedik negyedévtől becsült tranzakciók alapján.

Forrás: MNB

beruházásokat. Ugyanakkor az MNB által számított Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) arra utal, hogy 2015 második felében a bankrendszer gyengülő hitelezési hajlandósága hozzájárulhatott a vállalati beruházások csökkenéséhez.

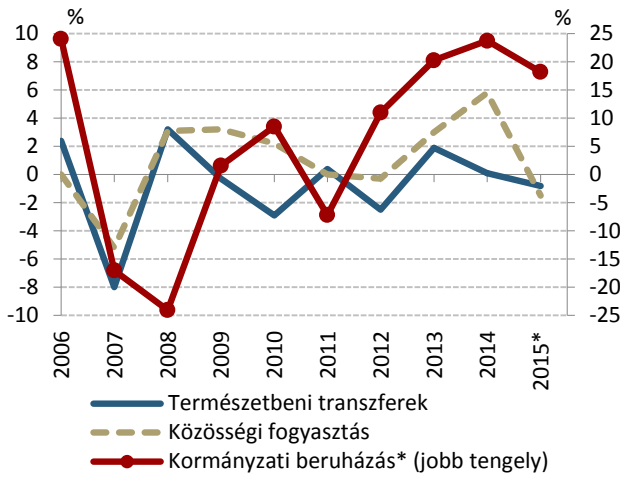
A vállalati hitelezés folyamataira továbbra is vállalati méretkategóriák szerinti kettősség jellemző. A nem pénzügyi vállalatok a hazai pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállománya összességében mintegy 41 milliárd forinttal növekedett 2015 harmadik negyedévében. Az állomány azonban bázishatás miatt 4,4 százalékkal csökkent éves összevetésben. A kkv-szektor hitelállománya ugyanakkor tovább bővült, 3,5 százalékra emelkedett az állomány éves növekedési üteme (3-26. ábra). A Növekedési Hitelprogram számottevően hozzájárult a kkv-szektor hitelállományának bővüléséhez, a szektor teljes fennálló hitelállományának megközelítőleg egyharmada a program keretein belül került kihelyezésre. A vállalati hitelezést összességben keresleti és kínalmi tényezők is negatívan befolyásolják. Egyrészt a vállalatok termelési, beruházási aktivitása visszafogott maradt az előző év azonos időszakához képest, másrészt a bankok kockázatvállalási hajlandóságát továbbra is inkább az óvatosság jellemzi.

A tranzakciós adatok az összesített lakáspiaci forgalom további élénkülését jelzik. Ezzel összhangban a lakások ára is emelkedő trendet mutat. Az értékesített lakások száma a harmadik negyedévben 22 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A lakásárak továbbra is elmaradnak a válság előtti szintjüktől, ám az élénkülő kereslet hatására az első félév során a használt lakások ára 12,4 százalékkal, az új lakások ára 5,1 százalékkal emelkedett. **Az új lakásépítések az elmúlt negyedév során visszafogottan alakultak, ugyanakkor folytatódott a kiadott építési engedélyek számának mérsékelt növekedése.** A szerződésállomány további bővülése a lakásépítések dinamizálódását vetíti előre a következő negyedévek során. Összességében a lakosság beruházási aktivitása a harmadik negyedévben kismértékben élénkült, melyben az előző év alacsony bázisa is szerepet játszott.

3.2.4. Kormányzati kereslet

A kormányzati fogyasztás emelkedett az előző negyedévhez képest, melyben az EU-források felhasználása mellett a határvédelmi intézkedések játszhattak szerepet. Azonban a költségvetési kiadások kontrolljának köszönhetően 2015 első három negyedévében a közösségi fogyasztás és a kormányzattól származó transzferek volumene is a megelőző évihez

3-27. ábra: A kormányzati fogyasztás és beruházás volumenének éves változása



Megjegyzés: *2015 első három negyedévre számolt éves változás.

Forrás: KSH, MNB

hasonló szinten alakult (3-27. ábra).

Az államhoz kötődő ágazatok beruházási aktivitása eltérő képet mutat a szűk állam és a kvázifiskális szektor viszonylatában. A szűk állami szektor beruházásainak érdemi emelkedése a közigazgatás ágazathoz kötődött, összhangban a határvédelmi intézkedésekkel. A kvázifiskális szektoron belül az energetikai szektor beruházásai érdemben emelkedtek, míg a szállítási-raktározás ágazat beruházási aktivitása mérséklődött. A szektor teljesítményét érdemben befolyásolhatta az uniós forráslehívás alakulása, amely előretekintve az állami beruházások csökkenését vetíti előre.

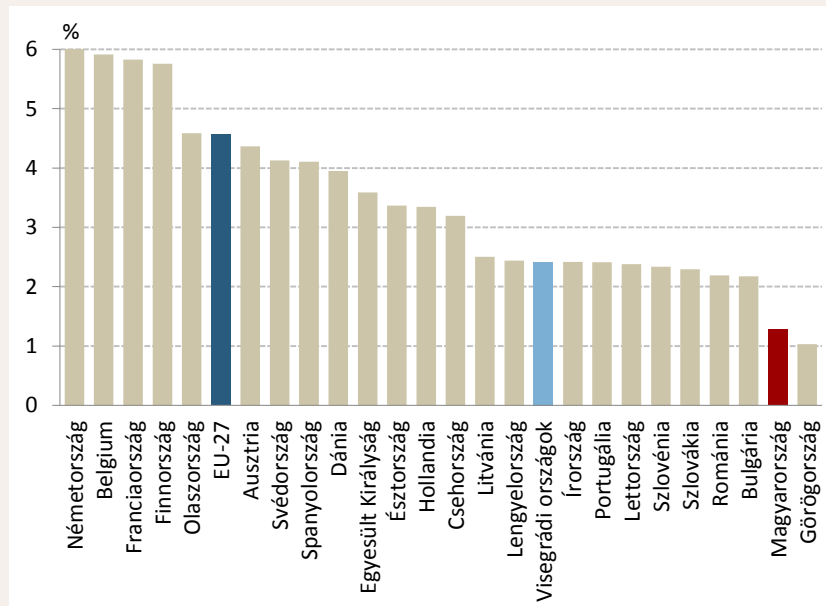
3.2.5. Készletváltozás

A harmadik negyedévben a nemzetgazdasági készletváltozás negatívan járult hozzá a növekedéshez, amelynek hátterében elsősorban a mezőgazdasági teljesítmény csökkenése és az ipari termelés dinamikájának lassulása állhat.

3-2. keretes írás: A lakásépítések várt élénkülésének lehetséges makrogazdasági hatásai

A hazai lakásépítésre fordított lakossági kiadások nemzetközi összevetésben rendkívül alacsonyak (3-28. ábra). A kiadások mértéke az Európai Unió átlagának kevesebb, mint harmada, de érdemben elmarad a régiós átlagtól is. Az összeg nagysága nem elegendő a meglévő lakásállomány amortizációjának pótlására sem.

3-28. ábra: Lakásépítések a GDP arányában (2014)

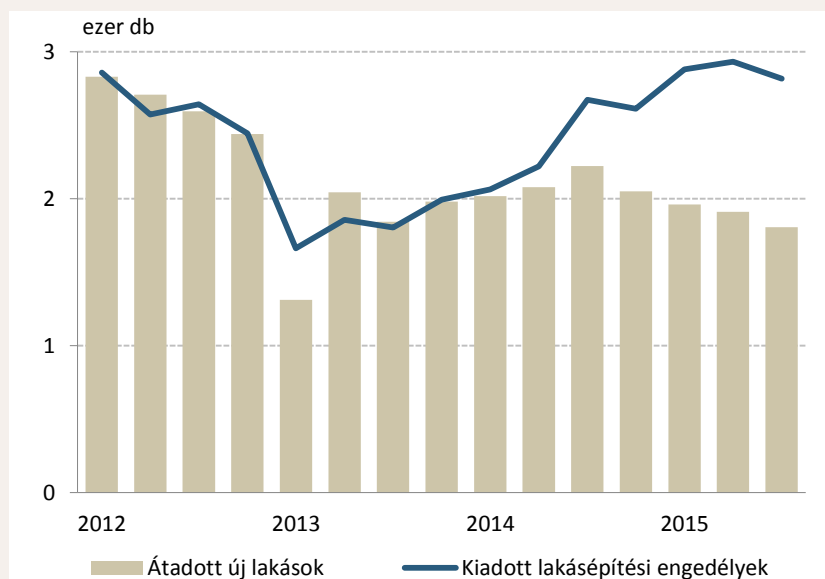


Forrás: Európai Bizottság

A legfrissebb lakáspiaci adatok a 2013 eleji mélypontot követően a forgalom enyhe élénkülését jelzik. A javuló tendenciák elsőként leginkább a használt lakások piacán azonosíthatóak, míg **az új lakások részesedése a lakáspiaci forgalomból továbbra is visszafogott.** Noha az újlakás-építések az elmúlt negyedévekben változatlanul mérsékelt dinamikát mutatott, **a kiadott lakásépítési engedélyek száma már jelentős mértékben emelkedett,** amiből előretekintve az új lakások piacán is bővülésre lehet következtetni (3-29. ábra). Regressziós becslések és múltbeli tapasztalatok alapján a lakásépítési

engedélyek felfutása mintegy 4–8 negyedévvél előzi meg az új építések bővülését, így a javuló folyamatok az újonnan átadott lakások számában akár már 2015 végétől jelentkezhetnek.

3-29. ábra: Lakáspiaci folyamatok alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH

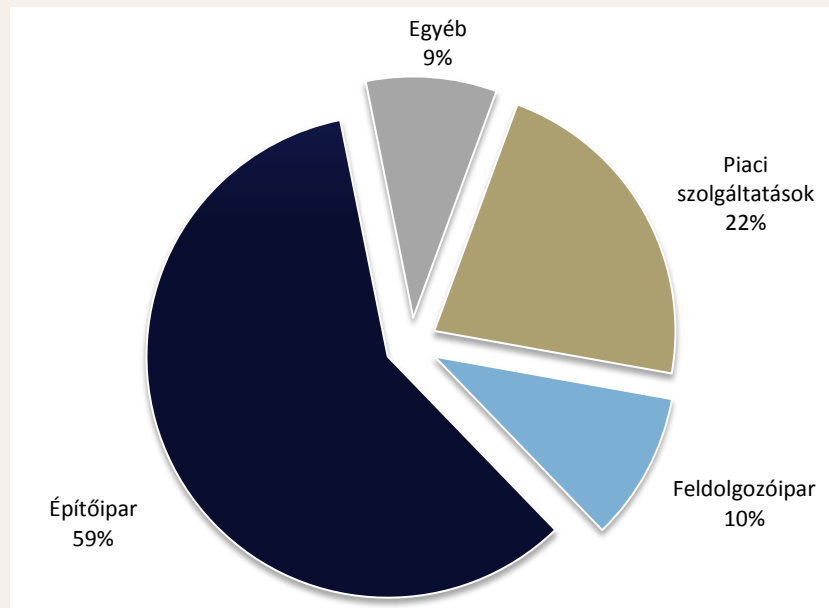
Az építési engedélyek számának emelkedéséhez jövedelemoldali és a kamatkörnyezetből levezethető hatások egyaránt hozzájárulnak. A **növekvő foglalkoztatás** és a **bővülő reáljövedelmek** a lakásvásárlások szempontjából meghatározó hosszabb távú jövedelemvárakozásokat emelnek. A **historikusan alacsony kamatkörnyezet** egyfelől **enyhülő árjellegű hitelezési feltételeket**, másrészt a **lakáspiaci befektetések vonzerejének növekedését eredményezte**.

A kiadott építési engedélyek és az átadott lakások száma közötti elnyílás arra utal, hogy az ingatlanfejlesztők az utóbbi időszakban a kivárást választották. Ezt az indokolhatta, hogy a kormányzat felől jelzések érkeztek különböző lakáspiaci élénkítő intézkedések lehetséges bevezetéséről. A parlament elé benyújtott gazdaságélénkítő törvénycsomag értelmében az új építésű lakóingatlanok forgalmi adója 27 százalékról 5 százalékra mérséklődik 2016 elejétől. A kedvezményes kulcsot a végső árban lehet érvényesíteni. A javaslat továbbá egyszerűsíti és gyorsítja a lakásépítésekkel kapcsolatos eljárásokat is. **Az intézkedések bevezetését követően az elhalasztott beruházások gyorsan realizálódhatnak, így a már kiadott engedélyek száma alapján az elkövetkező negyedévekben akár további közel 5 ezer új lakás is megépülhet.** Ezt a lakásszámot a lakáspiaci érdekképviselők sajtóban megjelent becslései is alátámasztják. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy 2016-ban ennek megfelelő mértékben növekszik a lakásépítések száma.

A lakásépítések várt élénkülése becslésünk szerint 0,2–0,4 százalékkal emelheti a GDP szintjét. A hatás pontos nagyságát a lakások száma mellett azok mérete is jelentősen befolyásolja.⁴ **A reálgazdasági hatások közvetlenül az építőipar termelését emelik, emellett jelentősek a közvetett, beszállítói kapcsolatokon keresztül érvényesülő hatások is.** Az építőipar élénkülése a beszállítói kapcsolatokon keresztül javítja több feldolgozóipari ágazat (például nemfém ásványi termékek, fémipar, gépipar), valamint egyes piaci szolgáltatások (például kereskedelem, szállítás) teljesítményét (3-30. ábra).

⁴ Például 2015 első három negyedévében a Budapesten épített új lakások átlagos alapterülete 81,7 m², a vidéken átadottaké viszont 108,9 m² volt.

3-30. ábra: Ágazatok részesedése a lakásépítések GDP-növekedésre gyakorolt hatásából



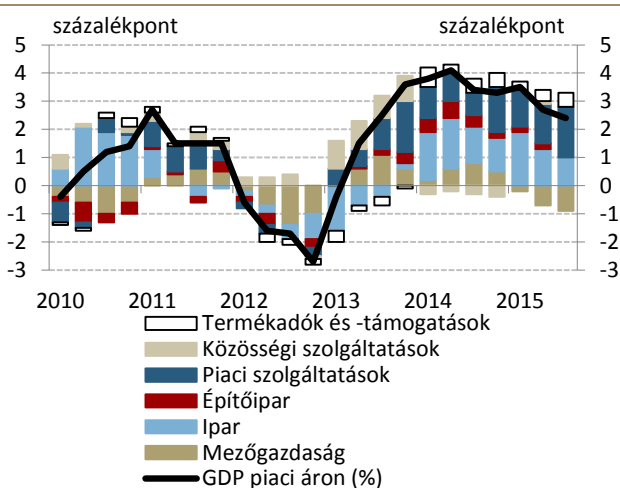
Megjegyzés: a GDP-re gyakorolt teljes hatást ágazati kapcsolatok mérlegével számszerűsítettük, amely figyelembe veszi az ágazatok közötti beszállítói kapcsolatokat, illetve az egyes ágazatok eltérő importigényét is. Az ábra a nemzetgazdasági szintű hozzáadottérték-növekedés ágazati megoszlását mutatja be.

Forrás: KSH, MNB-számítás.

3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

A gazdasági növekedés 2015 harmadik negyedévi lassulása mögött elsősorban a visszafogottabb ipari termelés állt. Az építőipar dinamikája az EU-forrásfelhasználás tetőzése után fokozatosan mérséklődik. Emellett a tavalyi év kiváló terméseredményei után a mezőgazdaság hozzáadott értéke 2015-ben csökken.

3-31. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP-növekedéshez való hozzájárulása



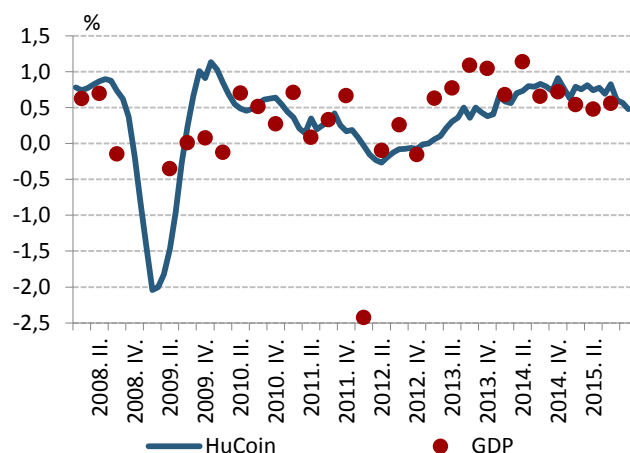
Forrás: KSH

2015 harmadik negyedévében az előző negyedévhez képest mérséklődött a növekedés több ágazatban is. Az ipar, az építőipar, valamint a mezőgazdaság teljesítménye is lassult az előző negyedévhez képest (3-31. ábra). A konjunktúra általános lassulását jelzi, hogy a gazdasági növekedés alapfolyamatait megjelenítő makrogazdasági indikátorok széles körére támaszkodó HuCoin-indikátor értéke az utóbbi hónapokban mérséklődött, ami 2016 első felében a növekedési ütem lassulására utalhat. (3-32. ábra).

Az ipar teljesítménye mérséklődött a korábbi negyedévhez képest (3-33. ábra). Az ipari ágazatok termelési dinamikája vegyesen alakult, a könnyűipar és vegyipar kibocsátása csökkent, míg a gépiparé és az élelmiszeriparé növekedett. A feldolgozóiparon belül meghatározó súlyú járműgyártás kibocsátása a harmadik negyedévben is emelkedett. Az előzetes októberi adatok az ipari termelés szintjének növekedését jelzik.

Az előretekintő ipari indikátorok összességében a termelés rövid távú lassulására utalnak. Az ipari bizalmi

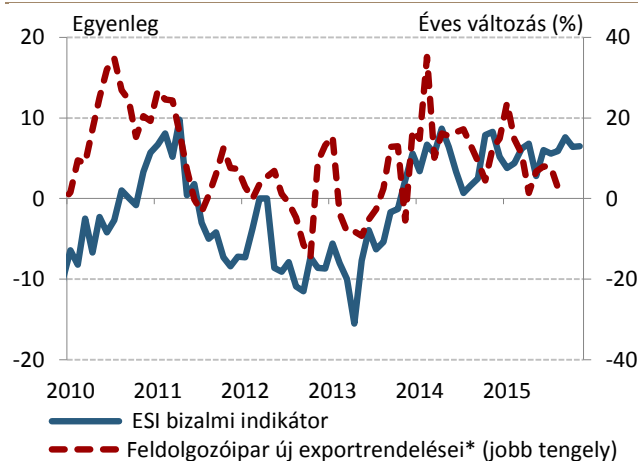
3-32. ábra: A gazdasági növekedés alapfolyamatait jelző mutató alakulása



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

Forrás: KSH, MNB-számítások

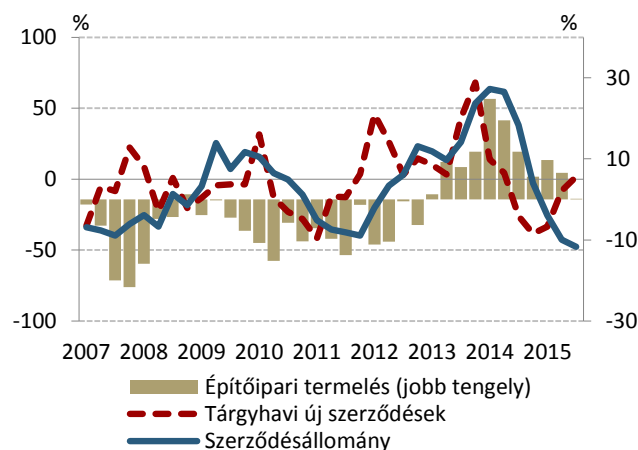
3-33. ábra: Ipari konjunktúraindikátorok alakulása



Megjegyzés: *Háromhavi visszatekintő mozgóátlag.

Forrás: Európai Bizottság, KSH

3-34. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása



Forrás: KSH

indikátor mérséklődött, valamint a hazai és a német ipari rendelések is csökkentek az utóbbi hónapokban. Előretekintve a Volkswagen csoporttal kapcsolatos botrány is lefelé mutató kockázatot jelent a régió autóiipari termelésére. Bővebben lásd az 3-3. keretes írást.

Az építőipar termelése 3,7 százalékkal csökkent az előző negyedévhez képest, amint az európai uniós finanszírozással megvalósult beruházások túljuthattak tetőpontjukon. A szerződésállomány másfél éve tartó csökkenése folytatódott a harmadik negyedévben, ami a termelés további csökkenését vetíti előre (3-34. ábra).

A tavalyi év kiváló terméseredményei után idén jelentősen csökken a mezőgazdaság hozzáadott értéke. Az ágazat az első három negyedévben átlagosan 0,6 százalékponttal fogta vissza a GDP növekedését (3-31. ábra). A mezőgazdasági kibocsátás ingadozásaiban meghatározó gabonafélék közül a búza termése a tavalyihoz hasonló szinten alakult. A kukoricából az aszályos, száraz időjárás következtében közel harmadával kevesebb termett, mint 2014-ben.

A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke tovább növekedett a harmadik negyedévben (3-31. ábra). A bővülést a fogyasztási kereslet stabil növekedése támogatta.

A vendéglátás és turizmus ágazatok hozzáadott értéke a harmadik negyedévben tovább növekedett, a vendégéjszakák száma bővült. Az élénk turisztikai kereslet részben a háztartások javuló jövedelmi helyzetére, illetve a hazai turizmust élénkítő, béren kívüli juttatások növekvő felhasználására vezethető vissza. Emellett a leértékelt árú folyamat támogathatta a külföldiek által eltöltött vendégéjszakák számának folyamatos emelkedését.

A pénzügyi ágazat teljesítménye az előző év azonos időszakához képest mérséklődött, ugyanakkor az előző negyedévhez képest változatlan maradt. A szektor visszafogott teljesítményét a mérsékelt hitelezési dinamika magyarázza. Az ingatlanügyek ágazat növekedéséhez elsősorban a használt lakások piacának élénkülése járulhatott hozzá.

A kereslet bővülésével párhuzamosan a potenciális növekedés is élénkülhetett. A javuló keresleti kilátások révén a beruházások érdemben hozzájárultak a gazdaság termelő kapacitásainak növekedéséhez. Emellett a javuló elhelyezkedési kilátások javították a munkakereslet és -kínálat illeszkedését. Az oldódó finanszírozási korlátok a tőkefelhalmozás mellett a termelékenység javulását is támogathatták.

3-3. keretes írás: A Volkswagen-csoportot érintő botrány lehetséges hatásai a magyar gazdaságra

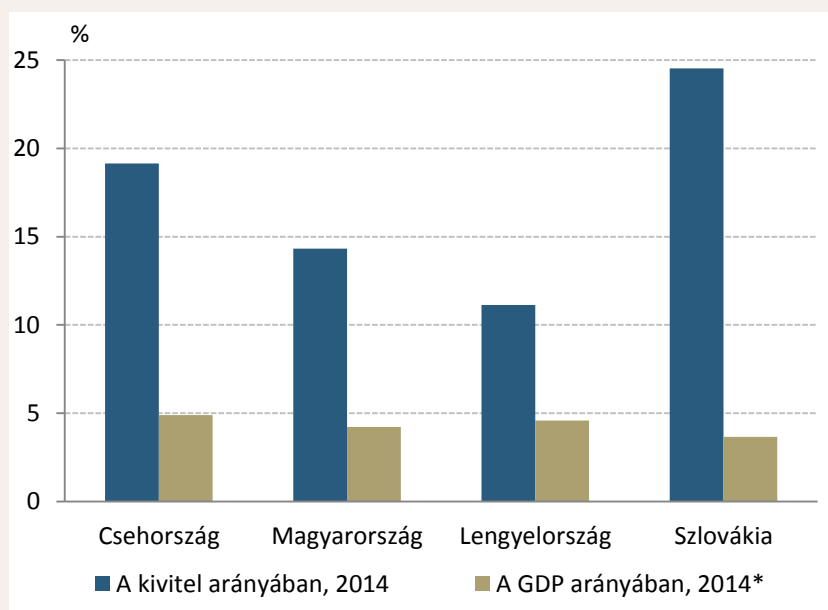
A Volkswagen csoport a világ második legnagyobb autógyártója, a visegrádi országok iparában is fontos szerepet játszik. Így különösen fontos megvizsgálni, hogy milyen hatásai lehetnek a magyar gazdaságra a Volkswagen-csoportot érintő botránynak.

2015. szeptember 19-én jelentette be az USA környezetvédelmi ügynöksége, hogy a Volkswagen-csoport olyan berendezést szerelt egyes négyhengeres dízelmotorjaiba, amely felismeri, ha károsanyag-kibocsátási vizsgálatot végeznek rajta, így kedvező irányba befolyásolva a teszt eredményét. A VW szerint ez világszerte 11 millió autót érint. A cég közlése szerint 6,5 milliárd eurót elkülönít a hiba kijavítására, ami a vállalat tavalyi nyereségének közel fele. Emellett a cég néhány országban bírságokra is számíthat a fogyasztók és a hatóságok félrevezetése miatt. Egyes elemzőházak becslései szerint a teljes költség 20–78 milliárd euró között lehet. A legújabb hírek szerint az Audi kocsinál is felmerült a csalás gyanúja, és újabb visszahívásokra kerülhet sor. A novemberi adatok szerint az Egyesült Államokban, Nagy-Britanniában jelentősen csökkent az eladott Volkswagen gépjárművek száma az előző év azonos időszakához képest, miközben a teljes autópiacon eladás emelkedett. Németországban kismértékű visszaesés volt megfigyelhető.

