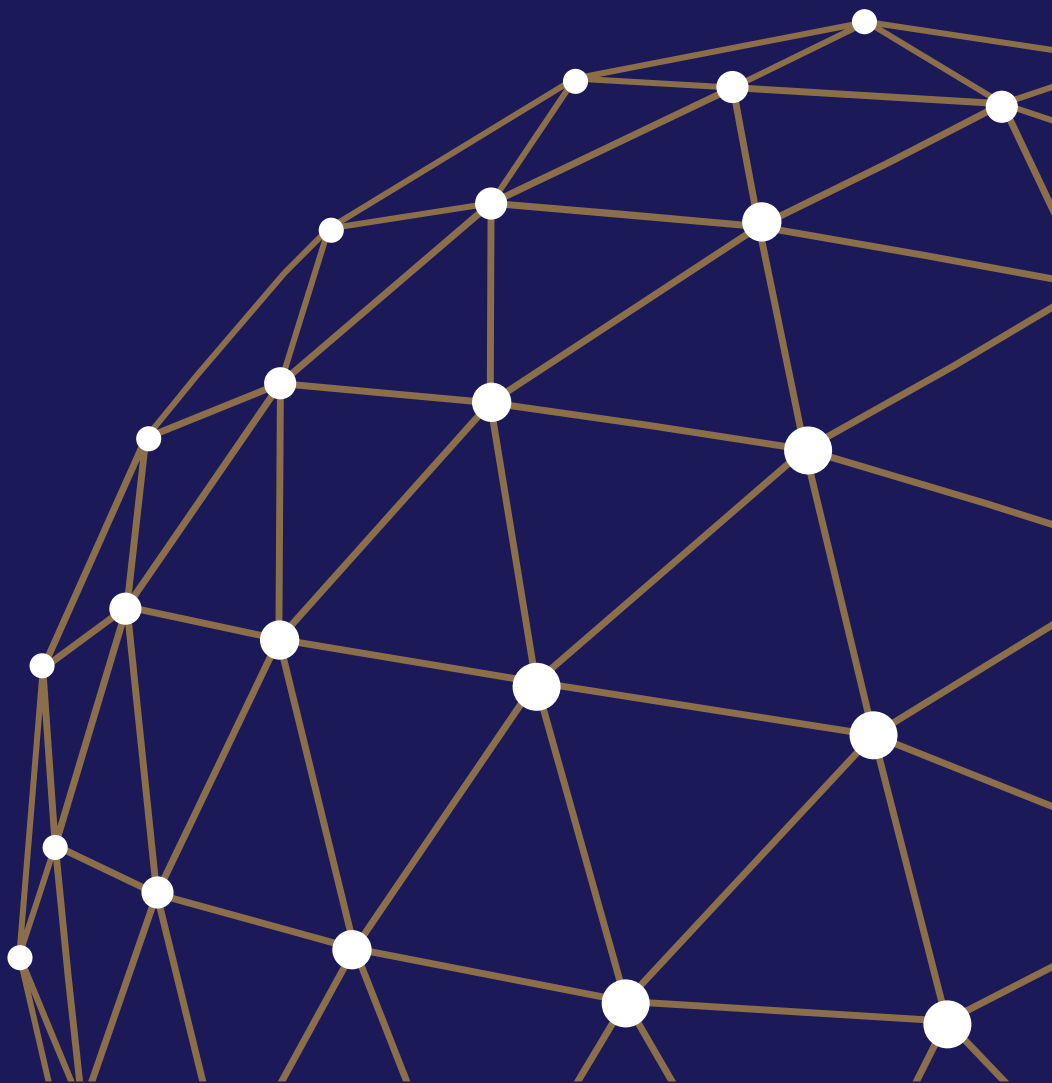




# Jelentés az infláció alakulásáról

2013. december







# Jelentés az infláció alakulásáról

2013. december



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 1585-020X (on-line)

---

*A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. tv. 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. A Jelentés az infláció alakulásáról 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 Palotai Dániel Monetáris politikáért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési elemzések, a Pénzügyi rendszer elemzése igazgatóságainak munkatársai vettek részt. A publikációt dr. Balog Ádám alelnök hagyta jóvá.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az Közgazdasági előrejelzés és elemzés, Monetáris politika és pénzügyi elemzés, Költségvetési elemzések, Pénzügyi rendszer elemzése igazgatóságok véleményét tükrözik, és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

*A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2013. december 11-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.*



---

# Tartalom

<b>A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról és monetáris politikai helyzetértékelése</b>	7
<b>1. Inflációs és reálgazdasági kilátások</b>	10
1.1. Inflációs előrejelzésünk	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	13
1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk	17
<b>2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre</b>	21
<b>3. Makrogazdasági helyzetértékelés</b>	24
3.1. Nemzetközi környezet	24
3.2. Aggregált kereslet	30
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás	37
3.4. Foglalkoztatás és munkapiac	42
3.5. Gazdaság ciklikus pozíciója	47
3.6. Költségek és infláció	49
<b>4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók</b>	55
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	55
4.2. Pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	60
<b>5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója</b>	63
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	63
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciónkra	66
5.3. Költségvetési folyamatok	68
<b>6. Kiemelt témák</b>	72
6.1. Miként alakulhat külső egyensúlyi pozíciónk középtávon?	72
6.2. Mit mutatnak az inflációs várakozásokra vonatkozó felmérések?	75
6.3. Az alacsony kamatok kora? Megtakarítások és beruházások a fejlett gazdaságokban	79
<b>7. A 2013. és 2014. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása</b>	84

**Keretes íráások jegyzéke**

1-1. keretes írás: Ciklus vagy trend – a globális növekedés importigényességének változása	16
3-1. keretes írás: A globálisan alacsony inflációs környezet okai	29
3-2. keretes írás: A Növekedési Hitelprogram hatása a harmadik negyedévi vállalati beruházásokra	35
3-3. keretes írás: A kiskereskedelmi forgalom szezonális igazítása és az alapfolyamatok értelmezése	40
3-4. keretes írás: A részmunkaidős foglalkoztatás okai és következményei	44
3-5. keretes írás: Alternatív bérmutatók	53
4-1. keretes írás: Hazánk kockázati megítélésének változása a május óta tartó időszakban	59



# A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról és monetáris politikai helyzetértékelése

## **2012 augusztusa óta a Monetáris Tanács számottevő mértékben csökkentette a jegybanki alapkamat szintjét**

Az alapkamat mérséklését az alacsony inflációs környezet, a középtávon is mérsékelt inflációs nyomás és a gazdaság kihasználatlan kapacitásai indokolták, miközben az ország kockázati megítélésének alakulása támogatóan hatott. A Monetáris Tanács megítélése szerint az eddig megvalósított, összességében jelentős mértékű monetáris lazítás hozzájárult a hazai gazdasági növekedés erősödéséhez, és segíti az inflációs cél középtávú elérését. A Monetáris Tanács továbbra is kiegyensúlyozott és konzervatív monetáris politikát kíván folytatni. Az inflációs cél elsődlegessége mellett a Monetáris Tanács figyelembe veszi a reálgazdaság helyzetét és tekintettel van a pénzügyi stabilitási megfontolásokra is. A monetáris politika mozgásterét befolyásolhatja az ország kockázati megítélésének érdemi és tartós elmozdulása.

## **A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságban nincs érdemi inflációs nyomás**

Az elmúlt hónapokban a fogyasztóiár-index és a jegybank inflációs alapmutatói is historikusan alacsony dinamikát mutattak. Az alacsony inflációs alapfolyamat a visszafogott belső kereslet, a mérséklődő külpiazi inflációs nyomás és az inflációs várakozások fokozatos alkalmazkodásának együttes eredménye. Az alacsony inflációs dinamikához, a kedvező inflációs alapfolyamatok mellett, a szabályozott árak idén több lépcsőben végrehajtott csökkentése is érdemben hozzájárul. A laza munkapiaaci környezet és az inflációs várakozások alkalmazkodása előre tekintve mérsékelt bérdinamikát eredményezhet, ami segíti az alacsony inflációs környezet fennmaradását. Összességében az inflációs nyomás középtávon is mérsékelt maradhat, az infláció a horizont végén kerülhet összhangba az inflációs céllal.

## **A Monetáris Tanács szerint a magyar gazdaság 2013-ban növekedési pályára állt és a tanács előre tekintve is a gazdasági növekedés folytatódására számít**

A magyar gazdaság növekedése a korábbiaknál kiegyensúlyozottabb szerkezetben folytatódhat. A növekedés egyik forrása az export élénkülése lehet, amit a külső konjunktúra erősödése mellett a növekvő piaci részesedés is segíthet a termelésbe bekapcsolódó autóiipari kapacitások révén. Másrészt a belső kereslet is bővíthet a következő években. A beruházások élénküléséhez az EU-források növekvő felhasználása is hozzájárul. A vállalati beruházások a biztató konjunkturális kilátásokhoz és a Növekedési Hitelprogram következtében is enyhülő hitelkorlátokhoz kötődően növekednek. Ugyanakkor a lakossági fogyasztás a reáljövedelmek bővülése mellett is csak fokozatosan élénkülhet. A válság előtt felhalmozott adósságok leépítése és a lassan javuló hitelezési feltételek miatt a megtakarítási hajlandóság magas maradhat.

## **Folytatódhat külső egyensúlyi pozíciónk javulása**

A magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete idén tovább növekedhet, amit a külkereskedelmi egyenleg – részben a javuló cserearányok hatására bekövetkező – emelkedése, a jövedelemegyenleg várhatóan enyhén mérséklődő hiánya és az EU-transzferek emelkedő felhasználása magyaráz. Az előrejelzési horizonton a külső finanszírozási képesség magas szintje fennmaradhat, a külkereskedelmi többlet stabilizálódhat, miközben a transferek – az EU új költségvetési periódusa miatt – kissé mérséklődő egyenlege is meghaladhatja a korábbi évekre jellemző szintet. A magas külső finanszírozási képességgel párhuzamosan folytatódhat a külföldi kötelezettségek leépülése, amely csökkenti az ország sérülékenységét.

### **A Monetáris Tanács úgy látja, hogy az árstabilitás középtávú elérése és a reálgazdaság helyzete további óvatos monetáris lazítást tesz lehetővé**

A Monetáris Tanács megítélése szerint az idei év során beérkezett adatok arról tanúskodnak, hogy a gyenge belső kereslet és a laza munkapiac erősen fegyelmezi a gazdasági szereplők árazási és bérezési döntéseit. Az inflációt ugyan átmeneti hatások is érdemben csökkentik, azonban az alapfolyamatok alakulása középtávon is mérsékelt inflációs nyomásra utal, melyet a visszafogott külpiazi infláció és az inflációs várakozások fokozatos mérséklődése is támogathat. A magyar gazdaságot továbbra is a termelőkapacitások optimálistól elmaradó kihasználtsága jellemzi, a kibocsátási rés változatlanul negatív. A kibocsátási rés az előrejelzési horizont végére bezárulhat, elsősorban az exportszektor teljesítményének és az élénkítő beruházásoknak köszönhetően. Ezzel szemben a lakossági fogyasztás csak lassan erősödhet, így a reálgazdasági tényezők csökkenő mértékben, de összességében dezinflációs hatásúak maradnak. Az aktuális előrejelzés szerint az infláció jövőre is számottevően a cél alatt, míg 2015-ben, a kibocsátási rés záródása mellett is, az árstabilitásként értelmezett növekedési ütemmel összhangban alakul. Az alacsony inflációs környezet hozzájárulhat ahhoz, hogy a gazdaság nominális pályáját erősebben horgonyozza a jegybank inflációs célja.

Az elmúlt negyedévben a globális pénzügyi környezet összességében támogatóan alakult. A befektetői hangulat ugyanakkor a globálisan is meghatározó jegybankok nemkonvencionális eszközeinek jövőjével kapcsolatos bizonytalanság következtében változékonnyabbá vált, ami óvatosabb hazai monetáris politikát indokol.

### **A makrogazdasági kilátásokat változatlanul többirányú bizonytalanság övezi**

A Monetáris Tanács a decemberi inflációs jelentés alappályája körül több alternatív forgatókönyvet azonosított, melyek közül kettő jelent a monetáris politika jövőbeli vitele szempontjából releváns kockázatot. A Monetáris Tanács értékelése szerint egyrészt az alacsonyabb inflációs környezet lehetőségével, másrészt a külpiazi folyamatok hatására esetlegesen felerősödő befektetői kockázatkerüléssel számoló alternatív forgatókönyvek járnak az alappályától eltérő monetáris politikai irányultsággal. Ezekon túlmenően a Monetáris Tanács a vállalati hitelezés élénkülésével és a Növekedési Hitelprogram gazdaságösztönző hatásával összefüggésben felfelé mutató növekedési kockázatot érzékel.

Az alacsonyabb inflációs környezetet feltételező alternatív forgatókönyvben a termelésbe bevonható hazai és külpiazi kihasználatlan kapacitások aránya az alappályában feltételezetténél nagyobb lehet, ami visszafogottabb hazai bérdinamikával és erősebben mérséklődő külső inflációs nyomással járhat, így az inflációs cél tartósan lazább monetáris kondíciók mellett érhető el. A kedvezőtlen külső környezettel és magasabb befektetői kockázatkerüléssel számoló alternatív pályában az ország kockázati megítélésének tartós és érdemi megváltozása szigorúbb monetáris politika irányába mutat. A hitelezés alappályában feltételezetténél erősebb élénkülése a termelő beruházások ösztönzésén keresztül a gazdaság hosszú távú növekedési potenciálját is javíthatja, így nem jár az alappályában feltételezettől érdemben eltérő monetáris politikai reakcióval.

### **A Monetáris Tanács a fentiek alapján az alapkamat 20 bázispontos csökkentése mellett döntött**

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot számottevő kihasználatlan kapacitás jellemzi, az inflációs nyomás tartósan mérsékelt maradhat. A globális pénzügyi környezet változékonnyan alakul, a monetáris politika mozgásterét az ország kockázati megítélésének tartós és érdemi elmozdulása befolyásolhatja. A decemberi inflációs jelentés alapján az árstabilitás középtávú elérése a monetáris lazítás irányába mutat. Az ország kockázati megítélésének alakulását és a gazdasági növekedés javulását is figyelembe véve, sor kerülhet még kamatcsökkentésre, azonban indokoltá válhat a csökkentés ütemének mérséklése.

**Az alappálya összefoglaló táblázata***(előrejelzésünk endogén kamatpálya feltételezése mellett készült)*

	2012	2013	2014	2015
	Tény	Előrejelzés		
<b>Infláció (éves átlag)</b>				
Maginfláció	5,1	3,3	3,0	3,0
Indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció	2,5	1,5	2,2	2,8
Fogyasztóiár-index	5,7	1,7	1,3	2,8
<b>Gazdasági növekedés</b>				
Külső kereslet (GDP alapon)	0,8	0,6	1,7	2,2
Háztartások fogyasztási kiadása	-1,7	0,1	1,5	1,8
Állóeszköz-felhalmozás	-3,7	3,5	7,4	4,8
Belföldi felhasználás	-3,5	0,6	2,4	2,3
Export	1,7	5,2	5,4	6,1
Import	-0,1	5,0	6,0	6,4
GDP	-1,7	1,1	2,1	2,4
<b>Külső egyensúly<sup>1</sup></b>				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	1,0	2,8	2,8	3,2
Külső finanszírozási képesség	3,6	6,0	5,5	5,8
<b>Államháztartás<sup>1, 6</sup></b>				
ESA-egyenleg	-2,0	-2,6	-2,5	-2,9
<b>Munkaerőpiac</b>				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>2, 4</sup>	4,5	3,2	3,9	5,1
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,7	1,3	1,7	0,3
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	7,2	3,5	2,8	3,5
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,4	0,8	1,3	0,9
Munkanélküliség	10,9	10,4	9,4	8,8
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>4</sup>	7,2	2,3	1,4	1,1
Lakossági reáljövedelem <sup>5</sup>	-4,0	0,9	1,8	1,2

<sup>1</sup> A GDP arányában.<sup>2</sup> Pénzforgalmi szemléletben.<sup>3</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.<sup>4</sup> A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval és a hazai foglalkoztatottakkal számolódott.<sup>5</sup> MNB-becslés.<sup>6</sup> A szabad tartalékok teljes törlésével.

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

**Erősödő gazdasági növekedés és tovább süllyedő infláció jellemezte az elmúlt hónapok makrogazdasági folyamatait.** Követve a konjunktúra élénkülését, a versenyszféra foglalkoztatása is tovább emelkedett. A gazdasági környezetet változatlanul erős nominális alkalmazkodás jellemzi. A beérkezett inflációs adatok alacsonyabbnak bizonyultak rövid távú várakozásainknál, amit a dezinflációs hatású reálgazdasági környezet mellett nagy részben kedvező költségoldali hatások okoztak. A gyenge keresleti környezetben a vállalatok áremelések helyett továbbra is termelési költségeik visszafogásával stabilizálhatják jövedelmezőségüket. Az őszi hónapokban is mérsékelt bérdinamikát figyelhettünk meg.

**Az aktuális előrejelzésünk szerint az infláció jövőre is számottevően a cél alatt, míg 2015-ben a kibocsátási rés záródása mellett is az árstabilitásként értelmezett növekedési ütemmel összhangban alakul.** A visszafogott fogyasztási kereslet mellett rövid távon az elmúlt időszak kedvező költségsokkjai, valamint a szabályozott energiaárak november 1-jei újabb csökkentése érdemben mérséklék az inflációt. A monetáris politika számára kiemelt jelentőséggel bíró, az inflációs alapfolyamatot középtávon meghatározó tényezők mérsékelt adószűrt maginflációt vetítenek előre. A csak fokozatosan élénkülő belföldi fogyasztás, valamint a mérséklődő inflációs várakozásokon keresztül jelentkező másodkörös hatások egyaránt támogatják az alacsony inflációs környezet fennmaradását.

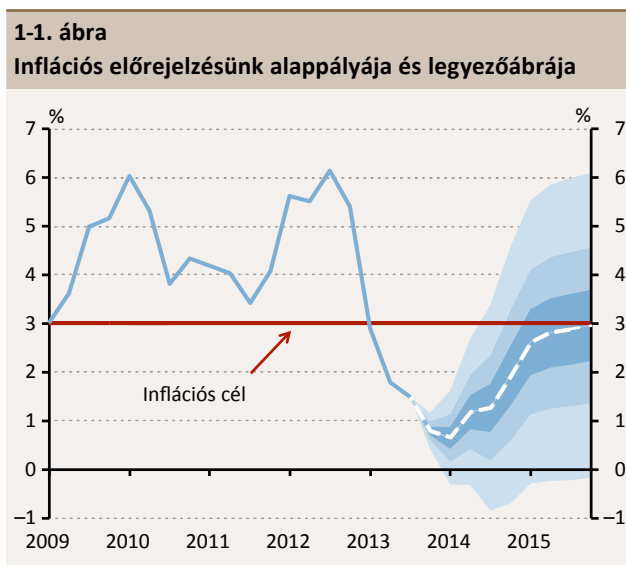
**Előrejelzésünkben a gazdasági növekedés folytatódó javulására számítunk.** A gazdaság növekedése a korábbiaknál kiegyensúlyozottabb szerkezetben folytatódhat: a következő negyedévekben a belföldi kereslet is fokozatosan tovább élénkülhet. A növekedés forrása rövid távon főként az export és a beruházások bővülése lehet. Az export élénkülését a külső konjunktúra erősödése mellett a termelésbe egyre magasabb kihasználtsággal bekapcsolódó autóiipari kapacitások is támogatják. Az új termelőkapacitások hozzájárulhatnak az exportpiaci részesedés újbóli növekedéséhez. A beruházások élénkülését elsősorban az EU-forrásból megvalósuló állami beruházások növekedése, valamint az Növekedési Hitelprogram támogatásával bővülő vállalati beruházások okozhatják. Az alacsony inflációs környezetben a lakossági jövedelmek vásárlóértéke tovább emelkedhet, azonban a szigorú hitelkörnyezet és a háztartások adósságleépítése miatt a lakossági fogyasztás csak fokozatosabb fordulatot mutathat.

**A munkapiac a konjunktúra élénkülésével párhuzamosan a foglalkoztatás bővülésére számíthatunk.** A mérsékelt belső kereslet fegyelmezi a vállalatok árazási döntéseit, így jövedelmezőségük javulását elsősorban bérköltségeik visszafogásával igyekeznek elősegíteni. A keresleti környezet élénkülése a vállalatok termelékenységét is javíthatja, melynek üteme várhatóan meghaladja a reálbér-növekedését. A laza munkapiaci kondíciók és az alacsony inflációs várakozások hozzájárulnak ahhoz, hogy a nominális bérdinamika a teljes előrejelzési horizonton a középtávú céllal konzisztens szinten alakuljon. A fokozatosan javuló keresleti kilátások, az erősödő termelékenységnövekedés hozzájárul a vállalati jövedelmezőség javulásához.

**Az előrejelzési horizont második felében bezárulhat a kibocsátási rés, elsősorban az exportszektor teljesítményének és az élénkülő beruházásoknak köszönhetően.** Ugyanakkor a lakossági fogyasztás lassabban élénkülhet, és szintje még az előrejelzési horizont végén is érdemben elmarad a válság előtti értékétől. Összességében a reálgazdasági környezet továbbra is dezinflációs hatású. A magyar gazdaságot középtávon alacsony inflációs nyomás jellemezheti, melyet támogat a mérsékelt importált infláció, a visszafogott kereslet árazási döntéseket fegyelmező hatásai és az inflációs várakozások fokozatos mérséklődése. Az előrejelzésünkkel konzisztens kamatpályánkban a pénzügyi környezet stabilizálódásával számolunk.

# 1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az infláció előrejelzési horizontunkon a középtávú célérték alatt maradhat. 2015 második felében alulról közelítve, fokozatosan emelkedik az árstabilitást jelentő 3 százalékos célérték közelébe. Rövid távon számottevően lassítják az inflációt az idei évben több lépcsőben végrehajtott szabályozottár-csökkentések. Előrejelzésünkben mérsékeltek maradhatnak az importált inflációs hatások, miközben a visszafogott belső kereslet továbbra is erős árleszorító hatással bír. Az inflációs várakozások alkalmazkodása és a visszafogott bérdinamika általánosan támogathatják az alacsony inflációs környezet fennmaradását.



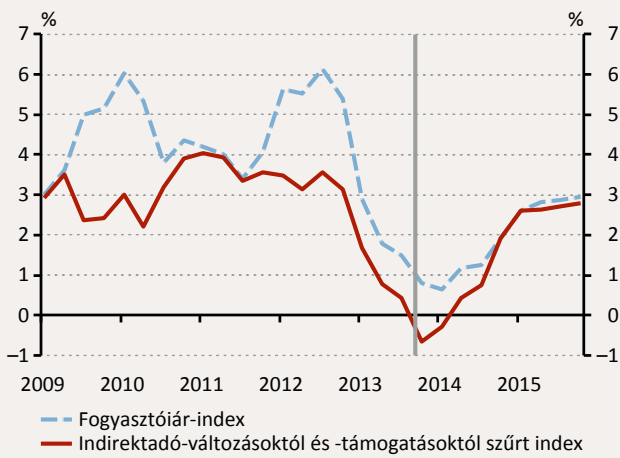
**A fogyasztóiár-index a következő évben is számottevően a cél alatt alakulhat,** majd csak a horizont végén, 2015 negyedik negyedévében emelkedhet a középtávú 3 százalékos inflációs cél közelébe. Az elmúlt hónapokban beérkezett kedvezőbb inflációs alapfolyamatokkal összhangban, a teljes előrejelzési horizontunkon a szeptemberi előrejelzésünknel alacsonyabb inflációra számítunk.

**Az indirekt adóktól szűrt maginfláció historikus összehasonlításban is alacsony dinamikát mutat,** elsősorban az importált termékek lassuló világpiaci árdinamikájának köszönhetően. Emellett a dezinflációs reálgazdasági környezet, a visszafogott bérdinamika és az inflációs várakozások mérséklődése is hozzájárulhattak a maginfláció visszafogott alakulásához.

**Az inflációs folyamatokat középtávon meghatározó tényezők alacsony inflációs környezetet vetítenek előre.** Mind a keresleti, mind a költségoldali inflációs nyomás visszafogott. Az előrejelzési horizontunk második felében a kibocsátási rés bezárulhat, ám ez olyan szerkezetben történhet, amelyben a reálgazdaság oldaláról érkező inflációs nyomás alacsony maradhat. A kibocsátási rés záródását elsősorban az export és a beruházás élénkülése vezetheti. Várakozásunk szerint, míg a GDP szintje 2015-re meghaladhatja a válság előtti értékét, addig a fogyasztás még 2015-ben is számottevően elmaradhat attól. A 2013-ban bevezetett, a termelési költségeket növelő adók a visszafogott belföldi kereslet miatt csak mérsékelten jelenhetnek meg a fogyasztói árakban. A termelési költségek visszafogása a vállalati alkalmazkodás központi eleme maradhat. A laza munkapiaci kondíciók visszafogott bérnövekedést vetítenek előre. Az alacsony bérdinamikát az inflációs várakozások fokozatos alkalmazkodása is támogathatja. A hosszabb ideig alacsony inflációs környezet tartósan mérsékelheti az ár- és bérvárakozásokat, ezzel is elősegítve az alacsony középtávú infláció fenntarthatóságát.

1-2. ábra

A fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünk



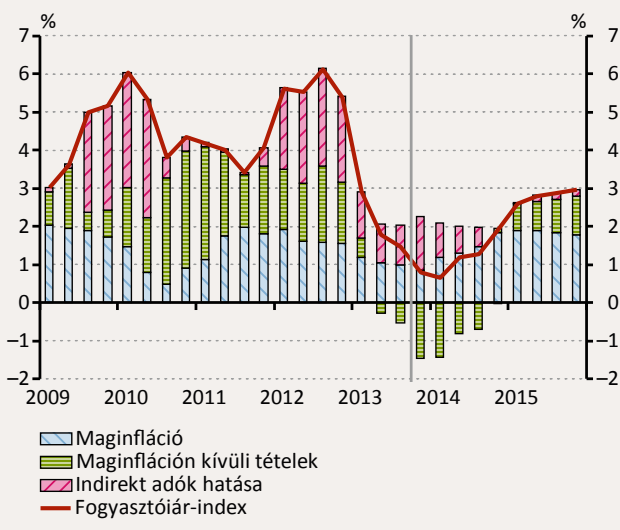
A maginfláción kívüli termékkörök árai az egész előrejelzési horizontunkon mérsékelten nőhetnek. A kőolaj világpiaci ára csökkent szeptember óta, és a határidős jegyzések is mérsékelt árszintet vetítenek előre. A feldolgozatlan élelmiszerek a kedvező globális terméseredmények következtében alacsonyak. A határidős jegyzések alapján a mezőgazdasági alapanyagárak mérsékelt dinamikát mutathatnak a következő években.

A kormányzati intézkedések közvetlen inflációs hatásai az előrejelzési horizontunkon érdemben a historikus átlag alatt maradhatnak. A hatósági árak alacsony dinamikájához az idei év végén újabb szabályozottár-csökkentés járul hozzá. A november 1-jétől érvényes, 11,1 százalékos szabályozott energiaár- (áram, távhő, gáz) csökkentés teljes inflációs hatása mintegy 1 százalékpont, mely elsősorban a jövő évi inflációt érinti. Előrejelzésünkben részletes információk hiányában még nem számoltunk a hatósági energiaárak harmadik körben megvalósuló csökkentésével. Ezen intézkedések a 2014-re vonatkozó előrejelzésünkhöz képest alacsonyabb infláció irányába mutató kockázatokat hordoznak. A pénzügyi tranzakciós illeték emelkedése az utóbbi hónapokban már megjelenhetett a piaci szolgáltatások fogyasztói árában, ennek inflációs hatásait az ingyenes készpénzfelvétel lehetősége a jövő évtől tompíthatja.

Összességében a visszafogott belső kereslet, az alacsony importált inflációs nyomás, a dezinflációs hatású kormányzati intézkedések, valamint a mérséklődő inflációs várakozások együttesen az alacsony inflációs környezet fennmaradása irányába mutatnak. Az infláció a teljes előrejelzési horizonton a jegybank középtávú inflációs célja alatt alakulhat, és várhatóan a horizont végén emelkedhet a 3 százalékos cél közelébe.

1-3. ábra

Inflációs előrejelzés dekompozíciója



1-1. táblázat

Inflációs előrejelzésünk részletei

		2012	2013	2014	2015
<b>Maginfláció</b>		5,1	3,3	3,0	3,0
<b>Maginfláción kívüli tételek</b>	Feldolgozatlan élelmiszerek	6,8	6,2	1,1	4,0
	Járműüzemanyag és piaci energia	11,9	-0,9	2,1	2,1
	Szabályozott árú termékek	4,7	-3,4	-4,8	2,2
	Összesen	6,8	-1,2	-2,1	2,5
<b>Fogyasztóiár-index</b>		<b>5,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,8</b>

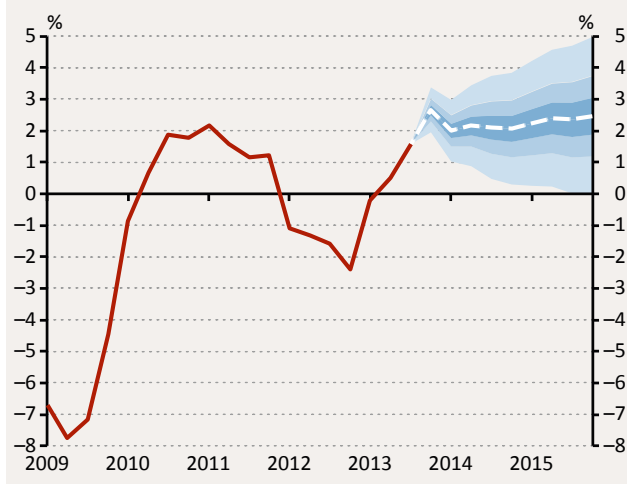
## 1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A gazdasági növekedés folytatódó javulására számítunk. Előrejelzési horizontunkon a növekedés forrása főként az export és a beruházás lehet. A jegybanki Növekedési Hitelprogram számottevően lazíthatja a kis- és középvállalkozások finanszírozási korlátait, melynek keresletélénkítő hatása főként 2014-ben jelentkezhet. A lakossági fogyasztás a reáljövödelmek jelentősebb bővülése mellett is csak fokozatosan élénkülhet a válság előtt felhalmozott adósságok leépítése, a változatlanul szigorú hitelezési kondíciók és a lassan oldódó óvatossági megfontolások miatt.

1-4. ábra

### GDP-előrejelzésünk legyezőábrája

(szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján)

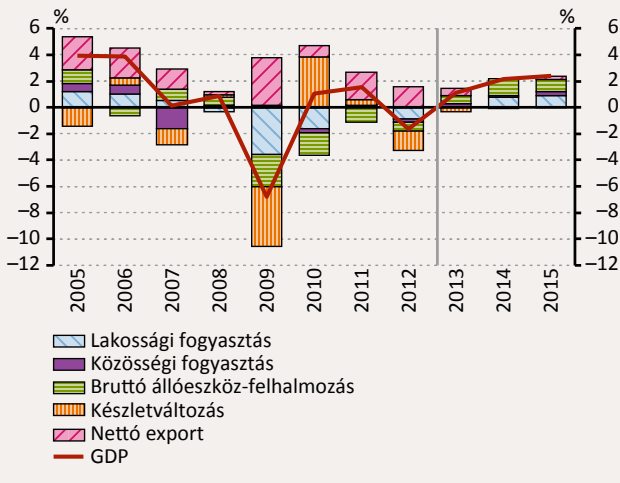


**A harmadik negyedévben tovább erősödött a gazdasági növekedés.** A tavalyi év egyedi hatásainak (gyenge mezőgazdasági termés, év végi gyárleállások) korrekcióját követően fokozatosan javul a hazai konjunktúra. A beérkezett termelési adatok és indikátorok alapján a második félévben már az ágazatok egyre szélesebb köre járult hozzá a gazdasági növekedéshez. Az év közepétől a belső kereslet is erősödést mutatott, ami elsősorban a beruházások dinamikus növekedésének köszönhető.

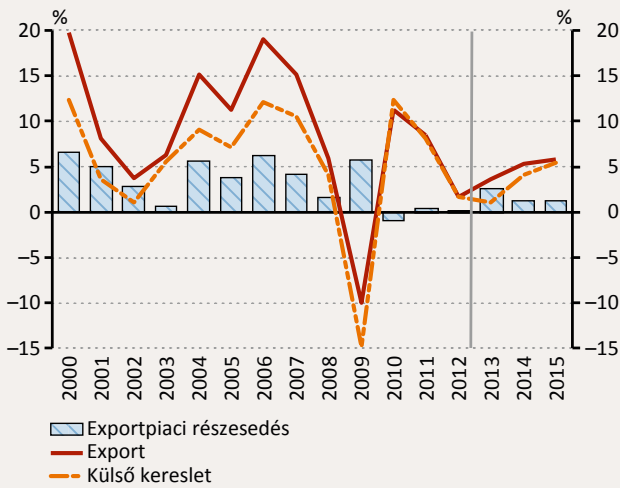
**A gazdasági növekedés előrejelzési horizontunkon tovább élénkülhet.** A reálgazdasági növekedést a fokozatosan javuló külső konjunktúra, az EU-források intenzív felhasználása, valamint a laza monetáris kondíciók és a jegybanki hitelösztönző program egyaránt támogatják. A növekedés a korábbiaknál kiegyensúlyozottabb szerkezetben valósulhat meg: az export mellett a belföldi felhasználás is élénkülhet.

**Az export élénkülését a javuló külpiaci konjunktúra mellett az új autóiipari kapacitások termelésének további felfutása támogatja.** Legfontosabb külkereskedelmi partnereink piacain a gazdasági növekedés lassú, de fokozatos erősödésére számítunk. Az elmúlt években kiépült új autóiipari termelőegységek jövő évben érhetik el teljes kapacitásukat, miközben az elmúlt években kapacitásleépülésen átesett ágazatok termelése az idei évtől stabilizálódhat. A járműipari export és a válság előtti szintnél tartóan leértékeltébb reálárfolyam érdemben hozzájárul exportpiaci részesedésünk újrainduló növekedéséhez.

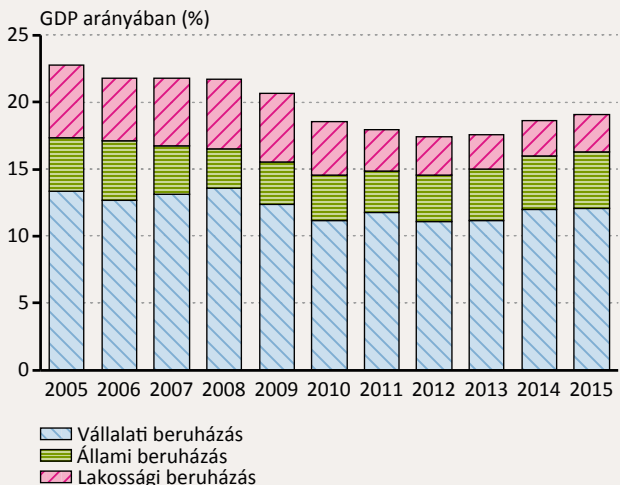
**1-5. ábra**  
**A GDP-növekedés alakulása**



**1-6. ábra**  
**Az exportpiaci részesedés alakulása**



**1-7. ábra**  
**A beruházási ráta alakulása szektoronként**



**A nemzetgazdasági beruházások számottevően bővülnek előrejelzésünkben.** Ehhez továbbra is nagymértékben járulnak hozzá az európai uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások. A rendelkezésre álló uniós keretösszegek lehívásának gyorsulása miatt 2014–2015-ben is jelentős lehet a társfinanszírozott beruházások volumene. Ehhez fokozatosan kapcsolódhat be a következő (2014–2020) uniós finanszírozási ciklus forrásfelhasználása.

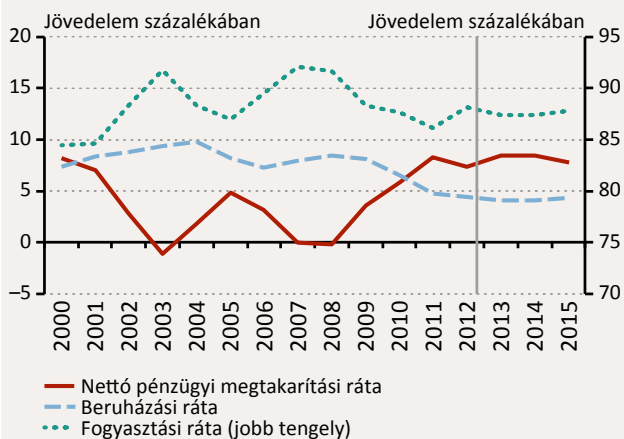
**A vállalati beruházásokat a javuló konjunkturális kilátások mellett az oldódó hitelkorlátok is élénkíthetik.** Az elmúlt évek nagy autóiipari beruházásainak a beszállítói kapcsolatokon keresztül pozitív tovagűrűző hatásai is lehetnek, amelyek már rövid távon is erősíthetik a beruházási aktivitást az exportszektorban. A belföldi termelő ágazatok beruházásai a kihasználatlan termelőkapacitások mellett némi késéssel követhetik a konjunktúra élénkülését. A Növekedési Hiteles program jelentősen hozzájárul a kis- és középvállalatok finanszírozási korlátainak oldódásához, ezáltal elősegítheti a tőkemegőrző és -bővítő beruházások realizálódását. Rövid távon elsősorban a korábbi időszakban elhalasztott beruházások megvalósítását teheti lehetővé a program, új beruházási projektek inkább a program második szakaszától várhatók.

**A lakossági beruházások az idei évben elérhetik mélypontjukat, amit lassú lakáspiaci konszolidáció követhet.** A növekvő reáljövedelmek ellenére az erős óvatossági megfontolások és a szigorú hitelkondíciók csak fokozatosan oldódhatnak, így a lakossági beruházások mérsékelt javulására számítunk.

**A háztartások fogyasztási döntéseit a javuló jövedelmi helyzet mellett a felhalmozott adósságok leépítése, és a szigorú hitelezési feltételek és az óvatossági megfontolások határozhatják meg.** Az alacsony infláció és a bérjellegű jövedelmek bővülése növelik a háztartások reáljövedelmét. A várható alacsony inflációt meghaladó mértékű nyugdíj- és minimálbér-emelés mellett a reáljövedelmek bővülése főleg az alacsonyabb jövedelmű – magasabb fogyasztási hányaddal rendelkező – háztartásokat érintheti. A válság előtti években felhalmozott adósságok leépítése tovább folytatódhat, miközben a válság éveiben felerősödött óvatossági megfontolások is csak lassan oldódhatnak. Ezzel összhangban a háztartások megtakarítási rátája az előrejelzési horizonton is magas szinten maradhat. Összességében a lakossági fogyasztásban lassú, fokozatos fordulatra számítunk.



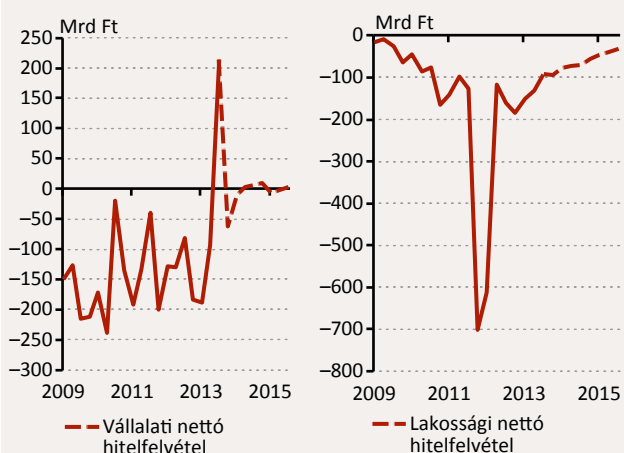
**1-8. ábra**  
Lakossági jövedelmek felhasználása



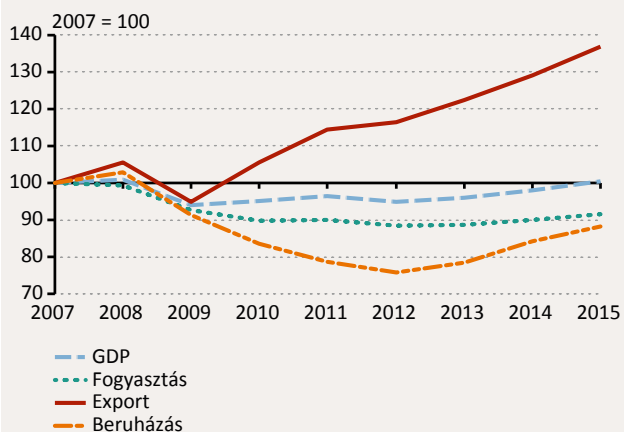
Megjegyzés: A rendelkezésre álló jövedelem arányában. A háztartások nettó pénzügyi megtakarításait a magánnyugdíjpénztárakba kötelezően befizetett járulékok nélkül vettük figyelembe.