A magyar kivitelben a 2009. évi 9 százalékról 2014-re 15 százalék közelébe emelkedett a közúti járművek és alkatrészeik részaránya. **A Volkswagen csoport egyetlen hazai gyára, a győri Audi 2014-ben a magyar kivitel 7,8 százalékát, míg a GDP 1,4 százalékát adta** (összehasonlításképpen, ez az arány a GDP esetében a Mercedesnél 0,2, míg az Opelnél 0,1 százalék volt).

A régió országainak exportjában nagy a részesedése az autóiiparnak, a legnagyobb arány Szlovákiában figyelhető meg (3-35. ábra). A VW-csoport súlya az egyes országok kivitelében nagyjából hasonló (7-8 százalék). A gyártott gépjárművek darabszáma alapján Csehországban a legnagyobb a Volkswagen-csoport részesedése, a másik három visegrádi országban 30 százalék körüli.

3-35. ábra: Az autóiipar súlya a visegrádi országok gazdaságában



Megjegyzés: *Lengyelország esetében 2013-as adat

Forrás: Eurostat

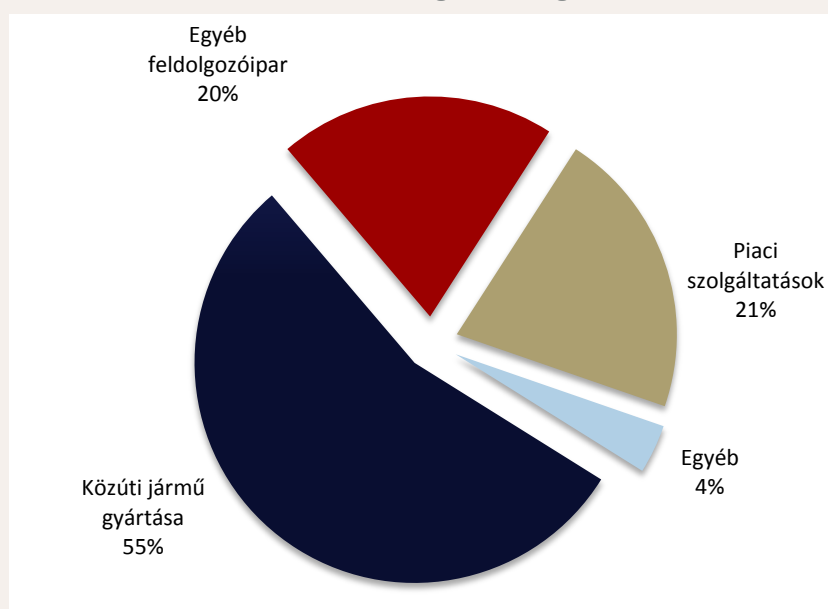
Egyelőre nem ítéltető meg pontosan a botrány hatása a Volkswagen-csoport teljesítményére. A lehetséges hatás nagyságrendjét jelezheti a Toyota közelmúltbeli példája. A cég 2009–2011 közt több hullámban több millió autó visszahívására kényszerült hibás légszákok miatt. A botrány kitörése után ötödével csökkent a cég európai piaci részesedése.

Információink szerint a győri gyár már nem gyártja a botrányban érintett motorokat, így az ezek betiltásából származó közvetlen hatás elhanyagolható lehet. Ugyanakkor a magyar gazdaságra gyakorolt közvetett hatások több csatornán keresztül érkehetnek. Egyes modellek forgalmazásának betiltása, illetve a márkába vetett bizalom megingása a VW-

csoport autói iránti kereslet visszaesésével járhat. Emellett a bírságok és a motorok kijavításának költségei miatt csökkenhetnek a cég beruházásra fordítható forrásai. Ugyanakkor, ha a cég a termelési költségek csökkentését helyezi előtérbe a következő években, akkor a relatíve alacsony bérköltségű győri üzem jelentősége akár növekedhet is. Sajtóértesülések szerint a VW-csoport 1 milliárd euróval 12 milliárd euróra csökkenti a 2016-ra tervezett beruházások értékét, azonban részletek még nem ismertek.

Az előrejelzés alappályájában nem számolunk a botrány hatásával, azonban a kockázatok miatt érdemes megvizsgálni az esetleges negatív forgatókönyveket. Ezek számszerűsítéséhez az ágazati kapcsolatok mérlegét (ÁKM) használtuk. Az ÁKM a nemzetgazdaság ágazatai közötti termelési kapcsolatokat, valamint a termelés és a végső felhasználás strukturális kapcsolatát leíró tábla. Szerepel benne az ágazatok közötti folyó termelőfelhasználás, melynek segítségével egy adott gazdasági esemény (jelen esetben az Audi gyár termelésének visszaesése) teljes nemzetgazdaságra tovagyűrűző hatásai is megbecsülhetők. **Ha például 10 százalékos visszaesés** következne be a VW-csoport világszerte történő részesezésében, az a győri gyár termelésén és a beszállítói kapcsolatokon keresztül **a magyar gazdaság növekedését 0–0,2 százalékkal vetné vissza.**⁵ A hatás több mint fele a közúti jármű gyártása ágazatban jelentkezik. Számottevő hatások jelentkezhetnek még a feldolgozóipar többi ágában, jellemzően a kisebb beszállítókon, alkatrészgyártókon keresztül. Az érintett piaci szolgáltatások között legnagyobb súllyal a szállítás, raktározás, valamint kereskedelem ágazat szerepel (3-36. ábra).

3-36. ábra: A GDP-hatás megbontása ágazatok között



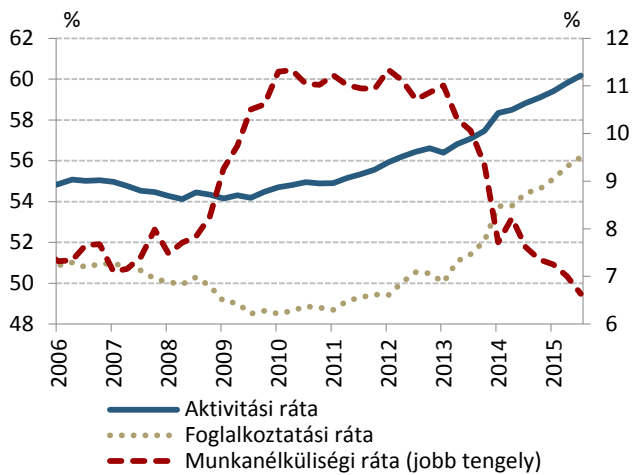
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

⁵ Összehasonlításként, a Toyota európai piaci részesedése ötödével csökkent a 2009-ben kezdődő, hibás légszűrők miatti jármű-visszahívásai után.

3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség

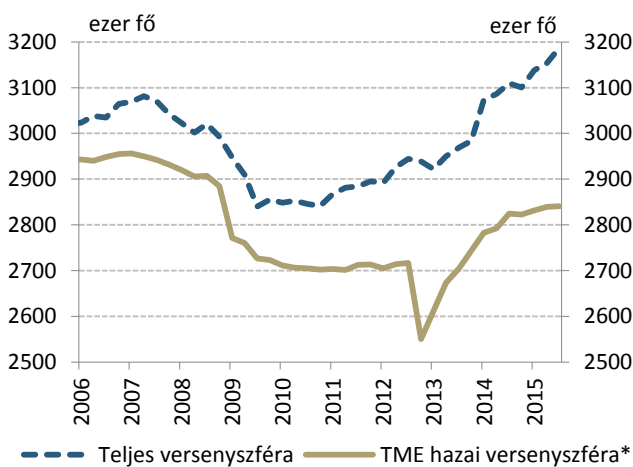
2015 harmadik negyedében tovább emelkedett az aktivitási ráta. Folytatódott a versenyszféra létszámbővülése, főként a piaci szolgáltató szektorban foglalkoztatottak száma emelkedett erőteljesen. A munkanélküliségi ráta 7 százalék alá került a harmadik negyedében. A munkaerőpiac továbbra is feszebb, mint a korábbi években.

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



Forrás: KSH

3-38. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása



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

Forrás: KSH

2015 harmadik negyedében az eddigi ütemben folytatódott az inaktív munkaerőpiacra áramlása. Az aktívák száma tovább emelkedett, az aktivitási ráta a 15–74 éves korosztályban meghaladta a 60 százalékot (3-37. ábra). A 15–64 éves korosztály aktivitási rátája 69,3 százalék volt a harmadik negyedében.

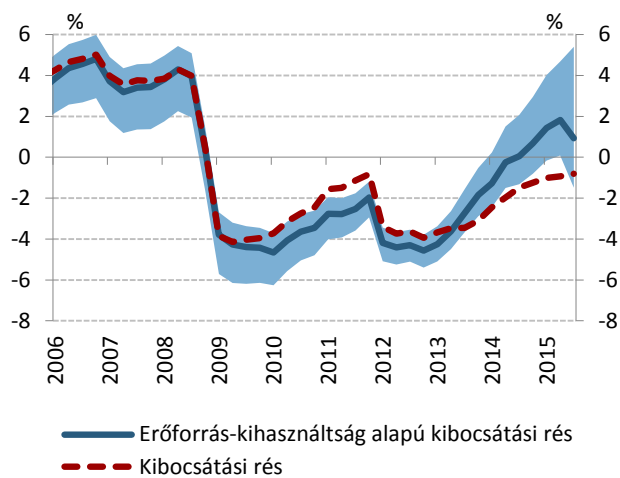
A harmadik negyedében tovább nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma. A versenyszférában foglalkoztatottak létszáma dinamikusan emelkedett, míg az államháztartásban dolgozók száma hasonlóan alakult, mint az előző negyedében. A versenyszférán belül a feldolgozóiparban foglalkoztatottak létszáma érdemben nem változott, azonban a piaci szolgáltató szektorban dolgozók száma jelentősen bővült az előző negyedéhez képest. A teljes munkaidősök és a részmunkaidősök átlagos heti ledolgozott munkaórája csökkent. Összességében, az előző negyedéhez képest, a hazai versenyszféra teljes munkaidő egyenértékes létszáma a foglalkoztatásnál enyhébb mértékben növekedett (3-38. ábra).

A munkanélküliségi ráta 2013 óta tartó csökkenése tovább folytatódott, és 6,6 százalék körül alakult az év harmadik negyedében. A nem támogatott új álláshelyek száma több negyedéve 45–50 ezer között ingadozik, emellett tovább emelkedett a nem támogatott betöltetlen álláshelyek száma.

3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

A reálgazdasági környezet továbbra is deflációs hatású, a kibocsátási rés 2015 harmadik negyedévében is negatív tartományban alakulhatott. Az elmúlt időszakban beérkezett adatok és az erőforrás-kihasználtsági rés alakulása arra utalnak, hogy a vállalati kapacitáskihasználtság emelkedése az utóbbi negyedévben megállhatott.

3-39. ábra: Kibocsátásirés-mutatók



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

Forrás: MNB

Becslésünk szerint a kibocsátási rés változatlanul negatív, a gazdasági növekedés lassulásával 2015-ben második felében azonban megállhat a záródás, melyet a konjunkturális várakozásokkal kapcsolatos felmérések is alátámasztottak.

A vállalati konjunktúraindexek és kapacitáskihasználtsági mutatók továbbra is a hosszú távú átlagok fölött alakulnak, ugyanakkor a harmadik negyedévi kiemelkedően magas szintről mérséklődtek. Korrekciót mutattak a világkereskedelemlassulásból eredően az ipari, valamint a kormányzati megrendelések csökkenését követően az építőipari konjunktúraindexek is. A szolgáltatások körében ugyanakkor stabilak maradtak a konjunktúravárakozások.

A keresleti feltételek megítélése 2015 harmadik negyedévében romlott. A szolgáltató, valamint építőipari vállalatok az előző negyedévekhez viszonyítva nagyobb arányban jelölték meg a keresletet, mint a termelést korlátozó tényezőt. A munkaerőhiány mint termelést korlátozó tényező továbbra is jelentős szerepet játszik mind a feldolgozóipari, mind a szolgáltató szektor vállalatainak körében, és 2015 második felében meghaladták a válság idején mért szintjüket, illetve historikus átlagukat.

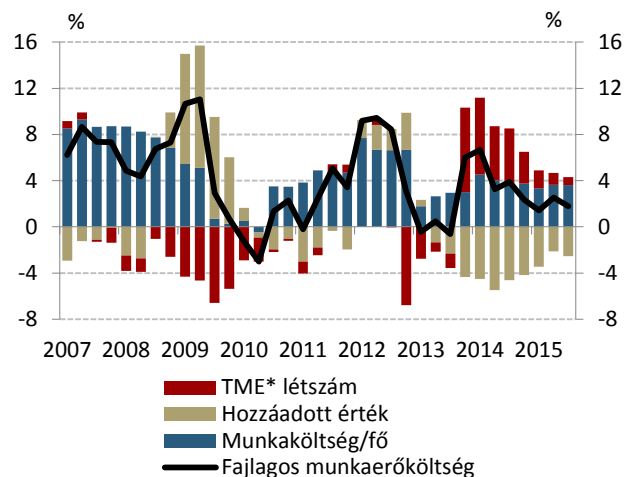
A vállalati szektor kapacitáskihasználtságát jelző erőforrás-kihasználtsági mutató az előző időszak értékeihez képest csökkent, mely önmagában a kibocsátási rés záródásának lassulását jelezheti (3-39. ábra). A korábbi magas szintről történő visszaesést a kereslet gyengébb megítélése magyarázhatta. Ezzel együtt a mutató bizonytalansági sávja tovább tágult, mely az egyes szektorok, illetve kapacitáskihasználtsági indikátorok közti divergenciát jelzi.

A szeptemberi Inflációs jelentés óta beérkezett adatok arra utalnak, hogy a kibocsátási rés záródása az elmúlt negyedévben megtorpant. A korábbi becslésünkhöz képest némileg nyitottabb kibocsátási részt elsősorban a felvevőpiacaink várakozásuktól elmaradó gazdasági teljesítménye okozza.

3.6. Költségek és infláció

Az infláció az elmúlt negyedév folyamán ismét pozitív tartományban, de változatlanul a 3 százalékos cél alatt alakult. A mérsékelt árdinamikát továbbra is a visszafogott nyersanyagárak, az alacsony importált infláció és a továbbra is stabil szinteken tartózkodó várakozások magyarázzák. A harmadik negyedévben stabilan alakult a versenyszektor bérdinamikája.

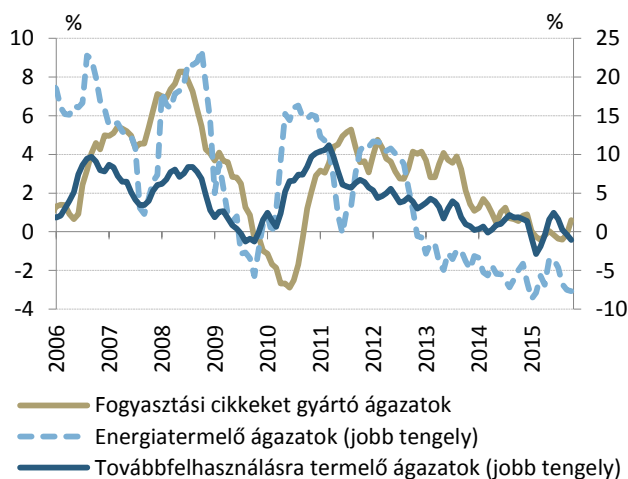
3-40. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása



Megjegyzés: * Teljes munkaidő egyenértékes. Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-41. ábra: Az ipari termelői árak éves változása



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3.6.1. Bérek

A versenyszféra bérdinamikája az előző negyedévhez hasonlóan alakult, a bruttó átlagkereset 3,8 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A vállalatok által kifizetett prémiumok is az előző időszakokkal közel azonos arányúak voltak. A versenyszférán belüli szektorok összehasonlításában a bérdinamika erőteljesebb volt a feldolgozóiparban, mint a piaci szolgáltató szektorban. A bérek alakulását a feszebbé vált munkaerőpiac mellett a mérsékelt pozitív inflációs környezet befolyásolja.

A fajlagos munkaerőköltség (teljes munkaidő egyenértékes létszámmal számolva) növekedése a harmadik negyedévben lassult az előző negyedévhez képest (3–40. ábra). A fajlagos munkaerőköltség lassabb dinamikáját a gyorsabban emelkedő hozzáadott érték és a teljes munkaidő egyenértékes létszám enyhébb növekedése együttesen magyarázza.

3.6.2. Termelői árak

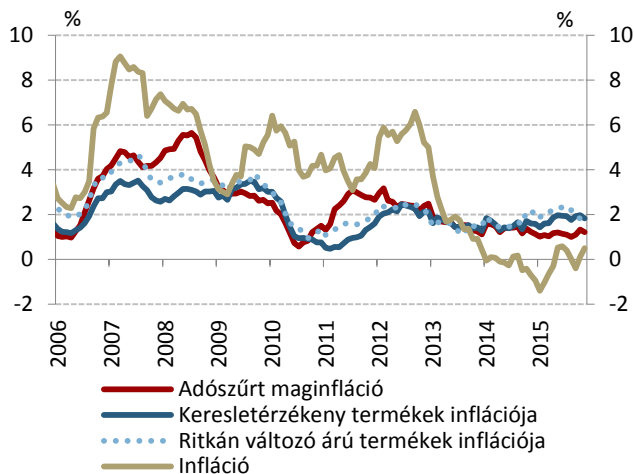
Az elmúlt negyedévek folyamán a nyersanyagárak enyhén emelkedtek, azonban továbbra is alacsony szinteken tartózkodnak. Az áremelkedéshez elsősorban a kedvezőtlen időjárási feltételek, valamint a szezonális termékek, különösképpen a burgonya áremelkedése járulhatott hozzá. A tej termelői árának csökkenése a harmadik negyedév folyamán lassult.

Az ipari termelői árak az elmúlt időszakban visszafogottan alakultak. Az energiatermelő ágazatok árai tovább csökkentek az előző év azonos időszakához képest, melyet az olajárak továbbra is alacsony szintje magyarázhat. A fogyasztási cikket gyártó ágazatok árai csekély mértékű mérséklődést mutattak, míg a továbbfelhasználásra termelő ágazatok árai érdemben nem változtak (3-41. ábra). A hazai termelői árak alakulása az eurozónában megfigyelt folyamatokkal összhangban állt.

3.6.3. Fogyasztói árak

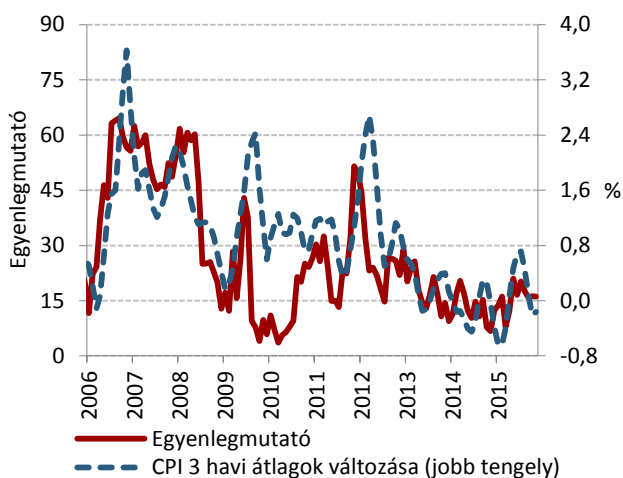
Az infláció az őszi hónapokban ismét pozitív tartományba került, de változatlanul a 3 százalékos inflációs cél alatt alakult. Az alacsony inflációhoz a visszafogott nyersanyagárak és importált infláció, illetve a mérsékelt szinten stabilizálódó inflációs várakozások egyaránt hozzájárulhattak.

3-42. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-43. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tényinfláció



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

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

A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók 2013 második fele óta emelkedtek, de az utóbbi néhány hónapban összességében stabilan alakultak. A mérsékelt inflációs környezethez a nyomott költségoldali és a visszafogott keresleti folyamatok járulhattak hozzá (3-42. ábra).

Az iparcikkek árdinamikája emelkedett az elmúlt hónapokhoz képest. A tartós iparcikkek áremelkedéséhez leginkább az új személygépjármű termékkör árdinamikája járult hozzá. A nem tartós termékek esetében nem történt érdemi elmozdulás. A termékkör árazását az elmúlt negyedévben az alacsony importárak árleszorító hatása mellett a korábbi árfolyam-leértékelődés fokozatos begyűrűzése és az élénkülő belföldi kereslet is alakítja.

A piaci szolgáltatások széles körében általánosan visszafogott áremelkedések voltak megfigyelhetőek. A termékkör éves inflációja csökkent az előző időszakhoz képest, amihez elsősorban a tavaly októberi egyéb pénzügyi szolgáltatások díjemeléseinek bázisból való kiesése járult hozzá.

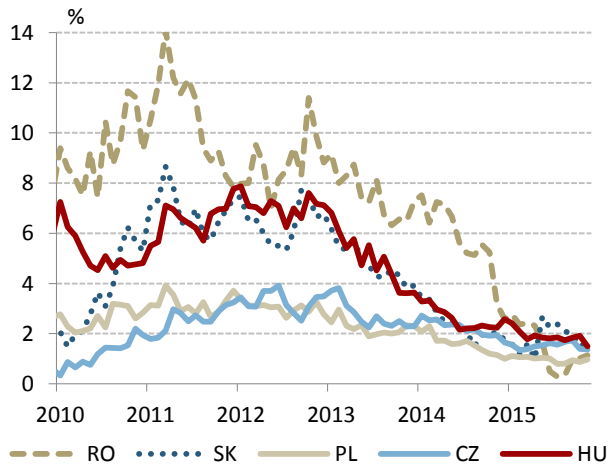
A feldolgozott élelmiszerek árai az elmúlt hónapokban mérsékelt ütemben nőttek, melyhez érdemben a cukor árdinamikájának emelkedése járult hozzá. A termékkör áralakulását a negyedik negyedévben továbbra is befolyásolta a tej és a tejtermékek – az uniós tejkvóta eltörlése miatti – árcsökkenése. A tej árszintje ugyanakkor tavaly augusztus óta októberben emelkedett először. A nem feldolgozott élelmiszerek árszintje tovább nőtt az elmúlt hónapokban, elsősorban a friss zöldségek és gyümölcsök áremelkedésének következtében.

Az üzemanyagárak a forintban kifejezett olajárak csökkenése következtében tovább mérséklődtek. Az olajárak továbbra is rendkívül visszafogott szinten tartózkodnak, az árak alakulása tekintetében ugyanakkor továbbra is kétirányú kockázatok azonosíthatók.

A szabályozott árak az elmúlt negyedév során jellemzően mérsékelttel változtak, az éves árindex ugyanakkor bázishatás (a távfűtés tavaly őszi és elektromos energia árcsökkenése) miatt növekedett. A tankönyvek árai ugyanakkor érdemben csökkentek az előző időszakhoz képest, mivel az alap- és középfokú oktatásban részt vevő diákok egy része ingyenes tankönyvellátásban részesült.

Az elmúlt hónapokban beérkezett adatok alapján az inflációs alapfolyamatokról alkotott képünk érdemben nem változott a szeptemberi Inflációs jelentéshez képest. Az infláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció enyhén alacsonyabban alakult a szeptemberi előrejelzésünkknél.

3-44. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

3.6.4. Inflációs várakozások

A kiskereskedelmi szektor értékesítési áaira vonatkozó inflációs várakozások az elmúlt hónapokban is alacsony szinten tartózkodtak. Ezek arra utalhatnak, hogy a költség- és keresletoldali folyamatok továbbra is mérsékeltek, és nem indokolnak áremelést a következő hónapokban (3-43. ábra).

Régiós összehasonlításban a hazai lakossági várakozások továbbra is a tartósan alacsony inflációval rendelkező országok, Csehország és Lengyelország szintjén tartózkodnak. A hazai lakossági inflációs várakozások novemberben csökkentek a megelőző hónapokhoz képest. Csehországban mérséklődtek, Romániában az áfacsökkentést követően pedig ismét emelkedtek az inflációs várakozások (3-44. ábra).

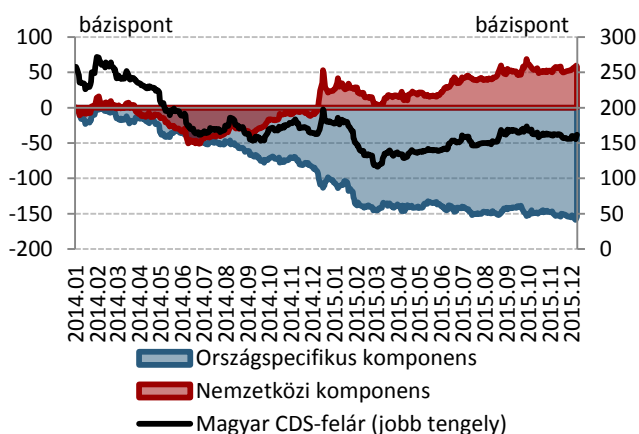
4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az augusztusi, alapvetően Kínából eredő pénzügyi sokkot követően szeptember közepe óta a globális piaci hangulat enyhén javult, a kockázati indexek enyhe mérséklődése és a tőzsdék emelkedése alapján. Az amerikai hozamok előbb emelkedtek, majd az időszak végére csökkentek, míg az európai hozamok szintén csökkentek az időszakban. A devizák esetében a dollár erősödése volt meghatározó, de a feltörekvő devizákhoz képest viszonylag nagy szóródással. A pénzügyi folyamatokat nagyban befolyásolta az EKB és a Fed monetáris politikai divergenciája. Emellett a kínai gazdaság lassulásával, valamint a feltörekvő országok széttartó növekedésével kapcsolatos várakozások hatottak a hangulatra. A meghatározó jegybankok irányadó kamataival kapcsolatos várakozások inkább a lazítás irányába mozdultak, ugyanakkor a piac által árazott vártnál kisebb EKB-lazítás és a decemberi Fed-kamatemelés emelkedő valószínűsége árnyalja a képet.

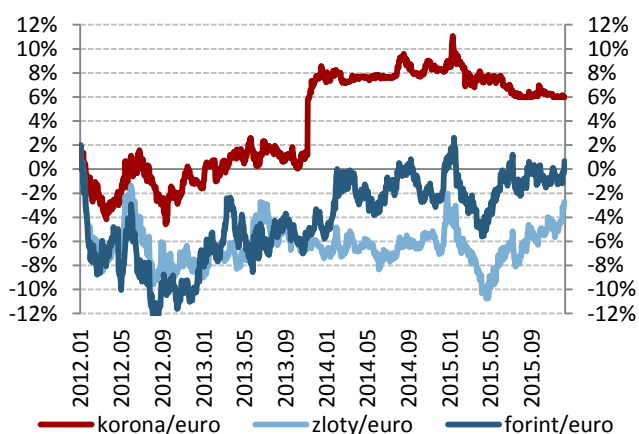
A hazai pénzügyi folyamatokban nemzetközi tényezők játszottak meghatározó szerepet, de emellett néhány országspecifikus tényező is hatással volt a magyar pénzügyi piacokra. Ezzel összhangban a forint a 309–317-es sávban ingadozva a régiós devizákkal együtt kissé gyengült az elmúlt negyedévben. Az állampapírpiacra a rövid hozamok számottevő emelkedésükkel közelítettek az alapkamathoz, míg a hosszú hozamok mérséklődtek. A külföldiek állampapír-állománya az elmúlt negyedév alatt 270 milliárd forinttal tovább csökkent, az ország kockázati megítélésének kismértékű javulását tükrözte viszont a hazai 5 éves CDS-felár enyhe csökkenése.

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

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

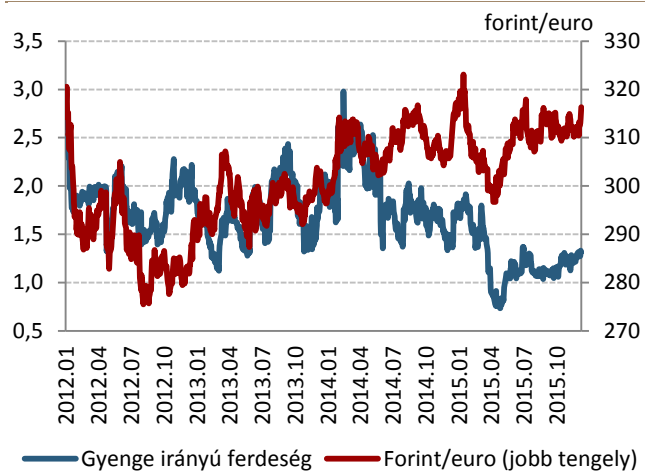
4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

A szeptemberi inflációs jelentés megjelenése óta vegyesen alakultak hazánk kockázati mutatói. A magyar 5 éves szuverén CDS-felár a vizsgált időszak elejéhez képest mintegy 2 bázisponttal került lejjebb, továbbra is mérsékelt szinteket mutatva (155–175 bázispontos sáv). A 10 éves állampapír hozama 11 bázisponttal lejjebb került, a forint árfolyama a 309–317-es sávban ingadozott. A környező országokban a CDS-felárak enyhén emelkedtek, a devizák pedig az euróhoz képest kissé gyengültek. A forint a román lejellel mozgott együtt, 1,5 százalékos körüli, a lengyel zlotynál érdemben kisebb mértékű gyengülést mutatva.

Hazánk CDS-felárának enyhe csökkenéséhez elsősorban hazai tényezők járultak hozzá. Az augusztusi globális piaci megingás érdemi hatással volt a régiós és hazai CDS-felárakra, ezt követően azonban fokozatos javulásra került sor a kockázati megítélésben. A magyar felár az időszak nagy részében 155–170 bázispont körül mozgott, a megítélés javulását támogathatta, hogy a Moody's novemberben pozitívrá javította az ország hitelminősítésének kilátását. A régiós felárak összességében enyhe emelkedést mutattak. CDS-dekompozíciós módszertanunk szerint a magyar kockázati felár csökkenése mögött nagyrészt hazai tényezők álltak, míg a nemzetközi komponens a felár enyhe emelkedésének irányába hatott, összhangban a Fed közelgő kamatemelésének növekvő valószínűségével (4-1. ábra).

Az euróban denominált magyar kibocsátású devizakötvény-felár a CDS-felárunkkal ellentétben viszont enyhe emelkedést mutatott. A régiós országok közül Romániában mérséklődés volt megfigyelhető, míg

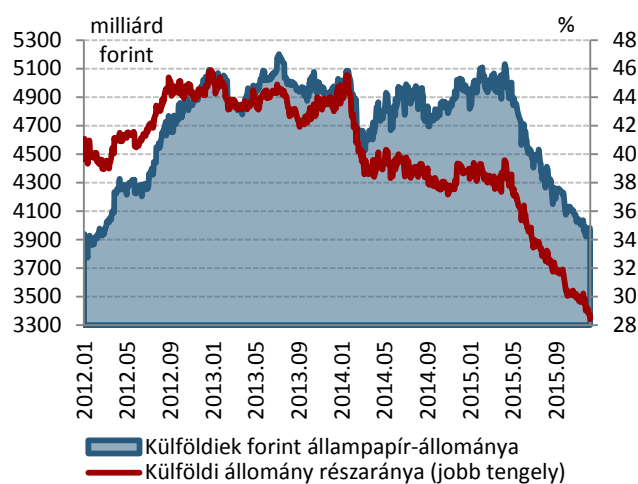
4-3. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyam 1 hónapos gyenge irányú ferdeségi mutatójának alakulása



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

Forrás: Bloomberg

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



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

Forrás: MNB

Lengyelországban a hazainál nagyobb mértékben, 7 bázisponttal emelkedett a devizakötvény-felár.

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

Az euro/forint keresztárfolyam az előző negyedévhez képest szűkebb tartományban, kismértékű gyengülést mutatva ingadozott. A forint árfolyama összességében a 309-317 szintek között mozgott az időszak során (4-2. ábra). A forintra főként nemzetközi tényezők hatottak. Ezek közül elsősorban a Fed egyre inkább valószínű kamatemelése, valamint az EKB lazításával kapcsolatos növekvő várakozások, majd a piacok által beáróztakhoz képest enyhébb EKB monetáris politikai lazító lépések voltak hatással. Emellett az MNB új programjának bejelentése és néhány jegybanki nyilatkozat is hatással volt a forint árfolyamára.

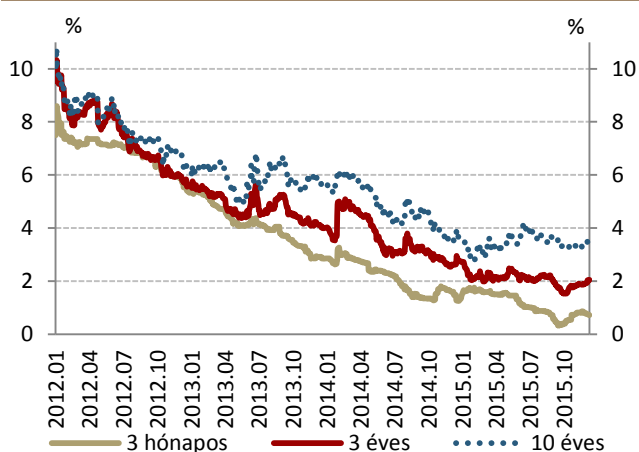
Az előretekintő indikátorok közül az árfolyam-várakozások ferdesége enyhén emelkedett, de az időszak egészében relatíve mérsékelt szinteken mozgott (4-3. ábra).

A régiós devizák közül a zloty részben országspecifikus tényezőknek köszönhetően (várttól elmaradó inflációs adat, erősödő kamatcsökkentési várakozások, egyéb intézkedések) gyengülési trendet mutatott. A román lej összességében 1,5 százalékkal leértékelődött, míg a cseh korona erősödni tudott az euróval szemben, ezzel szorosan megközelítve az árfolyampadló szintjét. A dollárral szemben gyengültek a régiós devizaárfolyamok, nagyságrendileg 2–6 százalékkal.

A rövid, hónapon belüli swapfelárak jellemzően csökkentek az időszak során, elsősorban az eszköztár átalakításához való alkalmazkodás időszakában emelkedtek meg, majd korrigáltak, és csökkenéssel zárták az időszakot. A közepes, 1 és 6 hónap közötti futamidőkön az időszak során folyamatos felárscsökkenést lehetett megfigyelni, az augusztus-szeptemberi magas szintekről, ugyanakkor december elején a felárak újból emelkedésbe kezdtek. A hosszú, éven túli futamidőkön jelentősebb 20–50 bázispontos felárscsökkenés ment végbe.

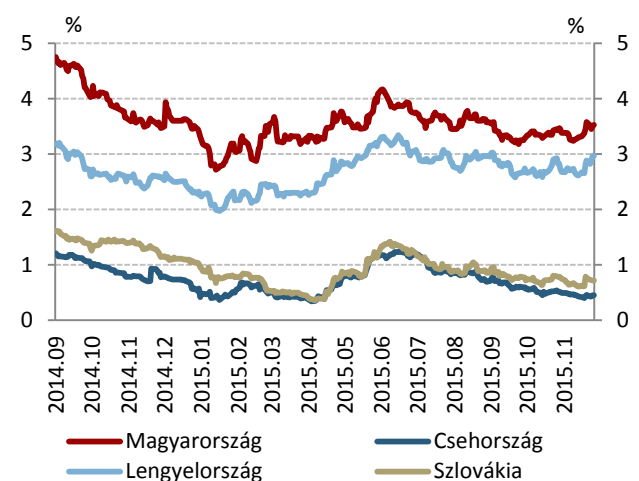
A benchmark 10 éves hozam enyhe csökkenése mellett tovább csökkent az állampapír-állományon belül a külföldi szereplők részaránya (4-4. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állományának április óta tartó folyamatos csökkenése folytatódott az elmúlt hónapokban is, és az állomány az időszak végére 4000 milliárd forint alá mérséklődött. Év elejéhez képest a külföldiek forint állampapír-állománya nagyságrendileg 900 milliárd forinttal mérséklődött. Szeptember közepéhez mérten 270 milliárd forintos csökkenés történt az állományukban, részarányuk

4-5. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

4-6. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

pedig a forintpapírok tekintetében 31-ről 28 százalék közelébe csökkent. A külföldiek állampapír-állományának mérséklődése nem járt együtt hozamemelkedéssel.

4.1.3. Állampapírpiazi és hozamalakulás

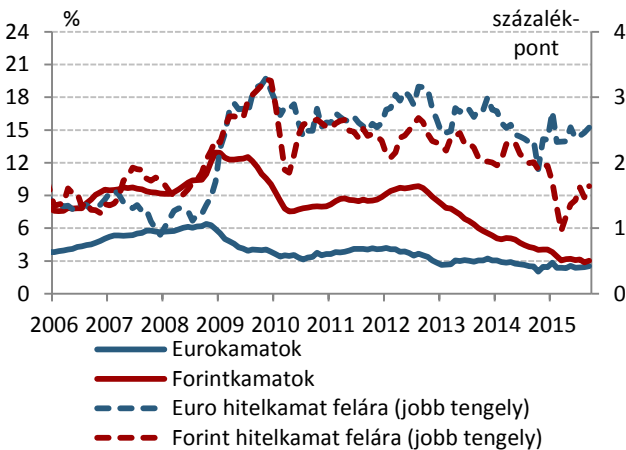
Az állampapírok elsődleges piacán vegyesen alakult a kereslet, és a hozamtendencia is eltérő volt a lejáratok függvényében. Az éven belüli papírokat alkalmanként számottevő, de összességében inkább alacsony kereslet jellemezte, a hozamok pedig egyértelműen az alapkamat irányába konvergálva emelkedtek. Ezzel ellentétben a hosszabb lejáratokon, főként 5–10 éven a jelentős kereslet mellett hozamcsökkenés következett be, így összességében a hozamgörbe meredeksége érdemben mérséklődött (4-5. ábra).

Az állampapír-hozamgörbe meredeksége laposabbá vált az elmúlt negyedév során. A rövid lejáratú hozamok 40–55 bázisponttal emelkedtek. A 3–5 éves benchmark 10–30 bázisponttal került feljebb, a 10 éves lejáraton azonban nagyságrendileg 10 bázispontos hozamcsökkenés volt megfigyelhető, míg a 15 éves hozam nem változott érdemben az időszak alatt. A régiós 10 éves benchmarkhozamok ugyanakkor a magyarnál enyhén nagyobb mértékben csökkentek (20–30 bázispont; 4-6. ábra).

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

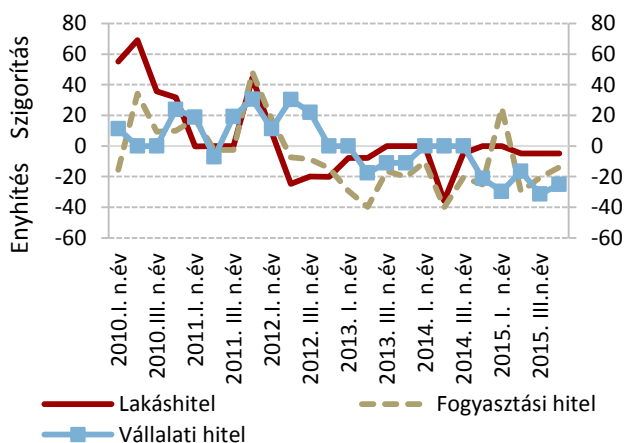
2015 harmadik negyedében a vállalati és a háztartási szegmensben is mérséklődtek a finanszírozási költségek az összetételhatás kiszűrésével. A Hitelezési felmérés keretében a vállalati kondíciók enyhítéséről számolt be a válaszadó bankok mintegy harmada, és a következő fél évben további enyhítés várható. A lakáscélú hitelek esetében széles körű keresletlénkülés mellett a kondíciók változatlanok maradtak, míg a fogyasztási hitelek feltételein a bankok ötöde enyhített. Az egyéves előretekinthető reálkamat a betéti kamatok mérséklődésének hatására historikus mélypontot ért el a harmadik negyedév során.

4-7. 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

4-8. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben



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

Forrás: MNB hitelezési felmérés a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

2015 harmadik negyedében a vállalati forintHITELEK finanszírozási költségei megközelítették az euróHITELEKÉT.

A változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással⁶ rendelkező új forintHITELEK kamatszintje 0,1 százalékponttal csökkent az előző negyedév végéhez képest, így 3,0 százalék volt szeptember végén (4-7. ábra). A forintHITELEK átlagos felára 0,2 százalékponttal emelkedett a vizsgált időszakban, ami mögött összetételhatás húzódik meg. Az új kibocsátású hitelekben belül a jellemzően magasabb felárral rendelkező kis összegű hitelek aránya nőtt, így a kis- és a nagyszegű hitelek átlagos felárának csökkenése ellenére is nőtt az átlagos felár. Az euróHITELEK esetében az előző negyedévhez képest (0,1 százalékponttal) az átlagos kamatszint és a felár (0,2 százalékponttal) is emelkedett.

Tovább enyhültek a vállalati hitelkondíciók. A Hitelezési felmérésre⁷ adott válaszok alapján a bankok nettó⁸ értelemben vett 31 százaléka lazított a hitelfeltételeken a harmadik negyedévben (4-8. ábra). Az enyhítés irányába ható tényezők között a Hitelezési felmérésekben a régióban és Európa-szerte megemléítésre került a versenyhelyzet fokozódása. Magyarországon az enyhítéshez járult hozzá továbbá a bankok kedvező likviditási- és tőkehelyzete, valamint a kockázati tolerancia emelkedése is. Előretekinthető a következő két negyedévre a bankok 25 százaléka jelezte a feltételek további enyhítését 2015 negyedik és 2016 első negyedévében.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

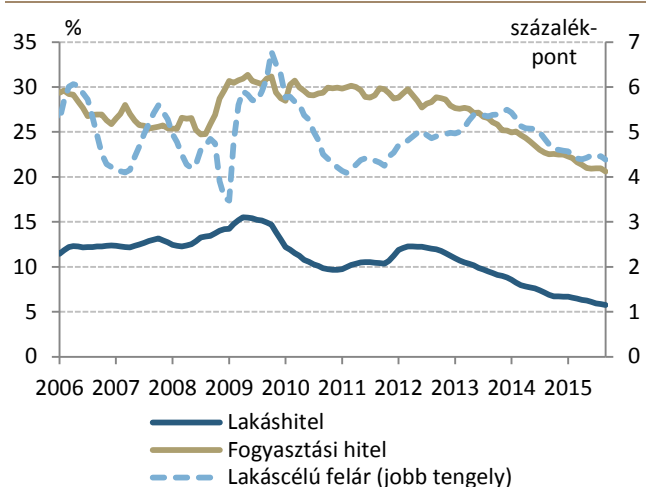
Tovább csökkentek a fogyasztási- és a lakáshitelek kamatai és felárai is. A megvalósult hitelügyletek teljes hitelköltsége a fogyasztási hitelek esetében 0,3 százalékponttal, a lakáshitelek esetében 0,4 százalékponttal csökkent 2015 harmadik negyedében (4-9. ábra). Az

⁶ A Növekedési Hitelprogram keretén belül folyósított hitelek többsége éven túli hitel, így az általunk vizsgált kamatok elsősorban a programon kívül eső hitelezési folyamatokat tükrözik.

⁷ A hitelezési felmérés eredményeinek részletesebb elemzése megtalálható az MNB Hitelezési folyamatok című kiadványában: <http://www.mnb.hu/letoltes/hitelezesi-folyamatok-201508-hu.pdf>

⁸ A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

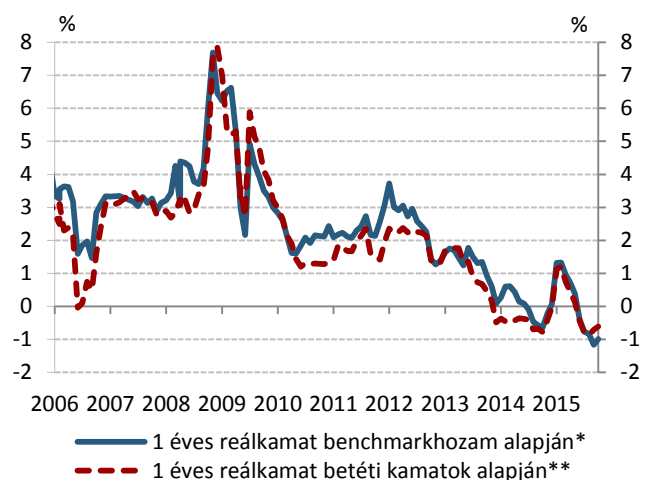
4-9. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára



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

Forrás: MNB

4-10. ábra: Az előretekingtő reálkamatlábak alakulása



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

Forrás: MNB, Reuters poll

újonnan kibocsátott lakáscélú hitelek átlagos kamatcsökkenése heterogén módon alakult: a változó kamatozású hitelek kamatai jelentősen, míg a fix kamatkonstrukciójú hitelkamatok enyhén csökkentek. A lakáscélú hitelek átlagos kamatfelára 0,1 százalékponttal 4,4 százalékpontra mérséklődött, továbbá a fogyasztási hiteleken lévő felár is csökkent, a szabadfelhasználású jelzáloghitelek esetében 0,2 százalékponttal.

A lakáscélú hitelfeltételek változatlanok maradtak, a fogyasztási hitelsztemerdek kissé enyhültek. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a fogyasztási hitelek esetében a bankok nettó értelemben vett ötöde enyhített a hitelfeltételeken, elsősorban a maximális futamidő tekintetében (4-8. ábra). Az enyhítés okaként a feltételeken enyhítő bankok a piaci részesedés megtartására, illetve növelésére vonatkozó célokat említették. Előretekingtve a következő fél évben a bankok 14 százaléka tervez további enyhítést ebben a szegmensben. A lakáscélú hitelek feltételein a válaszadó bankok nem enyhítettek a harmadik negyedévben, miközben ezzel párhuzamosan a bankok teljeskörűen a lakáshitel-kereslet élénkülését érzékelték. A válaszadók a következő fél évben sem várnak változást a lakáshitel-kondíciók tekintetében.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

2015 harmadik negyedévében tovább csökkent az egy évre előretekingtő reálkamat. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint 2015 szeptemberében az állampapírpiazi hozamokból becsült hozam alapján $-1,2$ százalékot tett ki, ezzel historikus mélypontot érve el, majd októberben -1 százalékra emelkedett vissza. A betéti kamatok alapján számított reálkamat augusztusban érte el minimumát $-0,9$ százalékos szinten, októberben azonban már $-0,6$ százalékot tett ki (4-10. ábra). Az inflációs várakozások a negyedév során változatlanok maradtak, így a reálkamatláb harmadik negyedévben tapasztalt csökkenését elsősorban a betéti kamatok mérséklődése okozta.

4-1. keretes írás: A Növekedéstámogató Program és makrogazdasági hatásai

A hitelezési kockázatok csökkentése és a gazdasági növekedés kkv-hitelezésen keresztüli dinamizálása érdekében az MNB a bankok piaci hitelezésre való átállását támogató döntéseket hozott. A fenntartható és dinamikus gazdasági növekedés eléréséhez a bankrendszer hitelezési aktivitásának érdemi erősödése szükséges. Ezt a célt szolgálta az utóbbi két évben a Növekedési Hitelprogram (NHP), amely képes volt a hitelezés drasztikus visszaesésének megállítására. Hosszabb távon azonban a jegybank nem helyettesítheti a piaci alapú banki hitelezést, így az MNB a bankok piaci hitelezéshez való visszatérését elősegítő Növekedéstámogató Program (NTP) elindításáról döntött.

Az MNB célja, hogy **a hitelpiac az NHP fokozatos kivezetésével is zavartalanul működjön**, valamint a hitelállomány a jegybankra való kisebb ráutaltság mellett fenntartható módon növekedjen. Ennek részeként 2016-ban sor kerül az NHP kivezetésére, és annak érdekében, hogy a hitelezési aktivitás az NHP fokozatos kivezetésével se csorbuljon, az MNB útjára indítja a Piaci Hitelprogramot (PHP).

Az NTP részeként az NHP kivezető szakasza két pillérből áll, melynek keretében 2016. január elejétől december végéig köthetnek hitelszerződést a hazai kkv-k. Az MNB mindkét pillért 300 milliárd forintos keretösszeggel hirdeti meg:

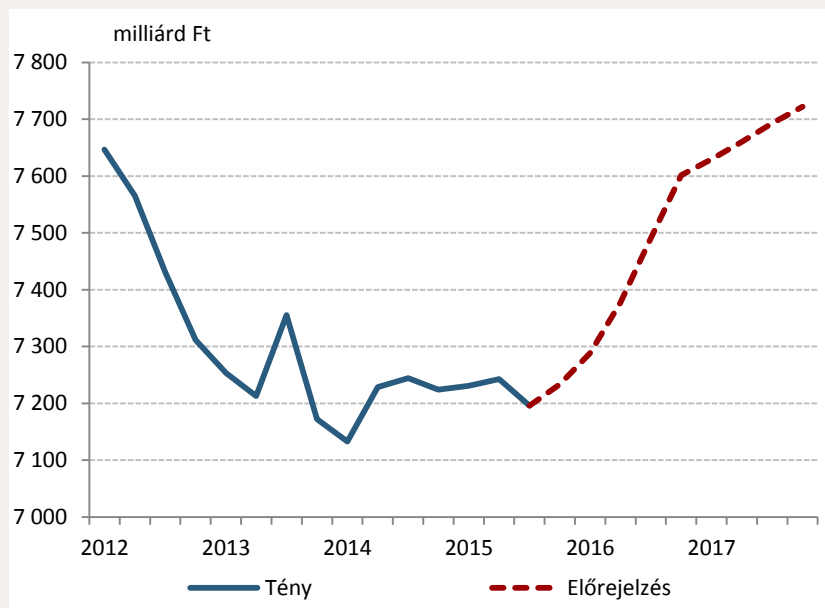
- Az **első pillér** keretében a jegybank 0 százalékos kamattal mellett biztosít refinanszírozást a hitelintézeteknek, amelyet azok legfeljebb 2,5 százalékos kamattal hitelezhetnek tovább forintban a vállalkozásoknak. Az NHP második szakaszához képest szűkül a hitelcélok köre, valamint 1 milliárd forintra csökken a maximálisan felvehető hitelösszeg, hogy a korlátozott volumen a kisebb szereplők minél szélesebb rétege számára tegye lehetővé beruházásaik megvalósítását.
- A **második pillérrel** a hosszú lejáratú devizafinanszírozásban megfigyelhető piaci torzulást kívánja kezelni a jegybank, mivel a többségében devizabevétellel rendelkező vállalkozások eddig érdemben nem tudtak részesülni a programból, miközben külföldi versenytársaikhoz képest kedvezőtlenebb feltételek mellett juthattak finanszírozáshoz. Az MNB szintén 0 százalékos kamattal nyújt forinthitelt a hitelintézeteknek, ezt azonban egy piaci árazású devizacsereügylet (CIRS) formájában euróra cseréli a devizatartalék terhére. A hitelintézetek az így kapott forrást legfeljebb 2,5 százalékos kamattal mellett adhatják tovább a természetes devizafedezettel rendelkező kkv-knak.