Az aggregált kibocsátás a horizont második felében elérheti a gazdaság termelőkapacitásai által meghatározott potenciális szintet, azaz a kibocsátási rés bezárulhat. A reálgazdasági ciklus helyzetének javulását az export és a beruházás vezetheti. Ugyanakkor a lakossági fogyasztás a fokozatos bővülés ellenére még 2015-ben is közel 8 százalékkal a válság előtti szint alatt maradhat. Így a kibocsátási rés záródása olyan szerkezetben történik, hogy az általános reálgazdasági helyzet továbbra is deflációs hatású maradhat.

**1-9. ábra**  
Előrejelzésünk a lakossági és a vállalati hitelezés alakulására



**1-10. ábra**  
A GDP és a fő felhasználási tételek alakulása a válság óta



## 1-1. keretes írás

## Ciklus vagy trend – a globális növekedés importigényességének változása

A válságot követő években érezhetően lassult a világereskedelem növekedési üteme. A 2008-at megelőző évtizedekben a világereskedelem dinamikusan bővült. Felvevőpiacaink GDP-jének 1 százalékos bővülése importkeresletük átlag 1,8 százalékos növekedésével járt együtt. Ám a válság óta a nemzetközi kereskedelem bővülése lelassult, a GDP növekedési ütemét alig haladta meg. Ez minden exportáló gazdaság, így a világgazdaságba szorosan integrálódott, rendkívül nagy exporthányaddal rendelkező Magyarország számára is kihívást jelent. Keretes írásunkban a nemzetközi kereskedelem lassulása mögötti ciklikus és tartós tényezőket elemezzük.

A világgazdasági növekedés csökkenő kereskedelemintenzitása részben ciklikus jelenség lehet. A válság óta világszerte zajló adószágleépítési folyamatban a megnövekedett óvatosság és a szigorú hitelkondíciók következtében erőteljesen csökkent a beruházási és a tartós fogyasztási cikkek kereslete. Ezen termékek nemzetközi kereskedelme különösen intenzív. A visszaesés erősen érintette fő felvevőpiacunkat, az eurozónát. A konjunktúra helyreállásával, az üzleti és fogyasztói bizalom erősödésével ismét lassan élénkülhet a kereslet a tartós termékek és beruházási javak iránt. Így középtávon valamelyest emelkedhet a gazdasági növekedés importigényessége.

Másfelől elképzelhető, hogy inkább az elmúlt évtizedek kereskedelem-bővülése volt különleges jelenség. A WTO elemzése<sup>1</sup> szerint az 1970-es évek óta számos tényező segítette a világereskedelem robbanásszerű fejlődését. A legfontosabb tényezők többek között az alábbiak:

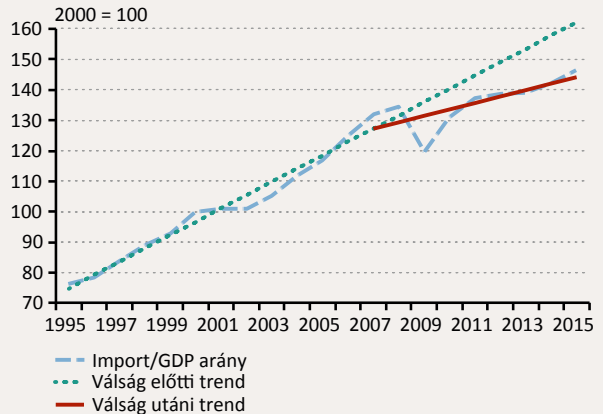
- A technológia fejlődésének köszönhetően jelentősen csökkentek a szállítási költségek.
- Emellett gyorsan nőtt a fejlődő országok népessége és a termelésük tőkeintenzitása.
- Végül a hidegháború vége és a szabadkereskedelmi megállapodások is segítették a nemzetközi kereskedelmi kapcsolatok erősödését.

Ám a következő évtizedekben fordulat következhet be néhány tényezőben. A szállítási költségek további csökkenését korlátozza, hogy a 2000-es évek közepe óta magas szinten stabilizálódott a világpiaci olajár. Emellett több nagy fejlődő ország (elsősorban Kína) népessége is előregedőben van. Ráadásul a válság előtt jelentős kapacitásfelesleg halmozódhatott fel a gazdaságokban. A pénzügyi közvetítőrendszer lecsökkent kockázatvállalási hajlandósága különösen erősen sújthatja a határokon átnyúló gazdasági tranzakciók finanszírozását. Végül a válság óta ismét erősödött a protekcionizmus. A fentiek alapján tartósan alacsonyabb maradhat a világgazdasági növekedés importigényessége, mint a válság előtti években megszokott volt.

Össességében a következő évek gazdasági kilábalását a korábban tapasztaltnál visszafogottabb kereskedelem-bővülés jellemezheti. A világereskedelem lassabb helyreállása a magyar gazdaság exportlehetőségeit is korlátozhatja. A negatív hatásokat azonban több tényező is tompíthatja. Egyfelől az elmúlt években kirajzolódó tendenciák alapján exportunk ország- és termékszerkezete eltolódhat a relatíve gyorsabban növekvő régiók (Kelet-Közép-Európa, Ázsia) felé. Másfelől az új autóiipari kapacitások termelésének felfutásával exportpiaci részesedésünk újbóli növekedésére számíthatunk előrejelzési horizontunkon.<sup>2</sup>

1-11. ábra

Az import alapú és a GDP alapú külső kereslet aránya

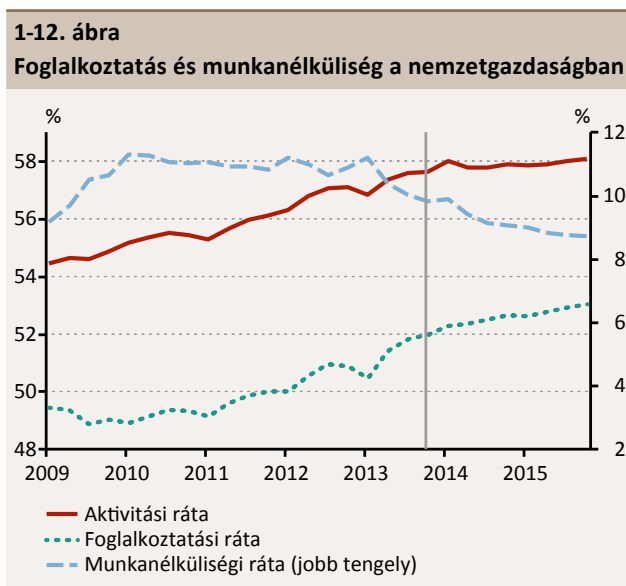


<sup>1</sup> WORLD TRADE ORGANIZATION (2013): Factors shaping the future of world trade. *World Trade Report*.

<sup>2</sup> Lásd BOGNÁR ET AL. (2013): A külkereskedelmi egyenleg dinamikája, az export és az import alakulása. *MNB-szemle*, különszám, október.

## 1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk

Az előrejelzési horizontunkon mind az aktivitás, mind pedig a foglalkoztatottak számának további bővülésére számítunk. A nemzetgazdasági létszámbővüléshez a versenyszféra foglalkoztatottságának emelkedése mellett a közmunkaprogramok bővítése is hozzájárulhat. A válságban megemelkedett munkanélküliségi ráta a horizont végére 9 százalék közelébe csökkenhet. A részmunkaidős foglalkoztatási formák térnyerése folytatódhat, így a ledolgozott munkaórák a foglalkoztatás bővülésénél kisebb mértékben emelkedhetnek. A munkapiac laza maradhat előrejelzési horizontunkon, a kihasználatlan kapacitások fokozatosan csökkennek. A visszafogott belső kereslet erős árleszorító hatása miatt a vállalatok egyéb termelési költségeik visszafogásával igyekeznek stabilizálni a jövedelmezőségüket. Mindezekkel összhangban a bérezésben továbbra is mérsékelt dinamikára számítunk.



**A versenyszféra foglalkoztatottsága a harmadik negyedévben bővült.** Az újrainduló növekedés erősebb foglalkoztatási reakciójához a részmunkaidős foglalkoztatás szerepének trendszerű növekedése is hozzájárult, melyet 2013 januárjától az új Munka Törvénykönyve is támogathatott. Ezzel összhangban előrejelzésünkben a részmunkaidős alkalmazottak számának további emelkedését várjuk.

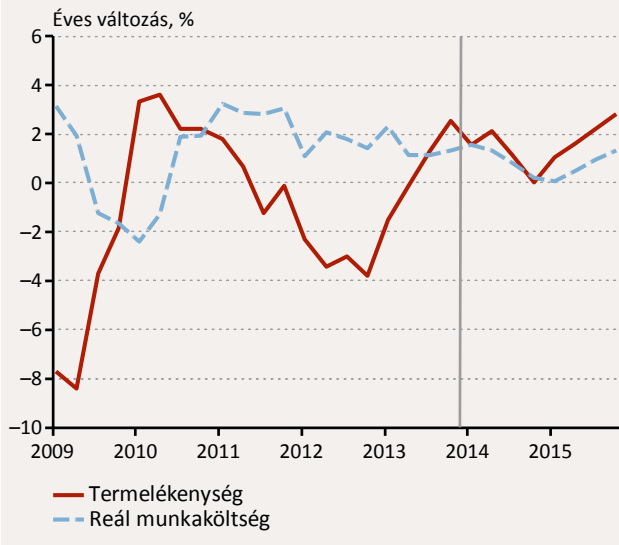
**Előrejelzésünkben a foglalkoztatás a kibocsátás növekedésével párhuzamosan élénkül.** A versenyszférában foglalkoztatottak száma 2015-ben elérheti a válság előtti szintjét. Ezzel párhuzamosan folytatódhat a részmunkaidős foglalkoztatás térnyerése, így a vállalatok effektív munkakereslete a létszámadatokat által jelzettnél visszafogottabban növekedhet. A nemzetgazdasági foglalkoztatás emelkedésében a versenyszféra folyamatai mellett az állami közfoglalkoztatási programok is hangsúlyos szerepet kaphatnak.

**A növekvő aktivitás és a fokozatosan emelkedő munkakereslet hatására a munkanélküliségi ráta 9 százalék közelébe csökkenhet.** A válság előttinél magasabb munkanélküliség továbbra is erős bérleszorító hatással bírhat. Bár az élénkülő kereslet a bizalmi indikátorok alapján egyes, gyors növekedést mutató szektorokban átmenetileg munkakínálati szűkösségekhez is vezethet, de a nemzetgazdaság egészét tekintve a munkakínálat továbbra is érdemben meghaladja a keresletet.

**A laza munkapiaci környezettel összhangban a bérdinamika a következő években is visszafogottan alakulhat.** A vállalati jövedelmezőség fogyasztói árak emelésén keresztül javítására továbbra is korlátozott lehetőség mutatkozik. A bérköltségek fegyelmezett alakítása az élénkülő keresleti környezetben is jellemző vállalati viselkedés maradhat. A 2014. évi minimálbér-emelés az általános bérnövekedési

1-13. ábra

## A termelékenység, reálmunkaköltségek alakulása



várakozásnál csak enyhén magasabb, így érdemi bértorlódást megítélésünk szerint nem okoz. A munkaköltségek reálértéke a következő években a termelékenység növekedési üteménél lassabb ütemben emelkedhet, így a vállalatok jövedelmezőségi helyzete az élénkülő keresleti környezetben fokozatosan javulhat.

**Az inflációs várakozások süllyedése segítheti a gazdaság tartós nominális alkalmazkodását.** A huzamosabb ideig cél alatt alakuló infláció mérsékelheti az inflációs várakozásokat, amely elősegítheti az alacsony bérdinamika stabilizálódását. Összességében a munkapiac oldaláról érkező inflációs nyomás változatlanul gyenge.

**1-2. táblázat****Előrejelzésünk változása a legutóbbi inflációs jelentéshez képest**

	2012	2013		2014		2015
	Tény	Előrejelzés				
		Szeptember	Aktuális	Szeptember	Aktuális	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)</b>						
Maginfláció	5,1	3,5	3,3	3,8	3,0	3,0
Indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció	2,5	1,7	1,5	2,8	2,2	2,8
Fogyasztóiár-index	5,7	2,0	1,7	2,4	1,3	2,8
<b>Gazdasági növekedés</b>						
Külső kereslet (GDP alapon)	0,8	0,6	0,6	1,7	1,7	2,2
Háztartások fogyasztási kiadása	-1,7	0,4	0,1	1,2	1,5	1,8
Kormányzat végső fogyasztása	-2,3	-1,2	1,1	0,2	0,7	1,4
Állóeszköz-felhalmozás	-3,7	-1,3	3,5	7,8	7,4	4,8
Belföldi felhasználás	-3,5	0,3	0,6	2,1	2,4	2,3
Export	1,7	3,4	5,2	5,3	5,4	6,1
Import	-0,1	3,3	5,0	5,6	6,0	6,4
GDP	-1,7	0,7	1,1	2,1	2,1	2,4
<b>Külső egyensúly<sup>1</sup></b>						
Folyó fizetési mérleg egyenlege	1,0	3,4	2,8	3,3	2,8	3,2
Külső finanszírozási képesség	3,6	6,6	6,0	5,5	5,5	5,8
<b>Államháztartás<sup>1, 6</sup></b>						
ESA-egyenleg (2012-re előzetes adat)	-2,0	-2,6	-2,6	-2,9	-2,5	-2,9
<b>Munkapiac</b>						
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>2, 4</sup>	4,5	3,3	3,2	4,5	3,9	5,1
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,7	0,8	1,3	0,8	1,7	0,3
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	7,2	3,5	3,5	3,0	2,8	3,5
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,4	0,2	0,8	0,4	1,3	0,9
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>4</sup>	7,2	1,5	2,3	1,3	1,4	1,1
Lakossági reáljövedelem <sup>5</sup>	-4,0	1,1	0,9	1,0	1,8	1,2

<sup>1</sup> A GDP arányában.<sup>2</sup> Pénzforgalmi szemléletben.<sup>3</sup> A teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.<sup>4</sup> A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval és a hazai foglalkoztatottakkal számolódott.<sup>5</sup> MNB-becslés.<sup>6</sup> A szabad tartalékok teljes törlésével.

## 1-3. táblázat

## Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2013	2014	2015
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>			
MNB (2013. december)	1,7	1,3	2,8
Consensus Economics (2013. november) <sup>1</sup>	1,7 – 1,9 – 2,1	1,3 – 2,2 – 2,9	
Európai Bizottság (2013. november)	2,1	2,2	3,0
IMF (2013. október)	2,4	3,0	3,0
OECD (2013. november)	1,9	2,1	3,5
Reuters-felmérés (2013. december) <sup>1</sup>	1,7 – 1,7 – 2,0	1,2 – 2,0 – 3,1	2,5 – 2,9 – 4,3
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2013. december)	1,1	2,1	2,4
Consensus Economics (2013. november) <sup>1</sup>	0 – 0,4 – 1,0	1,0 – 1,5 – 2,5	
Európai Bizottság (2013. november)	0,7	1,8	2,1
IMF (2013. október)	0,2	1,3	1,5
OECD (2013. november)	1,2	2,0	1,7
Reuters-felmérés (2013. december) <sup>1</sup>	0,5 – 0,9 – 1,2	1,3 – 1,9 – 2,3	
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege<sup>3</sup></b>			
MNB (2013. december)	2,8	2,8	3,2
Európai Bizottság (2013. november)	3,0	2,7	1,8
IMF (2013. október)	2,2	2,0	1,3
OECD (2013. november)	1,8	2,1	2,4
<b>Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint)<sup>3, 4</sup></b>			
MNB (2013. szeptember)	2,6	2,5	2,9
Consensus Economics (2013. november) <sup>1</sup>	2,7 – 2,9 – 3,5	2,8 – 3,1 – 4,0	
Európai Bizottság (2013. november)	2,9	3,0	2,7
IMF (2013. október)	2,7	2,8	3,0
OECD (2013. november)	2,7	2,9	2,9
Reuters-felmérés (2013. december) <sup>1</sup>	2,7 – 2,9 – 3,5	2,9 – 3,0 – 4,0	
<b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2013. szeptember)	1,0	4,1	5,1
Európai Bizottság (2013. november) <sup>2</sup>	1,7	5,3	6,1
IMF (2013. október) <sup>2</sup>	1,7	3,9	3,8
OECD (2013. november) <sup>2</sup>	1,2	4,5	5,5
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2013. szeptember)	0,6	1,7	2,2
Európai Bizottság (2013. november) <sup>2</sup>	0,6	1,9	2,4
IMF (2013. október) <sup>2</sup>	0,8	1,8	2,3
OECD (2013. november) <sup>2</sup>	0,5	1,8	2,1

<sup>1</sup> A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középítő érték) azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük az eloszlás érzékeltetése érdekében.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> A GDP arányában.

<sup>4</sup> A szabad tartalékok teljes törlésével.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2013. november); European Commission Economic Forecasts (2013. november); IMF World Economic Outlook Database (2013. október); Reuters-felmérés (2013. december); OECD Economic Outlook, No. 93 (2013. november).

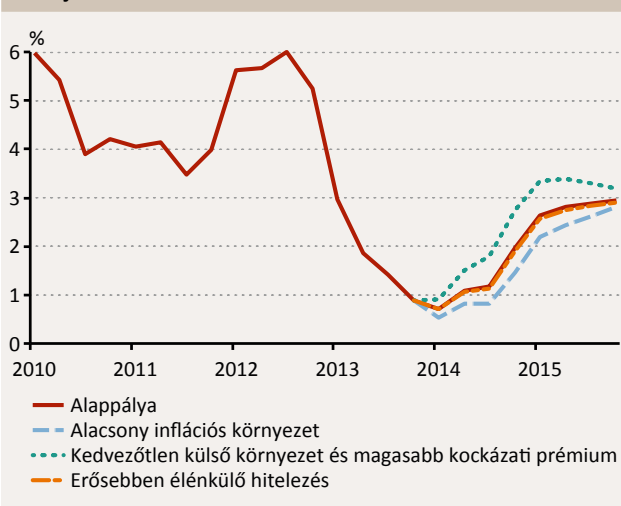
## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a decemberi inflációs jelentés alappályája körül több alternatív forgatókönyvet azonosított, melyek közül kettő jelent a monetáris politika jövőbeli vitele szempontjából releváns kockázatot. A tanács értékelése szerint egyrészt egy alacsonyabb inflációs környezet lehetőségével, másrészt a külpiazi folyamatok hatására esetlegesen felerősödő befektetői kockázatkerüléssel számoló alternatív forgatókönyvek járnak az alappályától eltérő monetáris politikai irányultsággal. Ezekon túlmenően a Monetáris Tanács a vállalati hitelezés élénkülésével és a Növekedési Hitelprogram gazdaságösztönző hatásával összefüggésben felfelé mutató növekedési kockázatot érzékel.

Az alacsonyabb inflációs környezetet feltételező alternatív forgatókönyvben a termelésbe bevonható hazai és külpiazi kihasználatlan kapacitások aránya az alappályában feltételezettnél nagyobb lehet, ami visszafogottabb hazai bérdinamikával és erősebben mérséklődő külső inflációs nyomással járhat, így az inflációs cél tartósan lazább monetáris kondíciók mellett érhető el. A kedvezőtlen külső környezettel és magasabb befektetői kockázatkerüléssel számoló alternatív pályában az ország kockázati megítélésének tartós és érdemi megváltozása szigorúbb monetáris politika irányába mutat. A hitelezés alappályában feltételezettnél erősebb élénkülése a termelőberuházások ösztönzésén keresztül a gazdaság hosszú távú növekedési potenciálját is javíthatja, így nem jár az alappályában feltételezettől érdemben eltérő monetáris politikai reakcióval.

2-1. ábra

Az alternatív forgatókönyvek hatása inflációs előrejelzésünkre

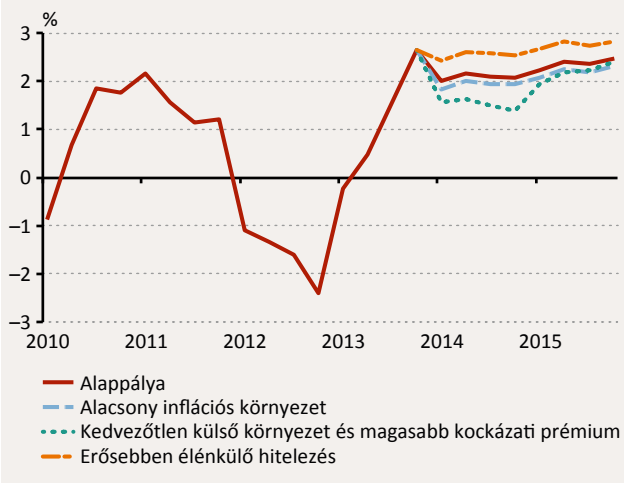


Az elmúlt hónapokban beérkezett adatok az eurozónában a vártnál alacsonyabb inflációt és törékeny konjunktúrát mutattak. Amennyiben a külső inflációs környezet tartósan alacsony marad, az importált infláció is kedvezőbben alakulhat az alappályában feltételezettnél. Emellett a nominális folyamatokat érdemben befolyásolhatják az inflációs várakozások. Hazánkban a meredeken csökkenő és cél alatti infláció felveti annak a lehetőségét, hogy a gazdaság szereplőinek inflációs várakozásai érdemben lefelé módosulnak. Ez az árazási és bérezési döntésekben egyaránt megjelenik, így a fegyelmzett árazás, a visszafogott bérezés és a kialakult alacsony inflációs környezet endogén módon támogathatja egymást.

A forgatókönyv feltételezi, hogy a termelésbe bevonható hazai és külpiazi kihasználatlan kapacitások aránya az alappályában feltételezettnél nagyobb lehet. Ennek következményeképp a gyenge külső és belső kereslet, az alacsonyabb külső inflációs környezet és importált infláció, illetve a visszafogott hazai bérdinamika és inflációs várakozások közep-távon is mérsékeltbb inflációs nyomást eredményeznek. Ebben a forgatókönyvben az erősebb dezinfláció következtében az inflációs cél középtávon az alappályában feltételezett-nél lazább kamatkondíciók mellett is elérhető, miközben a gyenge kereslet kedvezőtlen növekedési hatásait a laza monetáris politika csak részben tudja ellensúlyozni.

2-2. ábra

## Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre



A harmadik negyedévben a világgazdaság növekedése visszafogott volt, a legfontosabb gazdasági régiók növekedése között a válság éveiben kialakult jelentős ütemkülönbségek továbbra is megfigyelhetők. Bár a növekedést meghatározó tényezőkben egyelőre nem történt érdemi elmozdulás, az alappálya továbbra is a külső kereslet lassú élénkülését és a kockázati prémium fokozatos mérséklődését feltételezi.

Ugyanakkor számos olyan kockázati tényező azonosítható, amely külső keresletünk és kockázati prémiumunk alakulását kedvezőtlenül érintheti: ilyen például az európai adósválság kiújulása, a feltörekvő országok konjunkturális folyamatait övező bizonytalanság, a Fed eszközvásárlási programjának lassítása vagy az USA költségvetési problémáinak súlyosbodása. Mind keresleti, mind pénzügyi oldalon azonosíthatóak olyan kockázatok, amelyek reálgazdasági problémák mélyülését, illetve pénzügyi feszültségeket vonnak maguk után. Mindezek fényében a Monetáris Tanács relevánsnak tartja egy lassabb külső konjunktúrával és magasabb befektetői kockázatkerüléssel jellemezhető forgatókönyv számbavételét is.

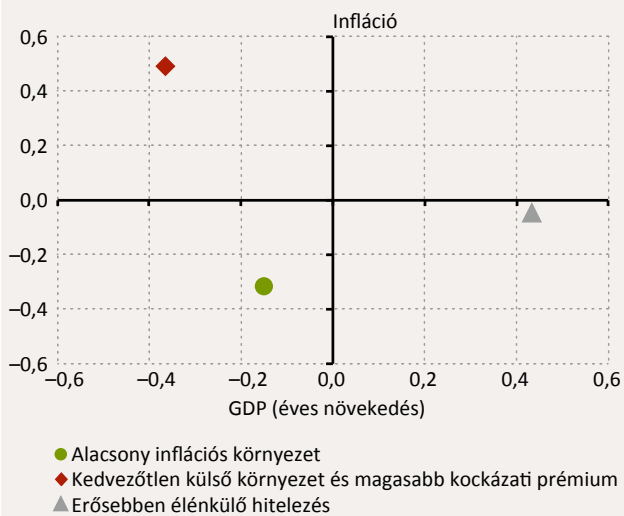
Ez a forgatókönyv alacsonyabb külső kereslettel és külső tényezők miatt megemelkedő kockázati prémiummal számol. Az alacsonyabb külső kereslet nagyrészt a ciklikus pozíció romlásában jelentkezik. A globális befektetői hangulat romlása emeli a hazai kockázati felárakat, ami a forrásköltségek drágulásán keresztül a banki hitelezést is visszafogja, ezért vállalati és lakossági oldalon egyaránt szigorodhatnak a hitelezési feltételek. A kockázati prémium emelkedése az árfolyam-leértékelődésén keresztül emeli az inflációt. A külső kereslet romlása, valamint a kockázati prémiumnak az árfolyamra és a hitelezésre gyakorolt hatása miatt a forgatókönyvben a növekedés elmarad az alappályában vázolttól. Az inflációs folyamatok tekintetében a gyengülő árfolyam hatását csak részben ellensúlyozza a nyíló kibocsátási rés és a külső környezet dezinflációs hatása. A romló kockázati megítélés és az emelkedő infláció mellett az alappályánál szigorúbb monetáris politika biztosíthatja, hogy az előrejelzési horizont végére az infláció a 3 százalékos céllal összhangban alakuljon.

Ezekon túlmenően a Monetáris Tanács a vállalati hitelezés élénkülésével és a Növekedési Hitelprogram gazdaságösztönző hatásával összefüggésben felfelé mutató növekedési kockázatot érzékel. A gazdaság növekedési kilátásainak szempontjából a beruházási dinamika meghatározó jelentőségű. Az eddig megvalósított óvatos, de összességében számottevő mértékű monetáris lazítás és az EU-forrásokból megvalósuló állami beruházások előre tekintve támogatóan hatnak a beruházási aktivitásra. Emellett a kiterjesztett Növekedési Hitelprogram (NHP) is érdemben befolyásolhatja azt, mivel enyhítheti a kis- és középvállalatok finanszírozási



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 pályák az alappályánál szigorúbb, a zöld színnel jelzett pályák lazább monetáris politikai kondíciókkal konzisztensek. A szürke színnel jelzett pályák esetében nincs érdemi eltérés a kamatpályában.*

korlátait. Továbbá az is befolyásolja a hitelezési folyamatokat, hogy a vállalatok milyen mértékben veszik igénybe az NHP keretében nyújtott hiteleket, illetve azokból milyen arányban valósítanak meg addicionális beruházásokat.

**Elképzelhető, hogy a vállalatok részéről erősebb hitelkereslet mutatkozik**, így a bankok az alappályában feltételezettnél gyorsabban és nagyobb arányban új beruházásokra helyezhetik ki a Növekedési Hitelprogramban elérhető forrásokat. A forgatókönyv feltételezi, hogy a program bővítése során kihelyezett hiteleket a vállalatok produktív beruházások megvalósítására fordítják, ami hosszabb távon az ország növekedési potenciáljának javulását is támogathatja. Tehát az erősebb hitelezési aktivitás egyrészt az alappályában feltételezettnél magasabb GDP-növekedést eredményezhet, miközben a termelő beruházások ösztönzése következményeképp a gazdaság hosszú távú növekedési potenciálja is javulhat, ennél fogva a ciklikus pozíció lényegében változatlan marad. Így az inflációs hatás olyan kismértékű, hogy az nem eredményez az alappályától érdemben eltérő kamatpolitikát.

# 3. Makrogazdasági helyzetértékelés

## 3.1. Nemzetközi környezet

*Mérsékelt növekedés és lassuló infláció jellemezte a globális gazdaságot az elmúlt negyedévben. A főbb fejlett és fejlődő gazdaságok növekedése 2013 harmadik negyedévében némileg lassult, a válságot követő gazdasági kilábalás továbbra is törékeny. A legfontosabb gazdasági régiók bővülése között a válság éveiben kialakult jelentős ütemkülönbségek változatlanul megfigyelhetők. A globális keresletoldali inflációs nyomás mérsékelt, így a fejlett régiókban az infláció többnyire a jegybanki célértékek alatt alakult. A lassú növekedéssel és visszafogott inflációs kockázatokkal összhangban a nagy jegybankok fenntartották, illetve az ECB esetében tovább enyhítették a korábban is laza monetáris kondícióikat. A pénzügyi hangulatot továbbra is a Fed eszközvásárlási programjának lassításával kapcsolatos várakozások alakítják. Az év közepi turbulenciát követően némileg enyhült a feltörekvő piacok devizáira, illetve kötvénypiacaira nehezedő nyomás.*

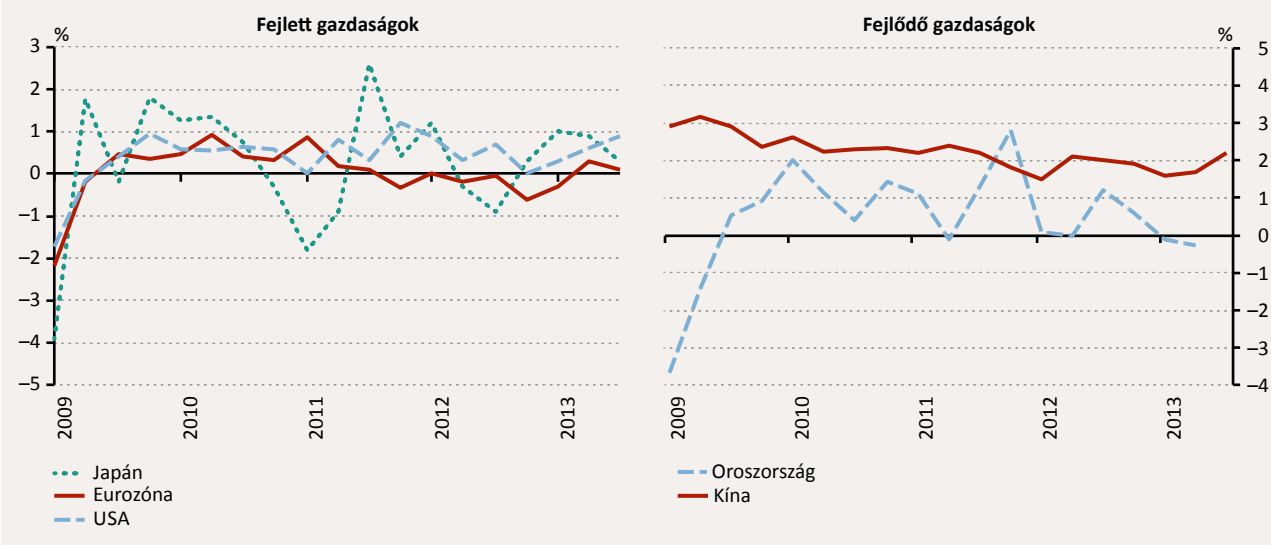
### 3.1.1. GLOBÁLIS KONJUNKTURÁLIS FOLYAMATOK

**A világgazdaság növekedése a harmadik negyedévben is mérsékelten alakult.** A főbb fejlett és fejlődő gazdaságok növekedése 2013 harmadik negyedévében összességében lassult. A legfontosabb gazdasági régiók bővülése között a válság éveiben kialakult jelentős ütemkülönbségek továbbra is megfigyelhetők.

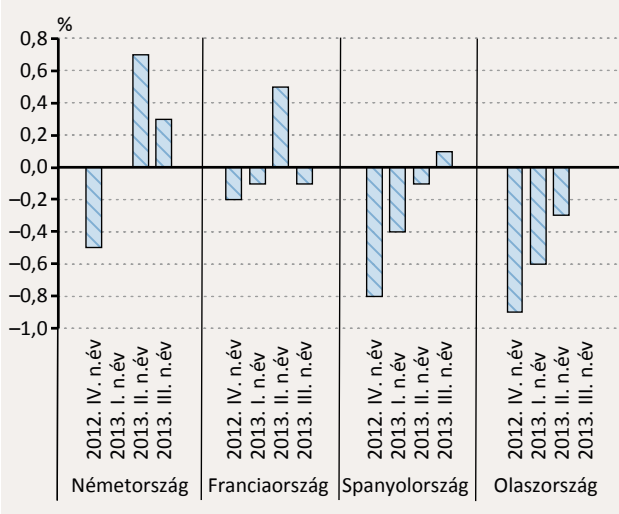
**Az USA válságból való kilábalása folytatódott, az általános gazdasági folyamatok kedvező képet mutatnak,** ám a dinamika fenntarthatóságát változatlanul kockázatok övezik. A harmadik negyedéves GDP-adat pozitív meglepetést okozott, az előzetesen várt 2 százalékos bővülés helyett az évesített negyedéves növekedés 3,6 százalékra emelkedett. Ugyanakkor a vártnál gyorsabb növekedési ütem mögött az importdinamika lassulása mellett a készletállomány gyorsabb bővülése és a közösségi kiadások magasabb szintje állt, miközben az export, az üzleti beruházások, valamint a magánszektor fogyasztása lassuló dinamikát mutatott. A szövetségi kormányzat részleges leállása negatívan érintheti a negyedik negyedévi GDP-t. A hitelezés és a lakáspiac élénkülését fékezheti, hogy a monetáris politika jövőjével kapcsolatos bizonytalanság miatt az év közepétől emelkedtek a hosszú hozamok. A Fed ugyan továbbra is próbálja nemkonvencionális eszközökkel támogatni a növekedést, de a fiskális konszolidáció mérsékelheti az eszközök hatékonyságát. A Fed októberi kamatdöntő ülése után hangsúlyozta, hogy további bizonyosságra van szüksége a gazdasági folyamatok javulásának tartósságáról, mielőtt az eszközvásárlások havi összegét csökkentené.

**3-1. ábra**  
**GDP-növekedés a jelentősebb gazdaságokban**

(szezonálisan igazított negyedéves változás)



**3-2. ábra**  
**Negyedéves növekedés az euroövezet legnagyobb gazdaságaiban**

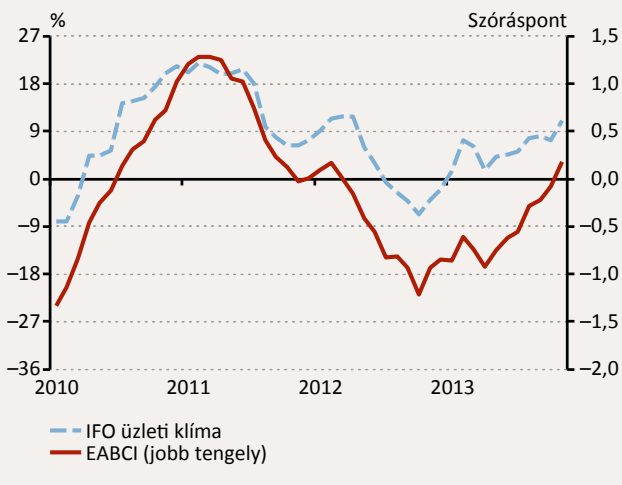


**A japán gazdaság harmadik negyedévi növekedési üteme elmaradt az év első felében tapasztalt dinamiktól, amely elsősorban a háztartási fogyasztás és az exportdinamika mérséklődéséhez volt köthető.** Rövid távon egyes előretekintő indikátorok kedvező képet mutatnak. Ugyanakkor a háztartások várakozásai alapján növekedhet a valószínűsége a magasabb infláció és alacsonyabb növekedés kedvezőtlen kettősének. Az infláció további gyorsulását a fogyasztási típusú adók mértékének 5-ről 8 százalékra történő emelkedése okozhatja. A döntés növekedés-visszafogó hatásait átmeneti élénkítő lépésekkel mérsékelheti az államháztartás.

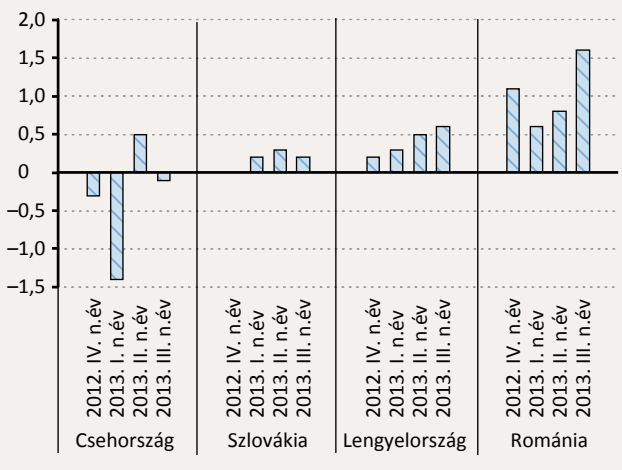
**Az eurozóna növekedése a kedvezőbb második negyedévi adatot követően a harmadik negyedévben mérsékeltebb ütemben folytatódott.** A centrumországok közül főként Németország és Franciaország konjunktúrája alakult visszafogottabban. A korábbi években súlyos gazdasági visszaesést elszenvedő, magas adósságszinttel küzdő mediterrán országok kibocsátása a stabilizálódás jeleit mutatta. Az év közepére 12 százalék közelébe emelkedő munkanélküliségi ráta és a továbbra is szigorú hitelfeltételek mellett a belföldi kereslet csak mérsékelt ütemben növekedhet az eurozónában. Az eurozónán kívüli európai országok közül az Egyesült Királyság növekedését jellemezte erőteljesebb élénkülés. Gazdasági aktivitása a harmadik negyedévben éves összevetésben 1,5 százalékkal növekedett.

**A kelet-közép-európai régió növekedése a harmadik negyedévben az EU-s átlagnál kedvezőbben alakult.** Bár Csehországban a pozitív második negyedévi adatot követően a harmadik negyedévben ismét csökkent a gazdasági kibocsátás, a régió többi országában élénkült a növekedés. Az

**3-3. ábra**  
Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása



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



előre tekintő bizalmi indexek novemberben ismét javulást jeleztek a régióban, emellett a fő felvevőpiacnak számító német gazdaság bizalmi indikátorai is fokozatosan javulnak. Így a régió növekedési kilátásai a következő negyedévekben is kedvezőek maradhatnak.

**A fejlődő és feltörekvő országok többsége a válságot követő években jelentős mértékű gazdasági növekedést ért el, ám ez a dinamika 2010 óta fokozatos lassulást mutat.** Ezek a tendenciák különösen a BRIC-országok (Brazília, Oroszország, India és Kína) esetében figyelhetőek meg. Az IMF elemzése alapján a válságot követő gyors kilábalásban ezen országok esetében az expanzív gazdaságpolitikai lépések mellett jelentős szerepet játszott a támogató pénzügyi környezet is. 2010-re mindezek következtében ezek az országok a potenciális szintet meghaladó növekedést értek el. Az azóta eltelt időszakban mintegy 3 százalékponttal lassult a feltörekvő gazdaságok bővülésének üteme, amely mögött ciklikus és strukturális tényezők egyaránt meghúzódnak.

**Kína gazdasága éves alapon 7,8 százalékkal bővült a harmadik negyedévben.** A továbbra is visszafogott külső kereslet mellett az előző negyedévhez képest tapasztalt gyorsulás elsősorban a feldolgozóipari és infrastrukturális beruházások bővülésének, valamint a kedvező kiskereskedelmi forgalomnak volt köszönhető. Az ingatlanpiaci beruházások növekedési üteme mind a lakossági, mind a kereskedelmi szegmensben lassult. A kínai növekedési pályát elsősorban a növekvő pénzügyi stabilitási kockázatok veszélyeztetik. A pénzkínálat (társadalmi finanszírozás)<sup>3</sup> bővülésének üteme a második negyedévben valamelyest lassult, de a hitelezés augusztus és szeptember során ismét élénkült, elsősorban a bankhitelek kívüli finanszírozás formáknak köszönhetően.

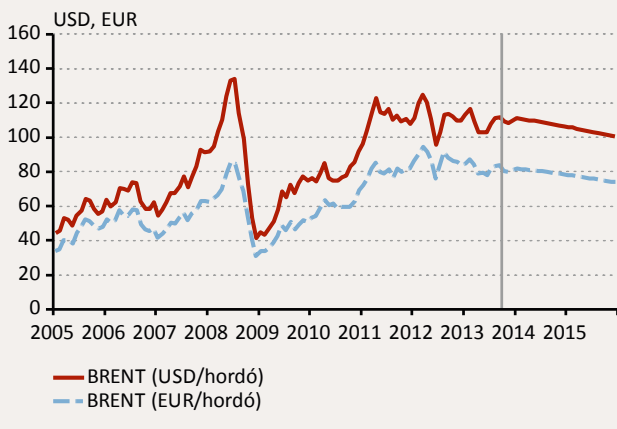
**Az orosz gazdaság stagnált az elmúlt negyedévekben.** A vártnál gyengébb teljesítményben főként a gyenge külpiaci konjunktúra, a tőkekiáramlás és a beruházások visszaesése játszott szerepet.