Az NHP fokozatos kivezetésével párhuzamosan a hitelezési kockázatok csökkentése érdekében az MNB bevezet egy új, a bankok piaci hitelezésre való átállását támogató, pozitív ösztönzőket tartalmazó intézkedéscsomagot. A **Piaci Hitelprogram (PHP)** az alábbi három részből áll:

- A jegybanki eszköztár kiegészítése hitelezési aktivitáshoz kötött kamatcsereügylettel (HIRS) és preferenciális betéti lehetőséggel. Az eszköztárat kiegészítő eszközök az igénybevétel feltételén keresztül ösztönzik a hitelezést, ugyanis a programban részt vevő hitelintézetek vállalják, hogy növelik kkv-hitelállományukat.
- Banki tőkekövetelményekben megtestesülő ösztönzés, ugyanis kisebb kockázatot jelenthet egy bank működése esetén a fenntartható kkv-hitelezést előtérbe helyező üzleti modell, így ilyen esetekben felmerülhet kisebb felügyeleti tőkekövetelmény alkalmazása.
- A vállalati hitelinformációs rendszer bankrendszer általi igénybevételének lehetősége hatékony eszköz lehet a bankok számára a hitelezési kockázatok minél pontosabb feltérképezésében.

A Növekedéstámogató Program megvalósulása esetén elérhető a vállalati hitelezés kiegyensúlyozott gazdasági növekedéshez szükséges dinamikája. Az NHP fokozatos kivezetése, illetve a hitelezési kamatcsereügyletek és a preferenciális betét bevezetése összességében mintegy 250–400 milliárd forinttal emelheti a jövő évi kkv-hitelállományt, ami a vállalati – és kiemelten a kkv szegmensben – 5–10 százalékos hiteldinamikának felel meg (4-11. ábra).

4-11. ábra: A vállalati hitelállományra vonatkozó előrejelzés

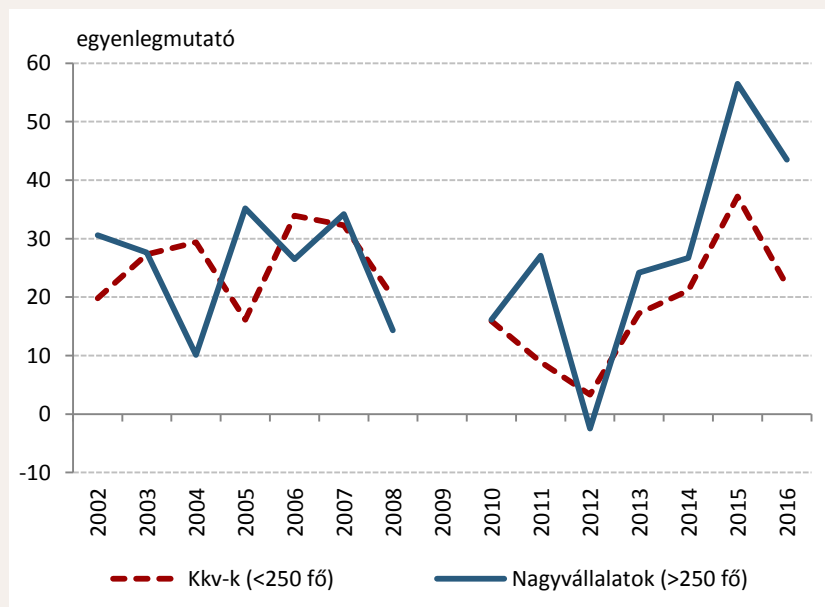


Megjegyzés: Szezonálisan igazított kumulált flow.

Forrás: MNB

A Növekedéstámogató Program makrogazdasági hatásai a vállalati beruházásokon keresztül érvényesülhetnek. A vállalatok beruházási aktivitása elsősorban a keresleti feltételektől, valamint a finanszírozási lehetőségek alakulásától függ. Az elmúlt időszakban a javuló belföldi kereslet következtében a vállalati szektor kapacitáskihasználtsága emelkedett. A keresleti feltételek megítélése a felmérések szerint a vállalatok széles körében javult, így a kapacitásbővítő beruházások az előrejelzési horizonton emelkedhetnek (4-12. ábra).

4-12. ábra: Az aggregált kereslet megítélése



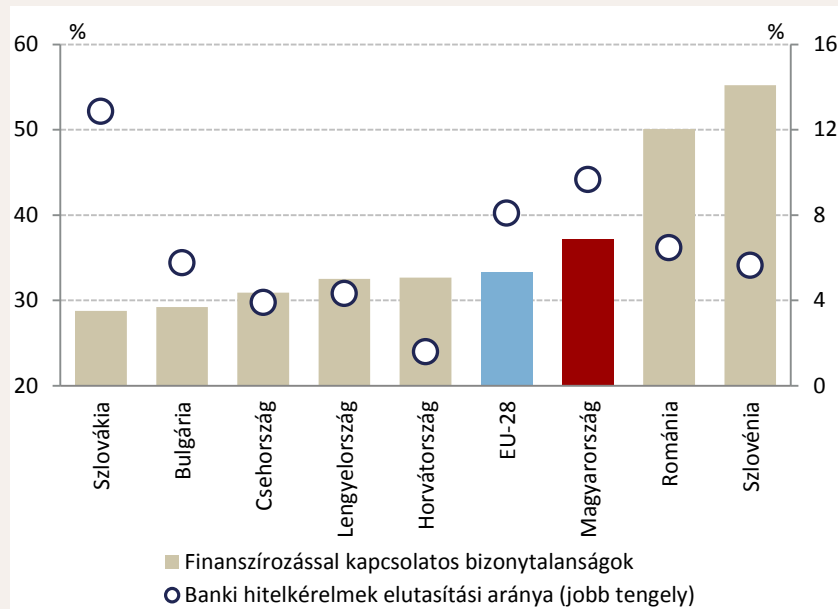
Megjegyzés: 2009-re nem állnak rendelkezésre adatok.

Forrás: Európai Bizottság ESI felmérése

A finanszírozási feltételek elsősorban a kkv-szektor beruházási aktivitását korlátozhatják. A nagyobb vállalatok könnyebben szereznek mind hazai banki, mind egyéb finanszírozást (például külföldről vagy tőkepiacon keresztül). A kkv-szektor azonban elsődlegesen a hazai bankrendszerrel jut külső finanszírozáshoz. A kkv-szektor által érzékelt finanszírozási korlátok számszerűsítésére az Európai Bizottság és az EKB SAFE (Survey on the access to finance of enterprises) felmérése ad lehetőséget. A felmérés alapján a **pénzügyi korlátok összességében enyhültek** az elmúlt

időszakban, azonban **nemzetközi összehasonlításban továbbra is elmaradás azonosítható** több tényező esetén is. A kkv-k által benyújtott banki hitelkérelmek elutasítási aránya elmarad a régiós országokétól, és inkább a mediterrán országokhoz hasonló szinten alakult (4-13. ábra). A felmérés szerint hazánkban relatíve magasak a folyószámlahitelek kamatai, valamint a bankhitelek fedezeti követelményei is. Mindezek közrejátszhatnak abban, hogy Magyarországon a régiós átlagnál több kkv érez kétségeket azzal kapcsolatban, hogy a következő években jelentkező külső finanszírozási igényét ki tudja elégíteni.

4-13. ábra: Finanszírozási környezet megítélése a kkv-k körében 2015-ben⁹



Forrás: Európai Bizottság és EKB SAFE felmérése

Összességében a felmérések élénkülő beruházási és hitelkeresletre, valamint továbbra is jelen lévő hitelkínálati korlátokra utalnak. Ezért várakozásunk szerint az **NTP a hitelkínálat további ösztönzésén keresztül élénkítheti a hitelezést, amely a vállalati beruházások bővülését támogatja**, elsősorban a kkv-szektor esetén. E hatást erősítheti a bankadó jövőbeli mérséklése, illetve a 2016 második felétől az EU-források intenzívebb beáramlásával párhuzamosan a vállalatok által lehívott EU-források is.

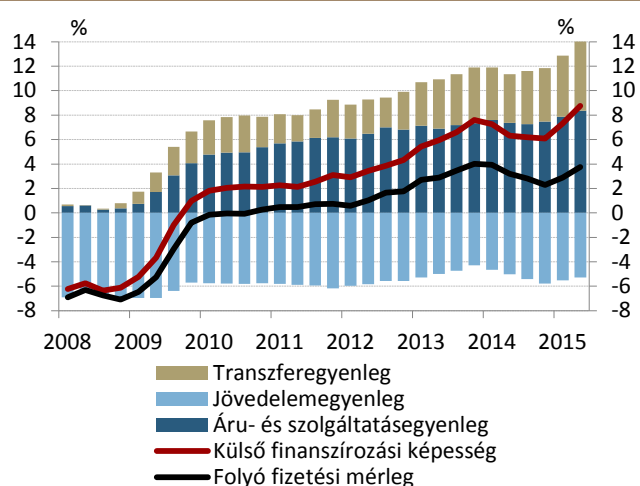
⁹ Az ábra a SAFE felmérés „Bizalommal fordul-e a bankokhoz pénzügyei megvitatásában és bízik-e benne, hogy eléri a kívánt eredményt?” kérdésre adott „Igen”-en kívüli válaszait, valamint a bankhitelekkel kapcsolatban „Ha Ön ehhez a finanszírozási formához folyamodott az elmúlt hat hónapban, akkor mi volt a kimenetel?” kérdésre adott „bankhitelért folyamodtam, de elutasítottak” válaszát jeleníti meg.

5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége 2015 második negyedévében a GDP 8,7 százalékára emelkedett. A külkereskedelmi egyenleg és a transferegyenleg bővülése, valamint a jövedelemegyenleg mérséklődő hiánya egyaránt a finanszírozási képesség növekedése irányába hatottak. Az előzetes havi adatok alapján a finanszírozási képesség tovább bővíthetett, ami a kedvező külső környezettel és emelkedő EU-transzfer-felhasználással hozható összefüggésbe. A finanszírozási megközelítés szerint a második negyedévben is folytatódott a forráskiáramlás, amely közel azonos arányban érintette az adósságjellegű és nem adósságjellegű forrásokat – az elmúlt hónapokban ugyanakkor a külső adósság igen erőteljes csökkenése mellett már FDI-beáramlás is történt. Az adósságmutatók csökkenését a forráskiáramlás mellett az átértékelődés és a GDP bővülése is támogatta. A szektorok szerinti bontásban az államháztartás finanszírozási igényének a mérséklődése emelte leginkább a külső finanszírozási képességet, a magánszektor nettó megtakarítása nem változott érdemben.

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



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek.

Forrás: MNB

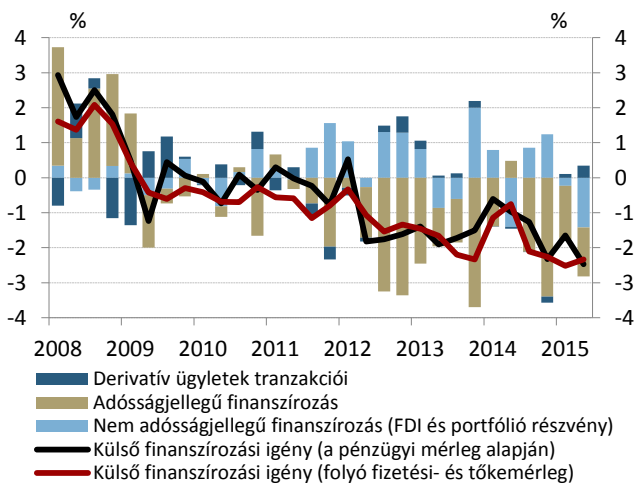
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

A gazdaság négy negyedéves finanszírozási képessége a reálgazdasági megközelítés szerint 2015 második negyedévében a GDP 8,7 százalékára emelkedett (5-1. ábra). A külkereskedelmi többlet növekedését támogatta a kedvezően alakuló külső kereslet, illetve az importbővülés lassulása. Ez utóbbi egyrészt az energiahordozók mérséklődő importjával, illetve a magas importigényű ágazatok lassuló beruházásaival lehetett összefüggésben. Az áruexport bővülésében továbbra is a járműipari kivitel volt a meghatározó, a szolgáltatás egyenleg többlete magas szinten stabilizálódott. A **transzferegyenleg** finanszírozási képességet javító hatása tovább emelkedett a második negyedévben. Az EU-transzfer felhasználása a negyedévben 1,9 milliárd euróra bővült, ami jelentős javulást jelent az előző év azonos időszakához képest. A **jövedelemegyenleg** hiánya a 2014-es növekedés után – elsősorban a külföldi hitelek javuló kamategyenlegének köszönhetően – érdemben mérséklődhetett, így a négy negyedéves értéke a II. negyedévben a GDP 5 százaléka körül alakulhatott. Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben a külkereskedelmi és transferegyenleg tovább emelkedett, ami a külső finanszírozási képesség emelkedését eredményezte.

A 2014-es adatok szeptember végi revíziója érdemben befolyásolta a külső egyensúlyi folyamatok alakulását. A vállalati kérdőívek beérkezése alapján a korábbi közlésekhez képest nagyobb volt a külföldi vállalatok profitja, ami a jövedelemegyenleg nagyobb hiánya miatt alacsonyabb finanszírozási képességet eredményezett, miközben a nagyobb újrabefektetett jövedelem miatt a közvetlentőke-befektetések is növekedtek.¹⁰

¹⁰ Részletesebben lásd: Fizetési mérleg jelentés, MNB, 2015. szeptember.

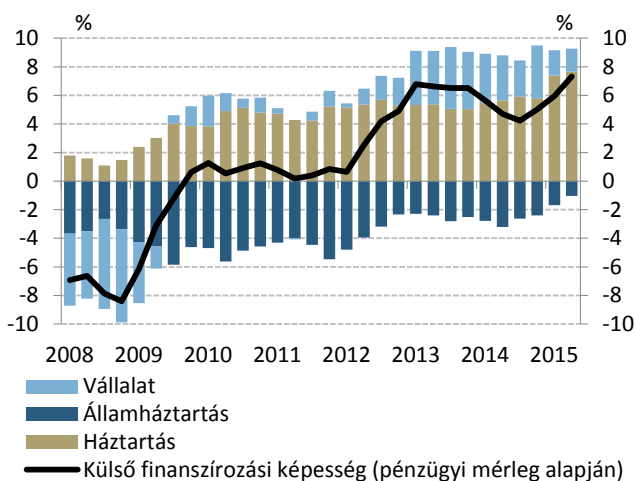
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása*



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

Forrás: MNB

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



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek.

Forrás: MNB

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

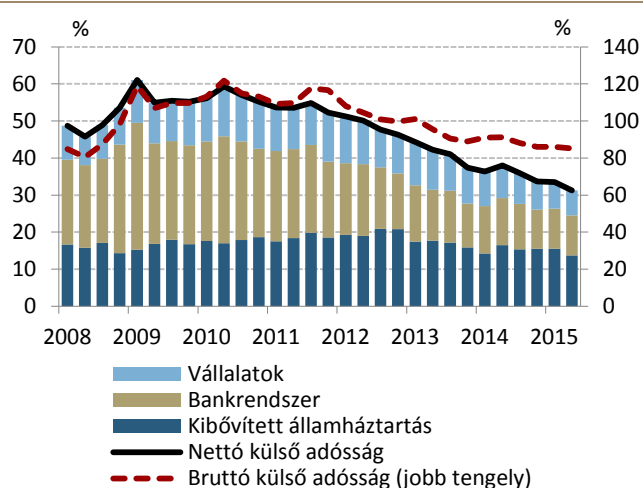
A finanszírozási oldalról számított nettó finanszírozási képesség 2015 második negyedévében 2,5 milliárd eurót tett ki, ami nagyjából megfelelt a reálgazdasági oldal szerinti értéknek (5-2. ábra). A forráskiáramlásban közel azonos arányban játszott szerepet az adósságjellegű és a nem adósságjellegű források csökkenése.

A második negyedévben – az előző év azonos időszakához hasonlóan – 1,4 milliárd euróval csökkent a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetése, ami részben szezonális, részben egyszeri hatások következménye. A külföldi vállalatok által a negyedévben megszavazott osztalék 1,2 milliárd euróval csökkentette a külföldiek újrabefektetett jövedelmét. Ugyanakkor közel hasonló értékben növelte a külföldiek tőkebefektetéseit a tulajdonosi hitelek bővülése. Egyszeri tételként érdemben, mintegy 600 millió euróval mérsékelte a hazai FDI állományt a Budapest Bank állami felvásárlása. Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben már emelkedett a nettó közvetlentőke-állomány, azonban a bővülés elmarad a tavalyi év azonos időszakától.

A gazdaság nettó külső adóssága a második negyedévben 1,4 milliárd euróval csökkent, amiben mindegyik szektor részt vállalt, de az állam adósságjellegű tartozásai csökkentek a legnagyobb mértékben. A konszolidált állam nettó külső adóssága mintegy 0,7 milliárd euróval csökkent, amiben a külföldiek jelentős állampapír-eladásainak volt a legnagyobb szerepe. Ennek piaci hatásait jelentősen mérsékeltek a belföldi bankok – részben önfinszírozási programhoz köthető – állampapír-vásárlásai. A nettó külső adósság mérséklődése elmaradt a bruttó mutató csökkenésétől, mivel a Budapest Bank felvásárlása és a devizahitelek forintosításához a bankok számára nyújtott devizaforrás a devizatartalék 1,6 milliárd eurós csökkenését eredményezte. A harmadik negyedévben az előzetes havi adatok alapján tovább folytatódtak a külföldiek állampapír-eladásai, ezzel párhuzamosan a belföldi bankok állampapír-vásárlásai, ami a nettó külső adósság további csökkenésében tükröződött.

A külső finanszírozási képesség bővülése az állam csökkenő finanszírozási igényéhez köthető, miközben a magánszektor többlete szinten maradt (5-3. ábra). A kedvező költségvetési folyamatok részben az adóbevételek kiemelkedően jó alakulásával, a kiadási oldalon pedig a kamatkidadások mérséklődésével lehetett összefüggésben. A magánszektor finanszírozási képessége magas szinten stabilizálódott. A háztartások jelentős finanszírozási képessége emellett a továbbra is alacsony hitelkeresletre és az emelkedő reáljövedelmekre vezethető vissza. A III.

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



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül.

Forrás: MNB

negyedévre vonatkozó előzetes pénzügyi számla-adatok alapján a háztartások nettó megtakarítása nem változott érdemben, továbbra is magasnak mondható, miközben az államháztartás finanszírozási igénye tovább csökkent, a harmadik negyedévvél záruló négy negyedévben a GDP 0,6 százalékát tette ki.

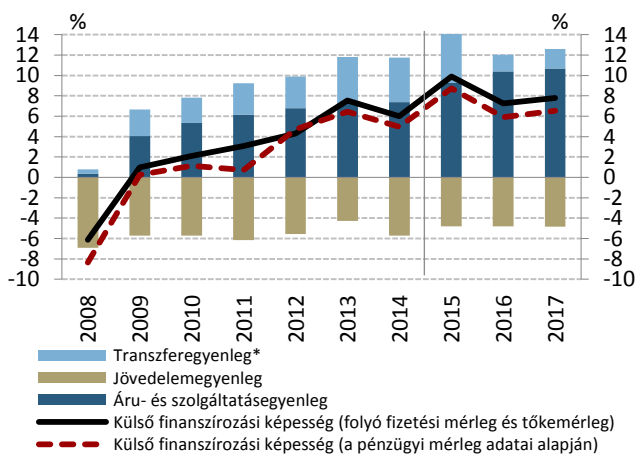
A GDP-arányos nettó külső adósságráta 31 százalékra mérséklődött a második negyedév végére (5-4. ábra). A folytatódó adósságcsökkenés a hozamok emelkedése miatti átértékelődésre és forráskiáramlásra, valamint a GDP bővülésére egyaránt visszavezethető. Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben érdemben mérséklődtek a külső adósságráták.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A kedvező egyensúlyi folyamatok a külső sérülékenységet további csökkenését eredményezhetik az elkövetkező években. Idén a kedvező külső környezet és a javuló cserearányok hatására emelkedhet a külkereskedelmi többlet, emellett érdemben javulhat a transzfer- és a jövedelemegyenleg, amely tényezők összességében a finanszírozási pozíció jelentős emelkedését okozhatják. 2016-ban az előző EU-s költségvetési periódus kifizetésének hatását várhatóan csak részben tudja ellensúlyozni a külkereskedelmi többlet emelkedése, amit a cserearány javulása, a beruházás csökkenése és a javuló külső környezet támogathat. 2017-ben a külső finanszírozási pozíció – bővülő külkereskedelmi- és transzferegnyenleg, stabilizálódó jövedelemegyenleg mellett – enyhén emelkedhet. A szektorok megtakarítása szerinti megközelítés alapján az államháztartás finanszírozási igénye alacsony maradhat, a háztartások fundamentális nettó megtakarításának – a hitelezés lassú emelkedéséből következő – enyhe csökkenése mellett. A vállalatok finanszírozási pozíciója 2016–17-ben ismét emelkedhet a javuló profitkilátások eredményeként. A stabilan magas külső finanszírozási képesség a külső sérülékenység szempontjából kiemelten fontos külső adósságmutatók csökkenésében is tükröződik, amelyet az MNB önfinszírozási programja és a devizahitelek forintosítása érdemben támogat.

A gazdaság finanszírozási képessége az idej emelkedés után 2016–17-re az ideitől elmaradó, de továbbra is magasnak mondható szinten stabilizálódhat (5-5. ábra). A gazdaság nettó megtakarítása az idej évben várhatóan ismét bővül, és megközelítheti a GDP 10 százalékát. Az erőteljes emelkedés mögött elsősorban az áru- és szolgáltatás egyenleg bővülése húzódik meg, melyet a kedvező külső környezet és a cserearány javulása is támogat – utóbbi 2015-ben a GDP 0,5, jövőre pedig 0,6 százalékkal javítja a külkereskedelmi egyenleget. Az EU-transzferek beáramlása – a 2007–2013-as költségvetési ciklus fennmaradó keretösszegének a felhasználásához kötődően – 2015-ben tovább bővíthet. 2016-ban a költségvetési ciklusváltás miatt számottevően mérséklődő EU-transzfer-felhasználás a transzferegnyenleg csökkenésében tükröződik, amelyet csak részben ellensúlyozhat a külkereskedelmi növekvő többlete. A

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



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

jövedelem egyenleg hiánya 2014-ben átmeneti tényezők miatt is emelkedett, így 2015-ben mérséklődhet, majd a következő években ellentétes hatások eredményeként stabilizálódhat. A mérséklődő kamatkidadások kedvező hatását ellensúlyozhatják a külföldi vállalatok növekvő profitkilátásai. Az ország finanszírozási képessége összességében a 2016-os mérséklődés után 2017-ben magas szinten, a GDP 8 százaléka körül stabilizálódhat.

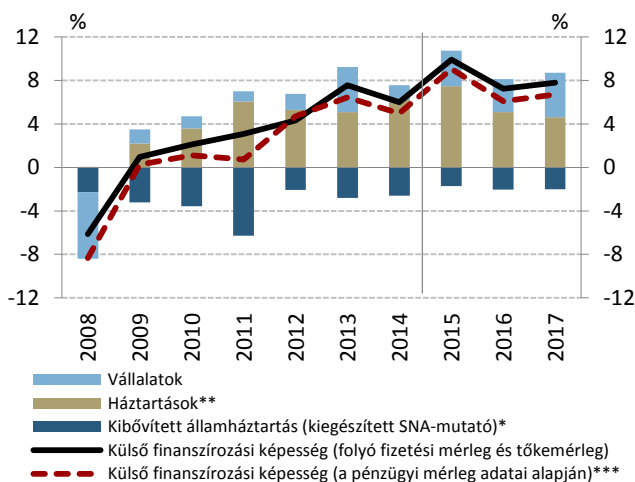
A szektorok megtakarítása felől vizsgálva a gazdaság magas finanszírozási képességét az idei évben várható alacsony államháztartási finanszírozási igény és magas magánszektor-megtakarítás eredményezheti. 2016–17-ben várhatóan alacsonyabb lesz a finanszírozási képesség, ami a magánszektor alacsonyabb megtakarítását tükrözi (5-6 ábra).

A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása 2015-ben az elszámolások egyszeri hatásaként még emelkedik, azonban a fundamentális folyamatok előretekintve mérséklődést jeleznek. Az egyszeri hatásokat kiszűrve 2016–17-re enyhén mérséklődő lakossági megtakarításra számíthatunk, amit támogathat az árfolyamkockázat eltűnése miatti oldódó óvatossági motívum, illetve az adóterhek csökkenése (szja-kulcs csökkenése, családi adókedvezmény kiterjesztése). A nettó megtakarítás csökkenésének irányába hathat továbbá, hogy a lakásépítések áfájának mérséklése hatására bővíthetnek a lakossági beruházások, ami a hitelfelvétel nagyobb növekedésében tükröződhet.

2015-ben a vállalatok nettó finanszírozási képességét egyszeri hatásként az elszámolás érdemben mérsékli, 2016-tól azonban ismét növekedhet a vállalatok nettó megtakarítása. Az idei évben a pénzügyi vállalatok nettó megtakarításának a csökkenése irányába hatottak az elszámolás banki veszteségeket növelő hatása, illetve a lassuló ütemben bővülő beruházások. 2016-ban az MNB Növekedéstámogató programjának hatására növekvő beruházások, illetve a csökkenő EU-transzfer-felhasználás mérsékelheti, a javuló profitkilátások pedig növelhetik a vállalatok finanszírozási képességét. 2017-ben a javuló profitkilátásokon túl az ismét növekvő EU-transzferek, illetve a lassuló beruházási dinamika a vállalati nettó finanszírozási képesség emelkedését idézhetik elő.

Az államháztartás finanszírozási igénye az elkövetkező években alacsony maradhat. A 2015. évi finanszírozási igény csökkenését bevételi és kiadási oldali folyamatok egyaránt támogatták, egyfelől az emelkedő adóbevételek (általános forgalmi adó, jövedelemadók), másfelől a pénzügyi transzferek GDP-arányos csökkenése és a hozamszint csökkenéséből adódó kamatkidadás-megtakarítás. 2016-ban a finanszírozási igény kismértékű

5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (a GDP százalékában)



Megjegyzés: *A kibővített államháztartásba az állami költségvetésen túl az önkormányzatok, az MNV Zrt., a kvázifiskális feladatokat ellátó intézmények (MÁV, BKK) és az MNB tartoznak. A kiegészített SNA-mutató figyelembe veszi a magánnyugdíjpénztári megtakarítást. **A háztartások SNA-mutatóval konzisztens nettó finanszírozási képessége, nem tartalmazza az átlépők nyugdíj-megtakarításait. A pénzügyi számlában szereplő érték eltér az ábrán jelzettől. ***A NEO esetében azt feltételezzük, hogy fokozatosan visszatér a historikus szintjéhez.

Forrás: MNB

emelkedését okozza az szja-kulcs csökkentése, a bankadó-teher mérséklése és a saját forrású kormányzati beruházási kiadások növelése, melyet csak részben kompenzál a földértékesítésből származó költségvetési bevétel. 2017-ben a bérek, a dologi kiadások és a nyugdíjak a GDP bővülésénél alacsonyabb növekedése, illetve a gazdasági növekedés miatt emelkedő adóbevételek ellensúlyozhatják az ismét emelkedő pályára álló EU-transzferekhez kapcsolódó saját forrású önrész kiadásnövelő hatását.

Az előrejelzési horizonton magas finanszírozási képesség és a külföldiek állampapír-eladása a külső adósságmutatók csökkenésében is tükröződhet. A magas finanszírozási képesség lehetővé teszi, hogy a belföldi szereplők visszafizessék a lejáró adósság egy részét. Tovább mérsékli a külső adósságot, hogy a külföldiek által eladott államkötvényeket – részben az MNB önfinanszírozási programjának hatására – belföldi szereplők vásárolják. Összességében a finanszírozási folyamatok az előrejelzési horizonton a külső sérülékenység további mérséklődésének irányába hatnak.

5.3. Költségvetési folyamatok

A kormányzati szektor hiánya az előrejelzési horizonton a rendszerváltás óta mért legalacsonyabb szintre süllyedve a GDP 2 százaléka körül alakulhat, ami azt is jelenti, hogy várhatóan megfelel, illetve alatta marad az éves költségvetési törvényekben szereplő hiánycéloknak. Az elmúlt negyedévben megismert új információk alapján elsősorban az adóbevételek emelkedése és a költségvetési szervek óvatos gazdálkodása miatt csökkent az idei deficitre vonatkozó prognózisunk, míg a jövő évi egyenleggel kapcsolatos várakozásaink nem változtak érdemben szeptemberhez képest. Előrejelzésünk szerint 2015-ben és 2016-ban a GDP-arányos ESA-hiány 2,0 százalékos lehet, míg technikai kivetítésünk alapján a deficit 2017-ben a GDP 1,7 százalékára csökkenhet, nagyobbrészt a GDP-arányos kamatkidadások dinamikus csökkenésének köszönhetően. A fiskális politika idén enyhén keresletszűkítő, jövőre és 2017-ben kismértékben keresletbővítő hatású lehet. A 2014. év végi árfolyamon számolva az adósságráta 2015-ben egyedi hatások miatt csak kismértékben, majd a tartósan alacsony hiánynak köszönhetően 2016-tól évente mintegy 2 százalékponttal csökkenhet.

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

Prognózisunk szerint a kormányzati szektor ESA-hiánya 2015-ben és 2016-ban a GDP 2,0 százaléka, míg 2017-ben a GDP 1,7 százaléka lehet (5-1. táblázat). A tavalyi évhez viszonyított 0,5 százalékpontos hiánycsökkentésben idén egyaránt szerepet játszik az elsődleges egyenleg javulása és a GDP-arányos nettó kamatkidadások dinamikus csökkenése, ami az elmúlt három évben bekövetkezett jelentős állampapírpiazi hozamcsökkenésnek köszönhető. Mivel a kamatkidadások csökkenése a következő években is folytatódik, így jövőre változatlan ESA-deficit ellenére csökkenhet az elsődleges többlet, és emelkedik a fiskális keresleti hatás (5-7. ábra, 5-8. ábra). A költségvetési törvények alapján a kormány az Országvédelmi Alapot csak a költségvetési hiánycél teljesülése mellett használhatja fel, ezért előrejelzésünkben 2015-ben az Országvédelmi

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

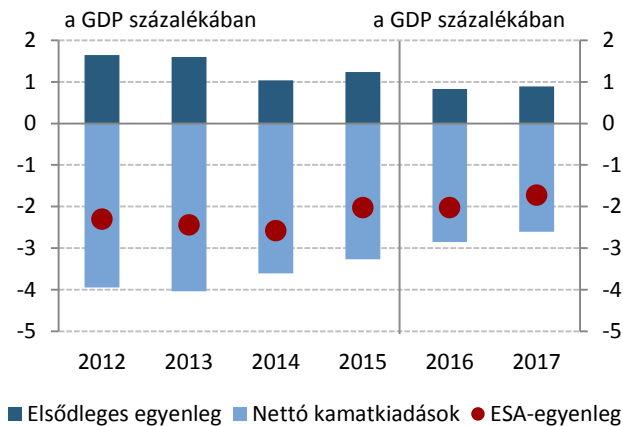
	2015	2016	2017
ESA-egyenleg*	-2,0	-2,0	-1,7
Elsődleges ESA-egyenleg	1,3	0,8	0,9
Fiskális keresleti hatás**	-0,5	0,7	0,2

Megjegyzés: * Az egyenlegmutatók számításakor a rendelkezésre álló szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) teljes törlését tételeztük fel 2015-ben, részleges törlését 2016-ban és 2017-ben.

** A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.

Forrás: MNB

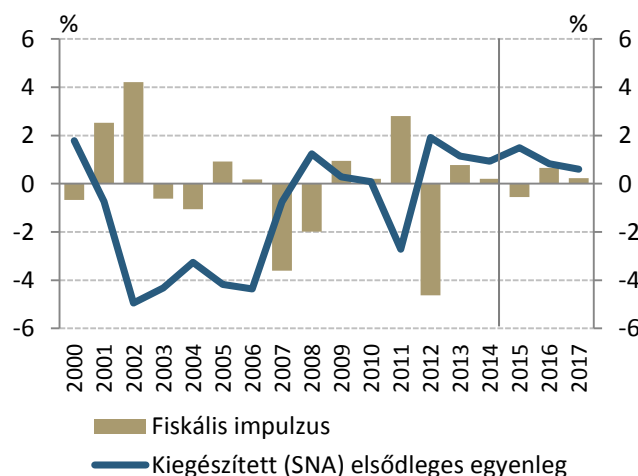
5-7. ábra: Az ESA-egyenleg felbontása



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

Forrás: Eurostat, MNB

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



Megjegyzés: 1. A fiskális impulzust a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával számszerűsítjük, ami megmutatja, hogy a költségvetési intézkedések és folyamatok, valamint az automatikus stabilizátorok miként érintik a többi szektor jövedelmi helyzetét. 2016-ban azért következhet be keresletbővítés az ESA-egyenleg változatlanága ellenére, mert a keresleti hatást az elsődleges egyenleg változásából vezetjük le.

Forrás: MNB

Alap felhasználásával, 2016-ban és 2017-ben pedig annak részleges törlésével számoltunk a kormányzati hiánycélok teljesíthetősége alapján.

A 2015. évi deficitre vonatkozó előrejelzésünket alátámasztják a pénzforgalmi hiány havi alakulása és a rendelkezésre álló negyedéves statisztikák is. A havi adatok alapján a hiány lefutása az elmúlt évekkel összevetve viszonylag kedvező, ami két ellentétes folyamat eredménye. Az alacsony hiány irányába hat az adóbevételek és a saját finanszírozású kiadások alakulása. Ezzel szemben az uniós támogatással finanszírozott kiadások magas szintje, illetve főként az azokat fedező uniós támogatások beérkezésének csúszása eddig jelentősen növelte az idei pénzforgalmi hiányt. Ez utóbbi az eredményszemléletű egyenleget azonban várhatóan nem érinti, mert az idei évhez kapcsolódó EU-s bevételek az ESA-módszer szerint 2015-ben kerülnek elszámolásra akkor is, ha ténylegesen később érkeznek meg. A fenti folyamatokat tükrözi, hogy a pénzügyi számla-adatok alapján az államháztartás nettó finanszírozási igénye az elmúlt négy negyedévben historikusan igen alacsony volt, és átlagosan nem érte el a GDP 1 százalékát.

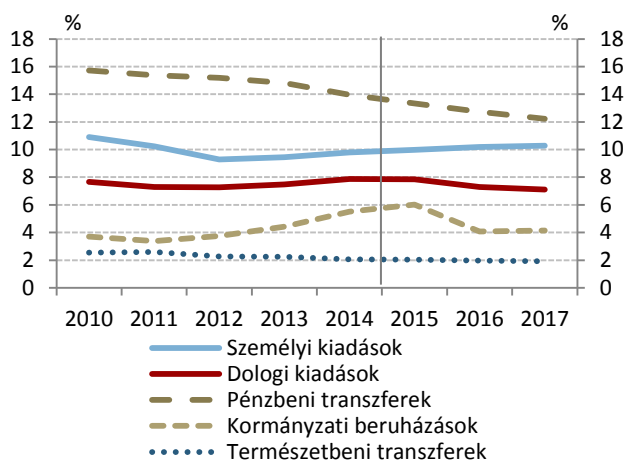
A költségvetési politika keresleti hatását lényegében semlegesre becsüljük, ezen belül 2015-ben enyhén keresletszűkítő, majd 2016-ban valamivel nagyobb mértékben, 2017-ben pedig kisebb mértékben keresletbővítő lehet (5-8. ábra).¹¹ A 2015-ös enyhe keresletszűkítő hatás az emelkedő adóbevételekre (magasabb társaságiadó-befizetések, általános forgalmi adó fehéredésből származó emelkedése) és a pénzbeli transzferek GDP-arányos csökkenésére vezethető vissza. A 2016-os keresletlénkítés főként az egységes szája-kulcs csökkentésének és a bankadó mérséklésének köszönhető. A 2017-es évvel kapcsolatos részletes költségvetési tervek még nem ismertek, de a GDP-arányos pénzbeli transzferek várható további csökkenése előrejelzésünk szerint mérsékli a fiskális impulzust. Az EU-támogatások várható mérséklődése csak a támogatásokhoz kapcsolódó önrész változásán keresztül érinti a fiskális keresleti hatást, mivel a támogatáscsökkenés a költségvetési bevételeket és kiadásokat is mérsékli.¹²

A kormányzati szektor egyenlegének alakulása, javulása a GDP-arányos kiadások jelentősebb (5-9. ábra) és a bevételek mérsékeltebb csökkenésének együttes

¹¹ A fiskális impulzust a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával számszerűsítjük, ami megmutatja, hogy a költségvetési intézkedések és folyamatok, valamint az automatikus stabilizátorok miként érintik a többi szektor jövedelmi helyzetét. 2016-ban azért következhet be keresletbővítés az ESA-egyenleg változatlanága ellenére, mert a keresleti hatást az elsődleges egyenleg változásából vezetjük le.

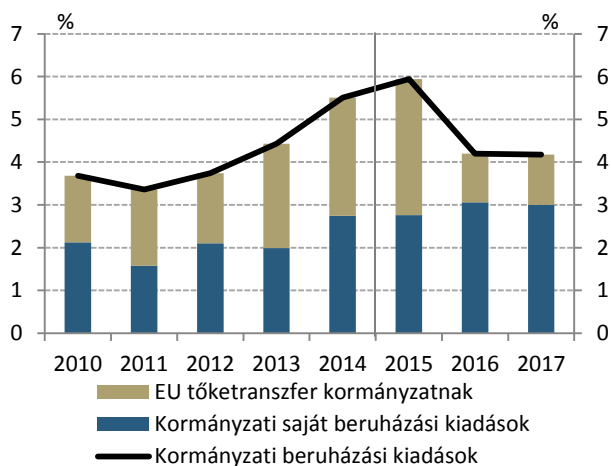
¹² A támogatások átmeneti csökkenése azonban a nemzetgazdaság egészére nézve jelentős forráskiesést jelent.

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



Forrás: KSH, MNB

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



Forrás: KSH, MNB

eredménye. Kiadási oldalon a háztartási szektornak nyújtott pénzbeli transzferek GDP-arányos csökkenése támogatja ezt a folyamatot, egyrészt a nyugdíjemelések inflációhoz kötött indexálásával, másrészt a szociális transzferek nominális szinten tartásával. A fentiekén túl mérsékli még az összes kiadás GDP-arányos nagyságát a kamatkidadások, valamint a visszaeső uniós támogatások miatt az ezzel kapcsolatos kifizetések csökkenése. A GDP-arányos bevételi főösszeg pedig az adócsökkentések és az uniós támogatások visszaesése miatt mérséklődik az előrejelzési horizonton.

5.3.2. A 2015. évi egyenleg

2015-ben a kormányzati szektor ESA-hiánya prognózisunk szerint a GDP 2 százaléka lehet, ami 0,4 százalékponttal alacsonyabb, mint a szeptemberi Inflációs jelentéshez készült előrejelzésünk (5-2. táblázat). A bevételi oldalon a gazdálkodó szervezetek várható befizetéseinek összegét a GDP 0,1 százalékával mérsékeljük, mivel az ide tartozó egyéb bevételeket csökkenti az Európai Bíróság döntése, amely szerint az állam által korábban az uniós áfairyelvvel ellentétesen visszatartott áfa-visszatérítések után büntető kamat is jár az érintett cégeknek¹³. A munkát terhelő adó- és járulékbételek a GDP 0,2 százalékával lehetnek magasabbak korábbi várakozásainknál, amit elsősorban a nemzetgazdasági bérek vártnál kedvezőbb alakulása okozhat.

A szeptemberi előrejelzés óta több kormányzati intézkedés született a kiadások emeléséről (a költségvetési törvény novemberi módosítása, az Országvédelmi Alap részleges elköltése, az egészségügyi kiadások előirányzatának megemlése), azonban ezek jelentős részét a korábbi prognózisunkban már feltételezett lépések végrehajtása jelentette. Korábban is figyelembe vettük a természetbeni ellátások és a Klebelsberg Kunó Intézményfenntartó Központ előirányzat feletti forrásigényét, valamint a menekültügy többletköltségeit, így az új intézkedések mindössze a GDP 0,1 százalékával emelték a kiadásokra vonatkozó prognózisunkat.

A kiadásnövekedés hatását ellensúlyozza, hogy az eredményszemléletű adatok alapján úgy látjuk, a pénzforgalmi kiadások egy részét a kormány a szállítói tartozások csökkentésére fordította (ami az ESA-hiányt csökkenti), másrészt a költségvetési szervek aggregált kiadásai a várakozásunk alatt maradtak, így azt gondoljuk,

¹³ A döntés ahhoz a korábbi ítélethez kapcsolódik, amelyik kimondta, hogy ellentétes az uniós áfairyelvvel az a korábbi magyar rendelkezés, amely nem engedte meg az előzetesen felszámított áfa visszaigénylését, ha az áfa-visszaigénylés alapját képező ügyletek ellenértéke nem került teljes mértékben megtérítésre.

5-2. táblázat: A 2015. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)

	Makroadat	Intézkedés	Egyéb
I. Központi bevételek	0,2	0,0	-0,1
Gazdálkodó szervezetek befizetései			-0,1
Munkát terhelő adók, járulékok	0,2		
II. Központi kiadások	0,0	-0,1	0,4
Költségvetési szervek nettó saját kiadásai		-0,1	0,5
Állami vagyonnal kapcsolatos kiadások			-0,1
III. Egyéb hatások	0,0	0,0	0,0
Önkormányzatok egyenlege			0,1
Egyéb tételek			-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,2	-0,1	0,2

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

Forrás: MNB

5-3. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2015. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	0,2
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,2
Fogyasztást terhelő adók	0,1
Munkát terhelő adók, járulékok	0,4
Vagyonbevételek	-0,5
II. Központi kormányzat kiadásai	0,3
Költségvetési szervek nettó kiadásai	0,5
EU támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások	-0,2
Lakástámogatások és nyugdíjkiadások	0,1
Állami vagyonnal kapcsolatos kiadások	-0,2
III. Egyéb hatások	-0,1
Önkormányzatok egyenlege	0,1
Egyéb tételek	-0,2
Összesen (I. + II. + III.)	0,4

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

Forrás: MNB

hogy a költségvetési szervek a korábban prognosztizált kiadáshoz képest megtakarítással zárhatják az idei évet.

A novemberben módosított 2015. évi költségvetési törvényben szereplő ESA-hiánycél továbbra is a GDP 2,4 százaléka, ami 0,4 százalékkal magasabb a legfrissebb előrejelzésünkénél (5-3. táblázat). A makrogazdasági folyamatok és a havi adatok alapján az előirányzatnál nagyobb bevételekre számítunk a társasági adót, a jövedéki adót és különösen a munkát terhelő adókat illetően. Az adóbevételek esetében tapasztalható kedvező folyamatokat részben ellensúlyozza, hogy továbbra sem számolunk a költségvetésben „egyéb értékesítési és hasznosítási bevételek” jogcímen tervezett 169 milliárd forintos összeggel, mivel a tervezett földértékesítésekből 2016-ra várunk érdemi bevételt.

A költségvetési előirányzathoz képest a költségvetési szervek kiadásait tekintve jelentős megtakarítást látunk részben az első tizenegy hónapban tapasztalt megtakarítások, részben a szállítói tartozásállomány csökkenése miatt. Ennek hatását ellensúlyozza, hogy az EU-s támogatással finanszírozott kiadások, illetve azoknak a költségvetés által finanszírozott önrésze meghaladhatja a tervezettet. Összesen a GDP 0,1 százalékával csökkentik a kiadásokat a tervezettnél alacsonyabb nyugdíjkiadások, és mivel kevesebben vették igénybe az árfolyamgát lehetőségét, így a lakástámogatásokon is keletkezik némi megtakarítás.

5.3.3. A 2016. évi egyenleg

Előrejelzésünk szerint az Országvédelmi Alap részleges törlését feltételezve 2016-ban az államháztartás ESA-hiánya a GDP 2,0 százaléka lehet. A deficit megegyezik a szeptemberi Inflációs jelentésben közölt prognózissal, ám egyes tételek esetén vannak eltérések (5-4. táblázat).

A fogyasztási adókból várt bevételt a GDP 0,1 százalékával csökkentettük, mivel a prognózis készítése során figyelembe vettük az ingatlanpiac élénkítését célzó, a lakásépítések áfa-kulcsának csökkentését tartalmazó kormányzati terveket. A munkát terhelő adóbevételekre vonatkozó előrejelzésünket GDP-arányosan 0,2 százalékkal megemeltük, ami kisebb részben az idei évi bázishatással, nagyobb részben a bértömeg korábban vártnál nagyobb emelkedésével, illetve a kormány lakáspiaci intézkedéseinek becsült gazdaságélénkítő hatásával magyarázható.

A költségvetési szervek nettó saját kiadásainak GDP-arányosan 0,2 százalékos emelkedése két tényezőre vezethető vissza. Egyrészt azt feltételezzük, hogy az intézményrendszer által idén megtakarított összeget

5-4. táblázat: A 2016. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)

	Makroadat	Intézkedés	Egyéb
I. Központi bevételek	0,2	-0,1	0,0
Fogyasztást terhelő adók		-0,1	
Munkát terhelő adók, járulékok	0,2		
II. Központi kiadások	0,0	0,0	-0,1
Költségvetési szervek nettó kiadásai			-0,2
EU támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások			0,1
START munkaprogram			0,1
III. Egyéb hatások	0,0	0,0	0,0
Nettó kamatkidadások			0,1
Országvédelmi Alap részleges felhasználás			-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,2	-0,1	-0,1

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

Forrás: MNB

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

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	0,2
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,1
Fogyasztást terhelő adók	-0,1
Munkát terhelő adók	0,2
II. Központi kormányzat kiadásai	-0,3
Költségvetési szervek nettó kiadásai	-0,5
EU támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások	0,1
Gyógyszerkassza nettó kiadásai	-0,1
START munkaprogram	0,1
III. Egyéb hatások	0,1
Nettó kamatkidadások	0,1
Tartalékok részleges zárolása	0,1
Egyéb tételek	-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,0

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

Forrás: MNB

jövőre elkölthetik az állami intézmények és költségvetési fejezetek, másrészt a 2015-ös bejövő adatok alapján kissé magasabb bértömegre számítunk a közszférában. A START munkaprogramban általunk várt kiadások mértékét némileg csökkentettük az előző hónapokban tapasztalt kifizetések és létszámadatok alapján.

A nettó kamatkidadásokra vonatkozó prognózisunkat a piaci hozamkörnyezet alapján becsült hozamgörbe lejjebb tolódása miatt a GDP 0,1 százalékkal csökkentettük. A fenti változtatások eredményeképpen kapott ESA-egyenleg 2016-ban kedvezőbb, mint az elfogadott költségvetési törvényben szereplő 2,0 százalékos deficitcél, ezért az előrejelzésünk során azt feltételeztük, hogy a kormány a különbséget elköltheti az Országvédelmi Alapból.

A 2016. évi költségvetési törvényben szereplő ESA-hiány a GDP 2,0 százaléka. Előrejelzésünk megegyezik a kormányzati hiánycéllal, de szerkezetében eltér attól. (5-5. táblázat). Bevételi oldalon GDP-arányosan összesen 0,3 százalékkal többet várunk a gazdálkodó szervek befizetéseiből és a munkát terhelő adóbefizetésekből. Ebben az ideai bázishatás mellett közrejátszhat az is, hogy a makrogazdasági pálya már tartalmazza a lakásépítésre vonatkozó áfakulcs csökkentésének gazdaságélénkítő hatásait is. Másfelől ez utóbbi miatt előrejelzésünk szerint az általános forgalmi adóból várható bevétel némileg elmaradhat az előirányzatban szereplő értéktől.

A költségvetési szervek nettó kiadásai részben az ideai megtakarítások elköltése miatt a GDP 0,5 százalékkal lehetnek magasabban az előirányzatnál, másrészt a törvény elfogadása óta több terület ideai finanszírozását is ki kellett egészíteni a költségvetésből, ami a bázishatáson keresztül növeli a jövő évi kiadásokat. Ide tartozik például a Klebelsberg Intézményfenntartó Központ évközben felmerült forrásigénye. Hasonlóképpen a gyógyszer-támogatások ideai növekedése is növeli a 2016-os kiadásokat a GDP 0,1 százalékkal. E tételek hatását részben ellensúlyozza, hogy a 2016 helyett már 2015-ben megvalósult uniós projektekhez kapcsolódó önrész jövőre már nem terheli a költségvetést, és a tavalyi évhez hasonlóan az előirányzathoz képest kisebb lehet a közmunkaprogram finanszírozási igénye is.

A kedvezőbb kamatkörnyezet miatt a kamatkidadások a prognózisunk szerint a GDP 0,1 százalékkal elmaradnak majd a költségvetési törvényben szereplő összegtől, és hasonló mértékben javítja az egyenleget a tartalékok – a hiánycél elérése miatt – feltételezett részleges zárolása is.

5.3.4. A 2017. évi egyenleg

Technikai feltételezésekre épülő előrejelzésünk szerint 2017-ben az Országvédelmi Alap részleges elköltése mellett 1,7 százalékos lehet a GDP-arányos ESA-deficit, ami 0,3 százalékpontos egyenlegjavulást jelent az előző évhez képest. Az összes bevétel GDP-arányos nagysága némileg mérséklődik, egyrészt mert a földértékesítések lezárása után érdemben csökken az állami vagyonnal kapcsolatos bevételek nagysága, másrészt tovább mérséklődik a pénzügyi szervezetek különadója.