### 3.1.2. GLOBÁLIS INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

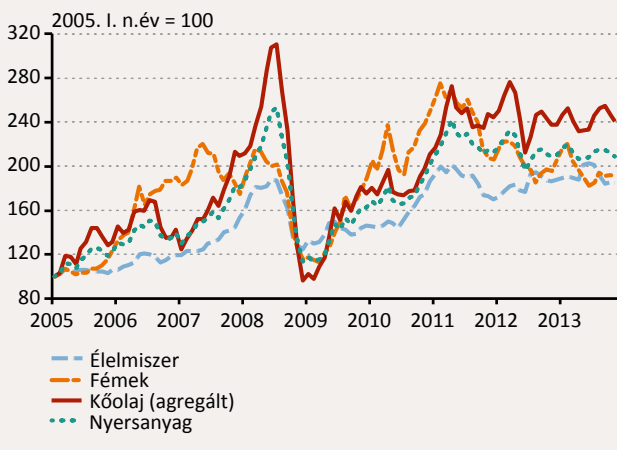
**Az utóbbi hónapokban mérséklődtek a nyersanyagárak.** A kőolaj világpiaci ára a fegyveres konfliktusok (Szíria, Irán) szeptemberi oldódása, valamint a fejlődő gazdaságok mérséklődő keresletének köszönhetően csökkent. Európában az importált infláció lassulásához a mérséklődő nyersanyagárak mellett a némileg erősödő euro/dollár árfolyam is hozzájárult. Az ipari nyersanyagok (vasérc, szén) ára a kínai acéltermelés felfutásával összefüggő augusztusi emelkedést köve-

<sup>3</sup> A pénzkínálat aggregált mutatója, amely a jüanhiteleken túl a tröszhitelek, a vállalatikötvény-kibocsátások, valamint a nem pénzügyi vállalatok tőkeemeléseinek értékét is tartalmazza.

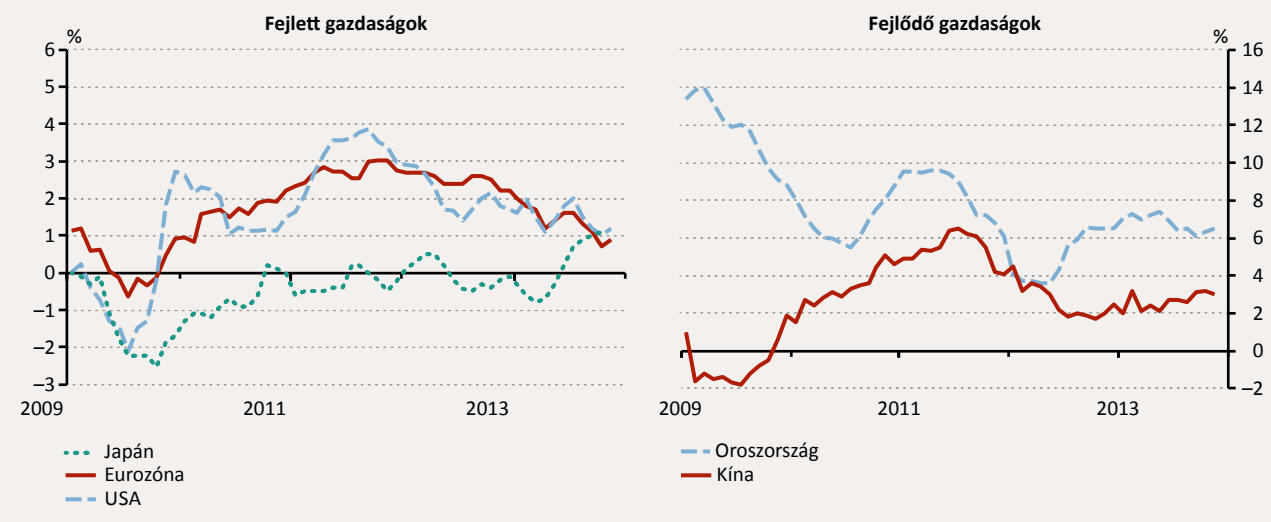
**3-5. ábra**  
A spot és a határidős Brent olajár alakulása különböző valutákban



**3-6. ábra**  
Fontosabb nyersanyagárak alakulása  
(USD)



**3-7. ábra**  
Infláció a jelentősebb gazdaságokban



tően összfel stabilizálódott. A nyers élelmiszerek világgpiaci ára a globálisan kedvező terméseredményeknek köszönhetően az elmúlt hónapokban csökkent.

**Az inflációs ráták a meghatározó gazdaságokban többnyire mérséklődtek az utóbbi negyedévben, és a nagy jegybankok esetében továbbra is cél alatt alakultak.** A visszafogott inflációs nyomás mögött a mérsékelt belső kereslet mellett, elsősorban a nyersanyagárak csökkenése állt. Az októberi adatok az USA-ban 1 százalékos, míg a novemberi előzetes adatok az euroövezetben 0,9 százalékos fogyasztóiár-indexet mutattak. Az éves dinamika mindkét esetben érdemben az árstabilitási cél alatt alakult. Japánban az elmúlt negyedévben némileg gyorsult és októberre 1,1 százalékra nőtt az infláció, amely részben a gyengülő jen miatti importált termékek növekvő árának volt köszönhető. A fogyasztói felmérések alapján az elmúlt negyedévben is folytatódott az inflációs várakozások 2012 vége óta tartó emelkedése. Az Egyesült Királyságban az infláció a harmadik negyedévben és októberben is a cél fölött alakult, azonban a középtávon mérsékelt inflációs nyomás és a gyenge reálgazdasági helyzet következtében az angol jegybank továbbra is fenntartja a laza monetáris kondícióit. A nagyobb feltörekvő gazdaságok közül Kínában alacsony szintről némileg gyorsult az éves infláció az előző negyedévhez képest. Ezzel szemben Oroszországban csökkent, de továbbra is magas szinten alakult a mutató.

**A kelet-közép-európai régió minden országában a jegybanki cél alatt alakult az éves infláció.** Csehországban a fogyasztóiár-index az elmúlt hónapokban 1 százalék körül alakult. A gyenge belső kereslet jelentős dezinflációs hatást fejt ki. 2014 elejére az infláció, az áfaemelések hatásának kiesése és a szabályozott árak csökkenése miatt tovább mérséklődhet az árindex.

Lengyelországban az infláció októberben jóval a cél alá, 0,8 százalékra mérséklődött, miközben a maginflációs mutatók stabilizálódtak vagy némileg csökkentek. Romániában szintén erősödött a defláció, amely az élelmiszerárak jelentős csökkenéséhez, a negatív kibocsátási réshez, valamint az inflációs várakozások javulásához köthető.

### 3.1.3. MONETÁRIS POLITIKAI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FOLYAMATOK

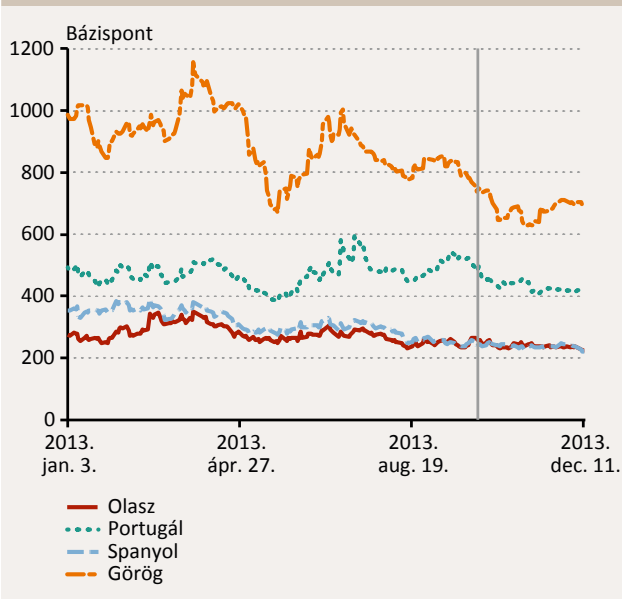
**A fejlett gazdaságokban az erősödő defláció és a középtávon is alacsony inflációs kockázatok mellett a nagy jegybankok fenntartották vagy tovább lazították monetáris kondícióikat.** Az elmúlt három hónapban a Fed eszközvásárlási programjának kivezetésével kapcsolatos fejlemények mozgatták leginkább a globális pénzügyi piacokat. A vártnál kedvezőbb novemberi munkapiaci adatok hatására érdemben növekedett az eszközvásárlások decembertől induló lassítását (tapering) váró elemzők aránya. Ugyanakkor legtöbbször továbbra is 2014 márciusára várják az eszközvásárlások csökkentését. Az elmúlt negyedév további meghatározó eseménye az amerikai költségvetéssel és adósságplafonnal kapcsolatos vita volt. A pártok a kéthetes leállást követően ideiglenes megállapodásra jutottak, azonban a probléma tartós megoldása továbbra is húzódik. Decemberben a pártok megállapodásra jutottak a költségvetés fő számaival kapcsolatosan. Ugyanakkor az adósságplafon kérdéskörében nem történt változás.

Az eurozónában meglepetést okozó alacsony októberi inflációs ráta megjelenését követően az EKB 0,25 százalékra csökkentette irányadó kamatszintjét. Emellett az EKB döntéshozói jelezték, hogy szükség esetén további monetáris élénkítésre kerülhet sor. A decemberi kamatdöntő ülésen az elemzői konszenzusnak megfelelően nem került sor további kamatcsökkentésre. Az eurozóna periféria relatív megítélése tovább javult az elmúlt időszakban, ennek eredményeképp a legtöbb perifériaország felára csak visszafogottan reagált az időszak végén romló piaci hangulatra.

**Japánban a Bank of Japan nem változtatott ugyan eszközvásárlási programján és irányadó rátáján sem,** ugyanakkor a piaci várakozások szerint a negyedévben megszavazott indirektadó-emelés növekedést fékező hatását 2014-ben újabb monetáris lazítással enyhítheti a központi bank.

**A kelet-közép-európai régióban a monetáris kondíciók további lazítására törekedtek a jegybanki döntéshozók.** A fokozódó deflációs kockázatra reagálva, az alapkamat esetében a 0 alsó korlátot elérő cseh jegybank november 7-i ülésén devizapiaci intervenció alkalmazásáról döntött. A román jegybank a harmadik negyedévben összesen 75 bázisponttal csökkentette az alapkamatot. A Magyar Nemzeti Bank a megkezdett kamatcsökkentési ciklus óvatos folyta-

**3-8. ábra**  
A 10 éves periféria államkötvények hozamfelárának alakulása a 10 éves német állampapírhozamokkal szemben



tásával és a Növekedési Hitel Program meghosszabbításával lazított a monetáris politikai kondíciókon.

**A feltörekvő piaci eszközárak alakulását a harmadik negyedévben is magas volatilitás jellemezte.** Kínában a júniusban jelentkező pénzügyi feszültségek tartósan bizonyultak, amelyet a jegybank kétszeri likviditásnyújtással enyhített. A vártnál nagyobb infláció és növekedés, valamint a hitelezés további bővülése arra utalnak, hogy egyelőre csak korlátozottan érvényesült a központi kormányzat árnépbankrendszer ellen júniusban deklarált fellépése.

### 3-1. keretes írás

#### A globálisan alacsony inflációs környezet okai

Az utóbbi időszakban a világ egészében jellemző, hogy az inflációs kockázatok csökkentek, és a jelentős monetáris lazítás ellenére a fogyasztóiár-indexek alacsonyabban alakultak a válság előtt megfigyelt szinteknél. A folyamat mögött számos indok húzódhat meg, amelyek részben a globalizáció, részben a válság hatására erősödhetnek fel.

**A magyarázatok egyik része a globalizációból fakadó kedvező kínálati sokkokat hangsúlyozza:**

- A *világgazdasági verseny* nemcsak közvetlenül (árverseny formájában) segít az árak alacsonyan tartásában, hanem közvetetten is, azon keresztül, hogy fékezi a bérek növekedését. A globális verseny és kooperáció lehetősége támogatja a termelékenység növelését, és ezen keresztül közvetetten is ármérséklő hatású lehet.
- A globalizáció másik fontos jellemzője az *alacsony bérű munkaerő megnövekedett kínálata*. A fejlődő országok munkaereje a relatíve alacsonyabb termelékenység mellett is olcsóbb termékek tömegével látja el a világ fogyasztóit. A termelési rendszerek globálisan szegmentálódnak annak érdekében, hogy minden termelési szakaszt ott lehessen elvégezni, ahol az a legköltséghatékonyabb.

**Emellett azonban a jelenlegi alacsony inflációs környezetben a 2007–2008-as válság keresletet visszafogó hatása is szerepet játszhat:**

- A válság az *aggregált kereslet* erőteljes visszaeséséhez vezetett a világ számos országában. A válságot számos fejlett gazdaságban túlzott adósság felépülése előzte meg, ezért a válságot követő években az adósságkezelés tartósan fékezi a fogyasztási keresletet. A pénzügyi ciklusok hosszabbak a szokásos üzleti ciklusnál,<sup>4</sup> ezért a deflációs környezet huzamosabb ideig fennmaradhat.
- A válság óta emelkedő államadósságra számos ország a *költségvetési hiány csökkentésével* reagált. Ez többek közt a közszféra bérezésén és a szociális juttatásokon keresztül csökkentheti a fogyasztási keresletet és az inflációs nyomást.
- Végül a *globális nyersanyagárak* alakulása is erőteljesen befolyásolja az inflációs folyamatokat. A válság előtti konjunktúra során a feltörekvő országok kimagasló növekedése hozzájárult a világpiaci nyersanyagárak széles körű és erőteljes emelkedéséhez. Az elmúlt években lassult a feltörekvő országok növekedési dinamikája, ami keresleti oldalról támogathatta a nyersanyagok világpiaci árának stabilizálódását. Az energiahordozók esetében a palaolaj- és palagáz-kitermelés növekedése (főként az USA-ban) kínálati oldalról is támogathatja a nyersanyagárak mérséklődését. Egyes elemzések szerint a nyersanyagárakban is kimutathatók hosszabb távú ciklusok, melyek alapvetően a keresleti környezettel függnek össze.<sup>5</sup> Így középtávon a világgazdaság lassabb növekedése mérsékeltebb inflációs nyomást vetíthet előre a nyersanyagárak oldaláról is.

**Összességében kínálati és keresleti oldalon is számos olyan tényező azonosítható, amelyek a mérsékeltebb világgazdasági növekedéssel összhangban középtávon is alacsonyabb inflációt vetíthetnek előre.**

<sup>4</sup> Az üzleti ciklusok 1–8 év közötti frekvenciájával szemben a pénzügyi ciklusok átlag 16 év hosszúak. Lásd: DREHMANN, M.–C. BORIO–K. TSATSARONIS (2012): Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!. *BIS Working Papers*, No. 380.

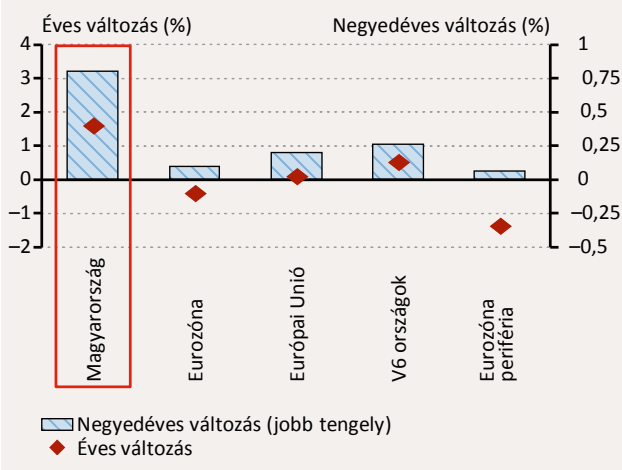
<sup>5</sup> Lásd pl.: JACKS, D. S. (2013): From Boom to Bust: A Typology of Real Commodity Prices in the Long Run. *NBER Working Paper Series*, No. 18874.

## 3.2. Aggregált kereslet

A második negyedévi átmeneti lassulást követően 2013 harmadik negyedévében ismét erősödött a hazai gazdasági növekedés. Az élénkülést főként az export és a beruházások bővülése okozta, így a növekedés szerkezete a korábbi éveknél kiegyensúlyozottabbá vált. Az export bővülésében egyre markánsabban jelentkezett az új autóiipari kapacitások kibocsátásának növekedése. Az állami beruházásokat a gyorsuló uniós forrásfelhasználás, míg a vállalati beruházásokat a javuló konjunkturális kilátások és az oldódó hitelkorlátok élénkíthették. A továbbra is erős óvatossági megfontolások és a válság előtt felhalmozott adósságok elhúzódo leépítése miatt a lakossági fogyasztás csak mérsékelten élénkült, a növekvő reáljödelmek nagyobb részben a nettó megtakarítások magas szintjében jelentkeznek.

**3-9. ábra**  
Gazdasági növekedés Magyarországon és Európában

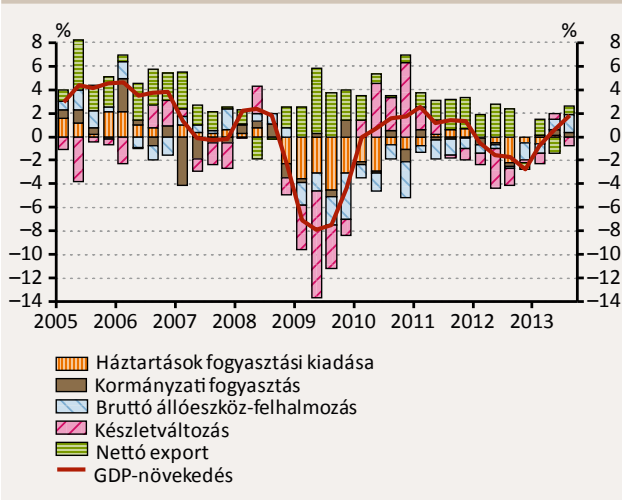
(2013. III. n.év)



**2013 harmadik negyedévében folytatódott a hazai gazdaság bővülése.** Az előző negyedévhez képest a bruttó hazai termék 0,9 százalékkal emelkedett, ami régiós összehasonlításban is erős adatnak tekinthető.

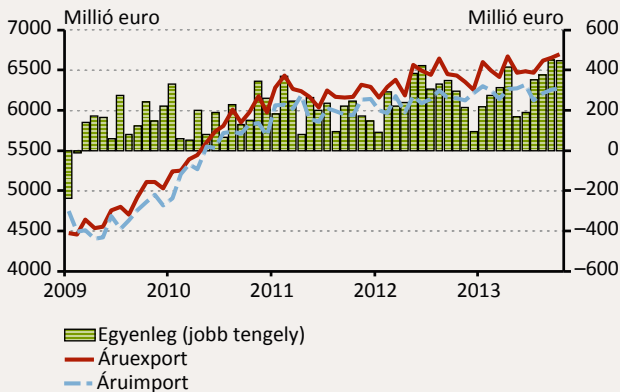
**A növekedés szerkezete az elmúlt negyedévekben kiegyensúlyozottabbá vált.** A nettó export ismét pozitívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez. Emellett azonban az év eleje óta a belső kereslet is fokozatosan élénkült. Az állami beruházások a gyorsuló uniós forrásfelhasználáshoz, a vállalati beruházások pedig a javuló konjunkturális kilátásokhoz és az oldódó hitelkorlátokhoz kötődően növekednek. A háztartások reáljödelmé idén már számottevően emelkedett, ám a felhalmozott adósságok leépítése és az óvatossági megfontolások továbbra is magasan tartják a megtakarítási hajlandóságot.

**3-10. ábra**  
A hazai éves GDP-változás szerkezete



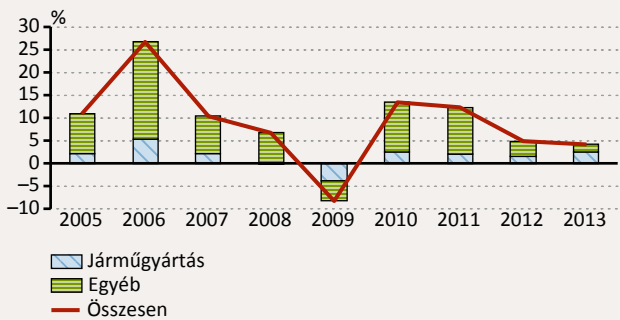


**3-11. ábra**  
A külkereskedelmi termékforgalom értéke és egyenlege



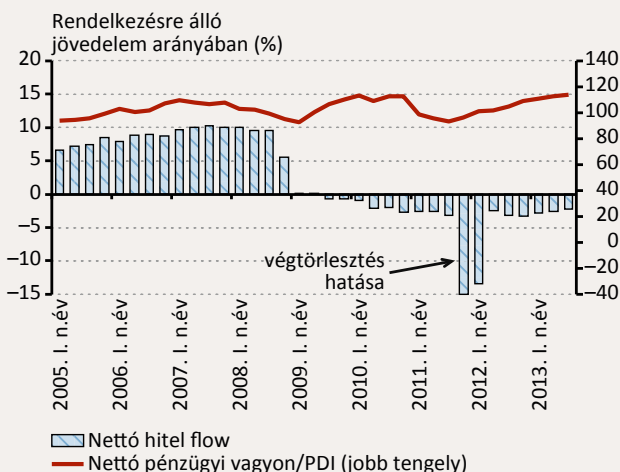
Megjegyzés: Az áruexportot korrigáltuk a speciális hónapok közötti csúszás és hiányzó tételek miatt, valamint az áfarezidensek tevékenységével. Az áruimportot korrigáltuk a Gripen- és Combino-beszerzések hatásaira, valamint az áfarezidensek tevékenységével. Az áruforgalmi egyenleg szezonális igazítását közvetlenül végeztük.

**3-12. ábra**  
A járműgyártás hozzájárulása az export növekedéséhez (folyó áron)



Megjegyzés: 2013 ténybecslés.

**3-13. ábra**  
A háztartási szektor jövedelemarányos nettó pénzügyi vagyonának változása



### 3.2.1. KÜLKERESKEDELEM

A mérsékeltbb második negyedév után a külkereskedelmi többlet ismét emelkedett a harmadik negyedévben. A hazai áruexport a harmadik negyedévben emelkedő mértékben járult hozzá a GDP bővüléséhez. Ehhez a stabilizálódó külső konjunktúra mellett az új autóiipari kapacitások erősödő termelése járult hozzá. Eközben az év első felét jellemző átmeneti hatások – közösségi közlekedési járműbeszerzések, autóiipari készletfeltöltések – kifizetésével mérséklődött az import dinamikája. Az export-import olló ismét nyíltni kezdett, így a nettó export pozitívan járult hozzá a harmadik negyedévi bruttó hazai termék alakulásához.

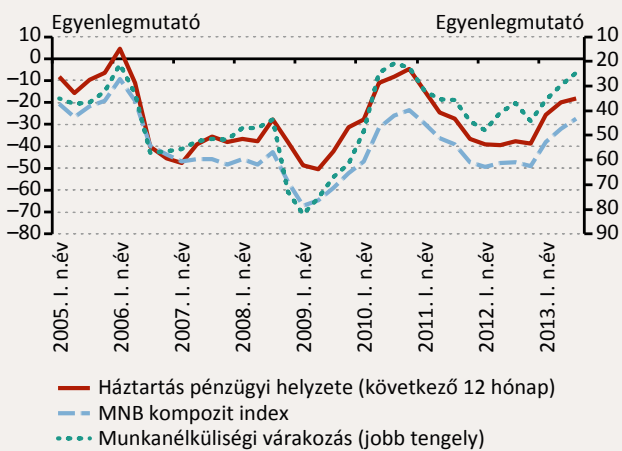
A szolgáltatásexport bővülése megtorpant a harmadik negyedévben. A turizmus ágazat teljesítménye a korábbinál kisebb mértékben bővült, az egyéb szolgáltatások esetében pedig enyhe mérséklődés volt megfigyelhető.

További exportbővülést és exportpiaci részesedésünk növekedését várjuk az idei év második felében termelésbe álló új autóiipari kapacitásoktól, melyek a jövő év során érhetik el a teljes termelési kapacitásokat, így előre tekintve a nettó export hozzájárulása a következő negyedévekben is pozitív maradhat.

### 3.2.2. LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS

A válság kitörése óta jelentős mértékben csökkenő lakossági fogyasztás az idei évben a stabilizálódás jeleit mutatja. A háztartások fogyasztási döntéseit a javuló jövedelmi helyzet mellett a felhalmozott adósságok törlesztése, az óvatossági megfontolások és a továbbra is szigorú hitelezési feltételek határozhatják meg. Az alacsony inflációs környezetben a nettó keresettömeg reálértéke az év eleje óta emelkedik. Emellett a harmadik negyedévben az állami szféra béremelése (az egészségügyben és a közoktatásban) is tovább növelték a reálkeresetek dinamikáját. Ugyanakkor a kedvező jövedelmi folyamatok elsősorban az adósságok visszafizetésén és a nettó megtakarítások emelkedésében éreztették a hatásukat. A folyamat eredményeként a háztartások nettó pénzügyi vagyona 2013-ban historikusan magas szintre emelkedett.

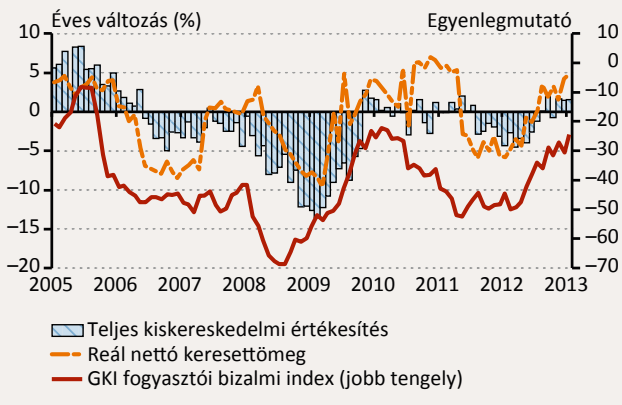
**3-14. ábra**  
**A háztartások munkanélküliséggel és pénzügyi helyzettel kapcsolatos várakozásai**



A magas megtakarítási hajlandósághoz a lakossági adósságállomány nagyságán túl a háztartások erős óvatossági megfontolásai is hozzájárulnak. Bár a háztartások munkanélküliséggel és jövedelmi helyzettel kapcsolatos várakozásai az elmúlt negyedévekben fokozatosan javultak, a munkanélküliségi ráta továbbra is meghaladja a válság előtti szintet.

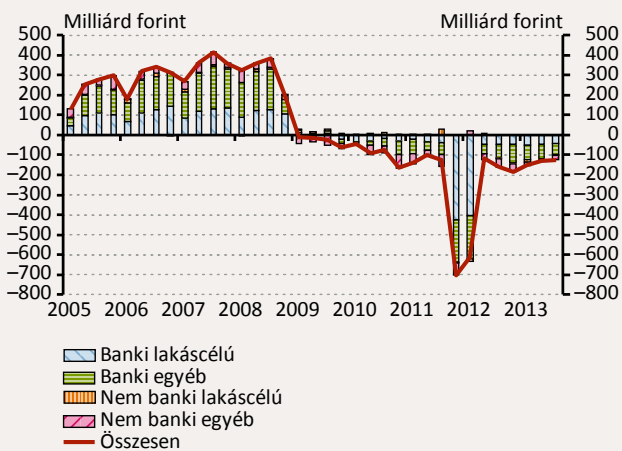
Az óvatos fogyasztói magatartást a kiskereskedelmi értékesítések termékcsoportonkénti szerkezete is tükrözi. Az idei évben a folyó jövedelemmel szorosabb kapcsolatot mutató kevésbé tartós termékek forgalma bővült, míg a tartós termékek forgalma csak az utóbbi hónapokban stabilizálódott a jelentős tavalyi visszaesést követően. Emellett a kevésbé tartós termékek eladásait az elmúlt félévben jelentősen mérséklődő üzemanyagárak is támogatták.

**3-15. ábra**  
**A kiskereskedelmi értékesítések, a keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása**



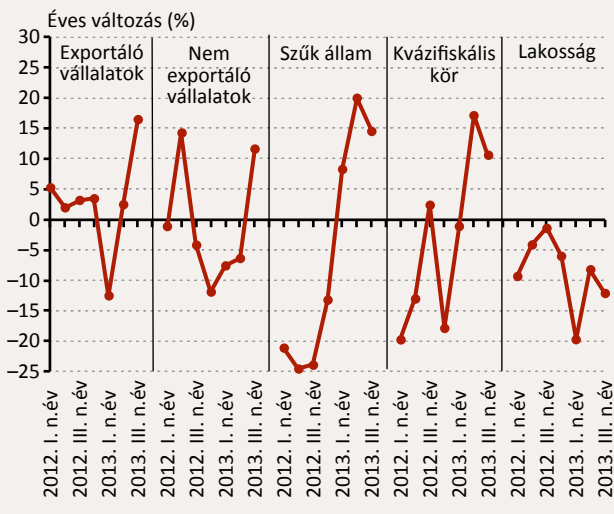
A harmadik negyedévben tovább folytatódott a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hiteleinek mérséklődése (összesen mintegy 125 milliárd forint értékben). A mérséklődés minden terméktípus esetében megfigyelhető volt, melyet a devizahitelek folytatódó és nagymértékű leépülése eredményezett a forintbitelek enyhe növekedésével szemben. A hitelállomány leépülése mellett azonban az új kibocsátású hitelek volumene javuló tendenciát mutat az év eleji történelmi mélypontjához képest, amihez a mérséklődő kamatok és a kedvező állami kamattámogatásos konstrukciók is hozzájárulhattak. **Azonban a háztartások óvatossága és a folytatódó mérlegalkalmazkodása, valamint kínálati oldalról a hitelfeltételek szigorúsága továbbra is korlátozzák a háztartási hitel-piac érdemi fellendülését.**

**3-16. ábra**  
**A háztartási szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása hitelcél szerint**

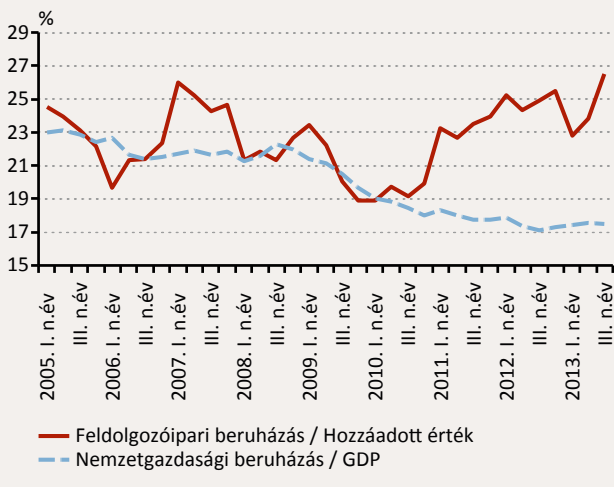


Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított és árfolyamhatással gördítetten korrigált nettó hitelállomány-változás.  
 Forrás: MNB.

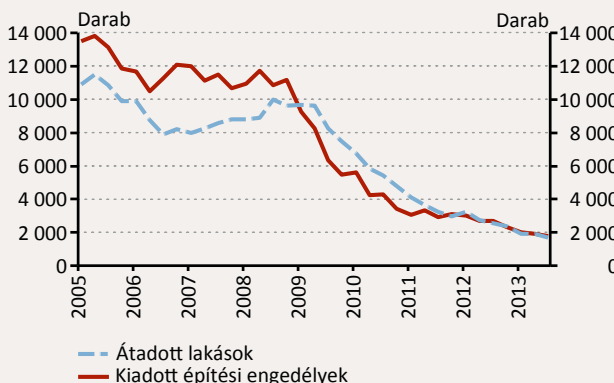
**3-17. ábra**  
Szektorális beruházások alakulása  
(éves változás)



**3-18. ábra**  
A nemzetgazdasági és feldolgozóipari beruházási ráták alakulása



**3-19. ábra**  
Újlakás-építés és a kiadott engedélyek száma



### 3.2.3. MAGÁNBERUHÁZÁSOK

A beruházási ráta válság óta jellemző csökkenő trendje az elmúlt negyedévben megtört. A beruházási kereslet élénkülése az ágazatok széles körében megfigyelhető volt. Az exportáló vállalatok mellett a belföldre termelő szektorok beruházási aktivitása is emelkedett. Utóbbi vállalati körben a válságot követő években a gyenge kereslet és a forráshiány miatt elhalasztott pótló beruházások válhattak szükségessé.

Az idei évtől a **Növekedési Hitelprogram következtében oldódhatnak a finanszírozási korlátok**, a belföldi kereslet stabilizálódása pedig javíthatja a vállalatok jövőbeni keresleti környezettel kapcsolatos várakozásait. Az exportorientált szektorok közül a járműipar és annak beszállítói köre mellett egyéb feldolgozóipari ágazatokban (pl. gumi-, műanyag-, textilipar) is a beruházások bővülése volt megfigyelhető, ami a nagy autóiipari beruházások pozitív tovaryűző hatásaira utalhat. A vállalati beruházási kilátásokat bővebben elemzi 3-2. keretes írásunk.

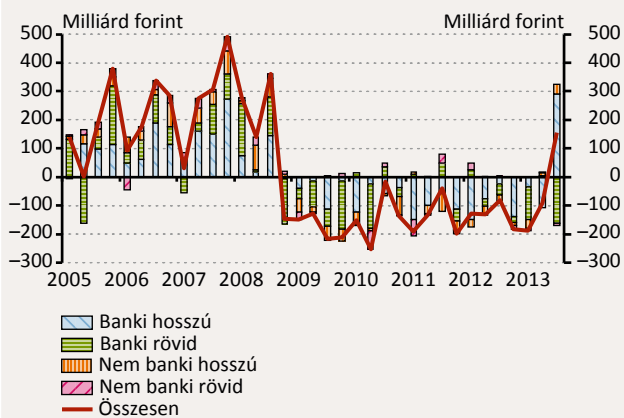
A háztartások beruházási aktivitása változatlanul visszafogottan alakult. A szigorú lakossági hitelezési kondíciók és az erős óvatossági megfontolások mellett a háztartások számára a beruházási aktivitás visszafogása továbbra is erős alkalmazkodási csatorna.

2013 harmadik negyedévében nagymértékben, mintegy 154 milliárd forinttal nőtt a teljes pénzügyi közvetítőrendszer (bankrendszer, szövetkezeti hitelintézetek, pénzügyi vállalkozások) vállalati hitelállománya, amiben döntő szerepet játszott a jegybank **Növekedési Hitelprogramja (NHP)**. Az emelkedés a hosszú lejáratú hitelek 324 milliárdos növekedésének és a rövid lejáratúak 170 milliárdos csökkenésének eredőjeként állt elő. Az NHP az állomány-növekedés mellett a futamidő hosszabbodásához és a denominációs szerkezet forint irányába történő átrendeződéséhez is hozzájárult.

Ezt leszámítva a **vállalati hitelezési feltételek továbbra is szigorúak**. A harmadik negyedéves Hitelezési felmérés alapján ugyan a bankoknak egy szűk halmaza enyhítésről számolt be, a döntő többségük azonban a feltételek változatlanságát jelezte. A hitelkínálati korlátokat tehát egyelőre inkább a jegybanki program és a csökkenő jegybanki alapkamat mentén mérséklődő hitelkamatok enyhítik. Eközben a banki válságok alapján növekedett a vállalatok kereslete mind a rövid, mind pedig a hosszú lejáratú hitelek iránt, amely főként az ipari termelés és a beruházási aktivitás növekedésével hozható összefüggésbe.

3-20. ábra

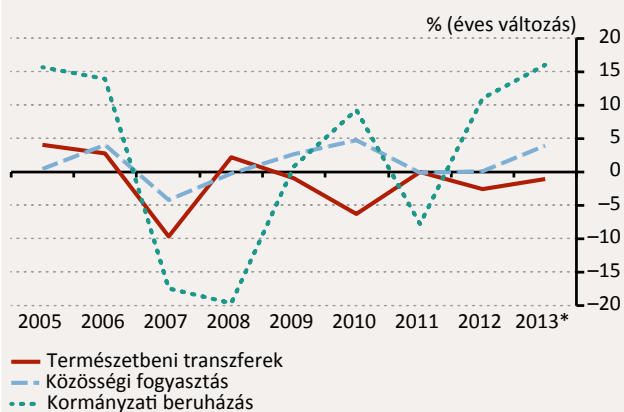
A vállalati szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított és árfolyamhatással gördítetten korrigált nettó hitelállomány-változás.

3-21. ábra

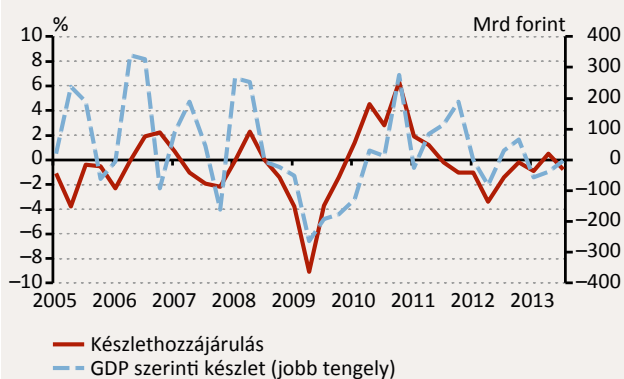
Az állami beruházások és a közösségi fogyasztás volumenének alakulása



\* A 2013-as adat az első háromnegyed év éves változását mutatja.

3-22. ábra

A készletállomány a GDP arányában és a készletváltozás növekedési hozzájárulása



### 3.2.4. ÁLLAMI KERESLET

Az állam beruházási kereslete a harmadik negyedévben is érdemben bővült az uniós források erősödő lehívásának köszönhetően. A 2007–2013-as uniós költségvetési időszak forrásai gyorsuló mértékben kerülnek felhasználásra. Az elmúlt negyedévek során az állami körhöz kötődő infrastrukturális fejlesztések (út- és vasútfelújítás) jelentős mértékben hozzájárultak az építőipari termelés felfutásához. Másfelől a fegyelmezett költségvetési politika hatására a közösségi fogyasztás idén is visszafogottan alakulhat.

### 3.2.5. KÉSZLETVÁLTOZÁS

A harmadik negyedévi adatközléssel a statisztikai hivatal lefelé revidálta a készletfelhalmozás idősorát. A harmadik negyedévben a készletváltozás  $-0,8$  százalékponttal járult hozzá a GDP változásához.

3-2. keretes írás

A Növekedési Hitelprogram hatása a harmadik negyedévi vállalati beruházásokra

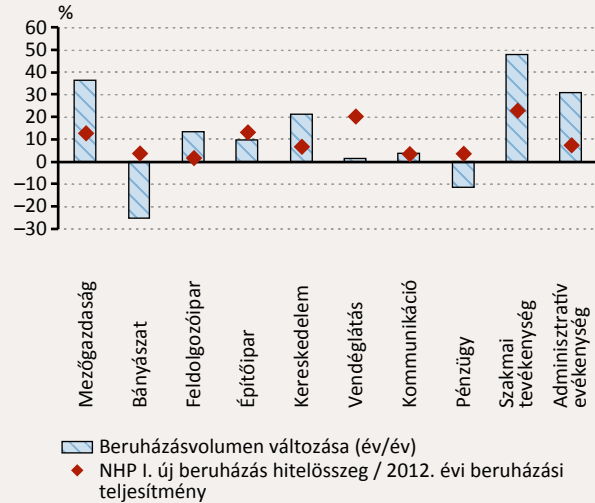
2013 harmadik negyedévében a versenyszférában az ágazatok korábbinál szélesebb körében volt megfigyelhető a beruházási kereslet emelkedése. A beruházások bővülése a keresleti kilátások fokozatos javulása mellett egybeesett a Növekedési Hitelprogram (NHP) első fázisának időszakával. Keretes írásunkban a rendelkezésünkre álló makrogazdasági információkat felhasználva következtetünk a Program elsődleges beruházásnövelő hatásaira, és a következő negyedévek beruházási keresletét alakító tényezőkre.

A harmadik negyedév végéig az NHP keretében a kereskedelmi bankok több mint 700 milliárd forintnyi hitelszerződést kötöttek. Az első pillérben nyújtott hitelek több mint 60 százaléka volt új hitelkihelyezés, aminek szintén mintegy 60 százaléka beruházási céllal került felhasználásra. A felhasznált hitelek ágazati megoszlása alapján a válság által érzékenyen érintett, korábban jelentős finanszírozási korlátokkal szembesülő ágazatokban is a hitelkihelyezés élénkülését figyelhettük meg. **A NHP az ágazatok széles körében a finanszírozási kondíciók enyhülését okozta. Egyes, az NHP-ban nagyobb súllyal részt vevő ágazatok esetében már a harmadik negyedévben is érzékelhető volt a beruházási aktivitás élénkülése.** Tekintve, hogy a hitellehívások jelentős része a

3-23. ábra

A beruházás volumenének változása, illetve az NHP I. keretében folyósított új beruházási hitelek a versenyszféra ágazataiban

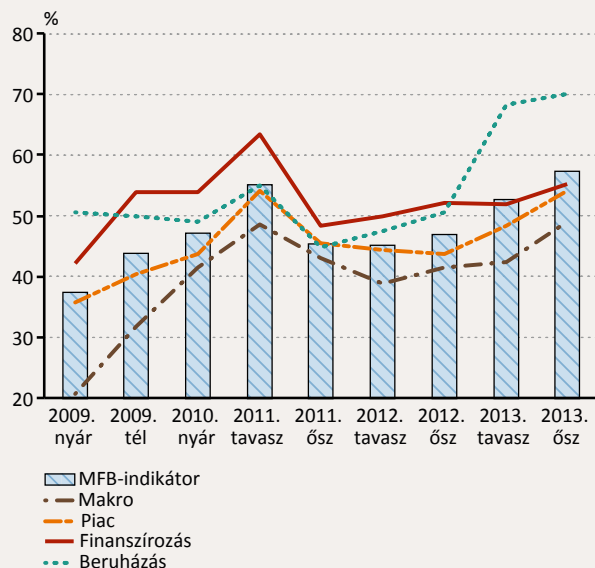
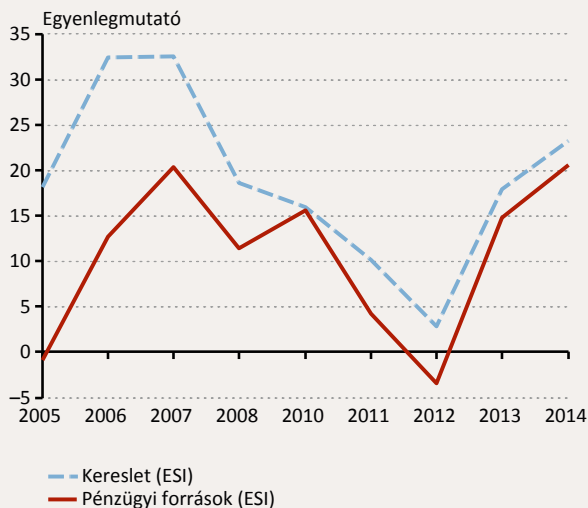
(2013. III. n.év)



3-24. ábra

Vállalati bizalmi indikátorok

(ESI Beruházási Felmérés és MFB-indikátor)\*



\* Az ESI-felmérés vizsgált két kérdésénél a vállalatok egyrészt a kapacitáskihasználtságot és az értékesítési kilátásokat értékelik (kereslet), másrészt a beruházásra fordítható források elérhetőségét és a beruházások megtérülését értékelik (pénzügyi források). A felmérés 2009-re nem közöl adatot. Az MFB-indikátor esetében a makrogazdasági környezetet (Makro), a piaci helyzetet (Piac), saját pénzügyi helyzetüket (Finanszírozás) és beruházási igényeiket (Beruházás) értékelik a vállalatok. Az MFB-indikátor a négy részindex számtani átlaga. Forrás: Európai Bizottság ESI-felmérés, MFB.

negyedév utolsó hónapjában (szeptemberben) realizálódott, így az NHP beruházásélénkítő hatása a következő negyedévekben tovább erősödhet.

**A vállalatok beruházási és finanszírozási helyzetének változása a kvalitatív felmérésekben is tetten érhető.** Az Európai Bizottság évente kétszer végez felmérést feldolgozóipari vállalatok beruházási terveiről (ESI Beruházási Felmérés), amelynek keretében 1500 hazai vállalatot kérdeznek meg. Az adatgyűjtést Magyarországon a GKI végzi, az Európai Bizottság módszertana alapján. A legfrissebb, novemberi adatok alapján a vállalatok kereslettel kapcsolatos várakozásai a válság óta tartó romlást követően az idei évben ismét javulhatnak és a jövő évre vonatkozóan kismértékben tovább emelkednek. A pénzügyi forrásokkal kapcsolatos várakozás szintén az idei évtől javul számottevően.

Az ágazatok szélesebb körét öleli fel a Magyar Fejlesztési Bank vállalati felmérése, amely az ipar mellett mezőgazdasági és szolgáltató szektorbeli vállalatokra is kiterjed. A 2013. novemberi minta 509 vállalat válaszait tartalmazza. Az MFB-indikátor tavasz óta bekövetkezett javulása elsősorban a makrogazdasági és a piaci index javulásához kötődik, amely tükrözi a belső kereslettel és a finanszírozási környezettel kapcsolatos javuló megítélést. Változatlanul a beruházási index értéke a legmagasabb, ami a finanszírozási korlátok oldódásával a beruházási kereslet élénkülését tükrözheti.

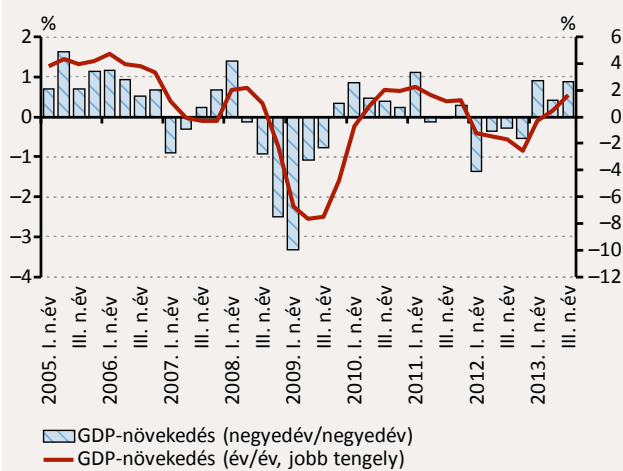
**Összességében megállapíthatjuk, hogy a vállalatok beruházási aktivitásának emelkedéséhez az elmaradt beruházások pótlásának szükségessége, a javuló konjunkturális környezet és a hitelkínálati korlátok oldódása együttesen járulhatnak hozzá.** A Növekedési Hitelprogram keretében szeptember végéig folyósított hitelek beruházási hatása egyes ágazatok esetében már a harmadik negyedévben is megjelenhetett. A Program következtében a finanszírozási korlátok oldódása az ágazatok széles körében megfigyelhető volt. **Figyelembe véve az NHP kihasználtságának időbeli lefutását (nagyarányú szeptemberi folyósítások), és a vállalati beruházási keresletre vonatkozó felmérések javulását, a program beruházásélénkítő hatásai az idei év végétől általánosan jelentkezhettek.**

## 3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

2013 harmadik negyedében a gazdasági aktivitás erősödése az ágazatok szélesebb körében jelentkezett. Az exportra termelő ágazatok mellett a belföldi keresletre termelő szektorok (pl. kereskedelem, építőipar) kibocsátása is emelkedett. A hosszú idő után újból növekedést mutató nemzetgazdasági beruházások a gazdaság potenciális növekedését is erősíthetik.

3-25. ábra

A gazdaság növekedési üteme



2013 harmadik negyedében éves összevetésben 1,8 százalékkal, míg az előző negyedévhez képest 0,9 százalékkal bővült a bruttó hazai termék. Az erős harmadik negyedévi GDP-adat meghaladta a szeptemberi Inflációs jelentésben szereplő várakozásunkat.

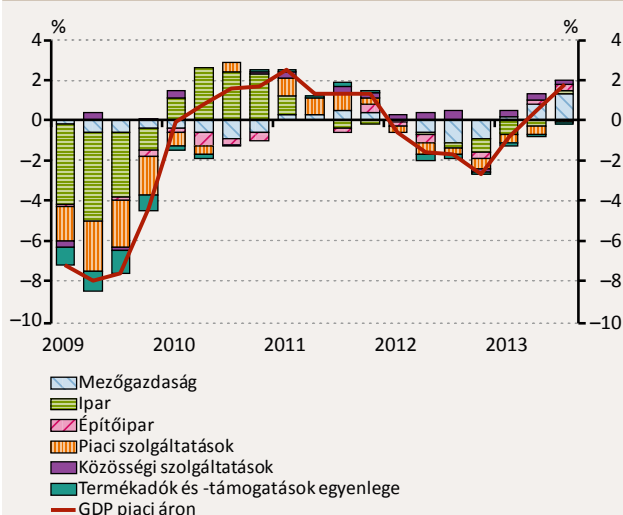
A gazdasági kibocsátás erősödése az ágazatok szélesebb körében érzékelhető volt. Az építőipar és a mezőgazdaság mellett, a harmadik negyedévben az ipar és a piaci szolgáltatások is pozitívan járulhattak hozzá a bruttó hazai termék emelkedéséhez.

Az ipari termelés a harmadik negyedévben 1,9 százalékkal volt magasabb az előző negyedévinél, és éves alapon októberben is folytatódott a bővülés. A termelés bővülése elsősorban a járműgyártáshoz köthető. Az ágazat növekvő kibocsátásához az új kapacitások erősödő termelése mellett a hazai beszállítók növekvő teljesítménye is hozzájárulhatott. A járműipar kedvező teljesítménye mellett a feldolgozóipari alágazatok szélesebb körében volt tapasztalható kisebb mértékű bővülés. A 2011 óta jelentős visszaesést mutató elektronika ágazat teljesítménye az elmúlt negyedévekben a lassú stabilizálódás jeleit mutatta.

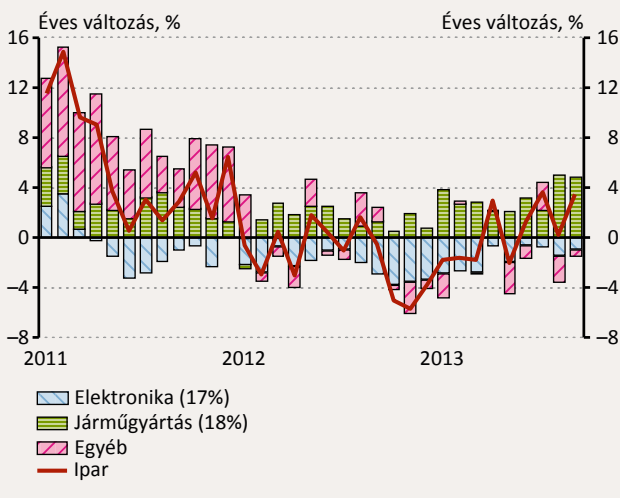
A rövid távú előretekintő indikátorok az ipari termelés további növekedését jelzik előre. Az ipar bizalmi indikátorai emelkedtek, valamint a feldolgozóipar új megrendelése is számottevően bővültek az elmúlt hónapokban.

3-26. ábra

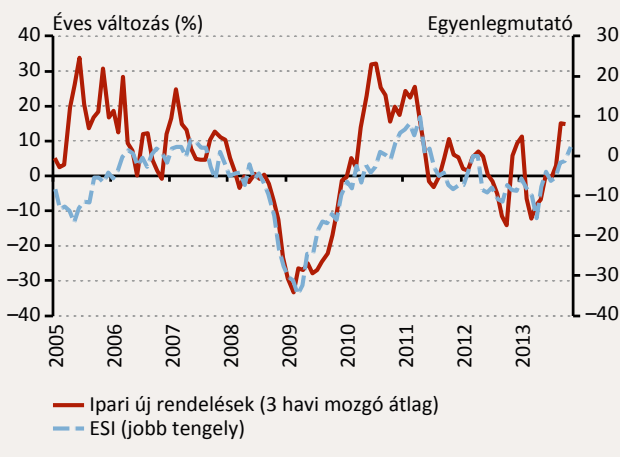
A főbb szektorok hozzájárulása a GDP növekedéséhez



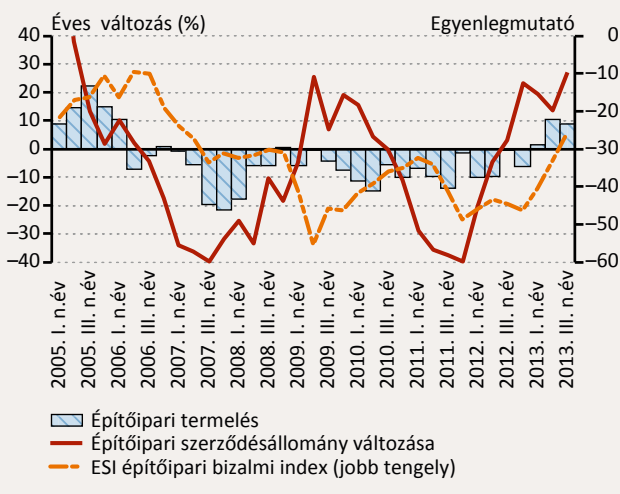
**3-27. ábra**  
Ágazatok hozzájárulása az ipari termelés növekedéséhez



**3-28. ábra**  
Ipari új rendelések és ipari bizalmi index



**3-29. ábra**  
Az építőipari termelés, szerződésállomány és bizalmi index alakulása



**Az építőipar teljesítménye a harmadik negyedévben is erőteljes növekedést mutatott.** A növekedést továbbra is elsősorban az EU-forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházások vezették. Emellett az ipari létesítmények építései is bővültek. Ezzel szemben a lakás célú építkezések változatlanul visszafogottan alakulnak. A szerződésállomány szintén elsősorban az állami körhöz kötődő egyéb építmények esetében bővült (pl. gyorsforgalmi úthálózat építése, villamospálya felújítása). Ehhez társult a harmadik negyedévben az ipari épületek építésére vonatkozó szerződésállomány emelkedése. A rendelési adatok és bizalmi indikátorok alapján a következő negyedévekben tovább növekedhet az építőipari termelés.

**A mezőgazdaság teljesítménye éves összevetésben számottevően emelkedett.** Az ágazat az első három negyedévben 0,8 százalékponttal járult hozzá a GDP bővüléséhez. A főbb gabonák idei terméseredményei érdemben meghaladják a tavalyi szinteket. Az előzetes termésadatok alapján az elmúlt évtized átlagához közeli volt a gabonatermés.

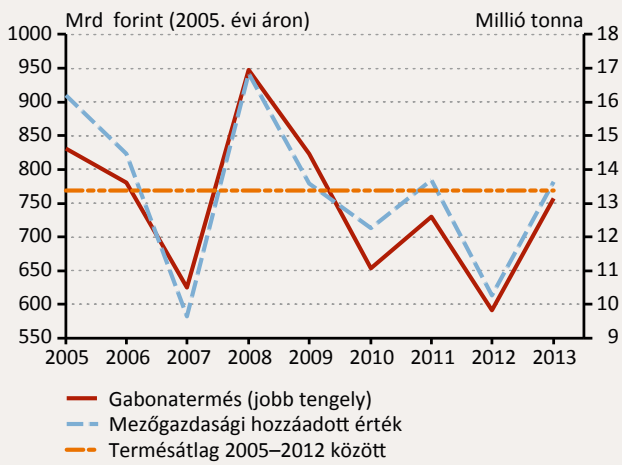
**A kiskereskedelmi forgalom szintje enyhén növekedett a harmadik negyedévben** (a kiskereskedelmi adatok szezonális igazításával kapcsolatos bizonytalanságokat 3-3. keretes írásunk mutatja be). Az értékesítések trendmutatói 2012 vége óta fokozatos bővülést jeleznek, összhangban a lakossági fogyasztás stabilizálódásával. Egyelőre elsősorban a folyó jövedelmekkel szorosabban együttmozgó élelmiszerek és nem tartós cikkek forgalma bővült. Szeptemberben azonban a hosszabb távú jövedelmi kilátásokra érzékenyebb tartós fogyasztási cikkek forgalma is enyhén emelkedett. Az előzetes októberi adatok a kiskereskedelmi forgalom további bővülését jelzik.

**A vendéglátás-ágazat forgalma 2013 harmadik negyedévében tovább emelkedett.** A korábbi negyedévektől eltérően a növekedés elsősorban a belföldi vendégek növekvő foglaltságaihoz köthető. Az élénkülő belföldi kereslet a háztartások javuló jövedelmi helyzetére vezethető vissza.

**A pénzügyi és ingatlanágazatok teljesítménye továbbra is mérsékelten alakult.** Mind a lakossági, mind a vállalati hitelaktivitás visszafogott maradt. Emellett a harmadik negyedévben tovább folytatódott a lakáspiac visszaesése. Az építési engedélyek száma szintén tovább mérséklődött, így a használatba vett lakások száma a következő negyedévekben historikusan is alacsony szinten alakulhat.

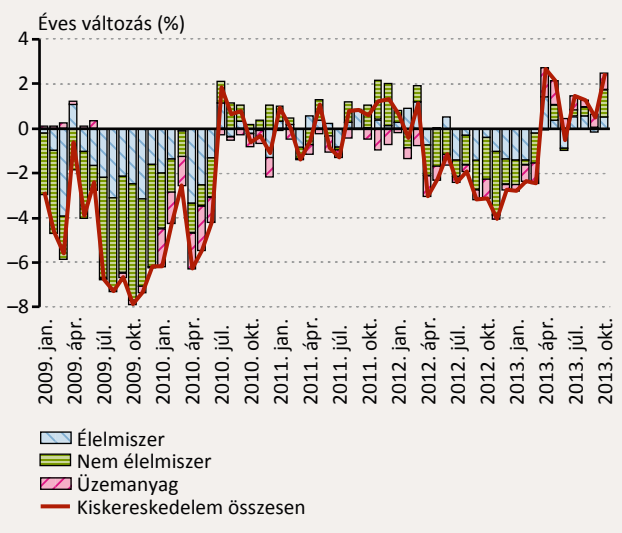


**3-30. ábra**  
**Gabonatermés és mezőgazdasági hozzáadott érték**

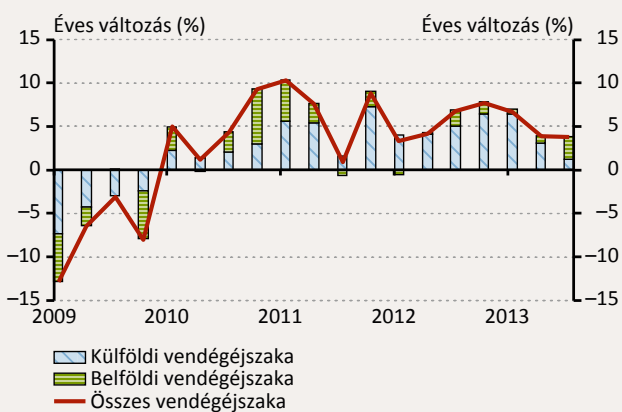


A potenciális kibocsátás növekedési üteméhez pozitívan járulhat hozzá, hogy az élénkülő beruházások révén növekedhet a tőkefelhalmozás. A magasabb termelékenységű – jellemzően exportra termelő – feldolgozóipari ágazatok beruházásai már az elmúlt években is a válság előtti aktivitás közelében alakultak. A kiépült új autóiipari termelőkapacitások kedvező tovaryűrűző hatásai az utóbbi negyedévekben beszállítói körben is jelentkeztek. A belföldre termelő szektorok esetében a fokozatosan javuló keresleti környezet élénkíti a vállalatok beruházási hajlandóságát, a Növekedési Hiteprogram pedig hozzájárulhat a kapacitások megőrzéséhez és bővüléséhez. Amennyiben a beruházásoknál érzékelt növekedés a következő negyedévekben is fennmarad, akkor ez az aktuális kibocsátás mellett a gazdaság kínálati kapacitásaira is pozitív hatással lehet.

**3-31. ábra**  
**A kiskereskedelmi forgalom alakulása**



**3-32. ábra**  
**A kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák alakulása**



## 3-3. keretes írás

## A kiskereskedelmi forgalom szezonális igazítása és az alapfolyamatok értelmezése

Az elmúlt hónapokban több, a sajtóban megjelent elemzés is felhívta a figyelmet a kiskereskedelmi forgalom alapfolyamatainak értékelése körüli nehézségekre. A Központi Statisztikai Hivatal (KSH) legfrissebb adatai alapján a kiskereskedelmi értékesítések az elmúlt hónapokban éves összevetésben enyhe növekedést mutattak, miközben a forgalom szintje az idei év áprilisa óta szinte minden hónapban mérséklődött a megelőző hónaphoz képest. **Megítélésünk szerint az alapfolyamatok azonosításában jelentkező nehézségek háttérben a szezonális idősorok kezelésében gyakran előforduló módszertani sajátosságok állhatnak.** A gazdasági folyamatok rövid távú alakulását a szezonalitástól és a munkanapok számának ingadozásaitól megtisztított adatok mutatják a legjobban. Emellett a gazdasági adatok gyakran tartalmaznak olyan kiugró értékeket, melyek rendkívüli eseményekhez (pl. adóváltozások, szélsőséges időjárás) köthetnek. A szezonális igazítás során – a szezonális és munkanaphatások mellett – fontos kérdés e kiugró (outlier) értékek szűrése is.<sup>6</sup>

A kiugró értékek kezelése során igazítási eljárásainkban számos technikai feltevéssel élhetünk, melyek azonban merőben eltérő következtetésekre vezethetnek. **A KSH által alkalmazott szezonális igazítás 2013 áprilisában tartós hatású kiugró értéket azonosított a kiskereskedelmi forgalom alakulásában.** E modellezési feltevések mellett az utóbbi hónapok kiskereskedelmi forgalma valóban csökkenő trendet mutat. Amennyiben a KSH által alkalmazottól eltérő feltevésekkel élünk a kiugró értékek kezelése során, azzal jelentősen változhat az aktuális folyamatok megítélése is.

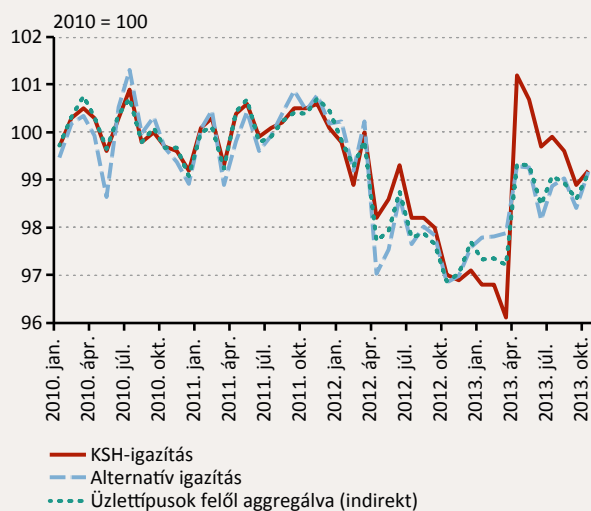
Milyen 2013. áprilisi események indokolhatják kiugró érték megjelenését? E hónapban számottevően emelkedett az üzemanyag-forgalom, melyhez több egyedi tényező is hozzájárult. Tavasszal jelentősen csökkentek az üzemanyagárak, ami főként az üzleti célú vásárlásokat élénkíthette. E hatást erősíthette, hogy a március 15-e körüli szélsőséges időjárás átmeneti zavarokat okozhatott a közúti áruszállításban, amely a későbbi hetek forgalmát emelhetette. Végül az árvízi védekezésre való felkészülés is növelhette a teherszállító gépjárművek üzemanyag-szükségletét.

**A KSH által alkalmazott szezonális igazítás mögött az az implicit feltevés állhat, hogy 2013 tavaszán a kiskereskedelmi szektor teljesítményét elsősorban az üzemanyag-forgalomban megfigyelt egyedi hatások határozhatták meg.** Ezért az idősor 2013 áprilisában ún. fokozatosan csillapodó törést (transitory change) tartalmaz. Ám az üzemanyag-kereskedelem súlya relatíve kicsi (15 százalék körüli), ezért nem szükségszerűen határozza meg a teljes kiskereskedelmi forgalom alakulását. Statisztikailag nem is mutatható ki 2013 áprilisában egyedi hatás a kiskereskedelmi szektor egészének teljesítményében. Ezért egy alternatív szezonális igazításban eltekintünk e kiugró érték definálásától. Ezen alternatív feltevések mellett 2013 áprilisa kisebb mértékben ugyan, de továbbra is kiugróan erős hónap maradhat. Azonban a kiskereskedelmi forgalom szintje 2012 vége óta összességében lassú, fokozatos növekedést mutat.

Az alapfolyamatok megítéléséhez további fogódzót nyújthat, ha részletesebben megvizsgáljuk a kiskereskedelmi szektort alkotó három fő üzlettypus (élelmiszer, üzemanyag, egyéb) szezonálisan igazított forgalmát. **Az üzemanyag-értékesítésben valóban jelentős ingadozások figyelhetők meg. Ugyanakkor a többi üzlettypusban 2012 vége óta lassan, de fokozatosan bővült a forgalom.** Ha e három idősor – a KSH által hivatalosan publikált – adatait aggregáljuk, akkor szintén az általunk alternatívaként javasolt szezonális igazításhoz közel álló dinamikát kapunk a kiskereskedelmi szektor egészére.

3-33. ábra

## A kiskereskedelmi forgalom szezonálisan igazított szintje

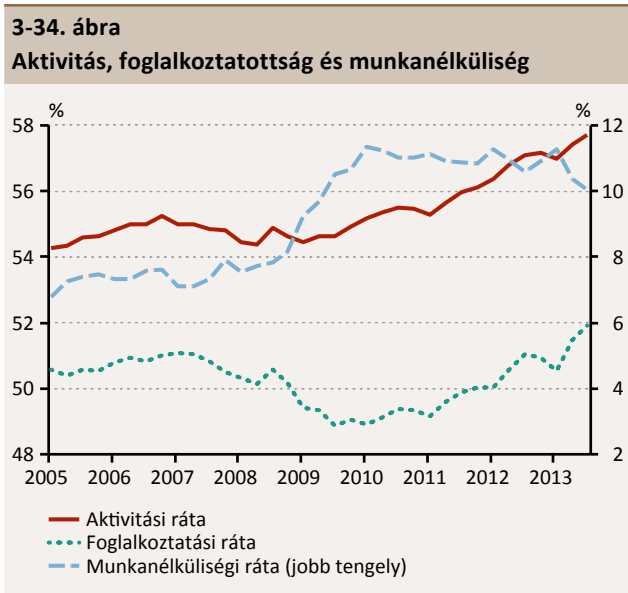


<sup>6</sup> Kiugró értéknek (outlier) az olyan adatot tekintjük, amely nem illeszkedik a megfigyelt idősor tendenciájába, jelentősen eltér az idősor hosszabb távú trendje és a szokásos szezonális ingadozása alapján várható értéktől. A kiugró érték tekintett érték háttérben általában valamilyen egyszeri gazdasági vagy társadalmi esemény áll, amelynek hatására az idősor adatai hosszabb vagy rövidebb időre eltérnek a korábbi tendenciától. A kiugró értékek több fajtáját különböztetjük meg, melyek közül a három leggyakrabban alkalmazott: additív (additive outlier), csillapodó jellegű törés (transitory change), szinteltolódás (level shift).

**Össességében megállapíthatjuk, hogy a kiskereskedelmi értékesítések idősorának szezonális igazítása az elmúlt hónapokban meglehetősen érzékeny volt az eljárás során alkalmazott outlier-szűrésre.** Az általunk alternatívaként készített (kiugró értékeket előre nem definiáló) eljárással kapott idősor alapján a kiskereskedelmi forgalom alakulásában lassú élénkülés jelei rajzolódnak ki, mely a lakossági fogyasztást meghatározó legfontosabb makrogazdasági indikátorok esetében is megfigyelhető.

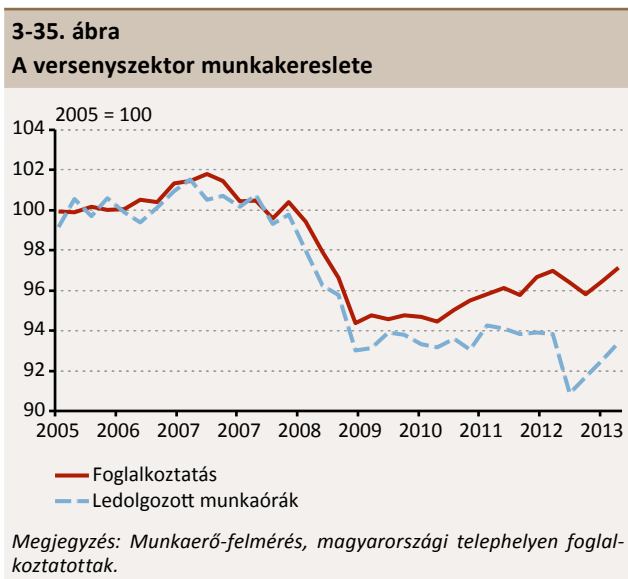
## 3.4. Foglalkoztatás és munkapiac

A harmadik negyedévben is folytatódott a munkapiac mennyiségi mutatóinak javulása. Mind az aktivitási, mind a foglalkoztatási ráta historikusan magas szintre emelkedett, miközben a munkanélküliségi ráta a válságot követően első alkalommal 10 százalék alá csökkent. A foglalkoztatás növekedése mind a versenyszféra, mind a közfoglalkoztatási programok esetében megfigyelhető volt. A versenyszféra esetében az idei évben élénkülő növekedés a vártnál gyorsabb munkakereslet-bővüléssel párosult. A foglalkoztatás erősebb reakcióját részben a növekedés szerkezeti sajátosságai, részben a korábban nemzetközi összevetésben is alacsony részmunkaidős foglalkoztatás szélesebb körű elterjedése magyarázhatják. A munkapiaci kondíciók változatlanul lazák, így továbbra is erős leszorító hatást gyakorolnak a bérezési döntésekre.



**2013 harmadik negyedévében folytatódott az aktivitási ráta növekedése.** A mutató megközelítette az 58 százalékos szintet. A munkakínálat bővülése mögött változatlanul a különböző inaktivitást ösztönző juttatások mérséklése és a nyugdíjba vonulás lehetőségeinek szigorítása állhatnak. Ezek mellett idéntől a munkahelyvédelmi akcióterv egyes intézkedései (pl. tartós munkanélkülieket vagy a gyesen, gyeden lévő kismamákat célzó kedvezmények) is fékezheték a munkaerőpiactól való távolmaradást.

**A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma a harmadik negyedévben több mint 28 ezer fővel bővült a szezonális hatásoktól megtisztítva.** Ez a növekedés a szeptemberi előrejelzésünkénél kedvezőbbnek bizonyult. **A foglalkoztatás mind az állami, mind a versenyszektorban növekedett.** A költségvetési szektor erősebb foglalkoztatási mutatóit az előzetes feltevéseinknél kiterjedtebb közmunkaprogramok okozták.

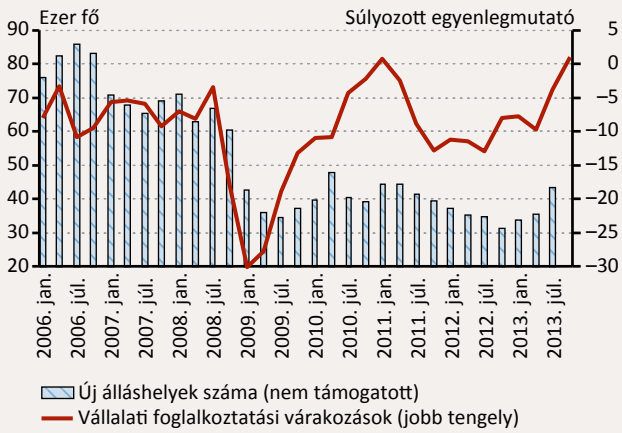


**A versenyszektor bővülése a historikus tapasztalatoknál korábban és erőteljesebben követte a konjunktúra fordulatát.** A bővülő foglalkoztatás hatására a munkanélküliség idén októberre a válság kitörés óta mért legalacsonyabb értékére, 10 százalékra csökkent. Az előrettekintő indikátorok alapján a versenyszféra munkakeresletének növekedése a következő negyedévekben is fennmaradhat.

**A vártnál gyorsabban élénkülő foglalkoztatási adatok mögött a növekedés szerkezetéből adódó és trendszerű munkapiaci hatások is állhatnak.** Szemben a 2010–2011-es gazdasági élénküléssel, az idei évi növekedés több munkaintenzívebb ágazat (pl. építőipar, mezőgazdaság, turizmus) kibocsátásában is jelentkezett. Az ebből adódó összetételhatás is hozzájárulhatott a foglalkoztatás növekedéséhez. Emellett az elmúlt években – részben keresleti, részben kínálati okok miatt – erőteljes növekedést figyelhattunk meg

3-36. ábra

A munkakereslet indikátorainak alakulása



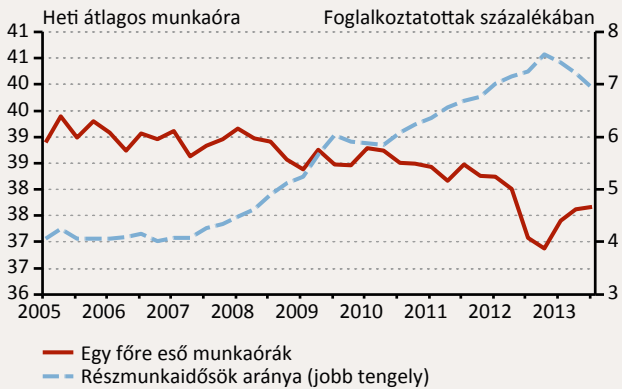
Megjegyzés: A vállalati foglalkoztatási várakozás időszora az ipar, az építőipar, a kereskedelem és a szolgáltatások mutatóinak súlyozott átlaga az ESI-felmérés alapján.  
 Forrás: NFSZ (álláshelyek), Európai Bizottság (vállalati várakozások).

a korábban nemzetközi összevetésben is alacsony részmunkaidős foglalkoztatásban. Ezzel összhangban az egy főre jutó munkaórák száma fokozatos csökkenést mutatott. A két hatás eredőjeként munkaóratömegben mért munkakereslet a foglalkoztatási mutatóknál mérsékeltebb bővülést mutat. Az utóbbi jelenség hátterét 3-4. keretes írásunkban mélyebben is vizsgáljuk.

**A visszafogottabb munkaóra-kereslettel összhangban a munkapiaci feltételek továbbra is lazának tekinthetők.** A munkakinálat továbbra is meghaladja a tényleges munkakeresletet, ezzel változatlanul mérséklő hatást gyakorolva a bérezésre.

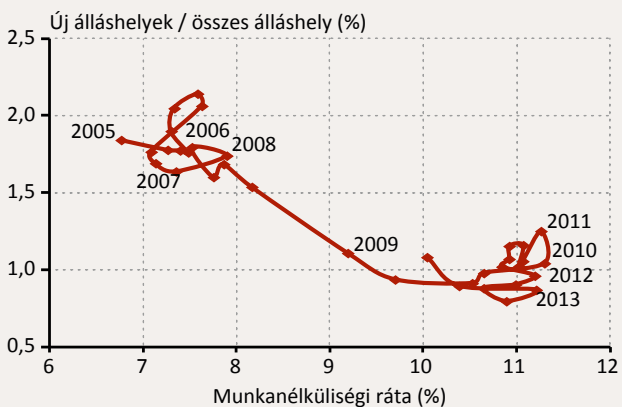
3-37. ábra

A létszámalkalmazkodás intenzív csatornái a versenyszférában



3-38. ábra

Beveridge görbe



Forrás: NFSZ.

### 3-4. keretes írás

#### A részmunkaidős foglalkoztatás okai és következményei

Keretes írásunkban megvizsgáljuk, hogy milyen okok állhatnak a részmunkaidős foglalkoztatás bővülése mögött, és mit várhatunk a válságból való kilábalás során.

A válság 2008-as kezdete óta a munkapiacon jelentős változások mentek végbe. A válság alatt a recesszió méretéhez képest a foglalkoztatottság – nemzetközi összevetésben is – kevésbé esett vissza. A munkaórátömeg, illetve az egy főre eső munkaórák ugyanakkor jelentősen mérséklődtek. Ennek oka, hogy a munkapiaci alkalmazkodás részben az intenzív oldalon zajlott,<sup>7</sup> melynek egyik formája a részmunkaidős foglalkoztatás bővülése. A válság előtti években alacsony szinten alakuló részmunkaidős foglalkoztatás jelentősen emelkedett. 2008 óta a versenyszférában megszűnt teljes munkaidős munkahelyek harmadát részmunkaidős állások pótolták. A nemzetközi összevetésben is jelentős növekedés ellenére a részmunkaidős foglalkoztatottak aránya jelenleg is elmarad EU-s átlagtól.

Kérdés, hogy a részmunkaidős foglalkoztatás térnyerésében milyen arányban állhatnak ciklikus vagy trendszerű hatások. A részmunkaidős foglalkoztatás általában erőteljesebben mozog együtt a gazdasági ciklussal, mint a teljes munkaidős létszám. Ennek több magyarázata is lehetséges:

##### Munkakeresleti oldalról:

- Visszaeséskor a vállalatoknak megéri tartalékolni a munkaerőt, ezzel a válságból való kilábaláskor mérsékelhetik a felvétel és betanítás költségeit, megelőzhetik, hogy a munkanélküliségben töltött időszakban erodálódjon a dolgozók megszerzett tudása.
- A kormányzat is támogathatja a részmunkaidős foglalkoztatást, hogy így mérsékelje a munkanélküliséget.

##### Munkakínálati oldalról:

- Visszaeséskor a magas, illetve emelkedő munkanélküliség mellett az állást keresők nagyobb valószínűséggel fogadnak el részmunkaidős pozíciókat is, illetve megnő a családban második, harmadik potenciális keresők aktivitása, akik nagyobb valószínűséggel szeretnének részmunkaidőben dolgozni.
- Ezzel szemben recessziók során a magas munkanélküliségi ráta elbátortalaníthat a munkakereséstől olyan csoportokat, akik szintén elsősorban részmunkaidőben kínálták a munkaerejüket.

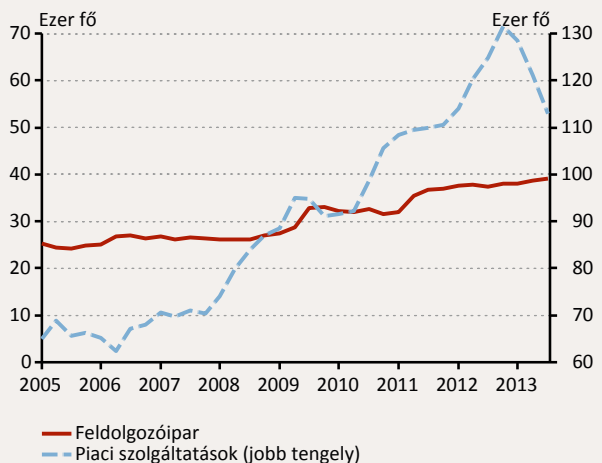
**Emellett a ciklustól független, trendszerű folyamatok is magyarázhatják a részmunkaidősök számának növekedését:**

##### Munkakeresleti oldalról:

- Az áru- és munkapiaci szabályozás és intézmények változása (pl. a hétfévi, esti nyitva tartásra és munkavégzésre vonatkozó szabályok, a teljes és a részmunkaidősök béreit meghatározó szabályozások, a szakszervezetek ereje és viszonya a részmunkaidős foglalkoztatáshoz) tartósan befolyásolják a részmunkaidősök iránti keresletet, különösen a szolgáltató szektorban.

3-39. ábra

#### A részmunkaidőben foglalkoztatottak létszáma ágazatonként



Forrás: Munkaerő-felmérés.

<sup>7</sup> Intenzív oldali alkalmazkodás során a ledolgozott órák száma vagy a munka intenzitása változik. Extenzív oldali alkalmazkodás során a foglalkoztatottak száma változik.

- Nagyobb minimálbér-emelések után emelkedhet a részmunkaidős foglalkoztatás az alacsony keresetűek körében, a vállalatok így kompenzálhatják az alacsony termelékenységű munkaerő drágulását.

*Munkakínálati oldalról:*

- A nők aktivitásának növekedése, valamint a termékenységi ráta emelkedése általában növeli a részmunkaidős munkakínálatot, mivel a nők, ezen belül is a családanyák nagyobb valószínűséggel keresnek részmunkaidős pozíciókat. Amennyiben a gyermekek utáni támogatások mellett megengedett a munkavállalás, az is növeli a részmunkaidős kínálatot. A 15–24 évesek iskolázottságának emelkedése is a részmunkaidős munkakínálat növekedését vonhatja maga után, hiszen a diákok gyakorlatszerzés vagy a tanulmányok költségeinek fedezése érdekében részmunkaidőben dolgozhatnak. Az azonban nehezen vizsgálható, hogy ezek a tényezők okai vagy következményei-e a részmunkaidős foglalkoztatás növekedésének.
- Az adórendszer változásai is befolyásolják a munkakínálatot: a magasabb bércategóriákban a munkát terhelő adók mérséklése esetén növekedhet a munkakínálat, elsősorban a ledolgozott munkaórák vagy a munka intenzitásának növelése révén (a magasabb bércategóriákban az adóváltozások hatására nagyobb az intenzív oldali alkalmazkodás rugalmassága, mint az alacsonyabb bércategóriákban). A családi adózás ugyanakkor mérsékelheti a részmunkaidős munkakínálatot, mivel a második kereső számára megnöveli a marginális adórátát.