A GDP-arányos összes kiadás azonban még a bevételeknél is nagyobb mértékben csökken. Ebben szerepet játszik, hogy a nyugdíjak az infláció mértékével emelkednek, az állami bérek pedig az életpályaprogramok által nem érintett területeken nominálisan szinten maradnak, így GDP-arányosan érdemben mérséklődnek a költségvetési szervek kiadásai. Emellett az elmúlt években végbement hozamcsökkenés mérsékli az államadósság implicit kamatterhét, így tovább mérséklődnek az állami kamatkiadások. Mivel a technikai feltételezésekre épülő, eddig bemutatott eltéréseket tartalmazó előrejelzésünk eredményeképpen kapott ESA-egyenleg 2017-ben kedvezőbb, mint az idén áprilisban publikált konvergenciaprogram, valamint a jövő évi költségvetés mellékletében szereplő 2017-es hiánycél, ezért az előrejelzésünk során azt feltételeztük, hogy a kormány a különbséget elköltsi az Országvédelmi Alapból.

5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

A 2015-ös egyenlegre vonatkozó kockázatok közel szimmetrikusak. Az első tizenegy hónap adatai alapján pozitív kockázatot jelent a költségvetési szervek fegyelmezett gazdálkodása. Bár decemberben általában ezen a soron többet költ a költségvetés, mint a korábbi hónapokban, és azzal számoltunk, hogy az elmaradt kiadások egy része ekkor terheli majd a költségvetést, nem zárható ki, hogy az éves megtakarítás nagyobb lesz, mint feltételeztük. Ezzel ellentétes, negatív kockázatot jelent, ha az EU a teljes pályázati keretösszeg kimerülésére (túlköltés), esetleg technikai problémákra hivatkozva nem fogadja be az idén a költségvetés által már előfinanszírozott projektek egy részét.

A 2016-os hiány teljesülését számottevő mértékű pozitív kockázat övezi. Az állami földek értékesítése jelentős többletbevételt eredményezhet a költségvetési törvényben és alappályánkban is szereplő állami vagyonnal kapcsolatos egyéb értékesítési és hasznosítási bevételek 133 milliárd forintos értékén felül.

5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

2015 harmadik negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 78,0 százalék volt az MNB előzetes pénzügyi számla adatai szerint. Az adósságráta idei harmadik negyedéves értéke június vége óta 0,7 százalékponttal csökkent, így 1,4 százalékponttal kedvezőbb lett a tavalyi év azonos időszakának értékénél, ugyanakkor 1,8 százalékponttal magasabb a 2014. végi (76,2 százalékos) szintnél. Az adósságráta alakulását az alapfolyamatok a harmadik negyedévben is kedvezően befolyásolták. Az államháztartás nettó finanszírozási pozíciója a harmadik negyedévben 25 év óta először vált többletté. Az adósságot egyedi jelleggel befolyásoló tényezők azonban nagymértékben növelték idáig az adósságrátát. Ezek közül a dollárerősödés hatása a legjelentősebb, ami a piaci swappartnerek által az ÁKK-nál elhelyezett marginbetéteken keresztül az első háromnegyed évben a GDP körülbelül 1,3 százalékkal járult hozzá az adósságráta növekedéséhez. Emellett az uniós költségvetési források jelentős csúszása, a Budapest Bank állami megvásárlása, valamint a BKV adósságvállalása szintén hozzájárultak az adósságpálya emelkedéséhez. Az ártértékelődés az első háromnegyed évben csak marginálisan növelte az adósságot, ugyanakkor a csökkenő, ám továbbra is szignifikáns devizakitettséggel miatt még mindig jelentős az államadósság árfolyam-érzékenysége.

Előretekintve – 2014. végi euro–forint árfolyammal számolva – az éves adósságráta folytatódó csökkenését, és az Alaptörvényben rögzített adósságszabály teljesülését valószínűsítjük (5-11. ábra). Prognózisunk szerint a GDP-arányos államadósság idén enyhén, 2016-ban és 2017-ben azonban már számottevően, a horizont végére 72 százalék alá süllyedhet. Az adósságráta 2015-ös csökkenését az egyedi tényezők adósságnövelő hatásai nehezítik. Ezzel szemben jövőre kedvezőbb EU-forrás-beáramlással számolunk, továbbá az adósságcsökkenést a tartósan többletet mutató elsődleges költségvetési egyenleg, a fokozatosan mérséklődő kamatkiadások és a gazdasági növekedés hosszabb távon is támogathatják. A várhatóan továbbra is negatív nettó devizakibocsátás következtében az államadósság devizaaránya 2017 végére 25 százalék alá csökkenhet. A zsugorodó devizaarány tovább mérsékelheti hazánk külső sérülékenységét.

5-11. ábra: Az adósságpálya várható alakulása – előretekintve változatlan, 2014. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

5-1. keretes írás: Az európai uniós támogatások alakulása

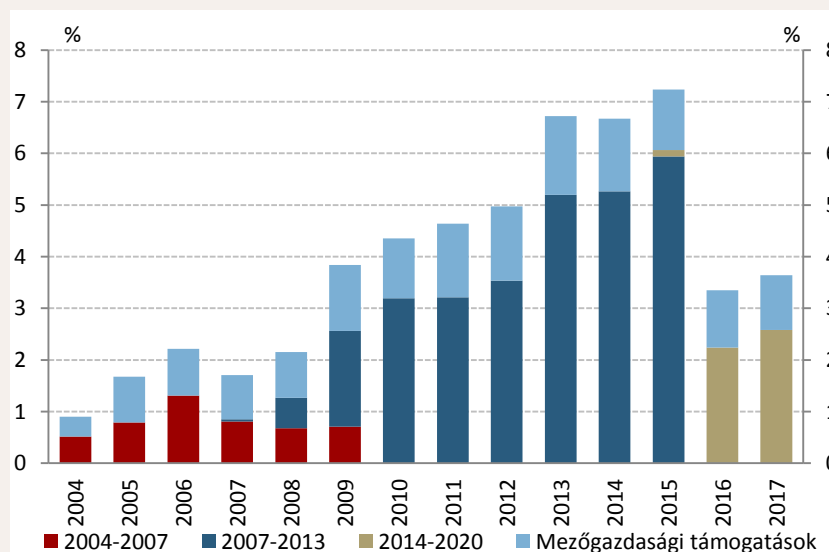
Az EU-támogatások szabályozása szerint a 2007–2013-as pénzügyi időszakhoz kapcsolódóan 2015 év végéig valósulhatnak meg projektek. 2014-ben és 2015-ben a lezáruló pénzügyi időszakhoz kapcsolódó összes pályázati forrás 40 százalékát használja fel Magyarország, ami 2014-ben a GDP 5, 2015-ben pedig 6 százalékával megegyező forrásbeáramlást eredményezett (mezőgazdasági támogatások nélkül számítva). Az elmúlt hónapok adatai alapján úgy látjuk, hogy a korábbi feltételezésekkel szemben 2016-ra lényegében egyáltalán nem csúszik át kifizetés a lezárult pénzügyi ciklusból, hanem az idei kifizetések magasabbak lesznek a korábban gondoltnál is. Ez azt is jelenti, hogy **várhatóan nem következik be forrásvesztés a 2007–2013-as pénzügyi ciklusból**, bár egyes vitás kérdések még befolyásolhatják a végső kimenetet.

Amellett, hogy az előző pénzügyi ciklus támogatásait az elmúlt két évnek köszönhetően teljes mértékben igénybe tudta venni Magyarország, **a 2014–2020-as új pénzügyi időszakhoz kapcsolódóan a tervek kisebb támogatást, fokozatos felfutást feltételeztek. Azonban e tervekhez képest is elmaradás tapasztalható a felhasználásban**, amiben több tényező is közrejátszott. Egyrészt az adminisztratív kapacitásokat vélhetően lekötötte az előző ciklus projektjeinek lezárása és a forrásvesztés elkerülése érdekében kifejtett erőfeszítések, másrészt a 2013–2015. évi hatalmas kifizetések a potenciális projektek, pályázók körét is elapasztotta. **A támogatások igénybevételének felgyorsítása érdekében a kormány ezen akadályok elhárítására törekszik.** Ennek első lépése az a határozat volt, amelynek értelmében az új pénzügyi ciklus valamennyi pályázatát 2017 közepéig ki kívánja írni a kormányzat. Másrészt 2015. november 5-én nyolcpontos intézkedéscsomagot jelentettek be, amely többek között az állami projektek gyorsítását tartalmazza, illetve új potenciális pályázókat céloz meg és a szabályalapon a legtöbb visszatérítendő forrás mellé vissza nem térítendő EU-forrást is rendel.

A kormányzati intézkedések hozzájárulhatnak az uniós támogatások igénybevételének gyorsításához, de 2016-ban várhatóan ennek ellenére is jelentősen csökken a befolyó uniós támogatások nagysága. Előrejelzésünk szerint az uniós támogatások (mezőgazdasági támogatások nélkül) a GDP 6 százalékáról annak 2,5 százaléka alá csökkenhetnek, azaz nominálisan az 1000 milliárd forintot is meghaladhatja a visszaesés. A csökkenés nagyobb része az államháztartást érinti (mert az összes támogatásból is nagyobb arányban részesül), de jelentősen csökken a magánszektor által várhatóan igénybe vett összeg is. Mindez az állami és a magánberuházásokra erőteljes negatív hatást gyakorol, de egyes területeken a folyó kiadásokat is csökkenti.

2016 után a kormányzati tervekkel összhangban az uniós támogatások ismételt növekedésére számítunk. Az új ciklusban számottevő különbséget jelenthet, hogy alacsonyabb arányú a közvetlen kormányzati részvétel. Amíg a korábbi pénzügyi időszakban a pályázható források aránya nagyjából 70–30 arányban oszlott meg a kormányzati szektor és a magánszektor között, addig az arány most körülbelül 60–40-re változhat az egyes operatív programokban meghatározott tematikus célok alapján.

5-12. ábra: Az európai uniós források mértéke a különböző költségvetési ciklusokból



Megjegyzés: A 2004–2006-os ciklusból áthúzódó források mértéke MNB-becslés.

Forrás: MNB

6. KIEMELT TÉMÁK

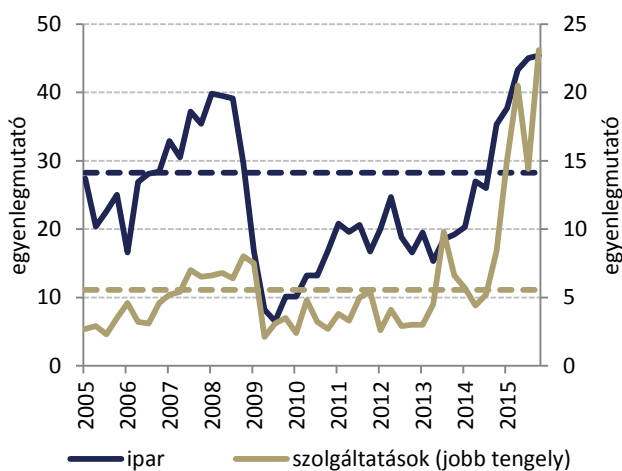
6.1. A munkaerőpiaci feszesség mögötti heterogenitás

Az elmúlt negyedévekben egyre több jelzés érkezett a vállalatok által érzékelt munkaerőhiány erősödéséről. A munkaerőpiaci feszesség emelkedése aggregált adatokon vizsgált összefüggések alapján a versenyszféra bérdinamikájának erősödéséhez kell, hogy vezessen. A munkaerőpiac azonban több dimenzió mentén szegmentált, és az egyes részipiacokon jelentkező eltérő mértékű munkaerőhiány az aggregált bérdinamikát csak mérsékelten befolyásolja. Emellett a részmunkaidős foglalkoztatottak körében rejlenek még tartalékok, melyek kiaknázásával a vállalatok kielégíthetik munkakeresletüket. Végül rövid távon a gazdasági növekedés lassulása is fékezheti a bérdinamikát. Így előrejelzésünkben a munkaerőpiaci feszesség növekedése csak mérsékelt emelkedést eredményezhet a nominális bérdinamikában.

6.1.1. A munkaerőhiány növekedése

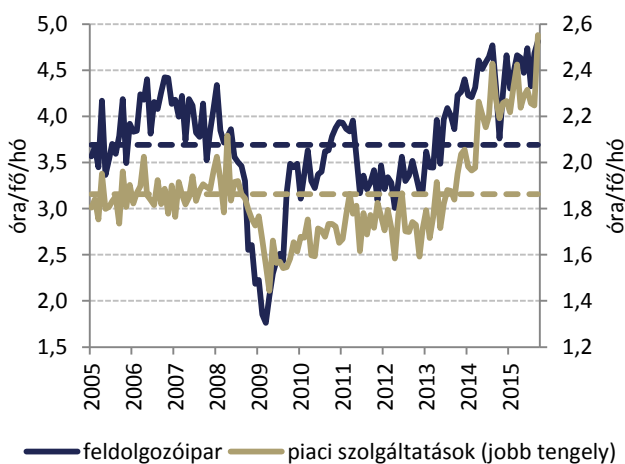
Az elmúlt időszakban számos indikátor arra utal, hogy a vállalatok a munkaerőhiány növekedését érzékelik. Egyrészt az ESI (Economic Sentiment Indicator) felmérése alapján 2014 eleje óta mind az iparban, mind a szolgáltató szektorban egyre több vállalat jelöli meg a munkaerőhiányt a termelés fő korlátjaként (6-1. ábra). Másrészt a túlórák száma 2013 eleje óta folyamatosan növekedett a versenyszféra vállalatainál (6-2. ábra).

6-1. ábra: Munkaerőhiány mint a termelés fő korlátja



Forrás: Európai Bizottság

6-2. ábra: Ledolgozott túlórák a versenyszférában

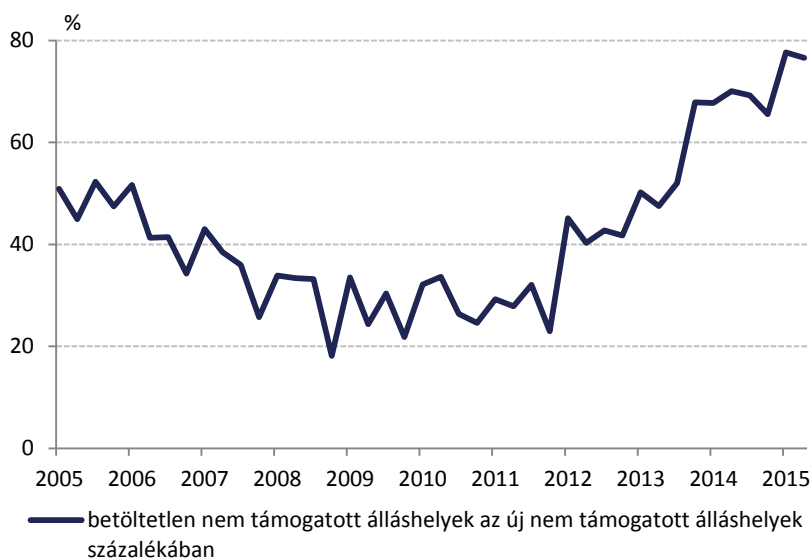


Forrás: KSH

Emellett a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (továbbiakban: NFSZ) adatai alapján a negyedév végén **betöltetlen** nem támogatott álláshelyek száma az utóbbi években folyamatosan növekedett, 2015 harmadik negyedévének végén a kiírt nem támogatott álláshelyek közel 80 százaléka maradt betöltetlen (6-3. ábra).

A munkaerőhiány erősödését a statisztikai indikátorok mellett a vállalati felmérések is jelzik. Például a ManpowerGroup 2015-ös Hiányszakma Felmérése alapján a vállalatok nagy részének szakemberhiány miatt vannak betöltetlen pozíciói, és évről évre nehezebb számukra megtalálni a megfelelő szakembereket a munkaerőpiacon. **Jelentősen növekedett idén azon válaszadók száma, akik a jelentkezők hiányában látják a legfőbb okát annak, hogy üres álláshelyeik betöltetlenek.** Emellett nagymértékben emelkedett azok száma is, akik a vállalat kedvezőtlen földrajzi elhelyezkedése miatt nem találnak megfelelő szakembereket.

6-3. ábra: A betöltetlen álláshelyek aránya a versenyszférában



Forrás: NFSZ

6.1.2. Munkaerőpiaci feszességi mutatók alakulása

A munkaerőhiány a munkaerőpiac feszességének növekedését is jelentheti. A munkaerőpiac feszessége alapvetően azt méri, hogy hány álláskereső versenyez egy-egy szabad álláshelyért. A munkaerőpiac feszességének meghatározására a versenyszféra munkaerőigényét az NFSZ által közölt rendelkezésre álló nem támogatott álláshelyek számával¹⁴ vagy a Központi Statisztikai Hivatal (továbbiakban KSH) intézményi munkaügyi felméréséből származó üres álláshelyek¹⁵ számával adhatjuk meg. Míg a KSH intézményi felmérése alapján 2013 eleje óta – a válság utáni mélypontról – folyamatos ütemben növekedett a versenyszféra munkaerőigénye, addig az NFSZ statisztikája alapján az erőteljesebb emelkedést követően az utóbbi években lassabb növekedési trend volt megfigyelhető.

A két statisztika utóbbi időben tapasztalt eltérése két tényezőtől adódhat. Egyrészt az NFSZ statisztikája csak azokat az álláshelyeket tartalmazza, amelyeket a munkaügyi központokban bejelentettek. Az álláshelyek bejelentése kötelező, azonban ennek elmulasztása nem jár szankcióval. Emiatt elképzelhető, hogy ez a statisztika a munkakeresletnek csak egy részét reprezentálja. A KSH intézményi adatait statisztikai adatfelvétel keretében gyűjtik, így szélesebb körben mutathatja a munkaerőigény alakulását. Ugyanakkor a felmérés az 5 fő alatti vállalkozásokat nem tartalmazza (igaz, ők a bérstatisztikában sem szerepelnek). További különbség a kétféle statisztika között, hogy a KSH adata jelenleg ismert következő negyedévben megüresedő vagy újonnan létesítendő álláshelyeket is tartalmazza.

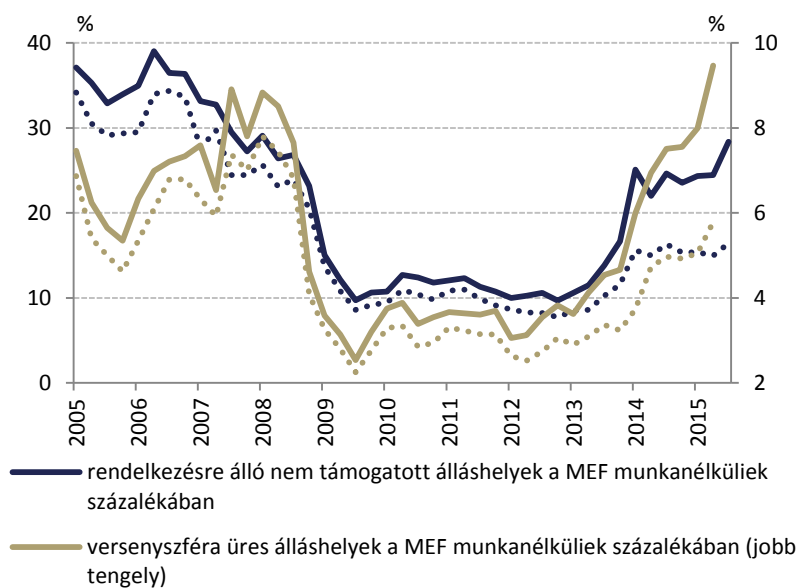
A munkaerőpiaci feszesség meghatározásakor a kihasználatlan munkaerő-kapacitás mértékét legegyszerűbben a munkanélküliek számával adhatjuk meg, hiszen ők azok, akikkel a vállalati szektor munkaerőigénye rövid távon kielégíthető. A KSH Munkaerő-felméréséből (továbbiakban MEF) származó munkanélküliek száma 2013 óta szinte folyamatosan csökken; 2015 harmadik negyedévében 36 százalékkal volt alacsonyabb, mint 2013 első negyedévében, és így elérte a válság előtti szintjét.

A fenti adatokból számolt feszességi mutatók alapján a válság utáni laza munkaerőpiaci környezetet követően **2013 eleje óta egyre feszesebbé vált a munkaerőpiac**, amihez a versenyszféra munkaerőigényének növekedése és a kihasználatlan munkaerő-kapacitás csökkenése egyaránt hozzájárult. A két mutató jelenlegi szintje azonban eltérő képet fest a munkaerőpiacról; **míg az NFSZ álláshely adataival számolt munkaerőpiaci feszesség megközelítette a válság előtt tapasztaltat, addig a KSH álláshelyadatait használva már feszesebbnek tűnik a munkaerőpiac, mint a válság előtt (6-4. ábra).**

¹⁴ Az előző negyedév végi betöltetlen nem támogatott álláshelyek és a tárgynegyedév folyamán bejelentett új nem támogatott álláshelyek összege.

¹⁵ A tárgynegyedév utolsó napján meglévő megüresedett vagy újonnan létesített álláshelyek, illetve a tárgynegyedév utolsó napját követő 3 hónapon belül megüresedő vagy újonnan létesítendő és már ismert álláshelyek.

6-4. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutatók alakulása



Megjegyzés: A szaggatott vonal a közfoglalkoztatottakkal korrigált munkaerőpiaci feszességi mutatókat jelöli.

Forrás: NFSZ, KSH, MNB-számítás

A munkanélküliség csökkenéséhez a 2013 eleje óta megnövekedett közfoglalkoztatás jelentősen hozzájárult, így a munkaerőpiaci feszesség alakulásáról alkotott képünket a megnövekedett közfoglalkoztatás is befolyásolja. **Ha úgy ítéljük meg, hogy a munkanélküliek mellett a mindenkor közfoglalkoztatottak is potenciális munkaerő-kapacitást jelenthetnek a versenyszféra vállalatai számára, akkor a munkaerőpiaci feszesség továbbra is jócskán elmaradhat a válság előtti mértékétől,** mindkét feszességi mutató alapján (6-4. ábra).

6.1.3. A munkaerőpiaci feszesség hatása a bérdinamikára

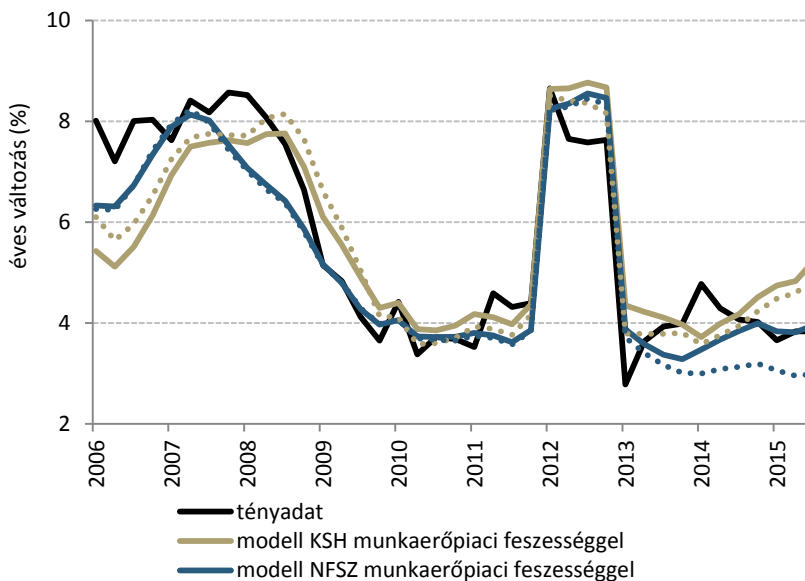
A munkaerőpiaci feszesség növekedése erősítheti a nominális bérdinamikát. Feszesebb munkaerőpiaci környezetben ugyanis kevesebb pályázó jelentkezik relatíve több álláshelyre, ami a munkavállalók pozícióját erősíti a bértárgyalások során.