**Vizsgálataink alapján a részmunkaidősök számának bővülése részben trendszerű, a válság alatt azonban a ciklikus hatások is felerősödhetnek.** Trendszerű változásra utalnak az eltérő ágazati tendenciák. A szolgáltató ágazatok súlya a GDP-n belül elmarad a fejlettebb uniós országok átlagától, de a különbség az elmúlt 20 évben valamelyest mérséklődött. A részmunkaidőben foglalkoztatottak száma már a válság előtt is növekedett több szolgáltató ágazatban, leginkább a kereskedelem és a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágazatban. Ezekben a szektorokban a részmunkaidősök foglalkoztatása megkönnyíti az ingadozó kereslethez való rugalmasabb alkalmazkodást (például napi csúcsidőszakok kiszolgálása, esti, hétvégi nyitva tartás biztosítása). Ez a típusú alkalmazkodás a válság után elősegíthette a hatékonyabb működést.

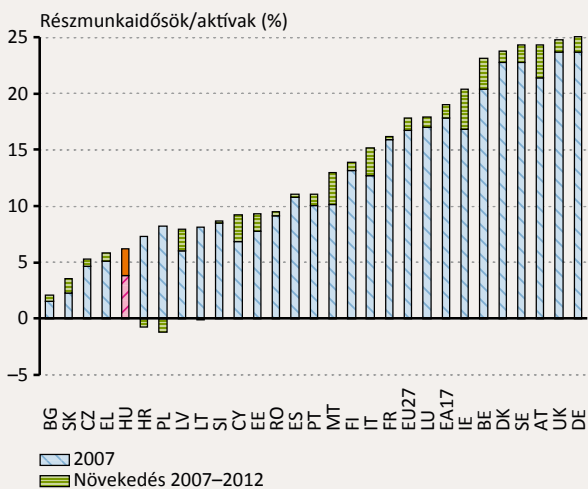
A munkaerő ciklikus tartalékolása elsősorban a feldolgozóiparban növelheti a részmunkaidős foglalkoztatást, főként a válság kezdetén. 2010-ben és idén is megfigyelhető, hogy a gazdasági növekedés újraindulásával enyhén csökken a részmunkaidős foglalkoztatás, ami a ciklikus hatások jelenlétére utal.

**A részmunkaidősök számának bővülése elsősorban munkakeresleti okokból következett be a válság kezdete óta.** Bár a részmunkaidős foglalkoztatás főképp a nők körében bővült, azt nem tudjuk egyértelműen a kisgyermeket nevelő nők vagy a tanulmányaikat folytató fiatalok aktivitásbővüléséhez kötni. A munkakínálat (aktívák száma) a válság óta főképp a 35–45, illetve 55–65 évesek között növekedett. Az aktivitási ráta a 40–60 éves korosztályban emelkedett leginkább. Emellett a mikro adatok is arra utalnak, hogy a részmunkaidős foglalkoztatás növekedése nem munkakínálati okokból történhetett leginkább. A munkaerő-felmérés alapján a részmunkaidőben foglalkoztatottak mintegy harmada magasabb óraszámban szeretne dolgozni, illetve 40 százalékuk azért dolgozik részmunkaidőben, mert nem talál teljes munkaidős állást. A részmunkaidős foglalkoztatás bővülése a válság kezdete óta nagyrészt ezekhez a nem önkéntesnek tekinthető részmunkaidős pozíciókhoz köthető.

A munkakeresletet meghatározó tényezők közül a munkapiaci szabályozás és a minimálbér szintje is változott az elmúlt időszakban.

**A Munka törvénykönyvének 2012-es módosításai hozzájárulnak a**

**3-40. ábra**  
**Részmunkaidős foglalkoztatottak aránya nemzetközi összehasonlításban**



*Forrás: Eurostat.*

rugalmasabb, atipikus foglalkoztatási formák elterjedéséhez, így előre tekintve segíthetik a részmunkaidős foglalkoztatás növekedését. A minimálbér 2012-es növekedése ugyanakkor nem magyarázza a részmunkaidősök számának emelkedését. Ennek egyik oka lehet, hogy a kormány kompenzálta a bérek növekedését, így tényleges költségnövekedést ez nem jelentett a vállalatok számára.

Összefoglalva, a részmunkaidősök számának lassú, de trendszerű növekedése már a válságot megelőzően megindult, főképp a szolgáltatászektorban. A válság során a privátszféra vállalatainak hatékonyságjavító lépései eredményeképpen felgyorsult a részmunkaidősök számának bővülése, amit a kormányzat részmunkaidős foglalkoztatást támogató intézkedései is elősegíthettek. Mindez hozzájárulhat ahhoz, hogy az uniós átlaghoz tovább közeledjen a részmunkaidős foglalkoztatás aránya.

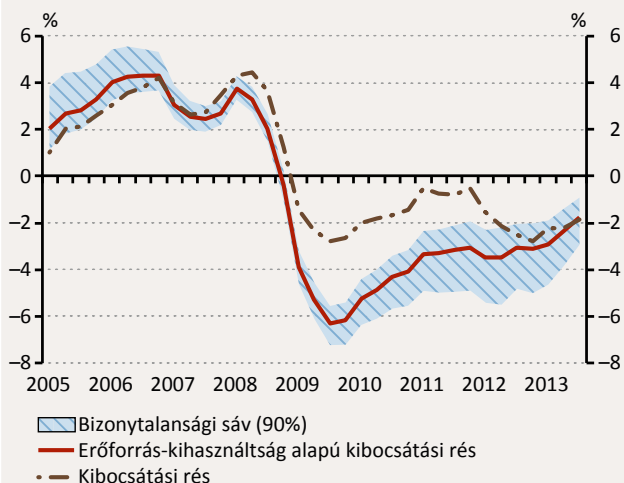


## 3.5. Gazdaság ciklikus pozíciója

A magyar gazdaságot továbbra is a termelőkapacitások optimálistól elmaradó kihasználtsága jellemzi. A kibocsátási rés változatlanul negatív. A reálgazdasági környezet erős fegyelmező erővel bír a gazdaság nominális folyamataira. A legfrissebb konjunktúraindikátorok szerint a kapacitások kihasználtsága a kereslet élénkülésével egyre intenzívebbé válhat. A kapacitás-kihasználtság főként az exportáló ágazatokban emelkedhet. A vártnál kedvezőbb növekedés és alacsonyabb infláció kettősége a gazdaságot érő kedvező kínálati hatások megjelenésére utal. Ilyenek lehetnek a globálisan csökkenő nyersanyagárak és a kedvező mezőgazdasági terméseredmények hatásai.

3-41. ábra

### Kibocsátási rés mutatók

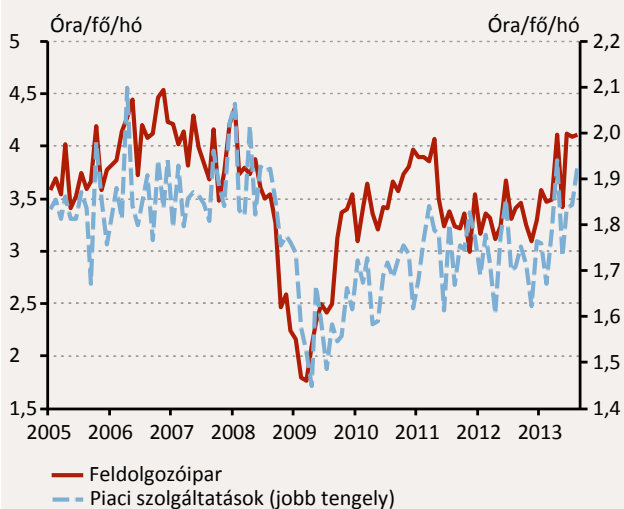


Megjegyzés: Az EK-rés vállalati kapacitáskihasználtsági mutatók információtartalmát sűríti egyetlen indikátorba. A bizonytalansági sáv ezen becslés bizonytalanságát jeleníti meg. A módszertant bemutatja: Rácz O. M. (2012): A gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése bizalmi indikátorok segítségével. MNB-szemle, június.

Az idei év elején Magyarország kikerült a recesszióból, ám a konjunktúra erősödése mellett is változatlanul érdemi szabad kapacitások lehetnek jelen a gazdaságban. A kibocsátási rés továbbra is negatív. Az erőforrás-kihasználtságot mérő indikátorok szerint a gazdaság teljesítménye továbbra is elmarad a potenciális szintjétől. Ezzel összhangban a reálgazdasági környezet erős fegyelmező erővel bír a gazdaság nominális folyamatait illetően.

Néhány indikátor ugyanakkor arra utal, hogy a kapacitások kihasználtsága a kereslet élénkülésével egyre intenzívebbé válhat. Az elmúlt időszakban mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatások körében emelkedett a túlórák száma. Emellett a termelést korlátozó tényezők között egyre több cég említi a munkaerőhiányt a GKI legfrissebb felmérése szerint, különösen az építőiparban és néhány szolgáltató alágazatban.

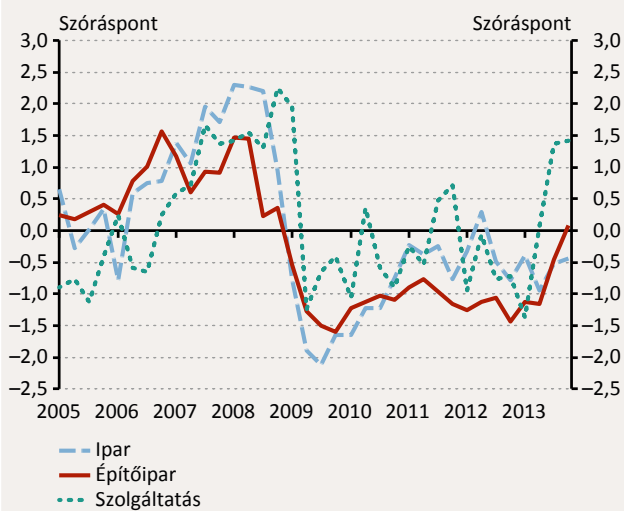
**3-42. ábra**  
**Alkalmazottak túlórái**



Megjegyzés: Intézményi statisztika, havonta legalább 60 órában foglalkoztatottak, háromhavi centrális mozgó átlagok.

A harmadik negyedévet a vártnál kedvezőbb növekedési és a vártnál alacsonyabb inflációs adatok jellemezték. A kedvezőbb konjunktúra és az alacsonyabb árindex kettőssége a gazdaságot érő kedvező kínálati hatások megjelenésére utal. Ilyenek lehetettek a globálisan csökkenő nyersanyagárak és a kedvező mezőgazdasági terméseredmények hatásai.

**3-43. ábra**  
**A munka mint termelést korlátozó tényező a GKI felméréseiben**



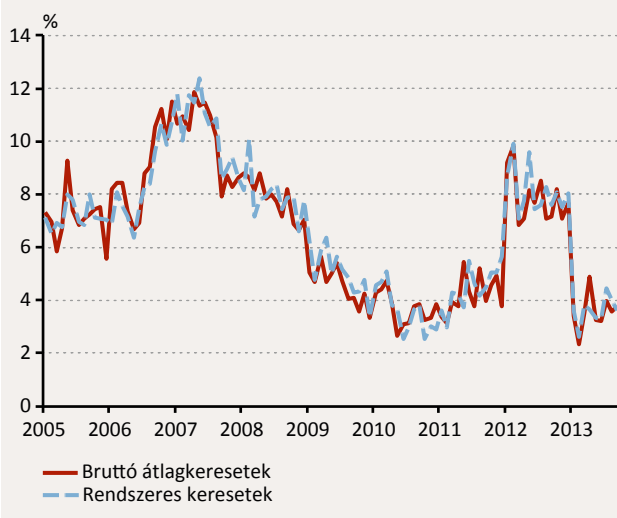
Megjegyzés: Időszaki átlagtól vett sztenderdizált eltérés, eredetileg a pozitív választ adók mintabeli aránya.  
Forrás: GKI, ESI-felmérés.

## 3.6. Költségek és infláció

Az elmúlt hónapokban tovább süllyedő infláció és változatlanul mérsékelt bérdinamika jellemezte a gazdaság nominális folyamatait. Az infláció továbbra is érdemben a középtávú célérték alatt alakult. Az alacsony inflációhoz a mérsékelt költségoldali inflációs nyomás, a dezinflációs hatású reálgazdasági környezet, a várakozások fokozatos alkalmazkodása és a kormányzati intézkedések egyaránt hozzájárultak. A versenyszféra bérintéke továbbra is visszafogottan alakul, ami a hozzáadott érték élénkülésével együtt segítette a fajlagos bérköltség dinamikájának ideji mérséklődését.

3-44. ábra

A versenyszféra bruttó átlagkeresetének és rendszeres keresetének éves változása



### 3.6.1. BÉREK

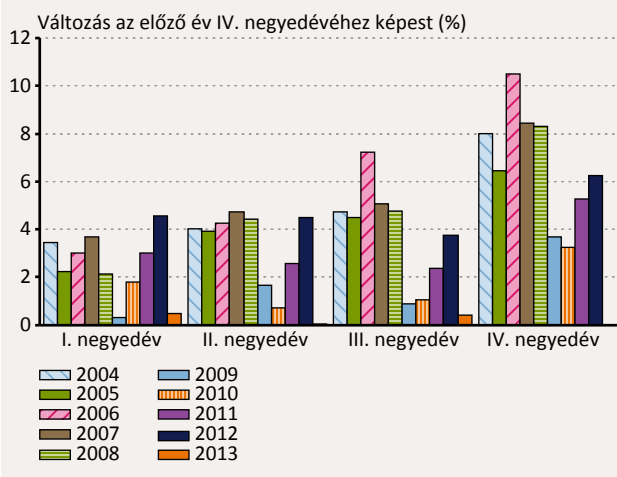
Az év elején a vállalatok jövedelmezőségük stabilizálása érdekében visszafogott béremeléseket hajtottak végre. Az óvatos viselkedés az év második felében is jellemző maradt. Ezzel összhangban a versenyszféra bérdinamikája továbbra is mérsékelt alakul. Az intézményi statisztika által mért visszafogott bérezést alternatív bérezési mutatók is alátámasztják, melyek jobban figyelembe veszik a munkaórákban történt alkalmazkodást (lásd 3-5. keretes írás). A bérek mérsékelt emelése különösen a belföldi keresletre termelő, és az inflációs nyomást érdemben befolyásoló piaci szolgáltatások esetében volt megfigyelhető. Összességében a munkapiaci oldalról továbbra sem tapasztalható érdemi költségoldali inflációs hatás.

A keresetek szintjét tekintve elsősorban az alacsonyabb bérkategóriákban volt érdemi bérnövekedés, melynek mértéke összhangban alakult a minimálbér emelkedésével. A magasabb bérkategóriákban historikusan alacsony bérintéket figyelhetünk meg 2013-ban.

A fajlagos munkaköltség dinamikája továbbra is visszafogottan alakult, ami elősegítheti a vállalati szektor jövedelmezőségének fokozatos korrekcióját. A mérsékelt dinamikához jelentősen hozzájárult a bérköltség lassuló trendje. A vállalatok profitabilitásának javulásához azonban a munka-termelékenység további növekedése is szükséges, melyet a konjunktúra további élénkülése segíthet elő.

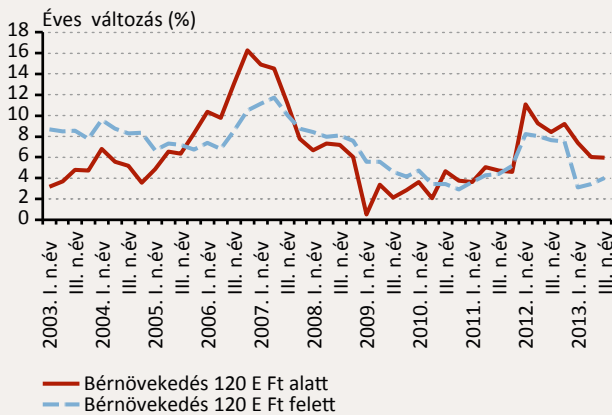
3-45. ábra

A versenyszféra rendszeres havi bruttó átlagkeresetének változása



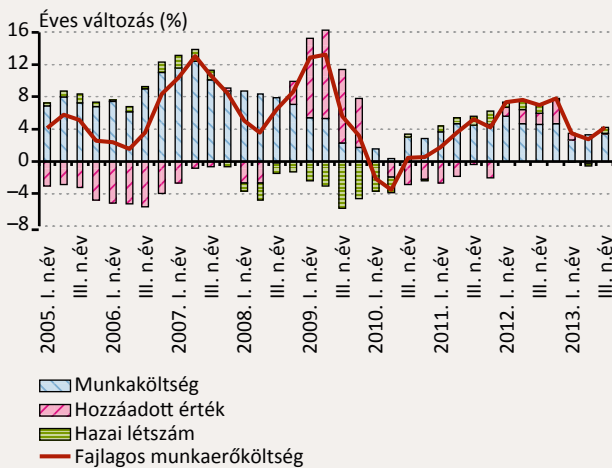
3-46. ábra

A 120 ezer forint alatt és felett keresők rendszeres béreinek indexe



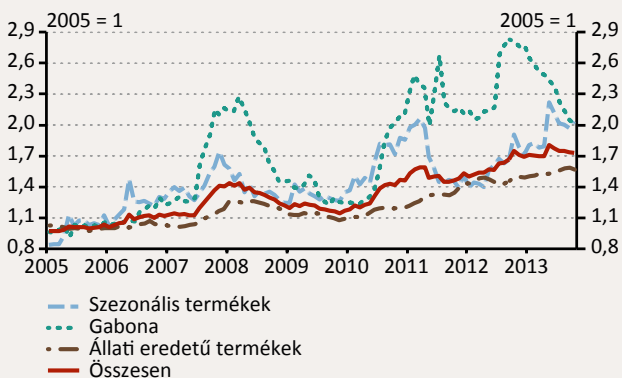
3-47. ábra

Fajlagos munkaerőköltség változása és tényezői a versenyszférában



3-48. ábra

A mezőgazdasági termelői árak



Megjegyzés: Szezonális termékek: gyümölcs, zöldség, burgonya; gabona: búza, olajos magvak; állati eredetű termékek: sertéshús, baromfi-hús, tojás, tej; a súlyozás a fogyasztóiár-indexre való hatás becslés alapján történt.

### 3.6.2. TERMELŐI ÁRAK

Az elmúlt hónapokban általánosan enyhült a költségoldali inflációs nyomás. A mezőgazdasági termékek esetében a gabonafélék és a szezonális termékek árai tovább mérséklődtek, a legnagyobb csökkenést az olajos magvak és a burgonya árindexe mutatta. Rövid távon a kedvező terméseredmények továbbra is a mérsékelt árdinamika irányába mutatnak. Az állati eredetű termékek árai enyhén nőttek, döntően a tej és a vágósertés áremelkedése miatt. A takarmányköltségek csökkenése a következő negyedévekben mérsékelheti az állati termékek árdinamikáját is.

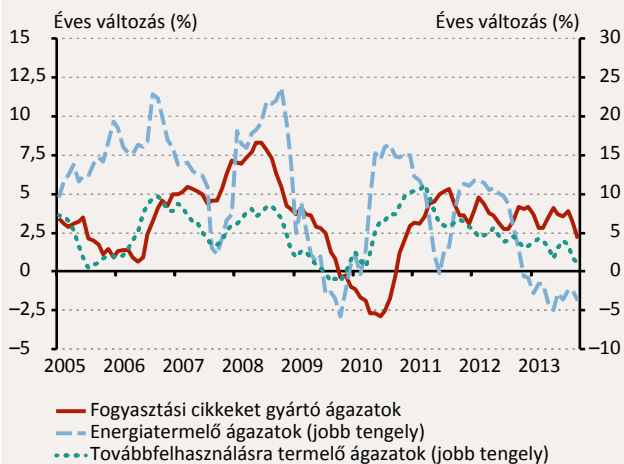
A szeptemberi inflációs jelentés óta mérséklődött a kőolaj világpiacon. Előre tekintve, a határidős jegyzések tovább csökkenő árszintet jeleznek. Emellett az elmúlt hónapokban a finomított termékek (főként a benzin) tőzsdei árai az olajár által indokoltnál alacsonyabb szinten alakult, amit a nyári hónapokban felhalmozódott benzinkészletek magyarázhatnak. Ezen készletek kifizetésével rövid távon ismét korrigálódhat a különbség a kőolaj és a finomított termékek árai között, a hazai benzinárak lassú emelkedését okozva.

Az ipari termelők árak körében fennmaradt a korábbi hónapokban is tapasztalt visszafogott árdinamika. A folyamat mind globálisan, mind a hazai termékek esetében megfigyelhető volt. A fogyasztási cikkek gyártó és továbbfelhasználásra termelő ágazatok árindexei enyhén csökkentek, míg az energiatermelő ágazatok inflációja változatlan maradt.

A hazai tendenciák megfeleltek az euroövezetben és a világpiacon megfigyelt folyamatoknak: a visszafogott kereslet és a csökkenő energiaköltségek egyaránt fékezik az iparcikkek drágulását. Így a feldolgozott termékek körében is alacsony importált inflációs nyomást tapasztalhattunk.

3-49. ábra

## Az ipari termelői árak alakulása

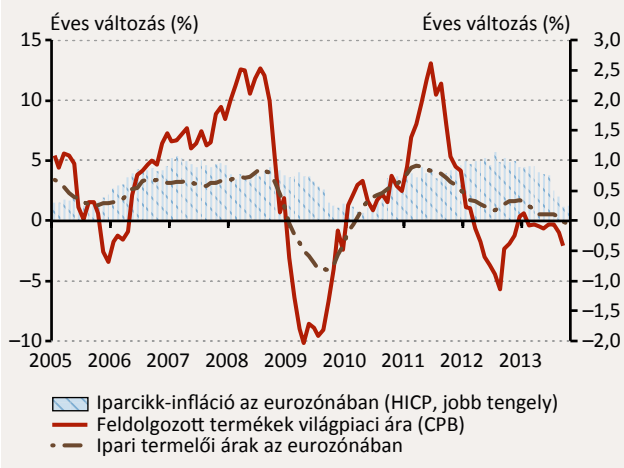


## 3.6.3. FOGYASZTÓI ÁRAK

Az infláció az őszi hónapokban tovább fékeződött, így jelenleg is historikusan alacsony szinten, jóval a 3 százalékos cél alatt tartózkodik. A szabályozott árak idei évben, több lépésben végrehajtott csökkentése összességében 1 százalékponttal mérsékli az éves inflációt. Így a fogyasztóiár-index ezen intézkedések nélkül is visszafogott értéket mutatna. Az alacsony inflációhoz a kormányzati intézkedések mellett a mérsékelt költségoldali inflációs nyomás, a deflációs hatású reálgazdasági környezet és a várakozások fokozatos alkalmazkodása is egyaránt hozzájárultak. Ez utóbbi hatásokkal összhangban az inflációs alapfolyamatok is alacsony értékeket mutattak. Az adószűrt maginfláció az utóbbi hónapokban is visszafogottan alakult, ami változatlanul gyenge keresleti oldali inflációs nyomást tükröz.

3-50. ábra

## A feldolgozott termékek nemzetközi áralakulása

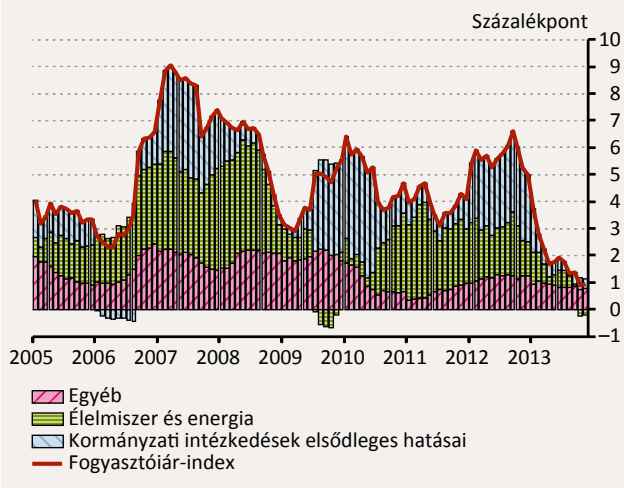


Az iparcikkek árai az utóbbi hónapokban mérsékeltlen alaktak, amit az importárak nyomott árindexei és az alacsony kereslet egyaránt magyarázhatnak. Az iparcikkeken belül a tartós termékek árai csökkentek. Emellett a nem-tartós iparcikkek inflációját egyedi tényezők – az év során nagy volatilitást mutató repülőjegyárak – is érdemben befolyásolták.

A piaci szolgáltatások árindexe emelkedett az elmúlt negyedévben. A termékkör áremelkedésében döntően szerepet játszott a pénzügyi tranzakciós adó, amely növelte a banki szolgáltatások árindexét. Emellett a többi szolgáltatás esetében is az őszi hónapokban jellemzően némileg magasabb havi áremeléseket figyelhettünk meg. Ugyanakkor a szolgáltatások esetében ritka az év végi átárazás, így a szektorban jelentkező inflációs nyomás mértékéről a jövő év első hónapjainak adatai szolgálhatnak érdemi új információval.

3-51. ábra

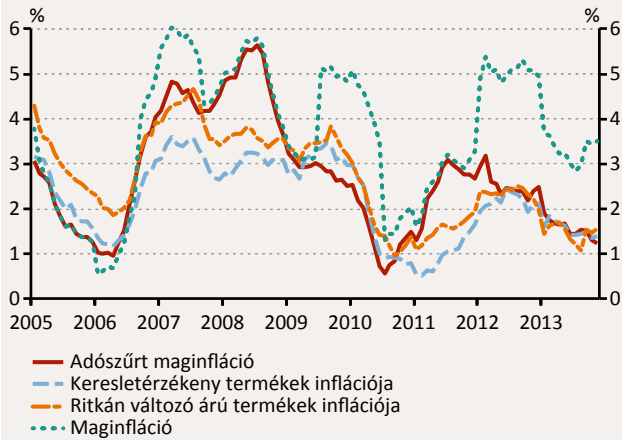
## A fogyasztóiár-index dekompozíciója



A mérséklődő termelői árak hatására az élelmiszerek inflációja kissé csökkent a harmadik negyedévben. A feldolgozott termékek inflációja visszafogott trendet mutatott. Az emelkedés irányába a tejtermékek hatottak, amelyet ellensúlyozott több termék árának csökkenése. A feldolgozatlan termékek szezonálisan igazított árszintje lényegében nem változott az elmúlt hónapokban.

A kiskereskedelmi árrés emelése fokozatosan gyűrűzik át a dohánytermékek áraiba. Novemberig a júliusi emeléstől várt árszintnövekedés hozzávetőlegesen háromnegyedét figyelhettük meg. A lassú begyűrűzésben szerepet játszhatott a legális cigarettaforgalom csökkenése: így a korábban beszerzett, alacsonyabb árú készletek csak fokozatosan futhatnak ki.

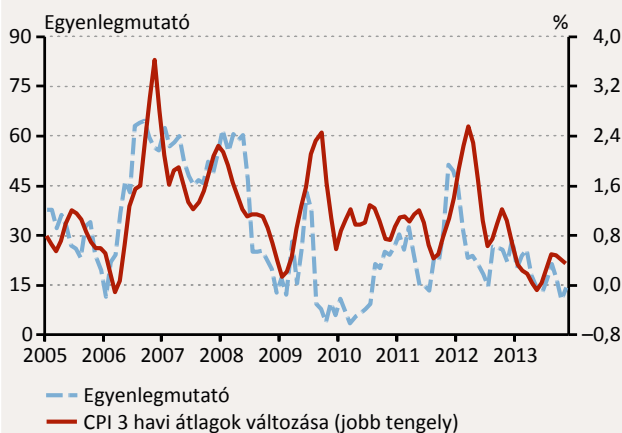
**3-52. ábra**  
Inflációs alapmutatók alakulása



**3-53. ábra**  
Piaci szolgáltatások és ipari termékek adószűrt inflációja  
(éves változás)



**3-54. ábra**  
A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása  
a következő 3 hónapban\* és a tényinfláció



\* Az egyenlegmutató az áremelkedésre számítók és az árcsökkenésre számítók arányának a különbsége.

Az üzemanyagárak az utóbbi időszakban csökkentek, amit a forintban kifejezett olajárak mérséklődése magyaráz. Azonban az elmúlt hetekben korrekciót figyelhettünk meg az árazásban.

A szabályozott árak inflációja továbbra is visszafogottan alakult, így tovább csökkent a termékkörnek már a tavalyi évben is alacsonyan alakuló éves indexe. A termékkör dinamikáját a következő hónapokban a novembertől életbe lépő újabb 11,1 százalékos energiaár-csökkentés (gáz, áram és távhő) is mérsékli. Az árcsökkentések a CPI- és HICP-indexekben eltérő időzítéssel jelennek meg,<sup>8</sup> így a kétféle inflációs mutató között átmeneti elnyílás mutatkozik novemberben.

A beérkezett inflációs adatok az elmúlt hónapokban a jegybanki várakozásoknál kedvezőbben alakultak. Az eltérés jelentős részét költségoldali tényezők magyarázzák, nevezetesen az olaj, illetve nyersanyagárak csökkenése. Emellett az eltéréshez az iparcikkek mérsékelt inflációja is hozzájárult.

Összességében az év eddigi részében a termékek széles körében visszafogott áremelkedést figyelhettünk meg. Rövidtávon a novembertől életbe lépő újabb rezsicsökkentés, illetve az érdeemben alacsonyabb importált infláció tovább mérsékelheti a fogyasztóiár-index alakulását. Ellentétes irányba hat a cigaretta árának emelése, illetve a belső kereslet várt élénkülése.

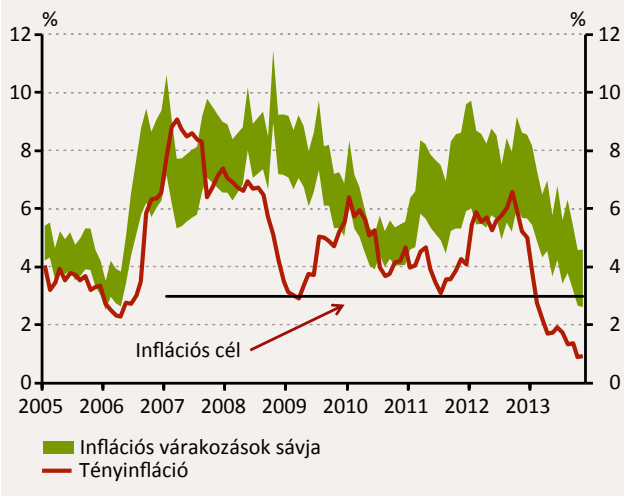
### 3.6.4. INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK

A fogyasztói árak rövid távú alakulása szempontjából meghatározó, a kiskereskedelmi szektor értékesítési árakra vonatkozó várakozások tovább csökkentek az elmúlt negyedévben. Ez arra enged következtetni, hogy a költség- és keresleti oldali tényezők összességében nem indokolnak áremelkedést a következő hónapokban.

A lakosság inflációs várakozásai tovább mérséklődtek, összhangban a tényinfláció csökkenő trendjével. Az inflációs várakozások mérséklődése elősegítheti, hogy a gazdasági szereplők bérezési és árazási döntései középtávon is a jegybank inflációs céljával összhangban alakuljanak.

<sup>8</sup> A HICP-adatokban az árcsökkentés a novemberi, míg a CPI esetében a csökkentés jelentős része a decemberi árindexben jelentkezik.

**3-55. ábra**  
Lakossági inflációs várakozások



### 3-5. keretes írás

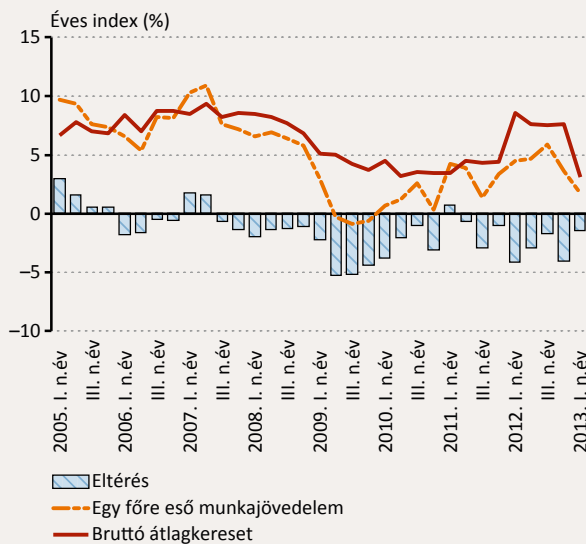
#### Alternatív bérmutatók

A bérek alakulása több csatornán is hathat az inflációra: a vállalatok költségein, a háztartások rendelkezésre álló jövedelmén keresztül valamint az inflációs várakozásokat befolyásolva. Ezért a bérek alakulása kiemelt jelentőséggel bír az inflációs célkövetést alkalmazó jegybankok számára.

A bérezés vizsgálatára többféle mérés is rendelkezésre áll. **Munkapiaci elemzéseinket az intézményi statisztika teljes munkaidős bruttó átlagkereset (BÁK) mutatójára alapozzuk.** Ez az indikátor tartalmaz minden olyan kifizetést, amit rendszeresen kap a munkavállaló a munkáltatótól (alapbér, túlóra- és műszakpótlékok, jutalékok, prémium, jutalom, távolléti díj), nem tartalmazza ugyanakkor a bérelőlegként, éves bónuszként, táppénzként, természetbeni juttatásként, utazási költség térítésként kifizetett összegeket. Előnye, hogy kevesebb mint két hónap késéssel havi frekvencián rendelkezésre áll. Hátránya, hogy csupán az **5 fő feletti vállalkozások teljes munkaidős foglalkoztatottainak bérjellegű juttatásait fedi le. Így a vállalati béralkalmazkodás számos csatornáját nem jeleníti meg, például:**<sup>9</sup>

- a feketén szerzett jövedelmeket,
- az egyre terjedő részmunkaidős foglalkoztatás bérmérséklő hatásait<sup>10</sup>,

**3-56. ábra**  
Alternatív bérmutatók a versenyszektorban



<sup>9</sup> Ezek részben orvosolhatók az intézményi statisztikán belül is. Ez a vállalati adatgyűjtés tartalmazza a nem teljes munkaidőben foglalkoztatottak átlagkeresetét, valamint a vállalatok által lejelentett egyéb munkajövedelmeket is.

<sup>10</sup> A részmunkaidős foglalkoztatás terjedése a nem teljes munkaidőben foglalkoztatottakat is lefedő MPF-mutatóban negatív összetételhatásként jelentkezik, feltéve, hogy a részmunkaidősök átlagbére elmarad a teljes munkaidőben foglalkoztatottakétól. Ez a fajta összetételhatás ugyanakkor a vállalati költségalkalmazkodás része, így indokolt a figyelembevétele.

- a béren kívüli juttatásokat,
- a munkáltatói adó- és járulékkerheket.

**A nemzeti számlákból számított egy főre eső munkajövedelem (MPF-) mutató ezzel szemben a teljes hazai magánszférát lefedi.** A bruttó kereseten kívül tartalmazza a természetben fizetett keresetelemeket, valamint a munkáltatói járulékokat, függetlenül attól, hogy azok ténylegesek, vagy imputált módon kerülnek kiszámításra. Ez a mutató tehát szorosabb kapcsolatban lehet a fogyasztók tényleges fogyasztási kiadásaival, valamint a munkáltatók terheit is jobban tükrözi. Hátránya ugyanakkor, hogy csak negyedéves frekvencián, több mint fél év késéssel áll rendelkezésre.

Számításaink szerint a két mutató közül az MPF-mutató követi szorosabban a kibocsátási rés alakulását, mivel az utóbbival vett korrelációja szignifikánsan<sup>11</sup> magasabb a BÁK-énál. Így **az MPF-mutató pontosabb információt adhat a munkapiaci kapacitások kihasználtságából fakadó bérinflációs nyomásról.**

Bár a BÁK az utóbbi hónapokban érdemi bérvisszafogást mutatott, **az MPF alapján a béralkalmazkodás 2009 óta tartósan erősebb lehetett az intézményi statisztika alapján mértnél.** A szélesebb körre kiterjedő bérmutató ezért erősíti azt a képet, hogy a gazdaságot továbbra is laza munkapiaci feltételek jellemzik.

<sup>11</sup> A kibocsátási rés az MPF-mutatóval vett korrelációja 0,37, a BÁK-kal vett korreláció 0,25.



# 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

## 4.1. Hazai pénzpiaci folyamatok

*Az elmúlt három hónapban hazánk kockázati megítélése érdemi ingadozás mellett összességében nem változott. Az időszak során a nemzetközi tényezők inkább az országkockázati felár emelkedését indokolták, melyet az országspecifikus tényezők tudtak kompenzálni. Ezzel összhangban a hazai 5 éves CDS-felár régiós összehasonlításban felülteljesítő volt, melyet megerősít dekompozíciós módszertanunk is.*

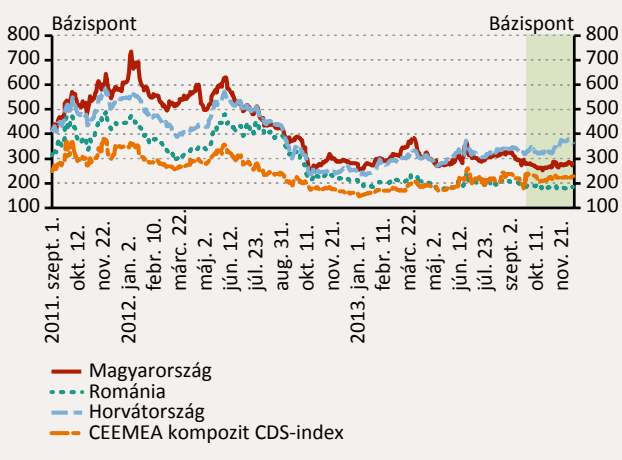
*A forint az euróval szemben a vizsgált időszak csaknem teljes részében  $\pm 1$  százalékos sávban ingadozott (292–300 forint/euró), ugyanakkor november végén országspecifikus gyengülést tapasztaltunk, mely során 304 közelében is kereskedtek a hazai fizetőeszközzel. Összességében 1,5-2 százalékkal értékelődött le a forint. Az FX-swappiacot alapvetően feszültségmentes kereskedés jellemezte, az elmúlt év végére jellemző, főként mérlegtisztításhoz köthető feszültségek jelei december közepéig csak mérsékelten jelentkeztek.*

*A külföldi szereplők nettó FX-swapállománya – főként az erőteljes forint melletti pozíciók kiépítéséhez kapcsolódóan – október végéig 700 milliárdos csökkenést mutatott. Ezután azonban újra növekedni kezdett a nettó FX-swapállomány és leépültek az időszak első felében kiépített forint melletti pozíciók. A hazai szereplők forward állománya ellentétes irányban hasonló mértékű elmozdulásokat mutatott.*

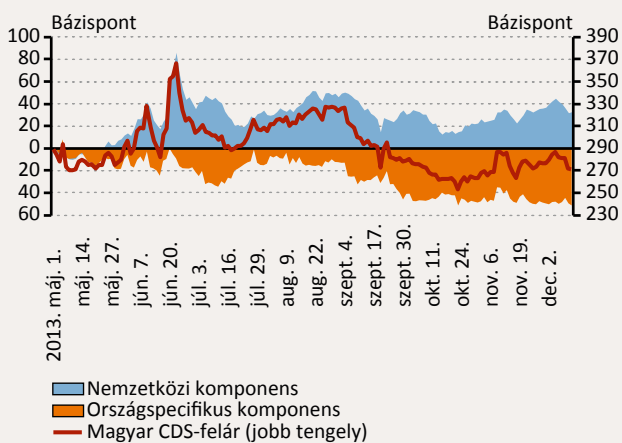
*A rövid lejáratú állampapír-aukciókat 2-3 szoros lefedettség jellemezte, fokozatosan csökkenő hozamok mellett. A hosszú lejáratú állampapírok iránt – néhány kisebb megingást leszámítva – alapvetően stabil kereslet mutatkozott. A hozamok esetében október végéig érdemi csökkenés volt megfigyelhető, ez azonban a megfigyelési időszak végére szinte teljesen korrigálódott. Az állampapír-piaci hozamgörbe az időszak elejéhez képest érdemben meredekebbé vált. A görbe rövid vége közel 60-70 bázisponttal tolódott lejjebb a szeptemberi szintekhez képest, míg a hosszú vége – volatilis mozgások mellett – összességében stagnált.*

*Az elmúlt három hónapban a kamatcsökkentési várakozások tovább fokozódtak. Jelenleg az elemzői várakozások és a pénzpiaci hozamok alapján az a kép rajzolódik ki, hogy a ciklus 2014 első negyedében érheti el mélypontját egy 3 százaléknál alacsonyabb szinten.*

**4-1. ábra**  
Régiós 5 éves szuverén CDS-felárak

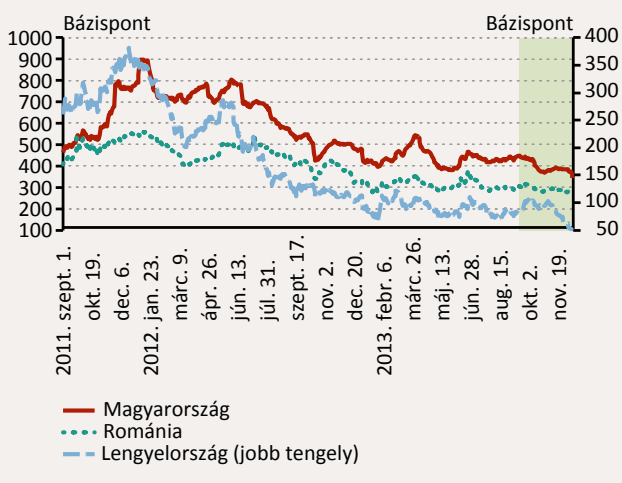


**4-2. ábra**  
A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

**4-3. ábra**  
Régiós 5 éves euróban denominált devizakötvény-felárak



### 4.1.1. MAGYARORSZÁG KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉSE

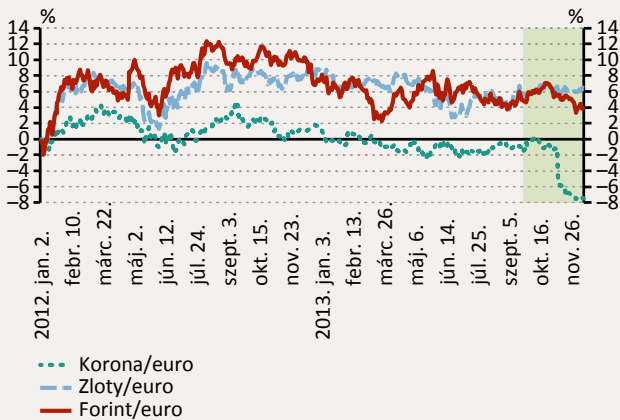
**Az elmúlt három hónapban hazánk kockázati megítélése érdemi ingadozás mellett összességében nem változott.** Az időszak elején kialakult alapvetően pozitív befektetői hangulat annak volt tulajdonítható, hogy a várakozásoktól eltérően a Fed nem kezdett az eszközvásárlási programjának mérséklésébe. Emiatt a feltörekvő piaci eszközök kockázati felárai újra mérséklődtek, amit az amerikai adósságprobléma sem befolyásolt negatív irányban. Az öt éves magyar CDS-felár október végéig összességében 30-40 bázisponttal, a 260-as szint közelébe szűkült. Érdemi változást az októberi Fed ülés követő kommunikáció és annak következtében kialakult feltörekvő piaci hangulatromlás okozott, melyet csak kisebb mértékben tudott kompenzálni az EKB kamatcsökkentése és további lazítás irányába mutató kommunikációja. Ugyanakkor mindez a kelet-közép-európai régiót kevésbé érintette, mint az egyéb feltörekvő országokat. A magyar felár a szeptember közepi szintekre emelkedett vissza. Ezzel a hazai szpred a régiós országokhoz viszonyítva is felülteljesítő volt (lásd 4-1. keretes írásunkat). Ennek háttérében főként a devizahiteles programmal kapcsolatos bizonytalanság csökkenése és a sikeres devizakötvény kibocsátás állhatott.