Ökonometriai vizsgálataink alapján szignifikáns kapcsolat áll fenn a munkaerőpiaci feszessége és a bérdinamika között a versenyszférában. Mindkét – fentiekben bemutatott – feszességi mutatót használva olyan regressziót becsültünk, amelyekben a nominális bérek (w_t) növekedési ütemét a munkapiaci feszesség (θ_t) mellett a Reuters-felmérésből származó inflációs várakozások (π_t^e) és a munkatermelékenység (Y_t/L_t) dinamikájának alakulásával magyaráztuk, emellett dummy változók ($minw_{it}$) ragadják meg a jelentősebb minimálbér-emelések hatásait:

$$\Delta \log(w_t) = \mu + \alpha * \theta_t + \beta * \pi_t^e + \gamma * \Delta \log\left(\frac{Y_t}{L_t}\right) + \sum_i \delta_i * minw_{it} + \epsilon_t.$$

A becsült együtthatók legalább 10 százalékos szignifikanciaszinten szignifikánsak. A modellek alapján a munkaerőpiaci feszesség 2014-re a ténylegesen megfigyeltnél 0,2–0,5 százalékponttal alacsonyabb bérdinamikát sugallt volna, a közfoglalkoztatottakkal korrigált feszességi mutatókkal becsült modellek pedig 0,4–1,2 százalékponttal alacsonyabb 2014-es bérdinamikát adtak volna (6-5. ábra). Ezzel szemben 2015-re az NFSZ álláshely adataival számolt munkaerőpiaci feszesség a tényadathoz hasonló, a KSH álláshely adataival számolt munkaerőpiaci feszesség pedig annál jóval magasabb nominális bérdinamikával lenne konzisztens a modellek alapján. Összességében tehát **a rendelkezésre álló munkaerőpiaci feszességi indikátorok jelezhetnek bizonyos mértékű bérdinamika emelő hatást, azonban ennek pontos mértéke a mutatók statisztikai bizonytalanságai miatt nehezen ítélnélhető meg.**

6-5. ábra: A modellekkel becült nominális bérdinamika



Megjegyzés: A szaggatott vonal a közfoglalkoztatottakkal korrigált munkaerőpiaci feszességi mutatókkal becült modelleket jelöli. A munkaerőpiaci feszesség az NFSZ rendelkezésre álló nem támogatott álláshelyek a MEF munkanélküliek százalékában, illetve a KSH üres álláshelyek a MEF munkanélküliek százalékában.

Forrás: NFSZ, KSH, MNB-számítás

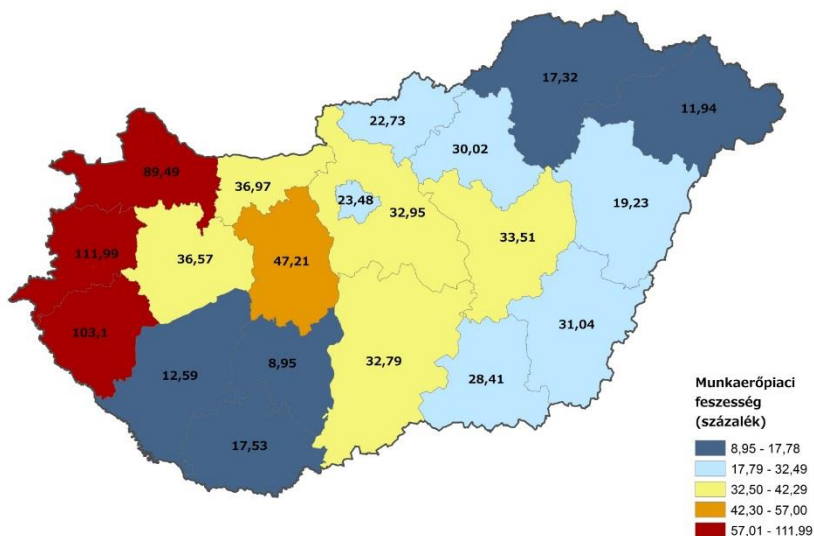
6.1.4. A munkaerőpiaci feszesség alakulását árnyaló tényezők

A munkaerőpiaci feszességről alkotott, aggregált adatokon alapuló képet árnyalja, hogy **a munkaerőpiac erősen szegmentált mind földrajzi elhelyezkedés, mind képzettségi szint tekintetében. Emiatt a munkaerőpiac egyes részpiacain megfigyelt eltérő mértékű feszesség az aggregált bérdinamikára csak mérsékelt hatást gyakorolhat.** Ezért fontos megvizsgálni, hogy a munkaerőhiány, illetve a munkaerőpiaci feszesség emelkedése mennyire tekinthető általános jelenségnek, valamint hogy az egyes részpiacokon jelentkező eltérő mértékű munkaerőpiaci feszesség mennyire befolyásolja az aggregált bérdinamikát. Ehhez az NFSZ álláshely adatait használjuk, mivel ez áll rendelkezésre megfelelő területi és képzettségi bontásban.

- **Területi heterogenitás**

A munkaerőpiaci feszesség szinte az összes megyében növekedett az utóbbi években, azonban a megyék közötti eloszlás jelentős eltéréseket mutat. A munkaerőpiaci feszesség három megyében magasan átlag feletti, viszont Budapesten és öt megyében enyhén, további öt megyében pedig jelentősen elmarad attól. Míg például Vas és Zala megyében kevesebb, mint egy munkanélküli jut egy üres álláshelyre, addig Tolna megyében több mint 11. Mind a munkaerőpiaci feszesség szintje, mind a növekedésének dinamikája azt mutatja, hogy **a nyugat-dunántúli megyékben a legnehezebb munkaerőt találni** (6-6. ábra). A betöltetlen nem támogatott álláshelyek foglalkoztatáshoz viszonyított aránya is mindegyik régióban jelentősen növekedett az elmúlt években, az utóbbi két évben Nyugat-Dunántúlon és Észak-Alföldön kiugróan magasan alakult.

6-6. ábra: A munkaerőpiaci feszesség területi heterogenitása

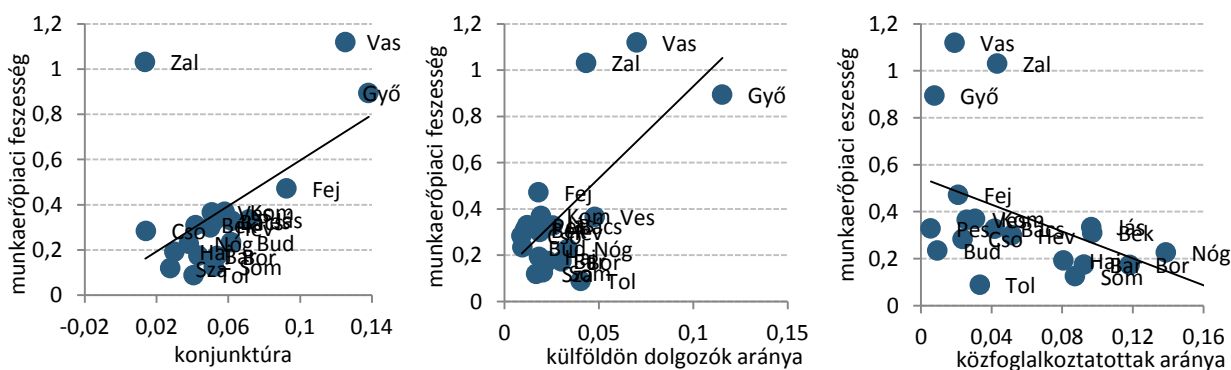


Megjegyzés: A munkaerőpiaci feszesség az NFSZ rendelkezésre álló nem támogatott álláshelyek a MEF munkanélküliek százalékában. 2015. harmadik negyedévi szezonálisan igazított adatok. A súlyozatlan megyei átlag 37,39 százalék. Az országos átlag 28,3 százalék.

Forrás: NFSZ, KSH, MNB-számítás

A munkaerőhiány területi különbségeihez több tényező is hozzájárulhat. Egyrészt a konjunktúrafolyamatok megyénként eltérően alakulnak, másrészt a munkakínálatot befolyásoló tényezők – a külföldi munkavállalás és a közfoglalkoztatási programok – is eltérő intenzitásúak lehetnek a különböző megyékben (6-7. ábra). A közfoglalkoztatottak aktívakhoz viszonyított aránya a leghátrányosabb helyzetű régiókban (Észak-Alföldön és Észak-Magyarországon) a legnagyobb. Emellett Nyugat-Dunántúlon a legmagasabb a (magyarországi háztartással rendelkező) külföldön dolgozók aktívakhoz viszonyított aránya. A Munkaerő-felmérésben megjelenő külföldi munkavállalás közel harmadát három, az osztrák határhoz közeli megye (Győr-Moson-Sopron, Vas és Zala) adja. Ez azt jelzi, hogy a magasabb bérszínvonallal rendelkező Ausztria elszívja a munkaerőt erről a területről.

6-7. ábra: A munkaerőpiaci feszesség megyei különbségeihez hozzájáruló tényezők



Megjegyzés: A munkaerőpiaci feszesség az NFSZ rendelkezésre álló nem támogatott álláshelyek a MEF munkanélküliek százalékában. 2015. harmadik negyedévi szezonálisan igazított adatok.

Forrás: NFSZ, KSH, MNB-számítás

E hatások számszerűsítése érdekében olyan panel regressziót becsültünk, amelyekben a megyei munkaerőpiaci feszességet (θ_{it}) a megyei konjunktúra (y_{it}), külföldön dolgozók aránya ($kulf_{it}$) és közfoglalkoztatottak aránya ($kozf_{it}$) magyarázza. A modell emellett megyei (μ_i) és időbeli (δ_t) fix hatásokat is tartalmaz egyéb nem specifikált hatások megragadására. A megyei konjunktúrát mérő indikátor a területi szintű ipari és építőipari termelés, valamint

kiskereskedelmi forgalom volumenindexének súlyozott átlaga (az egyes megyékre jellemző ágazati összetételt tükröző súlyokkal). A külföldön dolgozók és a közfoglalkoztatottak aktívához viszonyított aránya a MEF-ből származik. 2008-2015 közötti negyedéves adatokon az alábbi eredmények adódtak (az együtthatók szignifikánsan különböznek nullától, a kiegészített R^2 értéke 0,761):

$$\theta_{it} = \mu_i + \delta_t + 0,35y_{it} - 1,71kozf_{it} + 4,20kulf_{it} + \epsilon_{it}.$$

Az eredmények megerősítik, hogy a fent említett tényezők mind hozzájárulnak a munkaerőpiaci feszesség területi különbségeihez. Azokban a megyékben, amelyekben magasabb a külföldön dolgozók aktívához viszonyított aránya, illetve amelyekben erősebb a konjunktúra, ott feszesebb a munkaerőpiac. Ugyanakkor a magasabb közfoglalkoztatási aránnyal rendelkező megyékre összességében alacsonyabb munkaerőpiaci feszesség jellemző. Ez nem oksági kapcsolatot mutat, csupán azt jelzi, hogy azokban a megyékben, amelyekben magasabb a kihasználatlan munkaerő-kapacitás munkakinálathoz viszonyított aránya, ott nagyobb szerepet kap a közfoglalkoztatás (6-7. ábra).

A fentiek alapján a munkaerőpiac feszessége területileg nagyon heterogén. Néhány megyében már kiemelkedően feszes a munkaerőpiac, ugyanakkor az ország jelentős részén még számottevő munkaerő-tartalék maradt. Azonban a rendelkezésre álló empirikus vizsgálatok alapján Magyarországon a bérek helyi munkanélküliségre való érzékenysége nemzetközi összevetésben kicsi¹⁶. Ez alapján **a helyi munkaerőpiaci feszesség hatása a helyi bérekre mérsékelt lehet, a bérezés alakulására inkább országos tényezők hathatnak**. A bérek tehát nem biztosítják a munkaerőkereslet és -kínálat egyensúlyát minden egyes részpiacon. Ez konzisztens a bérmeghatározást leíró főbb munkaerőpiaci mikromodellekkel, melyekben még aggregált szinten sem garantált, hogy a bérek egyensúlyba viszik a munkaerőpiacot.

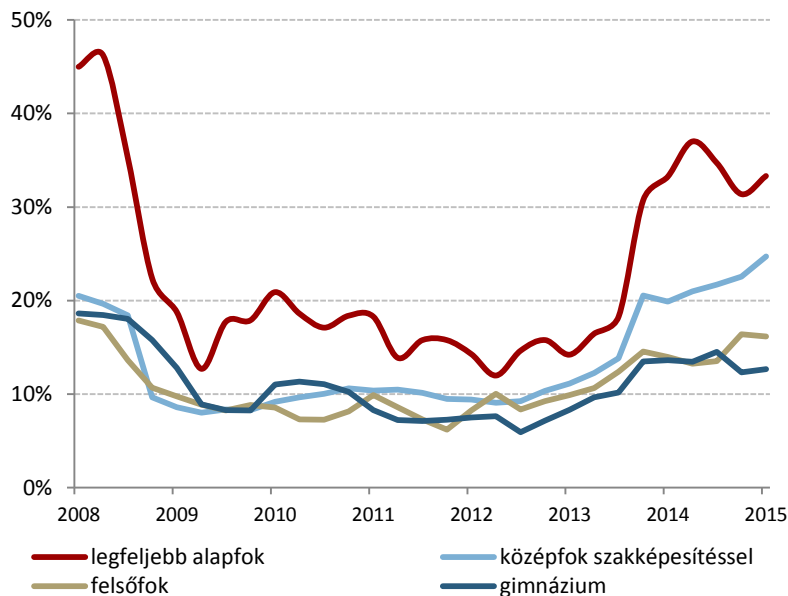
- **Képzetségbeli heterogenitás**

Jóllehet **a munkaerőpiac mindegyik képzettségi kategóriát vizsgálva feszesedett az utóbbi években, azonban továbbra is jelentős különbségek figyelhetők meg a különböző képzettségi kategóriák között a munkaerőpiaci feszesség tekintetében** (6-8. ábra). A középfokú szakképesítéssel rendelkezők körében a munkaerőpiaci feszesség már jócskán meghaladja a válság előtt tapasztaltat. Ezzel szemben a magasabb végzettségűek (felsőfokú, gimnázium) körében a munkaerőpiac még kevésbé feszes, mint a válság előtt. Emellett **a legfeljebb alapfokú végzettséggel rendelkezők körében** a munkaerőpiaci feszesség még nem érte el a válság előtti szintet, jóllehet náluk **a legfeszesebb a munkaerőpiac**.

Mivel a közfoglalkoztatottak aktívához viszonyított aránya a legfeljebb alapfokú végzettségűek, valamint a középfokú szakképesítéssel rendelkezők körében a legnagyobb, így **az alacsonyan képzettek munkaerőpiaci feszességének növekedéséhez a közfoglalkoztatás kiterjesztése is érdemben hozzájárult**. Ezt erősíti meg az is, hogy a fentiekhez hasonló módon becslés panel regresszió alapján a közfoglalkoztatás mértéke érdemben hozzájárul a munkaerőpiaci feszesség képzettségi kategóriák közötti különbségéhez. Ugyanakkor **mivel az alacsonyabb végzettséggel rendelkezők – részben közfoglalkoztatottak – bérszintje alacsonyabb, így a körükben jelentkező munkaerőpiaci feszesség növekedés az átlagbérrre csak mérsékeltlen hathat**.

¹⁶ Több tanulmány is erre a következtetésre jut, például Iara, A. – Traistaru, I. (2004): How flexible are wages in EU accession countries? *Labour Economics*, vol. 11, no. 4, pp. 431-450, továbbá Blanchflower, D. G. (2001): Unemployment, Well-Being, and Wage-Curves in Eastern and Central Europe, *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 15, no. 4, pp. 364-402.

6-8. ábra: A munkaerőpiaci feszesség képzettségbeli heterogenitása



Megjegyzés: A munkaerőpiaci feszesség az NFSZ rendelkezésre álló nem támogatott álláshelyek a MEF munkanélküliek százalékában.

Forrás: KSH, NFSZ, MNB-számítás

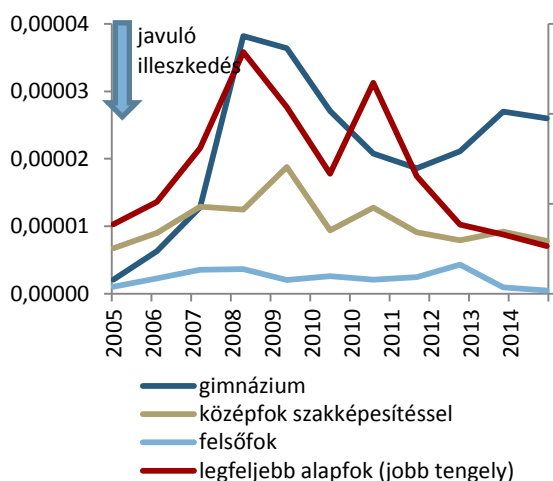
• Munkaerő-kereslet és -kínálat illeszkedése

A munkaerőpiaci feszesség megítélésekor a munkaerő-kereslet és -kínálat szerkezeti eltéréseit is figyelembe kell venni, hiszen a munkaerőpiac különböző – például képzettség vagy földrajzi elhelyezkedés szerinti – részpiacain jelentkező álláskeresőket közvetlenül nem versenyeznek egymással az álláshelyekért. Ha a munkaerőpiac feszesedése a munkaerőpiaci illeszkedés javulásából adódik, akkor kisebb béralkalmazkodásra számíthatunk.

Az Estevao-Tsounta (2011) cikkében publikált SMI (skill mismatch index)¹⁷ alapján számolt regionális illeszkedési problémák mérésére alkalmas RMI (regional mismatch index) azt mutatja meg, hogy egy adott képzettségi csoportban mennyire tér el a munkaerő-kereslet és -kínálat területi megoszlása (6-9. ábra). A mutató alapján a munkaerőpiaci illeszkedés javulása leginkább a közfoglalkoztatottak körében erősebben reprezentált legfeljebb alapfokú végzettségűeknek volt köszönhető az utóbbi években. Ezzel szemben, a közfoglalkoztatás hatását kiszűrve hasonló elmozdulást nem láthatunk (6-10. ábra). Tehát e tényező egyelőre kevésbé tompíthatja a munkaerőpiaci feszesség bérekre gyakorolt hatását.

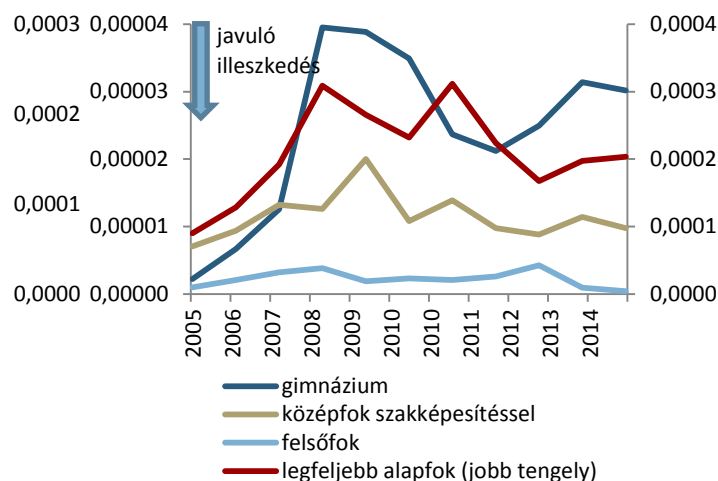
¹⁷ Erről bővebben lásd Jelentés az infláció alakulásáról, 2013. június, 6-1. keretes írás.

6-9. ábra: Az RMI alakulása



Forrás: KSH, MNB-számítás

6-10. ábra: Az RMI alakulása a közfoglalkoztatottak (és a külföldön dolgozók) figyelembe vétele nélkül



Forrás: KSH, MNB-számítás

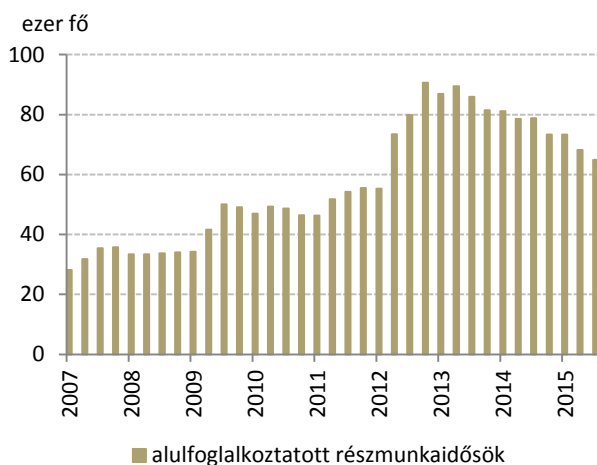
6.1.5. A nominális bérdinamika erősödése ellen ható makroszintű tényezők

A munkaerőpiac szegmentáltsága alapján azzal érveltünk, hogy az aggregált munkaerőpiaci feszesség csak mérsékelten emelheti a bérdinamikát. Emellett továbbra is azonosíthatók olyan makroszintű tényezők, amelyek a munkaerőpiaci feszesség növekedése mellett is a nominális bérdinamika mérsékelt emelkedése irányába hatnak.

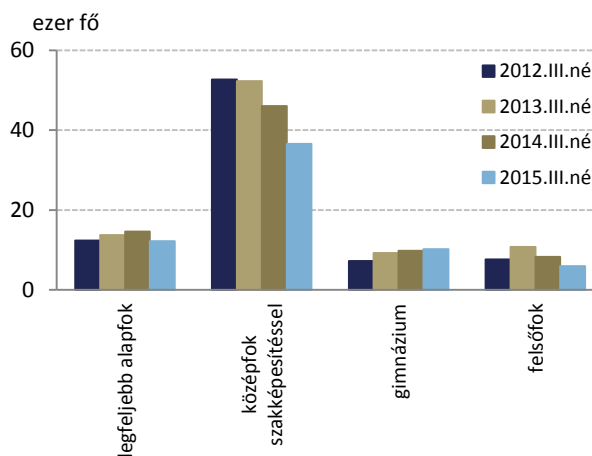
- **Potenciális munkaerő-tartalék**

A munkaerő kapacitáskihasználtságának növekedéséhez a vállalatok a részmunkaidőben foglalkoztatottak ledolgozott munkaóráinak emelésén keresztül is alkalmazkodhatnak. Ezt támasztja alá az is, hogy az alufoglalkoztatott részmunkaidősök – azok a részmunkaidőben foglalkoztatottak, akik saját bevallásuk szerint szeretnének magasabb munkaidőben dolgozni – létszáma 2013 eleje óta folyamatosan csökken. Számuk 2015 harmadik negyedében közel 65 ezer főt tett ki, legnagyobb részük középfokú szakképesítéssel rendelkezik (6-11. ábra). Ők továbbra is potenciálisan mozgósítható tartalékot jelentenek, hiszen a munkaerőhiány további növekedése esetén viszonylag rövid távon bevonhatóak a termelésbe. **Ezáltal viszont a munkaerőpiac feszesedése mellett is mérsékelt maradhat a nominális bérdinamika.**

6-11. ábra: Az alufoglalkoztatott részmunkaidősök száma és képzettség szerinti megoszlása



Forrás: KSH



Forrás: KSH

- **Vállalati viselkedés**

Előrejelzésünkben jövőre a gazdasági növekedés lassulására számítunk, ami miatt mérséklődhet a munkaerő-kereslet növekedésének dinamikája. **Elképzeltető, hogy** mivel a gyenge szakszervezeti intézmény miatt nálunk a munkaadói oldal ereje jóval nagyobb, a bértárgyalások során **a vállalatok a munkaerőhiány növekedésének érzékelése ellenére továbbra is kivárhatnak a béremeléssel a bizonytalan gazdasági környezet miatt.**

6.1.6. Összegzés

Összességében előrejelzésünkben a feszesebbé vált munkaerőpiac és az emelkedő inflációs várakozások alapján a nominális bérdinamika fokozatos erősödését várjuk. Az aggregált munkaerőpiaci feszesség növekedése mellett azonban azonosítható több olyan tényező is, amely a nominális bérdinamika csupán mérsékelt emelkedésének irányába mutat. Egyrészt a munkaerőpiac erősen szegmentált mind földrajzi elhelyezkedés, mind képzettségi szint tekintetében, emiatt a munkaerőpiac egyes részpiacain megfigyelt eltérő mértékű feszesség az aggregált bérdinamikára csak mérsékelt hatást gyakorolhat. Másfelől a munkaerő kapacitáskihasználtságának növekedéséhez a vállalatok a részmunkaidőben foglalkoztatottak ledolgozott munkaóráinak emelésén keresztül is alkalmazkodhatnak. Emellett a vállalatok a munkaerőhiány növekedésének érzékelése ellenére továbbra is kivárhatnak a béremeléssel a bizonytalan gazdasági környezet miatt. A munkaerőpiac felől érkező inflációs nyomás azonban jelentősebb lehet abban az esetben, ha a vállalatok a hiányzó munkaerő megszerzése érdekében bérversenybe kezdenek, hiszen így erőteljesebb lehet a nominális bérdinamika.

6.2. Tartósan csökkenhet a reálkamat Magyarországon

A gazdasági szereplők döntéseire hatással van a reálkamat mértéke, így ennek alakulása kiemelt jelentőségű a monetáris politika vitele szempontjából. A globális reálkamatok az elmúlt évtizedekben számottevően csökkentek, amely tendenciát a 2008-ban kezdődő globális válság tovább erősített. Az aktuális válság elhúzódó jellege és néhány hosszabb távú, strukturális hatás még inkább felértékelte a tartósan alacsony reálkamat jelentőségét a monetáris politikai döntésekben. A hazai reálkamatok a kezdetben magas sérülékenység mellett csak lassan csökkentek, majd az elmúlt években a sérülékenység csökkenésével a kamatcsökkentési ciklust követően már enyhén negatív tartományba kerültek. A piaci várakozások alapján a hazai reálkamat $-1,5$ százalék közelébe süllyedhet, ami a korábbi válságtapasztalatoknak megfelelő ösztönzést adhat a reálgazdaságnak, segítve az inflációs cél tartós elérését.

6.2.1. A reálkamat szerepe a jegybanki döntésekben

A jegybankok monetáris politikájuk alakítása során az irányadó kamat nominális szintjéről döntenek. Ugyanakkor a **gazdasági szereplők viselkedését nem a nominális kamatszint, hanem leginkább annak inflációtól megtisztított mértéke, az úgynevezett reálkamat befolyásolja.** Ennek megfelelően a monetáris politika vitelében a reálkamatok megítélésének központi szerepe van. Csökkenő reálkamat esetén a háztartások és a vállalatok vonzóbbnak értékelik a jelenbeli fogyasztás és beruházás lehetőségét, így azok elhalasztása helyett döntéseikkel már rövid távon élénkítik az aggregált keresletet. Szintén a gazdaság élénkülését eredményezi, hogy alacsonyabb reálkamatok mellett az eszközárak is növekedésnek indulhatnak, ami az ezzel párhuzamosan növekvő vagyoneértéken keresztül (akár pénzügyi eszköz, akár fedezet formájában) ösztönözheti a fogyasztási és beruházási célú kiadásokat. Végezetül kis, nyitott gazdaságban a reálkamat eszközallokációra gyakorolt hatása is fontos tényező. A reálkamat csökkenése mellett a belföldi és külföldi eszközök közötti átcsoportosítás a nominális árfolyam leértékelődését okozhatja.

A válságot követő években erős defláció kezdődött a globális gazdaságban. A gazdaságok széles körében az infláció mélyen a jegybanki célértékek alatt, többnyire 0 százalék közelében alakult. **Az alacsony inflációs környezetben a jegybankok döntéseiben meghatározó elemmé vált az aggregált kereslet (vagy számos esetben az árfolyam) reálkamatokon keresztül történő ösztönzése az inflációs célok elérése érdekében.**

6.2.2. A gazdasági szereplők számára releváns reálkamat

Általánosan igaz, hogy a **jelenbeli döntéseket a jövőre vonatkozó várakozások határozzák meg, így a reálkamat-mutatók esetében az úgynevezett előretekintő, inflációs várakozásokkal korrigált értékek vizsgálata bír kiemelt jelentőséggel.** Ezek megítélését azonban nehezíti, hogy az egyes szereplők esetében a releváns reálkamat mértéke a döntési helyzet függvényében mind a számításhoz használt nominális kamat, mind az árszínvonal változását megragadó árindexek függvényében különbözhet.

Míg egy megtakarítást mérlegelő háztartás számára a fogyasztói inflációval számított, jellemzően rövidebb betéti kamatokból és pénzpiaci hozamokból számított reálkamat értéke releváns lehet, addig egy beruházást – és esetlegesen ahhoz kapcsolódó hitelfelvételt – tervező vállalkozás számára már a gazdaságot általában jellemző árszint-változásokkal (erre a legjobb közelítés a GDP-deflátor értéke lehet) korrigált hosszabb távú hitelkamatokból számított reálkamat vagy reáltőkeár költség lehet meghatározó.

6.2.3. Az elmúlt 30 évben általános tendenciává vált a világban a reálkamatok süllyedése

A szakirodalom a reálkamatot meghatározó tényezőket alapvetően három csoportba sorolja. Általánosan megállapítható, hogy minden időhorizonton a finanszírozási források iránti igény (beruházások), valamint azok kínálata (megtakarítások) által meghatározott egyensúly alakítja a kamatkörnyezetet. Emellett fontos megjegyezni, hogy az elmúlt évtizedekben az árupiacok mellett a pénzügyi piacok is egyre integráltabbá váltak, ezért az adott gazdaság jellemzői mellett a globális gazdasági környezetben zajló elmozdulásokat is érdemes vizsgálni.

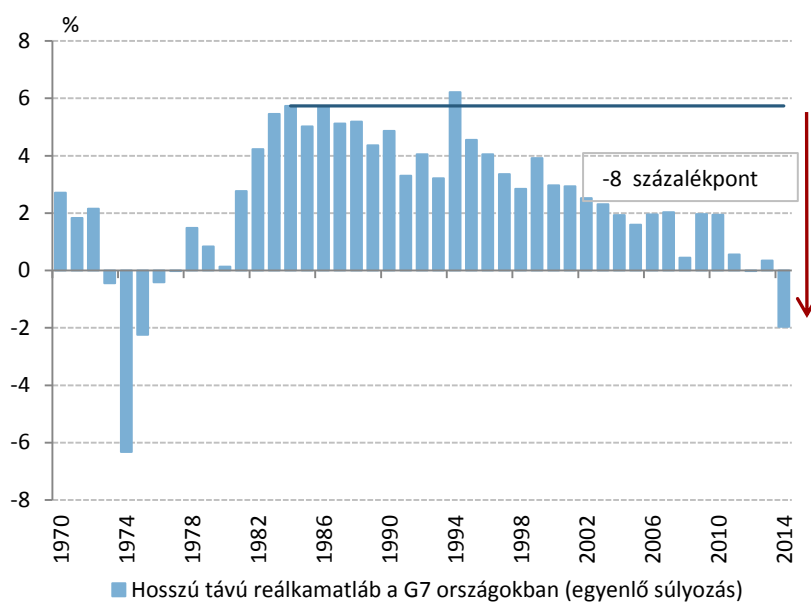
Hosszú távon (az üzleti ciklusok körülbelül 8–10 éves horizontját meghaladó időtávon) **a reálkamat leginkább a gazdaság hosszú távú növekedési képességét meghatározó strukturális tényezők függvénye.** Ezek között a **legfontosabb a demográfia és a termelékenység változása** lehet. Az elmúlt évtizedekben, különösen a fejlett országokban mind a demográfiai trendek romlása, mind a termelékenység egyre lassabb növekedése a reálkamatok csökkenését okozta. Emellett érdemes megemlíteni az elmúlt évek kutatásai alapján a hosszabb távú gazdasági növekedést érdemben

befolyásoló vagyon- és jövedelemegyenlőtlenségek kérdését is. Mind a fejlett, mind a feltörekvő országokban a **jövedelemegyenlőtlenségek növekedése** tapasztalható. A jövedelemeloszlás magasabb jövedelműek – jellemzően magasabb megtakarítási és alacsonyabb fogyasztási hányaddal rendelkező rétegek – irányába való eltolódása strukturálisan növeli a globális megtakarításokat, és így **leszorító hatással bír a reálkamatokra**.

A **középtávon érvényesülő hatások** tekintetében kiemelten fontos a válság következményeinek vizsgálata. 2008 óta több hatás is a megtakarítások és beruházások egyensúlyának előbbi javára történő elmozdulását okozta. A 2008-ban intenzív szakaszba lépett pénzügyi válságot követő **mérlegkiigazítás következményei, a megtakarítási motivációk felértékelődése és a beruházási igény csökkenése a reálkamatok további süllyedését eredményezték**. Fontos hangsúlyozni a válság eredményeként hozott **szabályozói változásokat** is. A makro- és mikroprudenciális szabályozás erősödése általánosan növelheti a biztonságosabb és likvid eszközök iránti keresletet, csökkentve ezen eszközök hozamát.

A **rövid távú hatásokat illetően a legmeghatározóbb szerepe a jegybankok döntéseinek van**, melyek jellemzően az üzleti ciklus időhorizontján belül jelentkező folyamatok alapján határozódnak meg. A monetáris politika lépéseivel elsődlegesen az árstabilitás elérését és fenntartását célozza. Az aktuálisan már huzamosabb ideje rendkívül alacsony inflációs környezetben a legtöbb jegybank a laza monetáris kondíciók tartós tartására vagy további lazítására rendezkedett be. Bár a globálisan meghatározó szereppel bíró Fed esetében nőtt a valószínűsége a decemberi kamatemelésnek, összességében a jegybankok irányultsága és az aktuális inflációs előrejelzések alapján rövid távon a reálkamatok süllyedésére számíthatunk (6-12. ábra).

6-12. ábra: A reálkamatlábak alakulása a világ legfejlettebb gazdaságaiban

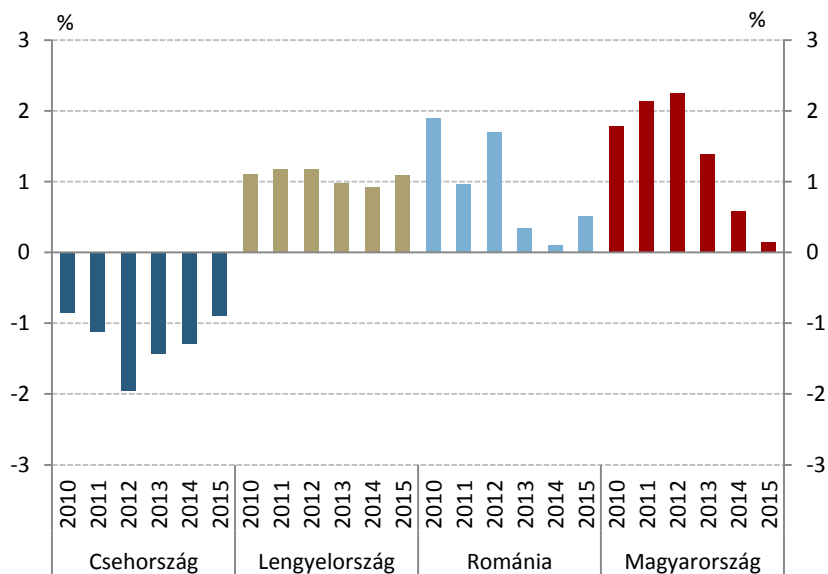


Megjegyzés: a 2014-es adatokat a 10 éves állampapírhozamok és a piaci szereplők 1 éves inflációs várakozásai (Consensus Economics) alapján becsültük.

Forrás: IMF WEO 2014. április, Bloomberg, Consensus Economics

Mára szűkebb régiókban is alacsony szintre csökkentek a reálkamatok, ugyanakkor a tendenciák némileg eltérőek: míg Csehországban már a válság első éveiben negatív tartományba került az előretekintő reálhozamok szintje, addig Lengyelországban az elmúlt években inkább stagnált a mutató. A válság kitörésekor a régió sérülékenyebb gazdaságaihoz tartozó Magyarország és Románia esetében a reálkamatok csak az elmúlt években süllyedtek a korábbi magas szintről nulla közelébe (6-13. ábra).

6-13. ábra: Előretekintő reálhozamok alakulása a régióban



Megjegyzés: Az 1 éves előretekintő reálkamatot a piaci szereplők 1 éves inflációs várakozásai (Consensus Economics) és az 1 éves állampapírhozamok különbségeként számítottuk.

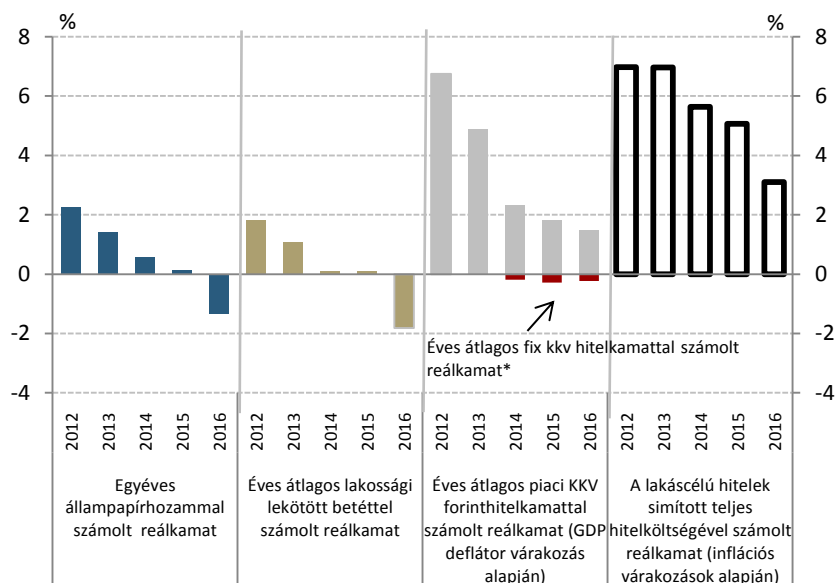
Forrás: Bloomberg, Consensus Economics alapján saját számítás

6.2.4. Mire számíthatunk a hazai reálkamatokban?

A hazai reálkamat a nemzetközi válságtapasztalatokkal összhangban alakult. A válság kitörését követően a magas külső sérülékenység mellett a kezdeti vészkatamemeléseket követően csak mérsékelt reálkamat-csökkenés következett be. A reálkamat tartós süllyedése alapkamat-csökkentési ciklus 2012. augusztusi elindítása után jelentkezett. Az elmúlt években az MNB kamatcsökkentési ciklusai mellett a historikusan alacsony kamatszint elérését követően az elmúlt időszakban már az úgynevezett **nem konvencionális eszközök** (Növekedési Hitelprogram, Önfinanszírozási Program) **is szerepet játszanak a reálkamatok csökkenésében**. Az intézkedések hatásai mind a bankközi-, mind az állampapírpiaci hozamok, valamint a vállalati és lakossági hitelkamatok mérséklődésében tetten érhető (6-14. ábra). A rövid pénzpiaci hozamokból és a lakossági betéti kamatokból számított reálkamatok az idei év második felében már negatív tartományban alakultak (érdemes megjegyezni, hogy a hosszabb távú megtakarítások szempontjából relevánsabb, hosszú lejáratú állampapírok piaci árazásból számított reálhozam továbbra is pozitív), ugyanakkor a korábban kigazdálkodhatatlanul magas hitelkamatok is számottevően csökkentek. Ez utóbbiak közül a kvv-k beruházási aktivitása szempontjából meghatározó fix kamatozású forinthitelek (döntően NHP keretében folyósított) reálkamatai folyamatosan enyhén negatív tartományban alakultak.

Az alacsony reálkamat segítheti az árstabilitást jelentő 3 százalékos inflációs érték középtávú elérését és a gazdaság ennek megfelelő ösztönzését. A Monetáris Tanács aktuális előretekintő üzenetével és a piaci várakozásokkal összhangban a hazai reálkamatok szintje a következő években tovább süllyedhet. Ráadásul a jellemzően hosszabb távú, strukturális hatások által is erősen befolyásolt globális kamatkörnyezetben akár még huzamosabb ideig is negatív tartományban maradhat.

6-14. ábra: A különböző módszertannal számított előretekintő reálkamatok alakulása Magyarországon

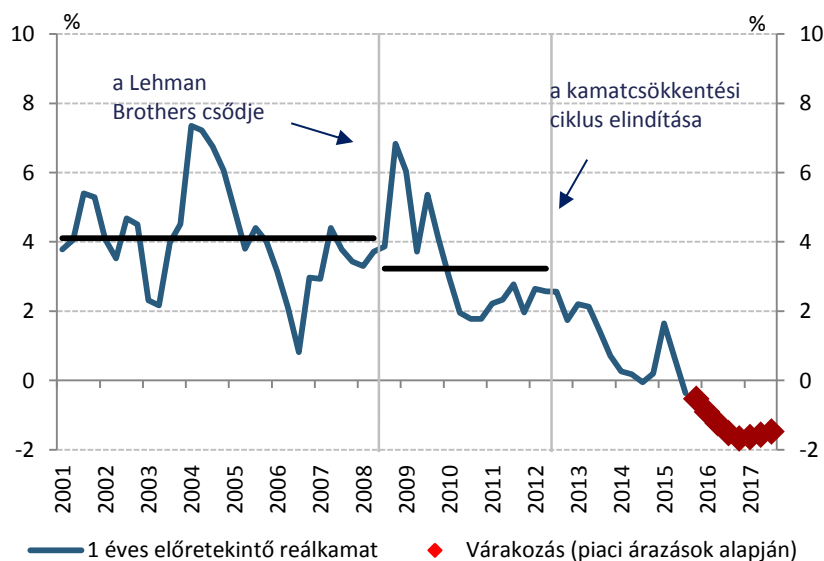


Megjegyzés: Az egyéves állampapírhozammal és az éves átlagos lakossági lekötött betéttel, valamint a lakáscélú hitelek simított teljes hitelköltségével számolt előretekintő reálkamat esetében a piaci szereplők 1 éves inflációs várakozásait (Consensus Economics) vettük alapul. Az éves átlagos piaci és fix kamatozású kkv-hitelkammattal számolt előretekintő reálkamatot az adott évre vonatkozó GDP-deflátor előrejelzéssel korrigáltuk. *Az éves átlagos fix kkv-hitelkamat a piaci, az NHP, az egyéb állami támogatott és a refinanszírozott állomány kamatait tartalmazza.

Forrás: MNB, Consensus Economics, Bloomberg alapján saját számítás

Előretekintve a globális tapasztalatokkal összhangban a 3 százalékos inflációs cél elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését hazánkban is alacsony, negatív reálkamatok biztosíthatják. A piaci hozam- és inflációs várakozások alapján a rövid hozamokból számított reálkamatok a következő negyedévekben –1,5 százalék közelébe csökkenhetnek (6-15. ábra).

6-15. ábra: A hazai (előretekintő) reálkamat alakulása



Megjegyzés: Az ábrán a reálkamatok az MNB irányadó kamat és a Reuters-poll inflációs várakozásai felhasználásával kerültek kiszámításra. A reálkamat előrejelzésénél a nominális hozamot a bankközi hozamokból implikált 3 hónapos hozamok képezték.

Forrás: Bloomberg, Reuters

7. A 2015. ÉS 2016. ÉVI ÁTLAGOS FOGYASZTÓIÁR-INDEX FELBONTÁSA

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

	Inflációs hatás 2015-re			Inflációs hatás 2016-ra		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
Piaci	-1,0	1,1	0,0	-0,3	1,7	1,4
Indirekt adók és intézkedések	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1
Infláció	-1,3	1,3	0,0	-0,1	1,7	1,7

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

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

	2015					2016				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirekt adó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirekt adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	-2,3	0,0	2,9	0,0	0,6	-0,2	0,0	3,0	0,0	2,8
nem feldolgozott	-4,5	0,0	9,8	0,0	4,9	0,4	0,0	7,0	-2,7	4,4
feldolgozott	-1,2	0,0	-0,3	0,0	-1,5	-0,5	0,0	2,5	0,0	2,0
Ipari termékek	0,0	0,0	0,7	0,0	0,7	0,7	0,0	0,6	0,0	1,3
tartós	-0,2	0,0	1,1	0,0	0,8	1,1	0,0	0,3	0,0	1,4
nem tartós	0,1	0,0	0,6	0,0	0,7	0,8	0,0	0,5	0,0	1,3
Piaci szolgáltatások	1,3	-0,1	1,3	0,0	2,5	0,8	0,0	2,2	0,0	2,9
Piaci energia	0,3	0,0	-1,6	0,0	-1,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4
Alkohol, dohány	-0,1	0,0	2,1	1,0	3,1	-1,2	2,3	2,0	0,8	3,9
Benzin	-10,0	0,0	-2,3	0,0	-12,1	-5,6	0,0	2,9	0,0	-2,9
Szabályozott árak	-1,4	0,0	0,7	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,3	0,0	0,4
Infláció	-1,2	0,0	1,1	0,1	0,0	-0,2	0,2	1,8	0,0	1,7
Maginfláció	0,2	0,0	0,9	0,1	1,2	0,3	0,2	1,6	0,2	2,4

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

ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	12
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	12
1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója	13
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	14
1-5. ábra: Lakossági jövedelmek felhasználása	14
1-6. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként	15
1-7. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	15
1-8. ábra: A GDP-növekedés alakulása	15
1-9. ábra: A gazdasági növekedés és a kibocsátási rés alakulása	16
1-10. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	16
1-11. ábra: A versenyszféra fajlagos munkaerőköltség dekompozíciója	17
1-12. ábra: Figyelembe veszi-e Ön a minimálbér, a garantált bérminimum, illetve a közmunkabér esetleges emelkedését a bérezéssel kapcsolatos döntésben?	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	24
3-1. ábra: Negyedéves GDP-növekedés az eurozónában	25
3-2. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a perifériaországokban	25
3-3. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása	26
3-4. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a kelet-közép-európai országokban	26
3-5. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a meghatározó, fejlett gazdaságokban	27
3-6. ábra: A viláгимport alakulása	27
3-7. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (USD-ben)	28
3-8. ábra: Olajár-feltevésünk változása	28
3-9. ábra: A termelői árak alakulása	29
3-10. ábra: Infláció a fejlett gazdaságokban	29
3-11. ábra: Infláció a kelet-közép-európai országokban	30
3-12. ábra: A fejlett gazdaságok reálkamatainak alakulása	30
3-13. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban (a GDP százalékában)	31
3-14. ábra: Az euro dollárral szembeni árfolyamának alakulása	31
3-15. ábra: A kelet-közép-európai országok alapkamatainak alakulása	32
3-16. ábra: Főbb tőzsdeindexek	33
3-17. ábra: A fejlett és a feltörekvő térségek növekedési	34
3-18. ábra: 1 év múlva várt alapkamat piaci árazás alapján üteme és a Fed kamatemelési ciklusai	34
3-19. ábra: 1 év múlva várt alapkamat piaci árazás alapján	35
3-20. ábra: Feltörekvő kötvénypiaci tőkeáramlások	35
3-21. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	36
3-22. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom alakulása	36
3-23. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása	37
3-24. ábra: Új háztartási hitelkihelyezések a hitelintézeti szektorban	37
3-25. ábra: Szektorok hozzájárulása a nemzetgazdasági beruházások éves változásához	38
3-26. ábra: A teljes vállalati és a kkv szektor hitelállományának éves növekedési üteme	38
3-27. ábra: A kormányzati fogyasztás és beruházás volumenének éves változása	39
3-28. ábra: Lakásépítések a GDP arányában (2014)	39
3-29. ábra: Lakáspiaci folyamatok alakulása	40
3-30. ábra: Ágazatok részesedése a lakásépítések GDP-növekedésre gyakorolt hatásából	41
3-31. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP-növekedéshez való hozzájárulása	41

3-32. ábra: A gazdasági növekedés alapfolyamatait jelző mutató alakulása	42
3-33. ábra: Ipari konjunktúraindikátorok alakulása.....	42
3-34. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása	42
3-35. ábra: Az autóipar súlya a visegrádi országok gazdaságában	43
3-36. ábra: A GDP-hatás megbontása ágazatok között	44
3-37. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	45
3-38. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása	45
3-39. ábra: Kibocsátásirés-mutatók.....	46
3-40. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása	47
3-41. ábra: Az ipari termelői árak éves változása	47
3-42. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása.....	48
3-43. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tényinfláció.....	48
3-44. ábra: Inflációs várakozások a régióban	49
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	50
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	50
4-3. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyam 1 hónapos gyenge irányú ferdeségi mutatójának alakulása.....	51
4-4. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	51
4-5. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok alakulása	52
4-6. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	52
4-7. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban	53
4-8. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben	53
4-9. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára	54
4-10. ábra: Az előretékitő reálkamatlábak alakulása	54
4-11. ábra: A vállalati hitelállományra vonatkozó előrejelzés	56
4-12. ábra: Az aggregált kereslet megítélése	56
4-13. ábra: Finanszírozási környezet megítélése a kkv-k körében 2015-ben	57
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (négy negyedéves kumulált értékek, a GDP arányában).....	58
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása*	59
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint (négy negyedéves GDP-arányos értékek).....	59
5-4. ábra: A külső adósságráták alakulása (GDP-arányos értékek).....	60
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (a GDP százalékában).....	61
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (a GDP százalékában).....	61
5-7. ábra: Az ESA-egyenleg felbontása	63
5-8. ábra: A fiskális impulzus (a GDP százalékában)	63
5-9. ábra: A kormányzati szektor elsődleges kiadásai a GDP százalékában	64
5-10. ábra: A kormányzati szektor beruházási kiadásainak összetétele (a GDP százalékában)	64
5-11. ábra: Az adósságpálya várható alakulása – előretékitve változatlan, 2014. végi árfolyamon számítva	68
5-12. ábra: Az európai uniós források mértéke a különböző költségvetési ciklusokból.....	69
6-1. ábra: Munkaerőhiány mint a termelés fő korlátja	70
6-2. ábra: Ledolgozott túlórák a versenyszférában	70
6-3. ábra: A betöltetlen álláshelyek aránya a versenyszférában	71
6-4. ábra: A munkaerőpiaci feszességi mutatók alakulása	72
6-5. ábra: A modellekkel becsült nominális bérdinamika.....	73
6-6. ábra: A munkaerőpiaci feszesség területi heterogenitása	74
6-7. ábra: A munkaerőpiaci feszesség megyei különbségeihez hozzájáruló tényezők.....	74
6-8. ábra: A munkaerőpiaci feszesség képzettségbei heterogenitása.....	76
6-9. ábra: Az RMI alakulása	77
6-10. ábra: Az RMI alakulása a közfoglalkoztatottak (és a külföldön dolgozók) figyelembe vétele nélkül	77
6-11. ábra: Az alulfoglalkoztatott részmunkaidősök száma és képzettség szerinti megoszlása	77

6-12. ábra: A reálkamatlábak alakulása a világ legfejlettebb gazdaságaiban.....	80
6-13. ábra: Előretékintő reálhozamok alakulása a régióban	81
6-14. ábra: A különböző módszertannal számított előretékintő reálkamatok alakulása Magyarországon	82
6-15. ábra: A hazai (előretékintő) reálkamat alakulása	82

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei	13
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása.....	18
1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	20
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	21
3-1. táblázat: Növekedési előrejelzések a BRICS országokban	27
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában).....	62
5-2. táblázat: A 2015. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)	65
5-3. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2015. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	65
5-4. táblázat: A 2016. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)	66
5-5. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2016. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	66
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra	83
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra	83

Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

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

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

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2015. december

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