CDS dekompozíciós módszertanunk szerint a vizsgált időszakban a nemzetközi tényezők inkább az országkockázati felár emelkedésének irányába hatottak, melyet kompenzálni tudott az országspecifikus tényezőkhöz kötődő felár csökkenés.

**Mind a dollárban, mind az euróban denominált devizakötvényeink hozama érdemben mérséklődött az elmúlt 3 hónap során.** A felárak tekintetében az euróban denominált papírok esetében 30–50 bázispontos, míg a dollárban denominált papírok esetében 15–30 bázispontos csökkenést tapasztaltunk átlagosan.

4-4. ábra

Régiós devizaárfolyamok alakulása



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

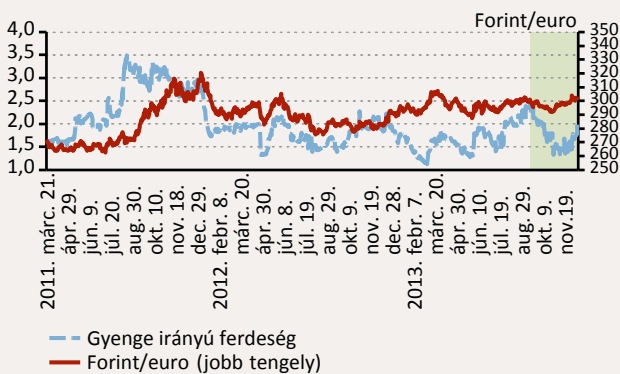
4.1.2. DEVIZAPIACI FOLYAMATOK

A forint az euróval szemben a vizsgált időszak csaknem teljes részében  $\pm 1$  százalékos sávban ingadozott (292–300 szintek között). Ugyanakkor a december eleji mintegy 1,5–2 százalékos gyengülést követően tartósan 300 feletti szinten ragadt az árfolyam. A forint – a cseh koronát leszámítva – az időszak nagy részében együtt mozgott a régiós devizákkal, ugyanakkor a decemberi eleji gyengülés esetében kisebb elszakadást tapasztalhattunk.

A forint/euro árfolyamra vonatkozó ferdeségi mutató és az euro/forint volatilitás az időszak csaknem egészében érdemi csökkenést mutatott, ami a gyengülés irányába mutató várakozások mérséklődését tükrözte. Az időszak végén ez a trend megtört, és ferdeségi mutató kismértékben emelkedett. Utóbbi ugyanakkor még historikusan alacsony szintek körül mozog, ami arra utal, hogy a piaci szereplők kisebb eséllyel várják a forint árfolyamának további gyengülését.

4-5. ábra

A forint/euro árfolyam szintjének és az árfolyam 1 hónapos gyenge irányú ferdeségi mutatójának az alakulása

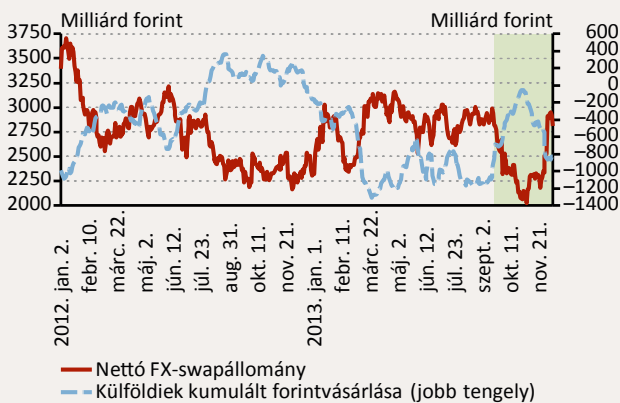


Megjegyzés: Gyenge irányú ferdeség (skewness) = Risk reversal / Volatilitás\*10 (mértékegység nélküli mutató).

A hazai devizaswappiacot alapvetően feszültségmentes kereskedés jellemezte. A rövid futamidejű felárak volatilis mozgások közepette kisebb mértékben csökkentek, míg az 1 hétnél hosszabb, de éven belüli ügyletek esetén kisebb feláremelkedés volt jellemző. Az elmúlt év végére jellemző, főként néhány külföldi szereplő mérlegtisztításához köthető feszültségek jelei december közepéig csak mérsékeltent jelentkeztek: egyedül az egy hónapos swapok esetében látható jelentősebbnek mondható feláremelkedés, de ennek mértéke elmarad az elmúlt években tapasztaltnál.

4-6. ábra

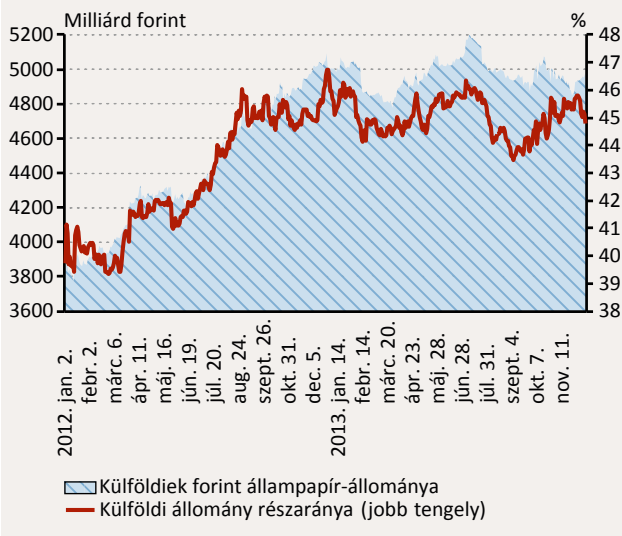
A külföldi szereplők nettó devizaswap-állománya és kumulált forintvásárlása



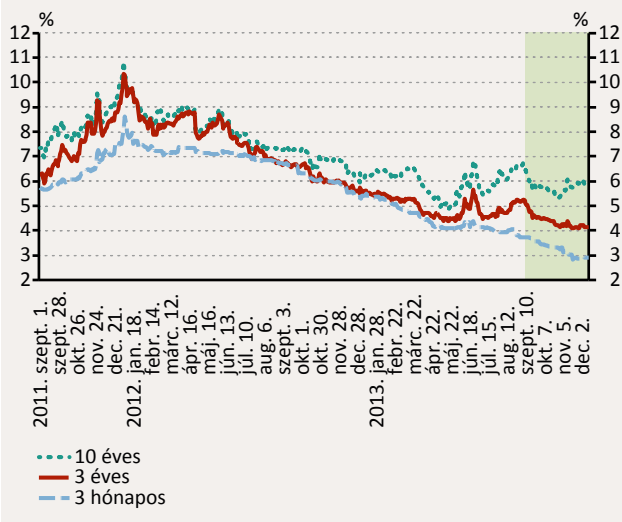
Megjegyzés: Külföldiek kumulált forintvásárlása: 2010. január 4. = 0.

A külföldi szereplők nettó devizaswap-állománya október végéig 700 milliárdos csökkenést mutatott, ezzel párhuzamosan jelentős forint melletti pozíciók épültek ki. Ugyanakkor az október végi Fed-kamatdöntés után újra növekedni kezdett a nem-rezidens szereplők nettó devizaswap-állománya és december közepéig teljesen leépültek az időszak első felében kiépített forint melletti pozíciók. Eközben a külföldiek által tartott állampapír-állomány viszonylagos stabilitást mutatott, a 4900–5000 milliárd forintos sávban ingadozott, míg részesedésük 2 százalékponttal 46 százalék közelébe emelkedett.

**4-7. ábra**  
Külföldiek állampapír-állománya



**4-8. ábra**  
Állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



### 4.1.3. ÁLLAMPAPÍRPIAC ÉS HOZAMALAKULÁS

A rövid futamidejű diszkontkincstárjegyek aukcióit átlagosan 2 és félszeres lefedettség jellemezte, és a legtöbb esetben az ÁKK a meghirdetett mennyiségnek megfelelő összegben bocsátott ki állampapírt. **A kialakuló aukciós átlaghozam az időszak egészében csökkent**, ami összhangban állt a kamatcsökkentési várakozásokban megfigyelt változásokkal. A három hónapos kötvények esetében 60–65 bázispontnyi, míg az egyéves papírok esetében 45–50 bázispontos aukciós hozamcsökkenés volt megfigyelhető.

Az állampapírok elsődleges piacán az 5 és a 10 éves kötvények iránt – néhány kivételt leszámítva – **alapvetően stabil kereslet mutatkozott**. Összességében a külföldi hangulat október végén tapasztalt érdemi romlása tükröződött a hosszabb papírok aukciós hozamalakulásában. Míg a hozamok október végéig érdemben, 30–40 bázisponttal csökkentek, addig a megfigyelési időszak végére az 5 éves referenciapapír hozama a kezdeti szintre emelkedett, a 10 éves papír esetében pedig összességében hozamemelkedés következett be.

Az állampapír-piaci hozamgörbe az időszak elejéhez képest érdemben meredekebbé vált. A görbe rövid vége 60–70 bázisponttal tolódott lejjebb a szeptemberi szintekhez képest, míg a hosszú hozamok összességében stagnáltak. A hazai devizában denominált papírok esetében a magyar hozamgörbe-meredekség emelkedéséhez nagyon hasonló folyamat zajlott le Romániában, míg Lengyelország esetében csak mérsékeltebben volt megfigyelhető ez a tendencia.

Az elmúlt három hónapban a kamatcsökkentési várakozások tovább fokozódtak. Jelenleg az elemzői várakozások és a pénzügyi hozamok alapján az a kép rajzolódik ki, hogy a ciklus 2014 első negyedében érheti el mélypontját egy 3 százaléknál alacsonyabb szinten.

## 4-1. keretes írás

## Hazánk kockázati megítélésének változása a május óta tartó időszakban

Az elmúlt fél év legmeghatározóbb piaci történetével, a Fed mennyiségi lazításának visszafogásával kapcsolatos aggodalmak fokozódása erős kilengéseket okozott a feltörekvő piaci eszközárakban. Ugyanakkor az egyes országok esetében érdemi eltéréseket tapasztalhatunk. A kockázatvállalási hajlandóság globális csökkenése hazánk kockázati mutatóiban is tetten érhető volt, azonban **Magyarország – a régiós országokkal együtt – a kevésbé érintett országok közé tartozott**: a forint árfolyama relatíve kismértékben gyengült, CDS-felárunk átmeneti megugrás után decemberre a május eleji szintek alatt stabilizálódott. Legjelentősebb elmozdulást hosszú hozamainkban tapasztalhattuk: a 10 éves referenciahozam a május eleji időszakban 5,2 százalék körül alakult, ahonnan a turbulens nyári időszakban több mint 150 bázisponttal emelkedett meg. Ugyanakkor október végére érdemi korrekciót követően 5,3 százalékig esett, míg jelenleg 6 százalékos szint körül mozog.

A fenti piaci mutatók alakulása a Fed eszközvásárlási programjának lassításával (tapering) kapcsolatos piaci feszültségek közepette azt mutatja, hogy a **hazánk relatív megítélése stabil maradt**. Mindezt alátámasztja, hogy a május óta tartó feltörekvő piaci eszközzeladási hullám ellenére hazánkban érdemben nem csökkent a külföldi szereplők állampapír-állománya, míg általánosságban azt tapasztaltuk, hogy az aggodalmak erősödését jelentős feltörekvő piaci tőke kivonási hullám kísérte.

Piaci elemzések alapján úgy tűnik, hogy a **pénzügyi válság idején leginkább figyelt állományi (stock) jellegű mutatók helyett az utóbbi időszakban – így a feltörekvő piaci eszközzeladási hullám során is – sokkal inkább az áramlási (flow) jellegű mutatók kerültek előtérbe.**

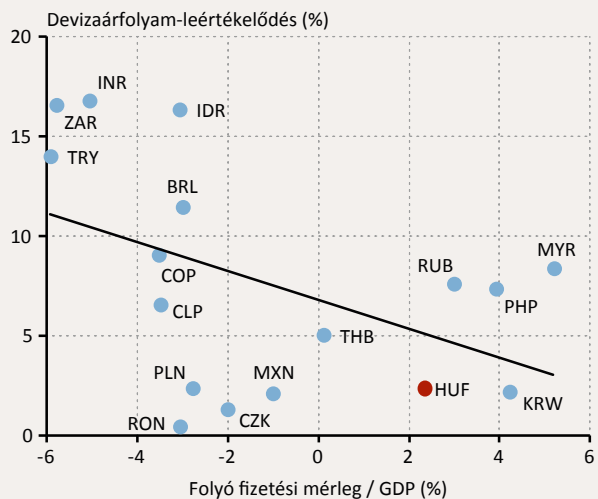
**A piaci fókusz ezen változása kedvező volt Magyarországnak számára.**

Míg a feltörekvő piaci eszközzeladási hullám által leginkább érintett országok makrogazdasági fundamentumainak romlása – gyengülő növekedési kilátások, emelkedő inflációs nyomás és romló külső finanszírozási képesség – érdemben hozzájárulhatott ezen országok sérülékenységének növekedéséhez, addig Magyarország esetében a válság óta tartó folyó fizetési mérleg-alkalmazkodás, a javuló növekedési kilátások és a mérséklődő infláció egyaránt elősegítette hazánk kockázati megítélésének relatív javulását. Ezen tényezők közül a **folyó fizetési mérleg hiánya került leginkább a piaci figyelem középpontjába**. A tapasztalat azt mutatja, hogy azokban a fejlődő országokban ment végbe a legnagyobb devizaárfolyam-leértékelődés, ahol a GDP-arányos folyó fizetési mérleg-hiány a legnagyobb volt.

Emellett fontos tényező volt, hogy az **eurozóna gazdaságát övező javuló makroadatok és növekedési várakozások a kelet-közép-európai országok, így hazánk növekedési kilátásaira és ezáltal kockázati megítélésére is kedvezően hatottak**. Ezzel párhuzamosan az eurozóna perifériaországainak adósságválságával kapcsolatos kockázatok mérséklődése is jótékonyan befolyásolhatta a folyamatokat.

## 4-9. ábra

**Feltörekvő országok devizáinak leértékelődése a dollárral szemben 2013. január–szeptember között, valamint 2013 első negyedéves folyó fizetési mérleg egyenlegeinek kapcsolata**

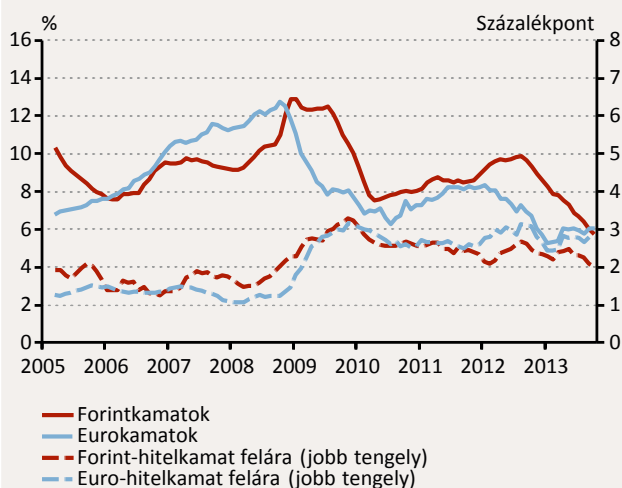


## 4.2. Pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2013 harmadik negyedében enyhültek a hitelezési feltételek a vállalati szegmensben. A kamatköltségek érdemben mérséklődtek, részben a Növekedési Hitelprogram kedvező finanszírozási költségeinek és a jegybanki kamatsökkenéseknek köszönhetően. A hitelezési felmérésre adott válaszok szerint<sup>12</sup> a nem árjellegű feltételek összességében némileg enyhültek a negyedév során, a bankok döntő többsége azonban változatlan feltételekről számolt be. A háztartási szegmensben belül a fedezetlen hitelek esetében tovább folytatódott a hitelezési feltételek enyhülése, míg a fedezett hitelek kondíciói nem változtak érdemben. A teljes hitelköltség minden hitelszegmensben mérséklődött, a referenciakamathoz képesti felár azonban a lakáscélú hitelek esetében továbbra is magas, 5 százalékos feletti szinten tartózkodik. Az egyéves reálkamat a benchmarkhozamok csökkenése és az inflációs várakozások változatlanságának eredőjeként csökkent, értéke historikusan továbbra is alacsonynak számít.

4-10. ábra

A piaci alapú vállalati hitel-kamatok és -felárok alakulása



Megjegyzés: A havi kamatadatok 3 havi mozgó átlaga. A felárok a 3 hónapos EURIBOR, illetve BUBOR kamat feletti felár 3 havi mozgó átlaga.

Forrás: MNB.

### 4.2.1. VÁLLALATI HITEL-KONDIÓK

A piaci alapú vállalati forinthitelkamatok 3 havi mozgó átlagával szemben a megvalósult ügyletek alapján csökkent, a július végi 6,7 százalékról októberre 5,7 százalékra. A kamatláb ezzel lekövette, sőt meghaladta a jegybanki alapkamat csökkentése mértékét. A referenciakamat csökkenésénél nagyobb mértékű mérséklődés miatt a kamatfelár is csökkent, a júliusi 2,3 százalékpontból 2 százalékpontra. A finanszírozási költségeket a kkv-szegmensben továbbá jelentősen enyhítette a Növekedési Hitelprogram, amely a szerződések többségénél 2,5 százalékos kamatlábon nyújtott finanszírozást e vállalati kör számára. Az euroalapú hitelek esetében eközben sem a kamatszint, sem a felárok nem változtak érdemben: előbbi 3 százalékos, utóbbi 2,8 százalékpontos értéket vett fel októberben.

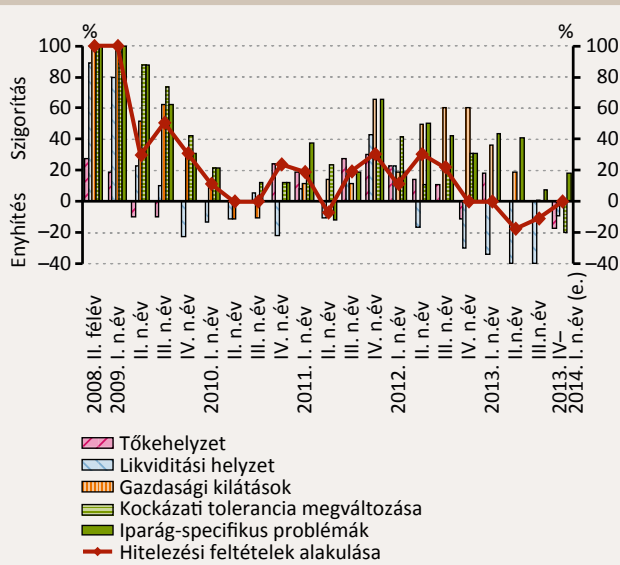
A hitelezési felmérés alapján 2013 harmadik negyedében valamelyest enyhültek a vállalati hitel-feltételek, ugyanakkor a bankok többsége továbbra is a feltételek változatlan-ságáról számolt be. A bankok likviditási helyzete a válaszadók többségénél az enyhítés irányába hatott. Eközben a gazdasági kilátásokat és iparág-specifikus problémákat már csak a bankok szűk köre jelölte meg a szigorítás irányába ható tényezőkként. Előre tekintve, a következő félévben a bankok összességében a feltételek változatlanságára számítanak. Az elmúlt két negyedév enyhítései ellenére a vállalati hitel-feltételek továbbra is szigorúak, piaci alapon továbbra is csak a bankok által legkevésbé kockázatosnak ítélt vállalatok juthatnak hitelhez.

<sup>12</sup> A hitelezési felmérés eredményeinek részletesebb elemzése megtalálható az MNB Hitelezési folyamatok című kiadványában:

[http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu-hitelezesi-folyama-tok/201311/Hitelezesi\\_folyamatok\\_2013.nov\\_HUN.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu-hitelezesi-folyama-tok/201311/Hitelezesi_folyamatok_2013.nov_HUN.pdf).

4-11. ábra

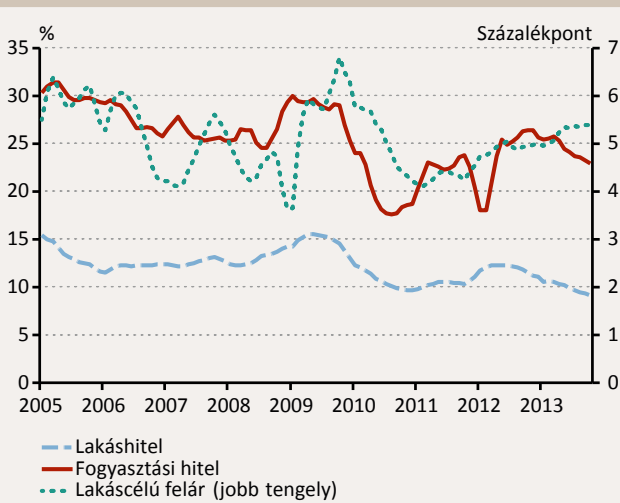
Hitelezési feltételek változása a vállalati szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.  
 Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válasza alapján.

4-12. ábra

A forint alapú lakáscélú és fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége (THM) és felára



Megjegyzés: 3 hónapos mozgó átlaggal simított kamatlábak. 2009. előtt a forintalapú jelzáloghiteleknek marginális szerepe volt. 3 hónapos mozgó átlaggal simított felárak.  
 Forrás: MNB.

4.2.2. HÁZTARTÁSIHITEL-KONDIÓK

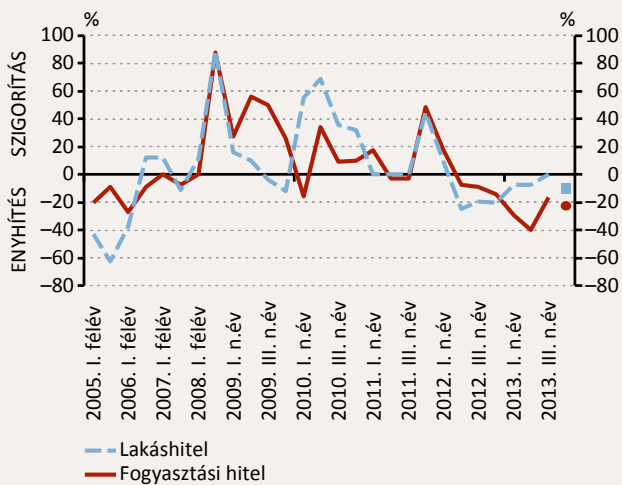
A megvalósult lakáscélú jelzáloghitel-ügyleteknél a három hónapos mozgó átlaggal simított teljes hitelköltség (THM) július és október között mintegy 0,6 százalékponttal 9,1 százalékra csökkent. A hitelkamat csökkenése megegyezett a 3 hónapos BUBOR mérséklődésével, így a kamatfelár nem változott érdemben, értéke továbbra is 5,4 százalékpontot vett fel. Az ügyfél által fizetendő hitelköltséget tovább enyhítheti az állami kamattámogatás, melynek igénybevétele mellett az teljes hitelköltség több mint 2 százalékponttal a piaci szint alatt, 6-7 százalék körül is alakulhat.

A fogyasztási hitelek 3 hónapos mozgó átlaggal simított teljes hitelköltsége (THM) folytatta április óta megfigyelhető mérséklődését, július és október között mintegy 0,7 százalékponttal. A csökkenés mind a szabad felhasználású jelzáloghiteleket, mind pedig a fedezetlen fogyasztási hiteleket érintette. A fedezetlen fogyasztási hitelek THM-je 26,8 százalékról 26 százalékra, míg a szabad felhasználású jelzáloghitelek teljes hitelköltsége 12 százalékról 11,3 százalékra csökkent.

A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a fedezett hitelek feltételein a bankok nem változtattak a harmadik negyedévben, míg a fedezetlen fogyasztási hitelek esetében nettó értelemben<sup>13</sup> vett 17 százalékk jelentett enyhítést. A hitelfeltételek szintjüket tekintve továbbra is szigorúnak számítanak: a megvalósult lakáscélú hitelügyletek alapján a hitelfedezeti arány (LTV) mindössze 55 százalék volt a harmadik negyedévben, és az 5 százalékpont feletti kamatfelár is magasnak számít. Az előbbi mutató a végtörlesztés előtt 60 százalék fölött volt, a szabályozás pedig 80 százalékot is megenged.

<sup>13</sup> A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

**4-13. ábra**  
Hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.  
Forrás: MNB hitelezési felmérés a bankok válaszai alapján.

### 4.2.3. REÁLKAMATOK ALAKULÁSA

2013 júliusa és októbere között az egy évre előretekintő reálkamat csökkent mind az 1 éves állampapír-hozam, mind a legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok alapján számolva. A mérséklődés az 1 éves állampapír-hozam és a betéti kamatok csökkenésének köszönhető, miközben az inflációs várakozások az előző hónapokban megfigyelhető szinten maradtak. A reálkamat mindkét módszer alapján számolva historikusan alacsonynak számít: az 1 éves állampapír-hozamok alapján értéke 0,9, míg a legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok alapján 0,5 százalék volt októberben.

**4-14. ábra**  
Előretekintő reálkamatlábak alakulása



\* Az 1 éves zérókupon-hozam és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretekintő elemzői inflációs várakozások alapján.  
\*\* Legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok (vállalati és háztartási súlyozva) és a Reuters-poll felhasználásával MNB által számított egyéves előretekintő elemzői inflációs várakozások alapján.



# 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

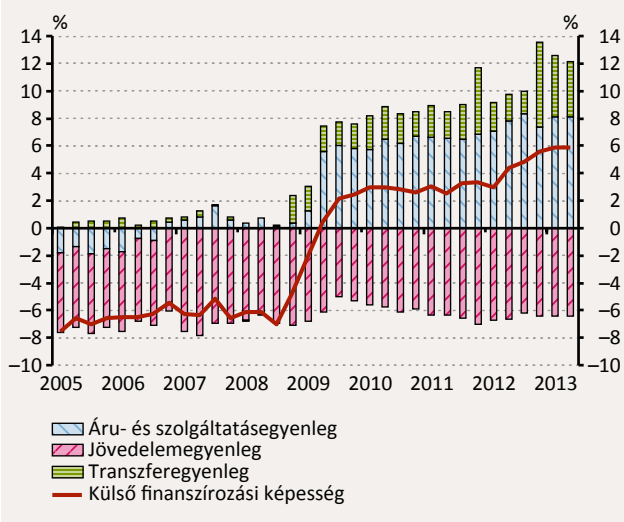
## 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

Az ország külső finanszírozási képessége 2013 II. negyedévében historikusan magas szinten maradt. A GDP 6 százalékát kitevő külső egyensúlyi többlet fennmaradásához a legnagyobb mértékben a reálgazdasági egyenleg járult hozzá, de számottevő szerepe volt a magas transferegynlegnek is. A forráskivonás szerkezete ugyanakkor átrendeződött – míg korábban a kiáramlás az adósság típusú forrásokhoz kötődött, most a nem adósságeneráló finanszírozásban is kiáramlás következett be, döntően az újrabefektetett jövedelmek csökkenéséhez kapcsolódóan. A nettó külső adósság dinamikusan csökkenő trendje – döntően a banki és vállalati adósságok csökkenésének köszönhetően – folytatódott, és a bruttó külső adósság is újra csökkenésnek indult.

5-1. ábra

### A külső finanszírozási képesség alakulása

(szezónálisan igazítva, a GDP arányában)



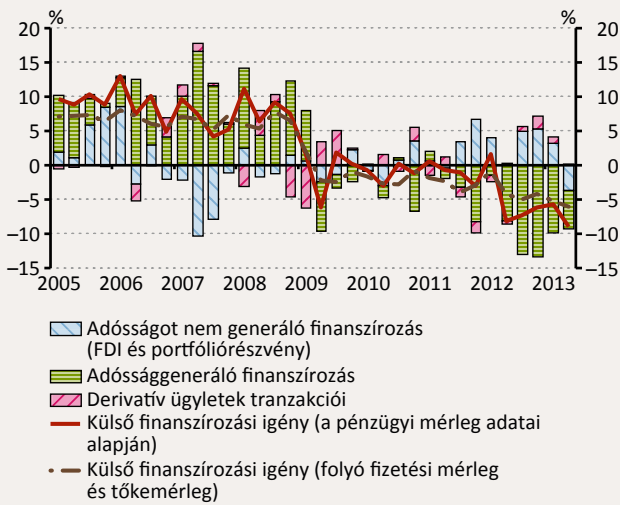
### 5.1.1. KÜLSŐ EGYENSÚLYI POZÍCIÓNK ALAKULÁSA

A reálgazdasági oldalról számított finanszírozási képesség továbbra is historikusan magas szinten volt 2013 II. negyedévében. A szezonálisan igazított adatok alapján a GDP 6 százalékát kitevő külső egyensúlyi többlet kialakulásához a legnagyobb mértékben ezúttal is a számottevő reálgazdasági egyenleg járult hozzá, de érdemi szerepe volt a magas transferegynlegnek is. A nettó áru- és szolgáltatásexport GDP-arányos értéke a II. negyedévben a GDP 8 százalékán stabilizálódott, ami szintén historikusan magasnak mondható. Az export értékének növekedése meghaladta az import növekedési ütemét, melyben a cserearányok javulása is szerepet játszott. A III. negyedévre rendelkezésre álló külkereskedelmi adatok arra utalnak, hogy a nettó export értéke tovább emelkedhetett. A transferegynleg többlete a korábbi két negyedév kiugróan nagy értékeihez képest csökkent, historikus visszatekintésben ugyanakkor továbbra is magasnak számít.

A jövedelemegynleg hiányában nem történt érdemi elmozdulás a II. negyedévben, az közel változatlan mértékben rontotta a gazdasági egyensúlyi pozícióját. Ugyanakkor az egyenleg komponenseiben kismértékű átrendeződés történt. A mérséklődő nettó adósság és a csökkenő finanszírozási költségek késleltetett hatása már tetten érhető az adósság típusú források kamategynlegének csökkenésében, míg a részesedések után fizetett jövedelmek nőttek.

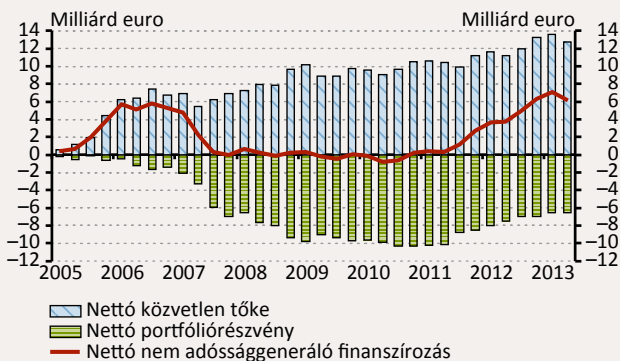
**5-2. ábra**  
**A külső finanszírozás szerkezete**

(GDP-arányos tranzakciók)



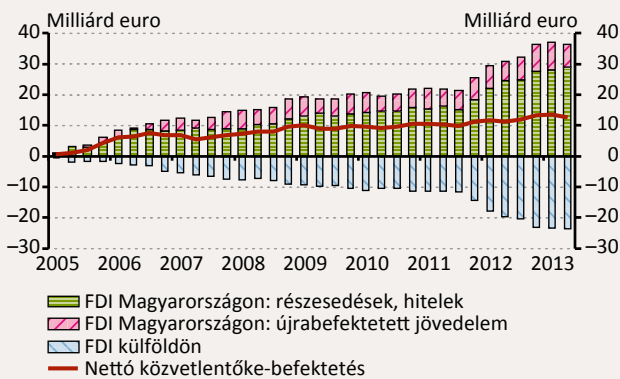
**5-3. ábra**  
**A nem adósságjellegű befektetések alakulása**

(kumulált tranzakciók)



**5-4. ábra**  
**A közvetlentőke-befektetések összetevőinek alakulása**

(kumulált tranzakciók)



## 5.1.2. FINANSZÍROZÁSI FOLYAMATOK

A finanszírozási adatokból számított megtakarítói pozíció a II. negyedévben újra emelkedett, elérte a GDP közel 10 százalékát. Ennek mértéke historikusan magasnak számít, és ismét meghaladta a reálgazdasági oldal által mutatott finanszírozási képességet. A megtakarítói pozícióból következő forráskiáramlás szerkezetében ugyanakkor változás következett be a korábbi negyedévekben megfigyeltékhez képest. Míg korábban a kiáramlás az adósság típusú forrásokhoz kötődött, most a nem adósságjellegű finanszírozásban is kiáramlás történt.

A nem adósság típusú források esetében a korábbi évekre jellemző forrásbeáramlás a vizsgált negyedévben megfordult. A nem adósságjellegű forrásokon belül nettó közvetlen tőkebefektetések (működő tőke) kivonására került sor, melynek mértéke nominálisan megközelítette az 1 milliárd eurót. A közvetlentőke-befektetéseken belül a külföldiek részesedési kismértékben bővültek, a kiáramlás az újrabefektetett jövedelmek csökkenéséhez kötődött.<sup>14</sup> Mivel az osztalékok kifizetése jellemzően a II. negyedévben történik, az újrabefektetett jövedelmek csökkenésében nagyrészt szezonális hatás tükröződik, mértéke ugyanis megfelelt a hasonló időszakokban megfigyelt értékeknek. Ugyanakkor az elmúlt néhány évben tavasszal a részesedésekhez kötött portfólióbefektetések esetében inkább nettó beáramlás volt jellemző, amely az idei évben nem ismétlődött meg, így az most nem ellensúlyozta a működőtőke kiáramlást.

A külső finanszírozás szektoronkénti folyamatainak alakulását tekintve elmondható, hogy a külfölddel szembeni kötelezettségek csökkenése a vizsgált időszakban a magánszektorhoz kötődött. Míg a korábbi negyedévekben a konszolidált államháztartás és a bankszektor esetében volt a legnagyobb mértékű kiáramlás, a II. negyedévben a bankszektor mellett a nem pénzügyi vállalatokra is jellemző volt nagyobb mértékű tőkekivonás, mely utóbbi a fent részletezett működőtőke-kivonással áll összefüggésben.

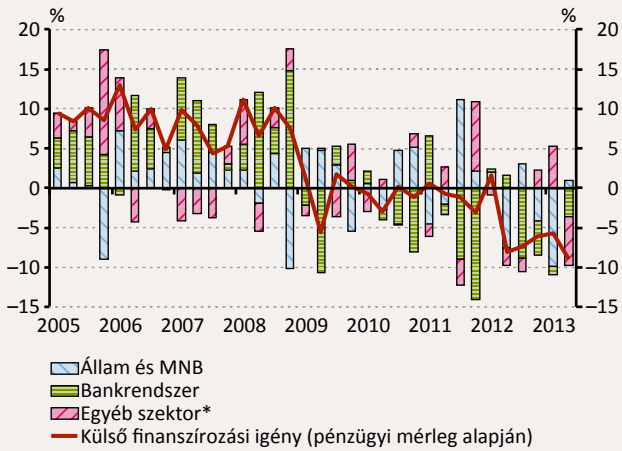
A II. negyedévben folytatódott a nettó külső adósság dinamikus csökkenése, és a bruttó külső adósság is újra csökkenésnek indult. A nettó külső adósság a GDP 40 százaléka alá csökkent, így az már alacsonyabb szinten tartózkodik, mint 2007 közepén, az amerikai jelzálogpiaci válság kitörésének idején. A konszolidált államháztartás nettó külső adóssága nem változott érdemben. Egyrészt, az állam devizaadósságának törlesztését ellensúlyozta az ehhez szükséges deviza nemzetközi tartalékokból történő kifizetése. Másrészt a PEMÁK-kibocsátás és az EU-transzferek a devizatartalék növekedése, és ezáltal a nettó külső adósság csökkenése

<sup>14</sup> Az újrabefektetett jövedelem az adott időszakban keletkezett adózott eredmény és az adott időszakban megszavazott osztalék különbségéként adódik. Mivel osztalékot nem csak az adott időszaki eredmény terhére lehet megszavazni, az újrabefektetett jövedelem lehet negatív is.

5-5. ábra

A külső finanszírozás szektorok szerint

(GDP-arányos tranzakciók)



\* Nem pénzügyi vállalatok, egyéb pénzügyi vállalatok, háztartások.

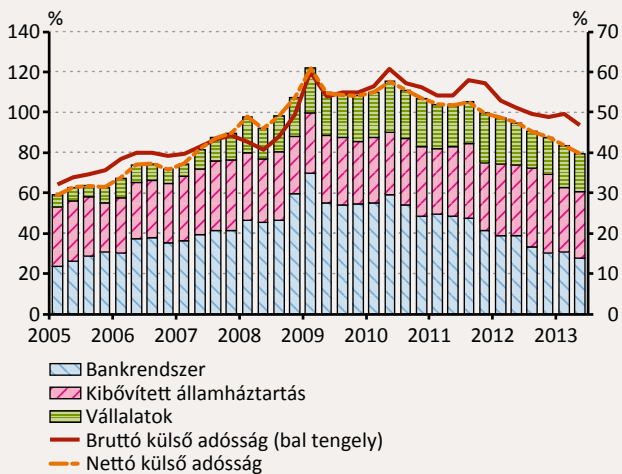
irányába hatottak – ezt azonban ellensúlyozta a külföldiek forint-állampapírállományának újabb csúcsra emelkedése. A bankszektor és a vállalatok nettó külső adóssága tovább csökkent.

**A bruttó külső adósságban a nettó adósságban tapasztalt-nál nagyobb esés volt megfigyelhető.** A legnagyobb mértékben a bankszektor bruttó külső adóssága csökkent. A III. negyedévben a bruttó külső adósság csökkenése az állami szektorban az IMF-hitelek előtörlesztésének köszönhetően folytatódhatott, bár az a nettó külső adósság alakulását nem befolyásolja, mivel a törlesztés a devizatartalék terhére történt.

5-6. ábra

A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása

(GDP-arányos értékek)



## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

*2013 második felében folytatódhatnak az első félévben megfigyelt folyamatok. A reálgazdasági, valamint a transzferegynleg magas szinten maradhat, és a jövedelemegyenleg hiánya is a korábbihoz hasonló mértékű lehet. A következő két évben a külső finanszírozási képesség magas szintje fennmaradhat. Ezen belül az áru- és szolgáltatás egyenleg szintén magas szinten stabilizálódhat. A transzferegynleg – az EU új költségvetési periódusa miatt – kismértékben mérséklődhet, mértéke ugyanakkor meghaladhatja a korábbi évekre jellemző szintet. Az idei évben emelkedő külső finanszírozási képesség a vállalati szektor nettó megtakarításának növekedéséhez köthető, míg jövőre a szektor megtakarítása a beruházások emelkedéséhez kapcsolódóan mérséklődhet. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása magas szinten stabilizálódhat, miközben az államháztartás finanszírozási igénye mérsékelt maradhat.*

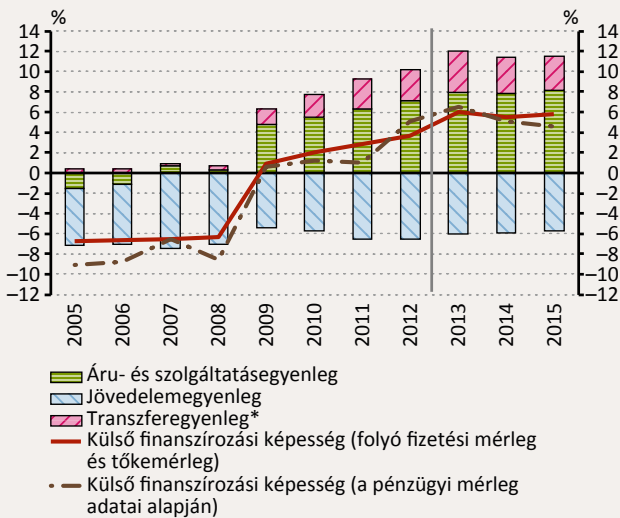
**2013 második felében folytatódhatnak az I. félévben megfigyelt folyamatok.** A reálgazdasági, valamint a transzferegynleg többlete is az első félévben megfigyelt magas szinten maradhat. A jövedelemegyenleg hiánya is hasonló mértékű lehet, mint az év első felében. **A nettó külső finanszírozási igény 2013-ban a GDP megközelítőleg 6 százalékát érheti el, ami az előző évhez képest érdemi emelkedést jelent.** Az első félévi folyamatokkal összhangban a javuláshoz éves összehasonlításban is a növekvő külkereskedelmi többlet járulhat hozzá a legnagyobb mértékben, melyet az exportvolumen importot meghaladó növekedése mellett a cserearányok javulása is elősegít. A transzferegynleg szintén emelkedhet az előző évhez képest, a jövedelemegyenleg hiánya pedig kismértékben elmaradhat a korábbi években tapasztalttól.

**A következő két évben fennmaradhat a külső finanszírozási képesség magas szintje.** Ezen belül az áru- és szolgáltatás egyenleg szintén magas szinten stabilizálódhat. Bár 2014-ben az export dinamikus bővülése folytatódik, annak import-tartalmával és a beruházások növekedésével összhangban a behozatal értéke is érdemben emelkedik. A nettó export növekedési hozzájárulása a következő években nulla körüli, enyhén pozitív lehet, ami azzal jár együtt, hogy az idei év magas szintjéről már nem növekszik tovább érdemben a külkereskedelmi többlet. A transzferegynleg jövőre csak kismértékben mérséklődhet, és azt követően is magas maradhat, mivel a 2013-ban végződő EU-s költségvetési időszakra vonatkozó keretösszegek lekötése felgyorsult, mely összegek még a következő két évben is kifizethetőek lesznek. A transzferek mértéke az elkövetkező időszakban továbbra is meghaladhatja a korábbi évekre jellemző szintet.

5-7. ábra

A külső finanszírozási képesség alakulása

(GDP arányában)



\* A viszonzatlan folyó átutalások és a tőkemérleg egyenlegének összege.

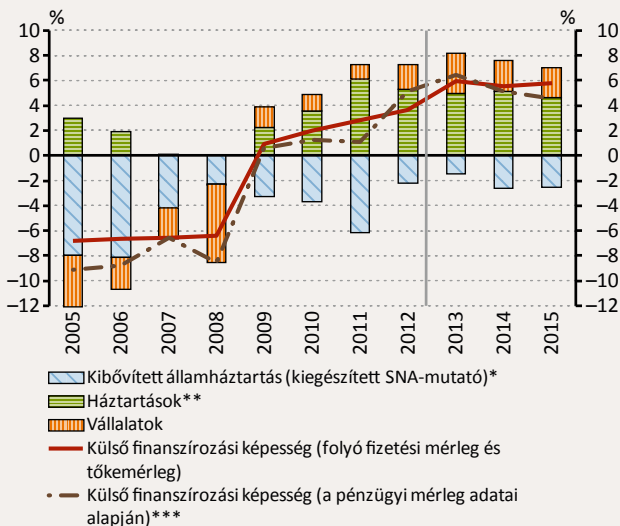
Szektoronkénti folyamatokat vizsgálva a külső finanszírozási képesség idei emelkedése a vállalati szektor nettó megtakarításának növekedéséhez köthető. A vállalatok vélhetően javuló jövedelmezősége mellett a finanszírozási képességet növelik az emelkedő EU-transzferek, miközben a vállalati beruházásokban idén csak kisebb mértékben növekedhetnek. Jövőre a szektor megtakarítása mérséklődhet, mivel a vállalati beruházás – részben a Növekedési Hitelprogram folytatása miatt – érdemben emelkedhet. A beruházások további bővülése mellett 2015-ben a vállalatok megtakarításai magasán maradhatnak.

A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a tavalyi évhez hasonlóan magas szinten stabilizálódhat. A következő két évben a reáljövedelmek bővülésével együtt a lakossági fogyasztás csak mérsékelt ütemben élénkülhet. A válság előtti szintnél magasabb munkanélküliség, az adósságok törlesztésének terhei és a szigorú hitelezési feltételek az óvatos fogyasztói magatartás folytatódását vonják maguk után. A lakossági beruházások esetén is csak lassú javulásra számítnak.

5-8. ábra

A szektorok finanszírozási képességének alakulása

(GDP arányában)



\* A kibővített államháztartásba az állami költségvetésen túl az önkormányzatok, az ÁPV Zrt., a kvázifiskális feladatokat ellátó intézmények (MÁV, BKV) és az MNB tartoznak. A kiegészített SNA-mutató figyelembe veszi a magán-nyugdíjpénztári megtakarítást.

\*\* A háztartások SNA-mutatóval konzisztens nettó finanszírozási képessége, amely nem tartalmazza az átlépők nyugdíj-megtakarításait. A hivatalos (pénzügyi számlában szereplő) nettó finanszírozási képesség eltér az ábrán jelzettől.

\*\*\* A reálgazdasági és a finanszírozási oldalról számolt finanszírozási igény közötti eltérés a tévedések és kihagyások egyenlegére vezethető vissza, melyről azt feltételezzük, hogy fokozatosan visszatér a historikus szintjéhez.

A széles értelemben vett államháztartás finanszírozási igénye a fegyelmezett fiskális politikának köszönhetően mérsékelt maradhat, az eredmény szemléletű hiányhoz hasonlóan a teljes előrejelzési horizonton a GDP 3 százaléka alatt maradhat.

## 5.3. Költségvetési folyamatok

Prognózisunk szerint az államháztartás ESA-hiánya a teljes előrejelzési horizonton a GDP 3 százaléka alatt marad. Az elmúlt hónapok vártnál kedvezőbb bevételi folyamatai 2013-ban és 2014-ben is a GDP 0,4 százalékaival javítják egyenlegvároszunkat, amelynek hatását 2013-ban ellentételezik a kiadási oldalt érintő új információk és intézkedések, míg 2014-ben a kiadásoknál jelentkező elmozdulások egyenleghatása kioltja egymást. Ennek eredményeként a 2013. évi ESA-hiányra vonatkozó prognózisunk lényegében nem változott, míg 2014. évi hiányvároszunk a GDP 0,4 százalékaival mérséklődött a szeptemberi inflációs jelentéshez képest. 2015-re szabályalapú előrejelzést készítettünk, amely figyelembe veszi a jelenleg ismert intézkedések akkor érvényesülő hatását is. A bruttó államadósság – változatlan árfolyamon számítva – folyamatosan csökken az előrejelzési horizonton.

### 5.3.1. AZ ÁLLAMHÁZTARTÁSI-EGYENLEG-MUTATÓK ALAKULÁSA

2013-ban az ESA-hiány előrejelzésünk szerint a GDP 2,6 százaléka lehet, így prognózisunk a szeptemberi inflációs jelentéshez képest lényegében nem változott. Az elmúlt hónapokban megismert, a kiadási oldalt érintő új információk és intézkedések a GDP 0,4 százalékaival nagyobb hiányt eredményeznének, ezek hatását azonban ellensúlyozzák a vártnál kedvezőbben alakuló bevételi alapfolyamatok.

A fogyasztáshoz kapcsolódó adóbevételek esetében a bruttó áfabefizetések trendje az elmúlt hónapokban folyamatosan emelkedett, így bevételi prognózisunkat a GDP 0,25 százalékaival növeltük, míg a dohánytermékekből származó jövedékiadó-bevételekre vonatkozó előrejelzésünket kismértékben csökkentettük a bejövő adatok alapján.<sup>15</sup> A bérekhez kapcsó-

**5-1. táblázat**  
**Államháztartási egyenleg-mutatók**  
(a GDP százalékában)

	2013	2014	2015
ESA-egyenleg*	-2,6	-2,5	-2,9
Kiegészített (SNA-) egyenleg*	-2,8	-2,9	-2,9
Ciklikus komponens (MNB-módszer)	-0,6	-0,2	-0,1
Ciklikusan igazított kiegészített (SNA-) egyenleg*	-2,2	-2,7	-2,7
Fiskális keresleti hatás**	0,8	0,3	0,1

\* Az egyenlegmutatók számításakor a rendelkezésre álló szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) teljes törlését feltételeztük.

\*\* A kiegészített (SNA-) elsődleges egyenleg változása.

<sup>15</sup> Áfa-előrejelzésünkben az adóbeszedés hatékonyságjavulásából korábban 2013-ra 30 milliárd, 2014-re 60 milliárd forint bevételt tételeztünk fel. Az elmúlt hónapok tényadatai arra utalnak, hogy 2013-ban az áfabevételek a technikai feltételezéssel összhangban növekedtek. Ezt a hatást 2014-es előrejelzésünkbe is beépítettük, így a jövő évre (és 2015-re) már csak 30 milliárd forint az ebből származó feltételezett bevételi többlet.

**5-2. táblázat****A 2013. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása***(a szeptemberi jelentéshez képest, a GDP százalékában)*

	Változás
<b>I. Bevételek</b>	<b>0,4</b>
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók (áfa, jövedéki adó)	0,2
Bérekhez kapcsolódó bevételek (szja, járulékok)	0,3
Egyéb adóbevételek	-0,1
<b>II. Kiadások</b>	<b>-0,4</b>
Gyógyító-megelőző ellátások (kórházak adósságrendezése)	-0,1
Költségvetési szerveket érintő zárolások feloldása	-0,1
Költségvetési szervek kiadásai – EU önerő	-0,1
MOL-visszatérítés	-0,1
<b>III. Egyéb hatások</b>	<b>0,1</b>
Önkormányzatok	0,1
Egyéb tételek	0,0
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,0</b>

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

**5-3. táblázat****A 2014. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása***(szeptemberi jelentéshez képest, a GDP százalékában)*

	Változás
<b>I. Bevételek</b>	<b>0,4</b>
Áfa	0,1
Bérekhez kapcsolódó bevételek (szja, járulékok)	0,4
Egyéb adóbevételek	-0,1
<b>II. Egyéb hatások</b>	<b>0,0</b>
Közfoglalkoztatási kiadások	-0,1
Költségvetési szervek – EU önerő	-0,1
Önkormányzatok	0,1
Egyéb tételek	0,1
<b>Összesen (I.+II.)</b>	<b>0,4</b>

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

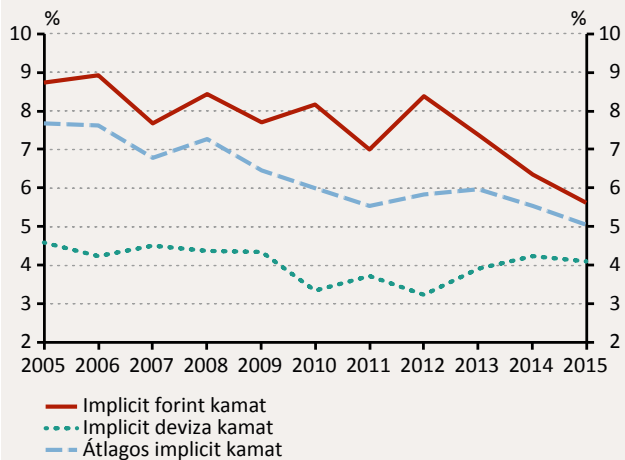
lódó bevételek esetében (szja, járulékok) elsősorban a korábban vártnál magasabb keresettömeg-index miatt a GDP mintegy 0,3 százalékkal emeltük prognózisunkat. Ezzel szemben növeli a hiányt a gyógyító-megelőző ellátások kiadásainak vártnál magasabb alakulása, valamint a költségvetési szervek kiadásaira vonatkozó májusi zárolások részleges feloldása. További egyenlegromlást okoz szeptemberi prognózisunkhoz képest a korábban becsülnél magasabb európai uniós forráslehíváshoz kapcsolódó nagyobb önrész igénye, valamint az, hogy az Európai Bíróság döntése értelmében a költségvetés visszatéríti a MOL által 2010-ben alaptalanul befizetett büntetést.

**2014-ben az államháztartás ESA-hiánya a GDP 2,5 százaléka lehet a költségvetési törvényjavaslatban szereplő szabad tartalékok teljes törlése esetén, így a 2,9 százalékos kormányzati hiánycélnál alacsonyabb deficit is elérhető.**

Frissített előrejelzésünk a szeptemberi inflációs jelentéshez képest 0,4 százalékpontos egyenlegjavulással számol, amihez jelentős mértékben hozzájárul a bérekhez kapcsolódó bevételekre (szja, járulékbévételek) vonatkozó magasabb prognózisunk. A járulékbévételek esetében túlnyomórészt a makrogazdasági pálya elmozdulása, kisebbrészt a célzott járulékkedvezmények alacsonyabbra becsült igénybevétele miatt növeltük előrejelzésünket. A kiadási oldalon a szeptemberi inflációs jelentéshez képesti elmozdulások egyenleghatása lényegében kioltja egymást. A kiadások növekedése irányába hat, hogy a kormányzati bejelentések alapján felfelé módosítottuk a közfoglalkoztatási kiadásokra vonatkozó becslésünket, elsősorban a programban részt vevők létszámának várható bővülése miatt. Emellett a GDP 0,1 százalékkal kedvezőtlenebb egyenleget okozhat a magasabb európai uniós forráslehívás miatti nagyobb önrész igény. Ezzel szemben korábbi előrejelzésünkhöz képest alacsonyabb kiadási szintet eredményez – más egyéb hatások mellett – az, hogy az önkormányzatok 2013. évi várható kedvező egyenlegének hatását 2014-ben is érvényesítettük.

A 2014. évi költségvetési törvényjavaslatban kitűzött hiánycélnál alacsonyabb hiányprognózisunknak alapvetően három oka van. Egyrészt – hasonlóan a szeptemberi inflációs jelentéshez – feltételeztük a GDP 0,3 százalékkal egyenlő Országvédelmi Alap törlését. Másrészt magasabb járulékbévételekre számítottunk, mint a kormányzat (a 2013. évi bázis és a jövő évre várt keresettömeg index alapján), végül pedig az Európai Uniótól lehívható források esetében alacsonyabb igénybevételt feltételeztünk, ami csökkenti a költségvetés részéről felmerülő önrészigényt. Mindezekkel szemben a költségvetésben tervezettől számottevően elmaradó áfabevételre számítottunk, annak ellenére, hogy az elmúlt hónapok tényadatai alapján felfelé módosítottuk prognózisunkat.

**5-9. ábra**  
A bruttó államadósság implicit kamatának várható alakulása



**5-10. ábra**  
Az eredményzempléletű bruttó kamatkidások várható alakulása

(GDP százalékában)



**2015. évi technikai feltételezéseket használó előrejelzésünk 2,9 százalékos ESA-deficittal számol**, ami 0,4 százalékpontos hiánynövekedést jelent az előző évhez képest. Az elmozdulás döntő részét a 2014. évi frekvenciaértékesítésből származó bevétel kiesése okozza, kisebb részét pedig a pedagógus-életpályamodell felfutása magyarázza. A 2012-2013-ban végbement hozamcsökkenés mérsékelte az államadósság implicit kamatterhét is, így a GDP-arányosan csökkenő állami kamatkidások 2014-ről 2015-re 0,1 százalékponttal csökkenthetik a GDP-arányos hiányt.

### 5.3.2. A FISKÁLIS KERESLETI HATÁS

A költségvetés által generált keresleti hatás, vagyis a *fiskális impulzus* azt mutatja meg, hogy a költségvetési intézkedések és folyamatok, valamint az automatikus stabilizátorok miként érintik a többi szektor jövedelmi helyzetét. A fiskális impulzust a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával számszerűsítjük.<sup>16</sup>

**Impulzusmutatónk alapján a 2012. évi jelentős keresletszűkítést követően 2013-ban a költségvetési politika már az aggregált kereslet növelése irányába hat.** 2013-ra a fiskális keresleti hatást mérő mutatónk a GDP 0,8 százalékának megfelelő jövedelembővülést jelez, amelynek egyik fele a lakosság, másik fele a vállalati és nonprofit szektor irányába történik. A lakossági jövedelmek növekedését főként a járulékedvezmények, a ténylegesen egykulcsos adórendszer kiépítése, továbbá az inflációt meghaladó mértékű nyugdíjemelések okozzák.

**2014-ben a fiskális politika további, a GDP 0,3 százalékának megfelelő mértékű keresletbővítést hajt végre, amelyre alapvetően a háztartások irányában kerül sor**, és elsősorban a pedagógus-életpályamodellhez, valamint a népessédpolitikai program bevezetéséhez kapcsolódik. Emellett a GDP 0,4 százalékát kitevő hiánynövelő hatást jelent 2014-ben az előző évhez képest, hogy az állami beruházási és dologi kiadások változatlan szinten maradnak, miközben az ezeket finanszírozó EU-források csökkennek. Ennek hatását azonban ellensúlyozza a vállalati és nonprofit szektor irányába 2013-ban megvalósuló lazítás visszafordulása (például működési transzferek). **2015-ben összességében mind a fiskális impulzus, mind annak szerkezete semleges lehet.**

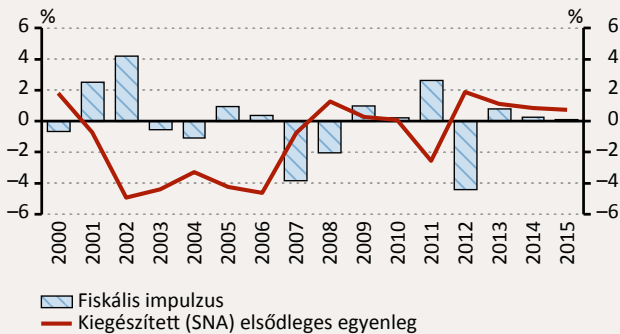
A költségvetési egyenleget jelentősen befolyásolhatja a gazdaság konjunkturális helyzete, amelynek hatását a *ciklikus komponens* mutató segítségével számszerűsíthetjük. Becslésünk alapján amennyiben a gazdaság felzárkózna a potenciá-

<sup>16</sup> A kiegészített (SNA) egyenleg a hivatalos ESA-statisztikán felül figyelembe veszi azokat a fiskális költségeket, amelyek jelenleg az állami vállalati körben kerülnek elszámolásra (például közösségi közlekedés), és egyéb közgazdasági korrekciókat is tesz, így szétteríti azon tőkebevételeket, amelyek hosszabb időszakot érintenek (például koncesszió).



**5-11. ábra**  
**A fiskális impulzus**

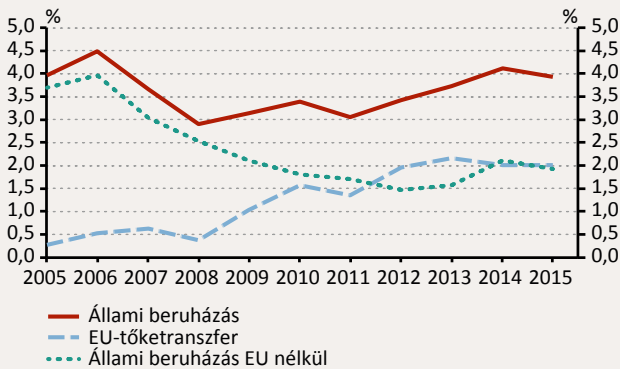
(GDP százalékában)



Megjegyzés: 1. A fiskális impulzus megegyezik a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával. 2. Pozitív előjel keresletbővítést, negatív előjel keresletsűkítést jelent. 3. A költségvetési szabad tartalékok törlését feltételezve 2013–2015-ben.

**5-12. ábra**  
**Állami beruházások**

(GDP százalékában)



**5-13. ábra**  
**Az államadósság várható alakulása**

(előre tekintve változatlan, 2012. év végi devizaárfolyamon számítva)



lis szintjéhez, akkor 2013-ban a GDP 0,6, 2014-ben a GDP 0,2, míg 2015-ben a GDP 0,1 százalékának megfelelő adóbevétel javíthatná a kormányzati szektor egyenlegét. Mindezt figyelembe véve, az államháztartás középtávon elérhető pozícióját megragadó mutatóhoz jutunk.<sup>17</sup> Ha az előrejelzésbe beépített intézkedéseken túl nem történik más beavatkozás a költségvetési pályába és a gazdaság teljesítménye felzárkózik középtávú szintjéhez, akkor a hiány a GDP 2,7 százaléka körüli szinthez tarthat középtávon.

### 5.3.3. AZ ALAPPÁLYÁT ÖVEZŐ KOCKÁZATOK

Az alap-előrejelzésünket övező kockázatok a bevételi oldalon nagyrészt a makrogazdasági pálya szükségszerű bizonytalanságából fakadnak, míg a kiadási oldalon néhány tételhez köthetőek. 2013-ban – a pontos elszámolástól függően – növelheti az eredményszemléletű hiányt a Szövetkezeti Hitelintézetek Integrációs Szervezetének nyújtandó költségvetési hozzájárulás. Emellett nagyobb deficit alakulhatna ki 2013. évi prognózisunkhoz képest, amennyiben a költségvetési szervek és fejezetek kiadásait érintő – részben már feloldott – zárolások nem valósulnának meg a tervezett mértékben.

### 5.3.4. AZ ADÓSSÁGPÁLYA VÁRHATÓ ALAKULÁSA

Az MNB előzetes pénzügyi számlái alapján az államháztartás bruttó konszolidált adóssága 2013 harmadik negyedévének végén a GDP 79,7 százaléka volt.<sup>18</sup> A 2013 második negyedévhez képesti csökkenést elsősorban a közel 650 milliárd forintos IMF-hitel előtörlesztése okozta, míg a forintárfolyam gyengülése növelte az adósságrátát.

2012. év végi árfolyamon számolva, előrejelzésünk szerint az államháztartás bruttó adóssága az idei év végére a GDP 78,7 százalékára csökkenhet.<sup>19</sup> A következő években a prognózisunk szerint a GDP 3 százaléka alatt alakuló hiány és a tovább élénkülő gazdasági növekedés hatására az adósságrátá trendszerű, fokozatos csökkenése folytatódhat, és 2014 végére 78 százalékra, míg 2015 végére 77 százalékra mérsékíldhet.

Az alappályán nem számolunk a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap további eszközértékesítésével. Az adósságpályát övező kockázatot jelent, hogy a forintárfolyam változása számottevően befolyásolja az aktuális árfolyamon számított adósságrátát.

<sup>17</sup> Ciklikusan igazított kiegészített (SNA) egyenleg

<sup>18</sup> Az előzetes pénzügyi számlák GDP arányában közölt negyedéves adatai még nem tartalmazzák annak hatását, hogy a KSH a nominális GDP-t viszszamenőleg lefelé revidálta.

<sup>19</sup> A lefelé módosított nominális GDP-tényadat hatásait is figyelembe véve.

## 6. Kiemelt témák

### 6.1. Miként alakulhat külső egyensúlyi pozíciónk középtávon?

Az ország pénzügyi sérülékenységének szempontjából kiemelten fontos a külső egyensúly és a külső adósságmutatók alakulása. Az ideai nemzetközi pénzügyi folyamatok rámutattak, hogy a külső finanszírozási képesség számottevő hatással lehet a magyar gazdaság befektetői megítélésére (lásd a 4-1. keretes írást). Elemzésünkben arra keressük a választ, hogy milyen tényezők indokolhatják a magas külső finanszírozási képesség tartós fennmaradását.

#### 6.1.1. A MAGAS KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG MÖGÖTT ÁLLÓ TÉNYEZŐK

Előrejelzésünkben arra számítunk, hogy a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége tartósan pozitív maradhat. A válság előtti évtizedekben élénkülő belső kereslet mellett általában romló külső egyensúlyi pozíciót figyelhettünk meg. Ezzel szemben előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy a növekedés erősödése és a belső kereslet élénkülése sem vezet a külső egyensúly romlásához. Ezt több reálgazdasági és a finanszírozási folyamat együttesen magyarázza.

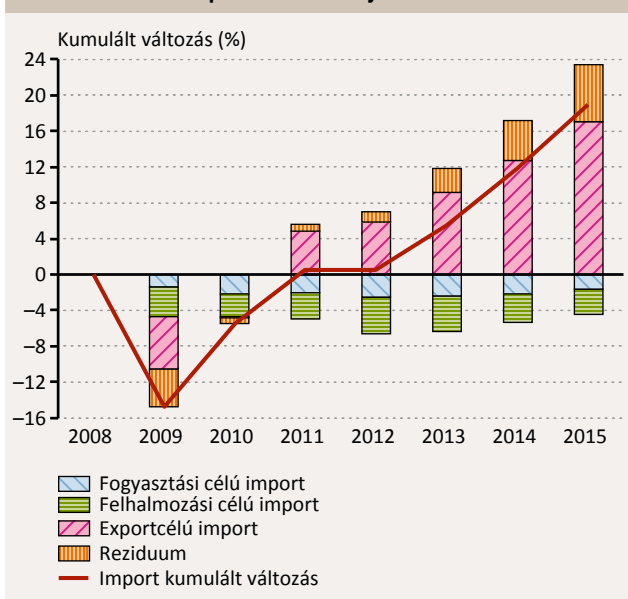
Előrejelzésünk a reálgazdasági egyenleg tartós többletét vetíti előre. Egyrészt a külső kereslet élénkülése és az exportpiaci részesedésünk növekedése támogatják az exportvolumen fellendülését. Másrészt, bár a belföldi kereslet importigénye emelkedik, az importbővülés jelentősebb része a fellendülő export importigényéhez kapcsolódhat. Végül a külső egyensúlyi többlet fennmaradását a válság óta folyamatosan javuló külkereskedelmi cserearány is támogatja. A cserearány tartós javulásához hozzájárulhatott egyrészt a korábbi években csökkenő árindexű elektronikai szektor visszaszorulása, másrészt a nemzetközi energiaárak stabilizálódása.

A jelentős mértékű külső finanszírozási képesség a külföldi tartozások leépítésén keresztül szintén javíthatja a magyar gazdaság külső egyensúlyi pozícióját. A folyó fizetési mérleg többlete a finanszírozás oldaláról azt is jelentheti, hogy az ország a válság óta elkezdte törleszteni külső adósságát. A következő évekre várt jelentős megtakarítói pozíció a külföldi tartozások további csökkenését vetíti előre, ami elősegítheti a kockázati prémiumunk további mérséklődését. Ezáltal csökkenhetnek a Magyarország által külföldre fizetett kamatok, ami tartósan mérsékelheti a jövedelemegyenleg várható hiányát.

Végül a magas külső finanszírozási képességet az EU-transzferek beáramlása is támogatja, ami hosszabb távon is hozzájárulhat a kedvező külső egyensúlyi pozícióhoz. Az EU-transzferek beáramlása 2009-től nőtt meg nagyobb mértékben – ettől az évtől kezdve az EU-transzferek GDP-hez viszonyított aránya 3 százalékról fokozatosan emelkedve elérte a 2012-es 4 százalék körüli összeget. Az EU új költségvetési periódusáról rendelkezésre álló adatok szerint a

6-1. ábra

Felhasználási tételek hozzájárulása az import változásához a szeptemberi előrejelzésünkben



Magyarország által kapott támogatások a jövőben is hasonló mértékben járhatnak hozzá a külső finanszírozási képességhez. Vagyis az EU-transzfer-beáramlás még abban az esetben is a válság előtt tapasztaltnál mintegy 3-4 százalékponttal kedvezőbb nettó külső finanszírozási pozíciót jelentene, ha a folyó fizetési mérleg többi tényezője visszatérne a válság előtt jellemző trendekhez.

### 6.1.2. NEMZETKÖZI TAPASZTALATOK

A nemzetközi tapasztalatok szerint jelentős fizetésimérleg-korrekciók után középtávon is javulhat a külső finanszírozási pozíció. E válságtapasztalatok<sup>20</sup> azt mutatják, hogy a korábbi erőteljes tőkebeáramlás leállása gyors fizetésimérleg-korrekciót kényszerít ki, mely a belföldi kereslet erőteljes csökkenésével jár együtt. Az alkalmazkodási periódus után a korábbi epizódokban ismét enyhén negatívvá válhatott a folyó fizetési mérleg, de a hiány számos esetben elmaradt a válság előtti mértéktől. Ennek lehetséges magyarázata, hogy a gazdaság szereplői tanultak a válságot megelőző időszak hibáiból: a válságokat követően fegyelmezettebb fiskális és monetáris politika, erősebb felügyeleti szabályozás alakult ki, és a háztartások eladósodásra való hajlandósága is tartósan csökkenhetett.

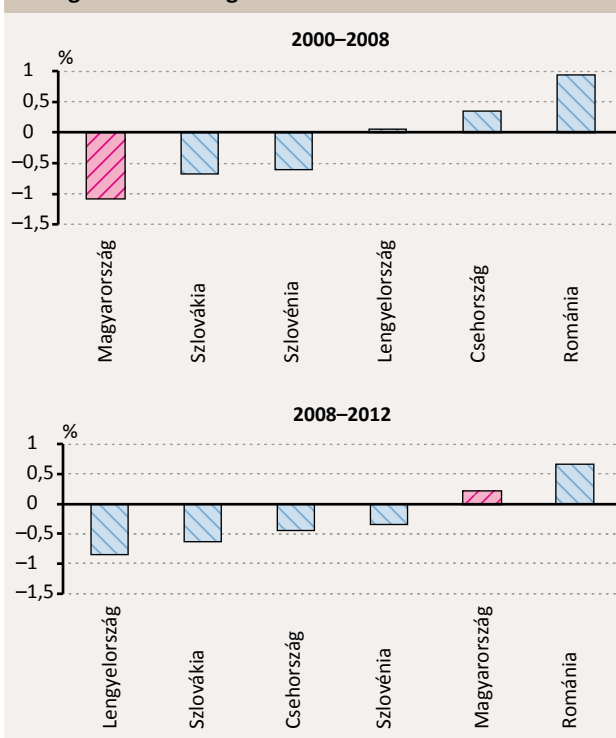
A magyar folyó fizetési mérleg az elmúlt években a korábbi válságepizódokhoz hasonlóan alakult, ám a nemzetközi tapasztalatoktól eltérően tartósan fennmaradhat a külső finanszírozási többlet. A múltbeli tapasztalatok alapján a válságepizódokban egy év alatt 5-6 százalékponttal javult a folyó fizetési mérleg egyenlege, majd a következő két évben fennmaradt a folyó fizetési mérleg többlete. Magyarországon a nagy kezdeti eladósodottság és a 2009-es nemzetközi válság hevesége is hozzájárulhatott ahhoz, hogy relatíve erősebb (7 százalékpontos) alkalmazkodást figyelhettünk meg. Emellett azonban a gazdasági szereplők viselkedési mintáinak változását is tapasztalhattuk, ami lehetővé teheti a folyó fizetési mérleg tartós többletét.

### 6.1.3. TARTÓS HATÁSOK A KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSI TÖBBLET MÖGÖTT

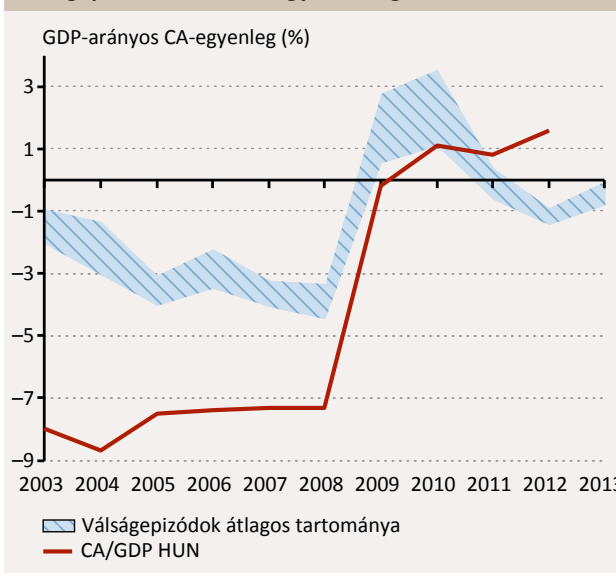
Középtávon a külső finanszírozási többlet mögött szektoronként eltérő folyamatok állnak. A vállalatok megtakarítása természetesen módon csökkenhet, míg az állam és a lakosság együttes megtakarítási képessége magas maradhat.

Kis, nyitott, felzárkózó gazdaságok számára a belföldi megtakarítások szűkösek lehetnek a reálgazdaság felzárkózását megalapozó beruházások finanszírozásához. Ezért ezekben az országokban a beruházások finanszírozása részben külföldi forrá-

6-2. ábra  
Áruforgalmi cserearány éves átlagos változása a régiós országokban a válság előtt és után



6-3. ábra  
Folyó fizetési mérleg egyenlege korábbi válságepizódokban és Magyarországon



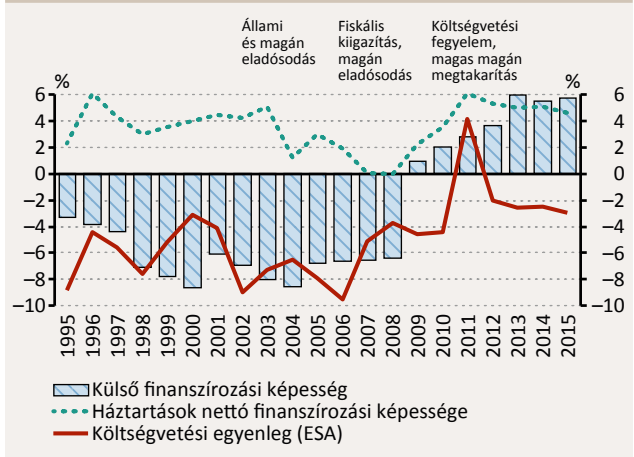
<sup>20</sup> LAEVEN, L.–F. VALENCIA (2008): Systemic Banking Crises: A New Database. *IMF Working Paper*, 08/224. Az adatbázis 1970–2007 közti időszakban összesen 42 pénzügyi (adósság-, bank- vagy valuta-) válságot azonosít fejlett és fejlődő országokban.

sokból történik. A válság során a beruházások csökkenése is hozzájárult a külső finanszírozási képesség javulásához. **Előrejelzésünkben a vállalati beruházási aktivitás fokozatos élénkülésére számítunk, ami a vállalati megtakarítások enyhe mérséklődését eredményezi.**

**Ugyanakkor a hazai gazdasági szereplők körében megváltozhattak a válság előtti viselkedési minták.** Így a külső finanszírozási többlet középtávon is fennmaradhat. Egyrészt **a kormányzat részéről a fegyelmezett költségvetési politika melletti elköteleződést láthatunk, melyet az EDP-eljárás alól való kikerülés is megerősít.** A kormányzati szándék mellett az Európai Unió szigorodó gazdaságpolitikai keretrendszere is a fiskális fegyelem fenntartására ösztönöz. Ezért a válság előtt tapasztalt ikerdeficit (együttes költségvetési és folyófizetésimérleg-hiány) megismétlődésére nem számítunk. Másrészt **a lakosság finanszírozási képessége is tartósan magas maradhat.** A válság előtti túlzott eladósodás negatív tapasztalatai miatt a háztartások hosszú ideig tartózkodhatnak nagyobb mértékű adósságok felhalmozásától. Emellett a válság előttinél magasabb munkanélküliség a következő években is ösztönözheti az óvatossági célú megtakarításokat. Másfelől a lakossági hitelkínálati feltételek változatlanul szigorúak, és előrejelzésünkben csak lassan oldódnak. Így a keresleti és kínálati tényezők is visszafogott nettó lakosságihitel-felvételt valószínűsítene, a háztartások inkább fennálló adósságuk törlesztésére törekedhetnek. A lakossági megtakarítások középtávon is a költségvetés és a vállalati beruházások finanszírozásának stabil forrásai maradhatnak.

6-4. ábra

## Külső egyensúly, állami és lakossági finanszírozási képesség



## 6.2. Mit mutatnak az inflációs várakozásokra vonatkozó felmérések?

Az inflációs célt követő jegybankok számára az inflációs várakozások kiemelt jelentőséggel bírnak. Az inflációs várakozások nemcsak a makrogazdasági előrejelzések, hanem a jegybanki hitelesség szempontjából is meghatározóak.<sup>21</sup> Cél körül alakuló várakozások az inflációs cél hitelességére utalnak. A célon horgonyzott inflációs várakozások hozzájárulhatnak egy hatásosabb és rugalmasabb monetáris politika viteléhez, mert a szereplők elhiszik, hogy a monetáris politika képes és hajlandó ellensúlyozni a gazdasági sokkok inflációs hatását, így a sokkok hamarabb lecsengenek. Így horgonyzott várakozások esetén a monetáris politika a középtávú inflációs cél veszélyeztetése nélkül átnézhet egyes árszintemelítő sokkokon (pl. indirekt adók emelése), illetve keresleti sokk esetén kisebb monetáris politikai beavatkozás szükséges a középtávú inflációs cél eléréséhez.

Magyarországon az elmúlt években az inflációs várakozások magas szinten ragadtak, majd 2012 vége óta a várakozások fokozatos mérséklődését figyelhettük meg. Előrejelzésünkben arra számítunk, hogy a hosszabb ideig cél alatt alakuló infláció megtörheti a magyar gazdaságra jellemző nominális inerciákat, melyek a magasan ragadt ár- és bérvárakozásokból fakadnak. Az ármeghatározás és a bértárgyalások során az alacsonyabb inflációs várakozások előre tekintve is alacsonyabb árváltozást okozhatnak, így érdemben hozzájárulhatnak az alacsony infláció középtávú fennmaradásához.

### 6.2.1. HAZAI INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK ALAKULÁSA

Az inflációs várakozásokra vonatkozó adatok megkérdezésen alapuló kvalitatív, illetve kvantitatív felmérésekből állnak rendelkezésünkre. A különféle gazdasági szereplők különféle információval szolgálhatnak. A piaci elemzők tekinthetők a leginformáltabb csoportnak, információis bázisuk hasonló a jegybankok által használthoz. A vállalatok az ármeghatározók oldaláról nyújthatnak értékes információt. Legkevésbé tájékozott csoportnak a háztartások tekinthetők, ugyanakkor az inflációra vonatkozó várakozásaik érdemben befolyásolhatják a fogyasztási – megtakarítás döntéseiket, illetve a bértárgyalások kimenetét. Emellett Coibion–Gorodnichenko (2013) tanulmánya szerint a vállalatok várakozásai a gyakorlatban közel állnak a lakossági inflációs várakozásokhoz. Nemzetközileg a lakossági és piaci elemzők körében végzett felmérések gyakoriak, míg a vállalati megkérdezések ritkák. A releváns irodalom alapján nem vonható le egyértelmű következtetés, mely szereplő várakozása meghatározó, illetve egyes várakozás idősorok közvetlenül nem figyelhetők meg, így többféle várakozás idősor együttes vizsgálata segíthet robusztus következtetés levonásához.

A várakozások vizsgálata során sok esetben az idősorok inflációs célhoz viszonyított értékét vizsgálják. Azonban a várakozások – főként a lakossági várakozások – torzítottak, nem racionálisak, a lakosság által érzékelt, illetve várt infláció érdemben meghaladja a ténylegesen mért árváltozást. Így a várakozások szintje helyett több esetben inkább a változás iránya és a saját historikus értékéhez viszonyított eltérése nyújthat érdemi információt. A következőkben a három gazdasági szereplő várakozásának elmúlt időszak alakulását tekintjük át.

#### Háztartások

A lakossági inflációs várakozások értelmezését nehezíti a háztartások heterogenitása: jelentős részük torzított vagy hiányos információval rendelkezik a makrogazdasági folyamatokat illetően. A háztartások várakozása a bértárgyalások kimenetét,

<sup>21</sup> Emellett monetáris politikai jelentőségét mutatja, hogy az angol jegybank előretekintő iránymutatásának (forward guidance) egyik kiütési pontja („knockout”) a várakozásokra vonatkozik: amennyiben a várakozások középtávú horgonyzottsága veszélybe került, az előretekintő iránymutatás megszűnik.

illetve a fogyasztási-megtakarítási döntéseket befolyásolhatja. Amennyiben a háztartások magas inflációra számítanak, magasabb nominális bér elérésére törekzenek, mely végső soron az árak növekedését eredményezheti. Emellett az emelkedő inflációs várakozás a fogyasztás előrehozását okozhatja, mely a keresleti csatornán keresztül fokozza az inflációs nyomást. Végül valószínűsíthető, hogy a tartósan magas inflációs várakozások esetén az áremeléseket a fogyasztók könnyebben tolerálják, ami önbeteljesítő módon szintén az árak emelkedéséhez vezethet.

Az irodalom alapján a lakossági várakozások nem jól jelzik előre a várható inflációt (nem racionálisak). Ennek oka az lehet, hogy a háztartások a múltban megfigyelt árváltozás alapján alakítják ki várakozásaikat (visszatekintő inflációs várakozások), másrészt gyakran felülsúlyozzák a gyakran vásárolt termékeket vagy a nagymértékű, transzparens árváltozásokat. Emellett a médiában megjelent hírek is érdemben befolyásolhatják a várakozások alakulását. A hírek intenzitásának növekedése pontosabb várakozásokhoz vezethet, azonban alkalmanként a hírek torzított várakozásokat eredményeznek (Lamla–Lein, 2008). Összességében a lakossági inflációs várakozások számottevően és tartósan eltérhetnek a ténylegesen megfigyelt inflációtól, így azokat az inflációs cél helyett az idősor historikus értékével érdemes összevetni. A várakozások szintje helyett azok változása hordozhat információt a rövid távú inflációs nyomásról (Ranchhod, 2003).

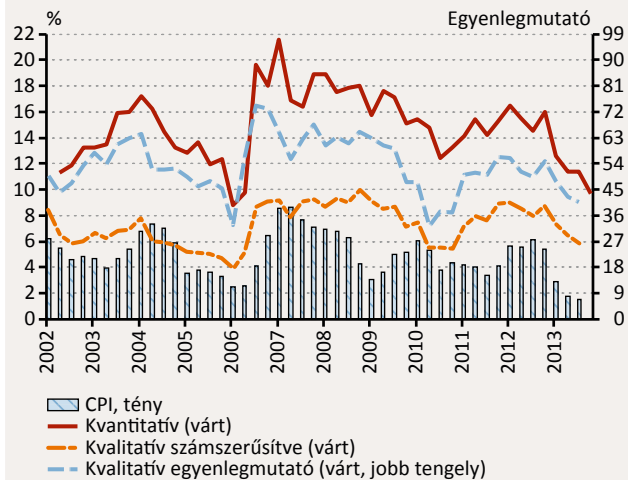
A háztartásokra vonatkozó várakozás idősorok kvantitatív és kvalitatív felmérések eredménye. A kvantitatív felmérés előnye, hogy közvetlenül kérdez rá a jövőben várt infláció számszerű értékére. A kvalitatív kérdőív csak irányokra koncentrál, így a háztartások számára könnyebben megválaszolhatók, ugyanakkor a számszerű érték meghatározásához különféle feltevések szükségesek. A kvantitatív felmérések értelmezését nehezíti, hogy számottevően meghaladja a jegybank inflációs célját, ami azonban a nemzetközi példák alapján nem magyar sajátosság (Ferucci et al., 2010)). A kvalitatív felmérés eredményei a Carlson–Parkin-eljárással számszerűsíthetők (Magyarország esetén lásd Gábriel, 2010). Bár a kétféle felmérésből származó várakozás idősor szintje eltér, a dinamikákban nagyon hasonló mozgásokat figyelhetünk meg.

2012 végétől a lakossági inflációs várakozások fokozatosan mérséklődtek a tényinfláció csökkenésével, mely a várakozások visszatekintő jellegére utal. Amennyiben az infláció tartósan cél alatt alakul, a várakozások visszatekintő jellegéből adódóan hozzájárulhat az alacsony inflációs környezet fennmaradásához.

A nemzetközileg megfigyelhető eredményeket egyszerű korrelációk alapján magyar adatok alapján is megvizsgáltuk. Az érzékelt és a várt infláció együtt mozog a fogyasztóiár-indexszel, egyes inflációs résztételeket a háztartások nagyobb figyelemmel kísérik, a várakozások az élelmiszerárakkal, illetve a szabályozott árakkal korrelálnak nagyobb mértékben. A várakozások visszatekintő jellegét erősítik meg Gábriel (2010) eredményei. Az alkalmazott SVAR modellkeret alapján a kínálati

6-5. ábra

## Lakossági inflációs várakozások és tényinfláció



Megjegyzés: Az egyenlegmutató az áremelkedésre és árcsökkenésre számított arányának különbsége.

Forrás: Európai Bizottság alapján MNB-számítás, illetve MNB.

6-1. táblázat

## Várakozások korrelációja az inflációs érzékeléssel és tényinflációval

	Inflációs érzékelés	Inflációs várakozás	CPI
Inflációs érzékelés	1	0,88	0,57
Inflációs várakozás	0,88	1	0,62
CPI	0,57	0,62	1

Megjegyzés: 2001 és 2013 harmadik negyedéve között számítva.

sokkok várakozásokra gyakorolt hatása nagyobb, mint a keresleti sokkoknál tapasztalt hatás. Kínálati sokkok közé sorolható az energia- és élelmiszerárak változása, melyre a háztartások érzékenyebben reagálnak. Mindezek alapján **különösen segítheti a várakozások mérséklődését, ha a fogyasztók által kiemelten figyelt tételek – pl. élelmiszer, üzemanyag, közműdíjak – körében figyelhetünk meg visszafogott áralakulást.**

### Piaci elemzők

A piaci elemzők a háztartásoknál érdemben több információval rendelkeznek, komplex modelleket is alkalmazhatnak várakozásaik kialakítása során. A Magyarországra vonatkozó adatok alapján a rövid távú elemzői várakozások – amelyben érvényesülhetnek az inflációs sokkok hatásai – volatilisak. Azonban a hosszú távú várakozások az inflációs cél körül tartózkodnak. A kétéves várakozások hosszabb távú átlaga is a 3 százalékos cél körül alakult. **A hosszú távú várakozások cél körüli szintje a monetáris politikai keretrendszer hitelességét jelezheti.**

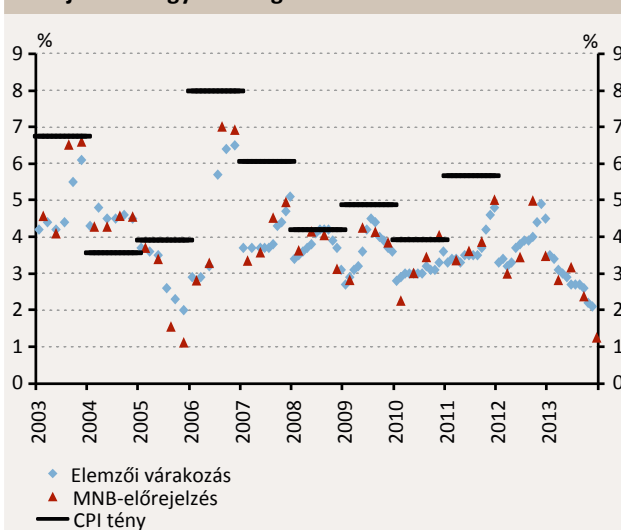
Mivel az elemzők tekinthetők a legtájékozottabb csoportnak, kérdéses, hogy milyen többletinformációval rendelkeznek a jegybanki előrejelzéshez képest. Az elemzői és a jegybanki előrejelzések közötti kapcsolatot elemezte El-Shagi et al. (2012) amerikai adatok alapján. Az eredmények szerint a jegybanki előrejelzések pontosabbak voltak más elemzők előrejelzésénél, azonban az előrejelzések közötti különbség az elmúlt években csökkent, mely elsősorban a növekvő jegybanki transzparenciának tudható be. **Az egyéves elemzői és jegybanki előrejelzés között hazánk esetében is szoros együttmozgás figyelhető meg.**

### Vállalatok

Vállalati körben ritkán készítenek inflációs várakozásokra vonatkozó felméréseket. **A nemzetközi tapasztalatok szerint a vállalati várakozások kevésbé előretekintőek.**

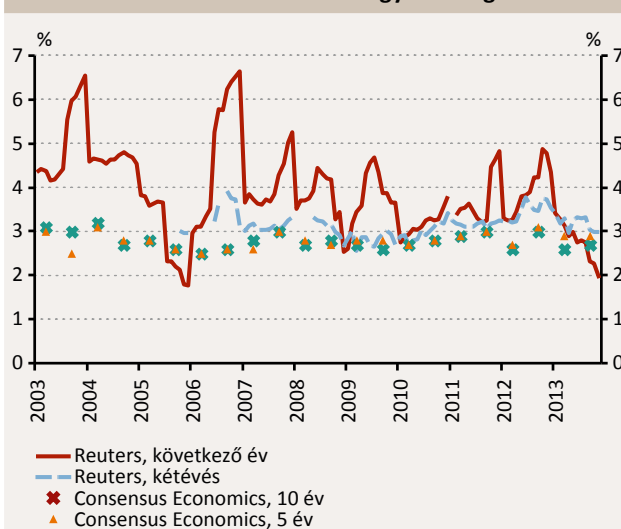
Az Európai Bizottság által koordinált (Magyarországon a GKI által gyűjtött) vállalati felmérésből rendelkezésre állnak rövid távú vállalati várakozások, melyet rendszeresen figyelemmel kísérünk az előrejelzések során. Ezek a mutatók nem a vállalatok által várt infláció mértékét, hanem a következő hónapokban tervezett árváltoztatásokat mérik. Így ezek az indikátorok főként az aktuális gazdasági állapot vizsgálatát segítik, valamint a különböző sokkok begyűrűzéséről tájékoztatnak. **A kiskereskedelmi szektorban megfigyelt árvárakozások szorosan együtt mozognak a tényinfláció rövid távú változásával, illetve a szolgáltatás szektor várakozásai a piaci szolgáltatások inflációjával mutatnak kapcsolatot.**

**6-6. ábra**  
Egyéves elemzői inflációs várakozások és jegybanki előrejelzés Magyarországon



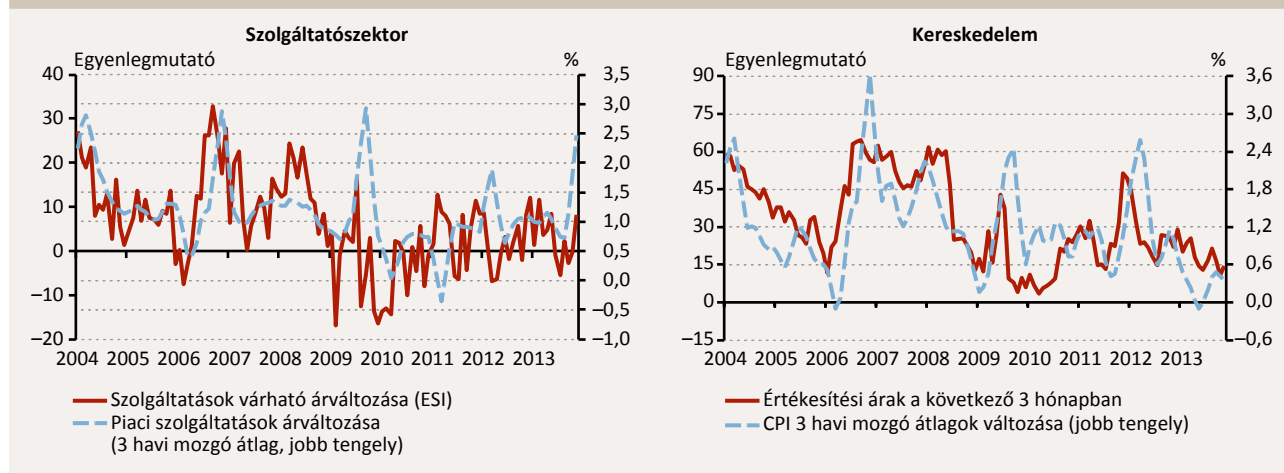
Forrás: Consensus Economics és MNB.

**6-7. ábra**  
Elemzői várakozások alakulása Magyarországon



Forrás: Consensus Economics, Reuters.

**6-8. ábra**  
**Rövid távú inflációs várakozások**



## 6.2.2. ÖSSZEGÉS

A Magyarországra vonatkozó elemzői felmérésekből következő közép- és hosszú távú várakozások jellemzően a cél körül mozogtak, ami önmagában a monetáris politikai keretrendszer hitelességét jelezheti. Ugyanakkor az egy évre előre tekintő lakossági inflációs várakozások az elmúlt években lekövezték az egyedi árszintnövelő sokkok (pl. adóemelések) hatását. Az elmúlt negyedévekben azonban a várakozások érdemi csökkenését figyelhettük meg a tényinfláció mérséklődésével párhuzamosan. Amennyiben az infláció tartósan cél alatt alakul, a várakozások mérséklődése hozzájárulhat az árstabilitás középtávú fennmaradásához.

## HIVATKOZÁSOK

COIBION, O.–Y. GORODNICHENKO (2013): Is The Phillips Curve Alive and Well After All? Inflation Expectations and the Missing Disinflation. *NBER Working Paper Series*, No. 19598, October.

EL-SHAGI, M.–S. GIESEN–A. JUNG (2012): Does Central Bank Staff Beat Private Forecasters?. *IWH Discussion Papers*, No. 5. Halle Institute for Economic Research.

FERUCCI, G.–O. BIAU–H. DIEDEN–R. FRIZ–S. LINDEN (2010): *Consumers' Quantitative Inflation Perceptions and Expectations in the Euro Area: an Evaluation*. Conference on Consumer Inflation Expectations, Federal Reserve Bank of New York.

GÁBRIEL, P. (2010): Household Inflation Expectations and Inflation Dynamics. *MNB Working Papers*, 2010/12.

LAMLA, M. J.–S. M. LEIN (2008): The Role of Media for Consumers' Inflation Expectation Formation. *KOF Working Papers*, 08-201. KOF Swiss Economic Institute.

LYZIAK, T. (2012): Inflation Expectations in Poland. *NBP Working Paper*, No. 115.

RANCHHOD, S. (2003): The Relationship between Inflation Expectations Survey Data and Inflation. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, Vol. 66 No. 4 December.



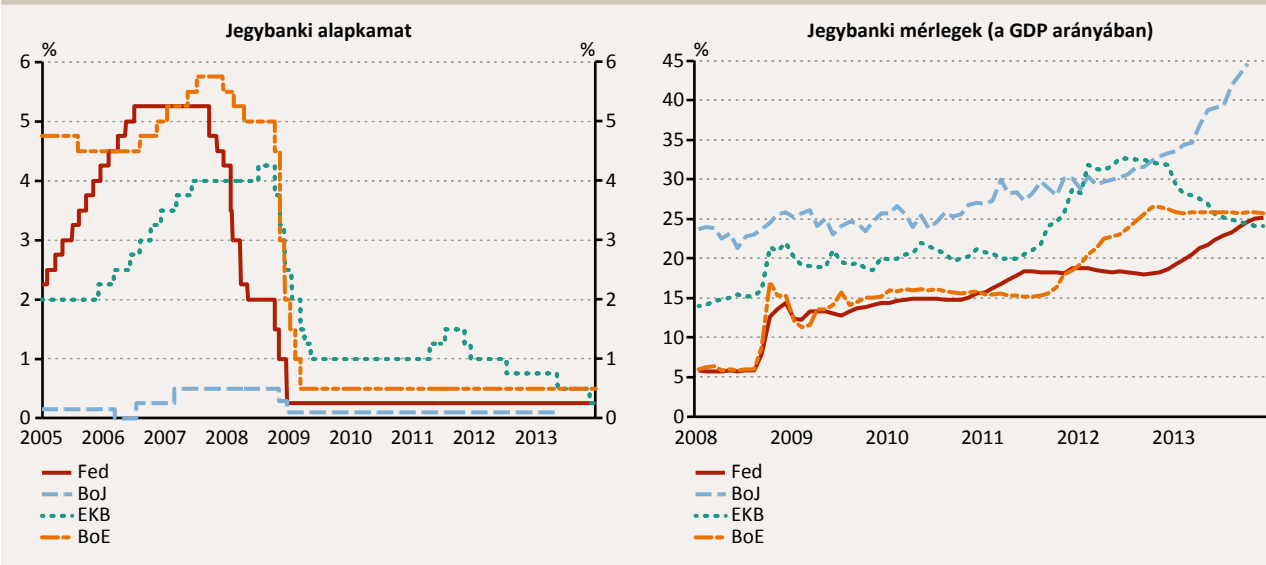
## 6.3. Az alacsony kamatok kora? Megtakarítások és beruházások a fejlett gazdaságokban

A 2007-től fokozatosan kibontakozó, majd 2008-tól intenzív szakaszába lépő válság még öt év után is ránehezedik a globális gazdaságra. A lassú, potenciálistól jelentős mértékben elmaradó növekedés jellemző a legtöbb országban és régióban, miközben a vezető jegybankok a monetáris politikai eszköztár egyre szélesebb körét bevetve igyekeznek a növekedést támogatni. Egy tankönyvi gazdaságban a huzamosabb ideig alacsony kamatkörnyezetet a kereslet élénkülésének és/vagy az infláció fokozatos emelkedésének kellene követnie. Az idei évre a jegybanki célok alá süllyedő inflációs rátákat, és a továbbra is törékeny növekedést látva, ezen várt mechanizmus idáig nem működött, miközben egyre többen teszik fel a kérdést: hogy az extrém laza monetáris politikai környezet ellenére milyen tényezők magyarázhatják ezt a lassú kilábalással és alacsony inflációval jellemezhető periódust. Elemzésünkben – megvizsgálva a fejlett gazdaságok megtakarítási és beruházási folyamatait – ez utóbbi kérdésekre kívánunk választ adni.

A jegybankok a válságra reagálva gyorsan és határozottan mérsékeltek a kamataikat. Több nagy jegybank már ténylegesen el is érte ennek az eszköznek a határait (Fed, BoE, BoJ) vagy nagyon megközelítette azt (EKB). Az irányadó kamatok nem tükrözik teljes mértékben a monetáris lazítás mértékét, mivel a jegybankok nem szokványos eszközöket is alkalmaztak. A nem-szokványos eszközök alkalmazásában vannak jelentős különbségek a jegybankok között, amelyek tükrözik a jegybankok mandátumában, az országok pénzügyi rendszereinek felépítésében, szerkezetében fennálló különbségeket. Közös azonban bennük az, hogy az első fázisban a válság következtében szinte teljesen befagyott bankközi piacok helyére léptek és ezzel a bankok finanszírozási költségeit mérsékeltek. A pénzügyi szektor stabilizálását követően – amivel megakadályozták, hogy a forrásszűke miatt a bankok tömegesen felmondják a reálgazdasági szereplők számára korábban nyújtott hiteleiket – a hangsúly egyre inkább áthelyeződött arra, hogy az alacsony jegybanki kamatok mellett más eszközökkel is élénkítsék a bankok hitelezési tevékenységét.

6-9. ábra

### Monetáris lazítás a fejlett gazdaságokban



A nagy jegybankok jelentős monetáris lazításainak következtében a reálkamatok általánosan negatív tartományba süllyedtek, és figyelembe véve az aktuális kamat- és inflációs várakozásokat, még az elkövetkező években is ebben a tartományban maradhatnak. A reálkamatok (a nominális kamat és az infláció különbsége) alakulásának kitüntetett szerepe van a monetáris politikák hatásmechanizmusában. Alapvetően ezen változó értéke módosíthatja a háztartások és vállalatok fogyasztási és beruházási döntéseit. Alacsonyabb reálkamat mellett a háztartások számára felértékelődik a jelenbeli fogyasztás értéke egy jövőbenivel szemben, így a megtakarítások helyett az aktuális fogyasztási szint emelése mellett dönhetnek. Hasonló módon a csökkenő reálkamatok mellett a beruházások megtérülési rátája is javul, így az enyhülő hitelezési feltételek mellett a beruházási kereslet is élénkülhet.

Ezen várható hatások egyelőre kevésbé érzékelhetőek.

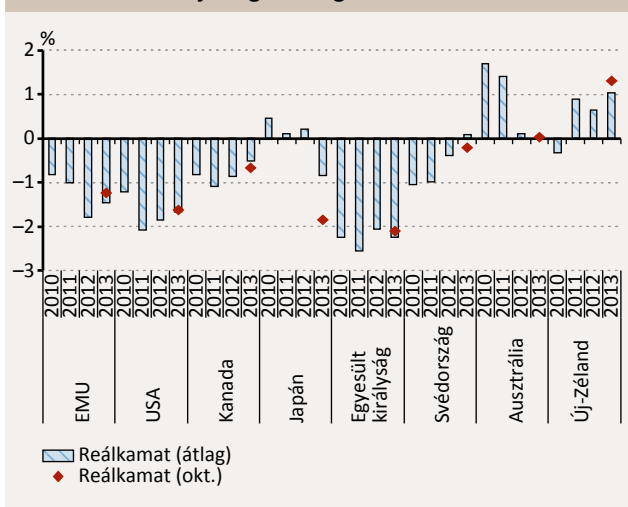
Miközben a megtakarítók sok országban azt tapasztalják, hogy a megtakarításaikon alig van hozam, fogyasztásuk csak visszafogott mértékben emelkedik. A háztartási szektorok a korábbi eladódottságuk leépítésére törekednek és megnövelték a folyó megtakarításaikat. Eközben a vállalati beruházások mérsékelten vagy egyáltalán nem növekednek. A kis- és közepes vállalkozások a legtöbb országban nehezen jutnak hitelhez, mert a bankok kockázatosnak tartják a beruházásokat, hiszen a piacaik növekedésében nem lehetnek biztosak. Ezért számukra a hitel a magas hitelkockázat miatt továbbra is drága (lásd pl. az EKB hitelezési felmérését). Sokszor azonban maguk a vállalatok sem látják szükségét újabb kapacitások létrehozásának, amíg a piacaik növekedése azt nem teszi szükségessé és nem vállalják a hitelfelvétellel szükségképpen együtt járó pénzügyi kockázatokat. A világ nagyvállalatai eközben aligha szorulnak rá külső forrásokra, összességében magasak a megtakarításaik. Esetükben is az figyelhető meg, hogy a beruházásaikban meglehetősen visszafogottak és gyakran ők is inkább nettó megtakarítók és nem hitelfelvevők. A háztartási szektorok a korábbi eladódottságuk leépítésére törekednek és megnövelték a folyó megtakarításaikat. Az eladósodott államok is vissza kívánnak térni egy fenntarthatónak ítélt adóssághoz, így ők is nettó megtakarítók.

Ezekből az elemekből olyan összkép alakul ki, amely szerint az eladósodott gazdasági egységek – háztartások, államok, vállalatok – szeretnék a nettó megtakarításaikkal mérsékelni az adósságaikat, nem igazán találni hasonló számban más szereplőket, amelyek hajlandók lennének nagyobb eladósodást vállalni és a jövőbeni gyorsabb növekedést biztosító beruházásokat végrehajtani.

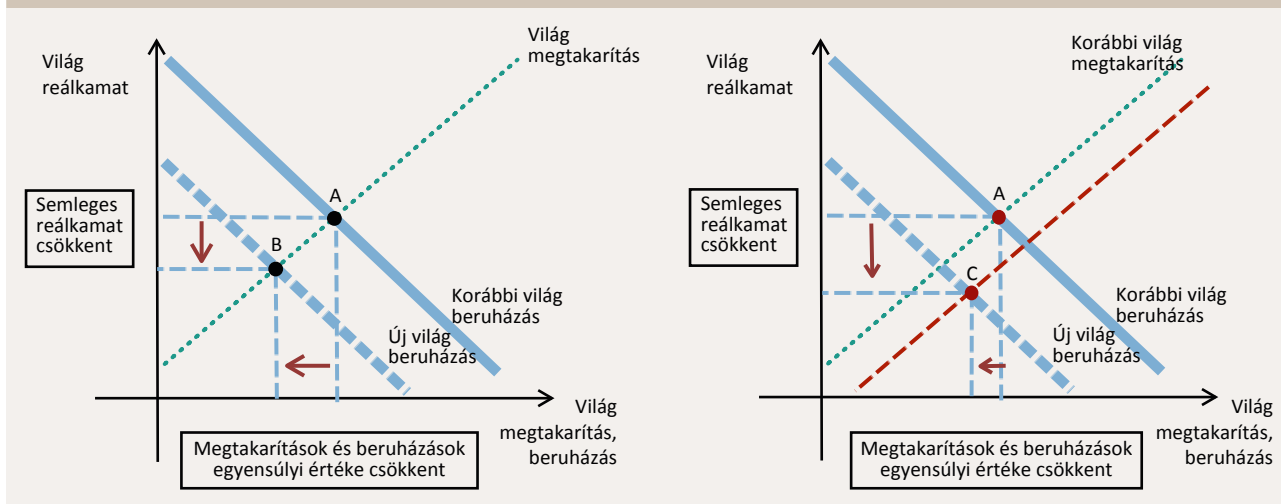
Milyen hatással lehet mindez a monetáris politika gazdaságélénkítő hatásaira és így általában a monetáris transzmisszióra? **A monetáris politika irányultságát nem önmagában a már említett reálkamat mértéke, hanem annak az ún. semleges reálkamat szintjétől vett eltérése határozza meg.** A semleges reálkamat a gazdaságnak azon – középtávon egyensúlyinak tekinthető – kamatszintje, ami mellett az inflációs környezet a jegybanki célokkal összhangban alakul, miközben a gazdaság kereslete a kínálati kapacitásokkal összhangban alakul (a kibocsátási rés nulla). A monetáris politika irányultságát ezen kamatszinthez mérve értelmezhetjük: amennyiben az aktuális reálkamat szintje az egyensúlyi alatt (fölött) alakul, akkor a monetáris politika élénkítő (szigorító) státuszban van. A semleges reálkamat hosszabb távú koncepció, ám mértéke időben változhat (hasonlóan a potenciális növekedéséhez). Szintjét döntően a gazdaság fejlődését hosszabb távon meghatározó tényezők alakítják. Ilyen lehet a demográfia, technológiai fejlődés vagy a megtakarítási preferenciák/beruházási hajlandóság változása. Egy nagyméretű, zárt gazdaságban az egyensúlyi reálkamat szintjét a megtakarítások és a beruházások egyensúlya határozza meg. Pl. egy tartós csökkenés a beruházási hajlandóságban az egyensúlyi reálkamatot is csökkentheti (A-ból B-pontba juthatunk). Figyelembe véve az egyensúlyi reálkamatok alakulását is, árnyaltabb képet kaphatunk a monetáris politika irányultságáról és reálgazdasági hatásairól.

6-10. ábra

## Reálkamatok a fejlett gazdaságokban



**6-11. ábra**  
**Az egyensúlyi reálkamat meghatározása**

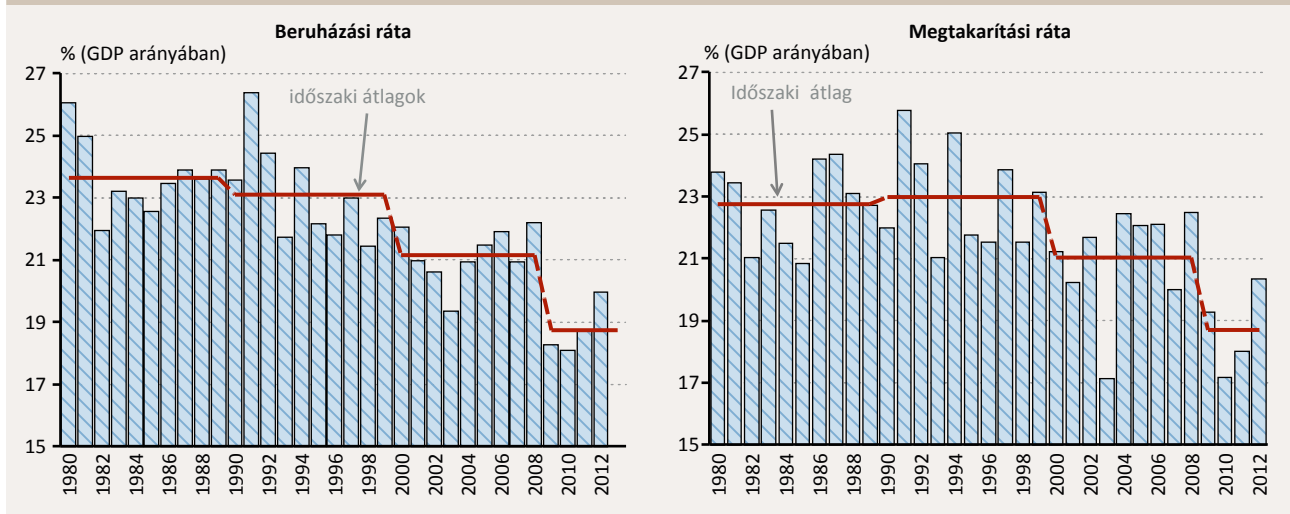


**Már a válságot jóval megelőzően változás állt be a megtakarítási és beruházási magatartásokban.** A háború utáni évtizedekhez képest fokozatosan fordulat következett be a fejlettebb országok egészében – bár ez nem igaz egyenként minden országra. A nagyvállalati szektor számára a külső finanszírozás egyre kisebb szerepet játszott a finanszírozásban, a beruházásait nagyobb arányban finanszírozta saját forrásaiból (profitból). Sőt időnként nettó megtakarítóvá váltak és maguk nyújtottak forrásokat például a bankoknak és egyéb pénzügyi vállalatoknak. A háztartási szektor ellentétesen viselkedett: évtizedekig nettó megtakarító volt, majd fokozatosan, a kilencvenes években már határozottan nettó hitelfelvevővé vált. A bankrendszer ezzel párhuzamosan egyre kevésbé támaszkodhatott a hagyományosan legolcsóbb és legmegbízhatóbban rendelkezésre álló lakossági betétekre és ezt a bankközi piacok sokkal likvidebb, ezért kockázatosabb és potenciálisan drágább forrásaira volt kénytelen cserélni. A pénzügyi szektor egyre inkább a lakossági ügyfelek között talált új piacra a csökkenő nagyvállalati ügyfélkör pótlására. A lakossági szektor egyre nagyobb adósságot halmozott fel a jövedelméhez vagy a pénzügyi megtakarításaihoz képest, ám ennek adósságszolgálati terhe mégsem növekedett a folyamatosan csökkenő kamatok mellett. A folyamatosan csökkenő kamatokat a mérséklődő infláció, a stabilabb, egyenletesebb növekedés és a világkereskedelemben bekapcsolódó új, alacsony költségű termelőkől importált alacsony inflációs nyomás tette lehetővé. A tartósan stabil környezet növelte mind a hitelek felvevői, mind a bankok bizalmát és további eladósodásra sarkallta őket. Ezek a hitelek azonban kevésbé növelték a gazdaság jövedelemtermelő kapacitását: a lakásépítkezések a lakások elkészültéig foglalkoztatnak egy nagy építőipari szektort, de átadást követően ez a hatás megszűnik, marad a háztartások adósságszolgálati terhe. A fellendülés idején a gyorsan növekvő kereslet kielégítése csak növekvő árak mellett lehetséges a szükséges kapacitások kiépüléséig, ami alapját adja a hosszabb távon nem fenntartható áremelkedésnek vagy lakásbuboréknak. Eközben az üzleti beruházások a fejlett országokban, ahol a lakosság eladósodott, a historikus szintjüktől elmaradtak az alacsony kamatok és a makrogazdasági stabilitás ellenére. A gazdasági növekedést az eladósodásból finanszírozott lakásberuházások és lakossági fogyasztás húzta, de ez a húzóerő hirtelen fékké vált, amikor kiderült, hogy a további eladósodás nem folytatható.

A válság pillanatában az eladósodott szektorok számára a hitelkockázatok miatt a kamatok drámaian megnöttek, a fedezetül szolgáló lakások és más vagyontárgyak értéke csökkent. Hirtelen a lakossági szektor nettó megtakarítóvá vált, ami csökkentette az aggregált keresletet. Más eladósodott szektorok, régiók szintén nettó megtakarítókká váltak, mint az államok és deficitese régiók (pl. Dél-Európa). A gazdasági lassulás a költségvetési deficitet megnövelte az automatikus stabilizátorokon keresztül, és a magas adósságállománnyal rendelkező államokban az adósságszolgálat hirtelen megsokszorozódott a magasabb kamatok miatt. Ezért a kormányok újabb deficitcsökkentő intézkedéseket hoztak, ami tovább mérsékelte a kereslet növekedését, sőt esetenként recessziót is okozott. Ha nincsenek olyan szektorok vagy régiók, amelyek szignifikáns mértékben növelnék nettó eladósodásukat, akkor az eladósodottak mérlegalkalmazkodása jóval elhúzódóbb lesz, és a növekedés lelassul, akár stagnálhat.

6-12. ábra

## Beruházási és megtakarítási ráta a G20 országokban



Össességében a fejlett gazdaságok megtakarítási és beruházási folyamatait figyelembe véve, a tényleges reálkamat mellett az egyensúlyi reálkamat is tartósan alacsonyabb szintre süllyedhetett. Az egyensúlyi reálkamat süllyedése a beruházási hajlandóság csökkenésével már a válság előtti években megkezdődhetett, amely folyamat a válság időszakában tovább gyorsulhatott. A jelenség hátterében több egy időben jelentkező tényező hatása állhat:

- a vállalatok beruházási hajlandósága érdemben csökkenhetett – egyrészt a bizonytalan és visszafogott keresleti kilátások mellett nem indokolt a kapacitások bővítése;
- másrészt a bankok lecsökkent kockázatvállalási hajlandósága a hitelezés kínálati feltételeit is szigorította;
- végezetül egyes elméletek szerint a technológia fejlődés üteme is mérséklődhetett az elmúlt években, ami csökkenti a gyors hatékonyságnövekedéssel kecsegtető beruházási projektek számát;
- a válság éveit megelőző gyors eladósodást követően az elmúlt években az eladósodott gazdasági szereplők (főként az államháztartás és a lakosság) megtakarítási hajlandósága emelkedett;
- a válság időszakában általánosan erősödő óvatossági megfontolások önmagukban a megtakarítási hajlandóság emelkedése irányába hathattak;
- a megtakarítási hajlandóságra ellentétes irányú hatást gyakorolhattak a demográfia folyamatok – a fejlett társadalmak elöregedése fokozatosan csökkenheti a megtakarítások összegét.

Össességében a lecsökkent beruházási hajlandóság mellett, a megtakarítási hajlandóságot egymással ellentétes irányú hatások alakíthatták (annak függvényében, hogy a megtakarítási hajlandóság is változott-e, az a 6-12. ábrán az A pontból, a B vagy a C pontba is eljuthattunk.). A fejlett gazdaságokban az aktuális reálkamat csökkenése mellett az egyensúlyi reálkamat is érdemben mérséklődhetett. Az egyensúlyi reálkamat lecsökkenésével a monetáris politika gazdaságösztönző (az egyensúlyi és az aktuális reálkamat közötti különbség) hatása is mérsékeltebb lehet, ami választ adhat arra, hogy aktuálisan miért látunk a korábbiaknál lassabb kilábalási periódust. Részben ezen problémát próbálják kezelni aktuálisan a jegybankok az újabban egyre szélesebb körben alkalmazott előretekintő kommunikációs stratégiájukkal. Az elmúlt több mint egy évtized fokozatosan csökkenő beruházási rátája, kiegészítve a demográfiai folyamatokkal, a potenciális növekedés fokozatos lassulására is felhívja a figyelmet. A mérsékeltebb potenciális növekedés és az egyensúlyi reálkamat csökkenése együttesen magyarázatul szolgálhat a monetáris politika alacsonyabb gazdaságélénkítő hatásaira és a lassabb kilábalási periódusra.

### Mi segítheti az alkalmazkodási folyamatot?

A megoldáshoz arra lenne szükség, hogy az eladósodott szereplők jövedelmének az adóssághoz viszonyított aránya tartósan és jelentős mértékben csökkenjen. Erre a nemzetközi tapasztalatok több lehetséges példát mutatnak.

- A legközvetlenebb megoldást az adósságok részleges leírása jelenthetné. Ez a hatás a kilencvenes évek elején a skandináv válság megoldásában fontos elem volt (Borio). A veszteségeket a bankok viselték, sokszor csőd és átszervezés révén lehetett csak őket ismét működőképessé tenni. Rövid távon az adósságleírás megrendítheti a bizalmat és a belső keresletet. A skandinávok esetében ezért fontos szerepe volt annak, hogy a külső piacokon növekedés volt, a válság csak néhány országok, érintett. Ez át tudta lendíteni a fellendülést a holtpontra.
- A gyorsabb gazdasági növekedés szintén segítené az adósságok fenntartható szintre mérséklődését, de aktuálisan éppen ezt nehéz a gazdaságpolitikusoknak elérniük. Az alacsony kamatok a jelenlegi helyzetben nem nyújtanak elég ösztönzést a beruházások gyorsabb növekedésére. Ha egy időben elegendő számú vállalat győződné meg a beruházások szükségességéről, akkor ez önigazoló és önerősítő folyamatot indíthatna el. Egyelőre önmagában ennek azonban kevés jele mutatkozik, és a jegybankok éppen ezt szeretnék elérni a zéró vagy zéró közeli alapkamatokkal és más nem szokványos eszközökkel.
- A sikeres adósságcsökkentési periódusokat vizsgáló tanulmányok általánosan megemlítik a tartósan lazító jegybanki kamatpolitika szerepét is. Az alacsonyabb kamatszint javíthatja az eladósodott gazdasági szereplők adósság-visszafizetési képességét, miközben a hosszabb távú növekedés javulásához szükséges új beruházások finanszírozása is könnyebbé válhat.

## HIVATKOZÁSOK

ANTONIO FATAS ON GLOBAL ECONOMY (2013): *Saving glut or investment dearth?*, November 20 2013. [URL](#).

BAKSA DÁNIEL–FELCSER DÁNIEL–HORVÁTH ÁGNES–KISS M. NORBERT–KÖBER CSABA–KRUSPER BALÁZS–SOÓS GÁBOR DÁNIEL–SZILÁGYI KATALIN (2013): Semleges kamat Magyarországon. *MNB-szemle*, különszám, október.

BERNHARDSEN, TOM–KARSTEN GERDRUP (2007): The neutral real interest rate. *Norges Bank Economic Bulletin*, Vol. 78 2/2007, pp. 52–64.

BORIO, C. (2012): The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?. *BIS Working Paper*, 395 December. Bank for International Settlements.

BORIO, C.–P. DISYATAT (2011): Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?. *BIS Working Paper*, 346 May. Bank for International Settlements.

BOUIS, ROMAIN–ŁUKASZ RAWDANOWICZ–JEAN-PAUL RENNE–SHINGO WATANABE–ANE K. CHRISTENSEN (2013): The Effectiveness of Monetary Policy since the Onset of the Financial Crisis. *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1081.

BRUEGEL ECONOMIC BLOGS REVIEW (2013): *The secular stagnation hypothesis – an age of secular stagnation might explain the lack of inflationary pressure in the boom years and the slow recovery since by Jérémie Cohen-Setton on 25th November 2013.*

DESROCHES, BRIGITTE–MICHAEL FRANCIS (2006): Global Savings, Investment, and World Real Interest Rates. *Bank of Canada Review*, Winter.

EUROPEAN CENTRAL BANK: *Euro area bank lending survey*, negyedéves számok.

LAGERWALL, BJÖRN (2008): Real interest rates in Sweden. *Economic Commentaries*, No. 5. Sveriges Riksbank.

SUMMERS, LAURENCE (2013): *14th Annual IMF Research Conference: Crises Yesterday and Today*, November 8 2013.

# 7. A 2013. és 2014. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

7-1. táblázat

Az infláció megbontása bejövő és áthúzódo hatásra

	CPI-hatás 2013-ra			CPI-hatás 2014-re		
	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,1	-0,8	-0,7	-1,0	0,1	-0,9
Piaci	0,4	0,9	1,3	0,1	1,6	1,7
Indirekt adók és intézkedések	0,3	0,9	1,2	0,6	-0,1	0,5
<b>CPI</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,3</b>

Megjegyzés: A táblázat a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatja. Az éves változás az ún. áthúzódo hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódo hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik (amelynek 2014. évi mértéke érzékeny a 2013. decemberi inflációs adatra), míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódo és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirektadó-intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is.

7-2. táblázat

Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódo és bejövő hatásra

	2013					2014				
	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	1,4	0,0	1,6	0,0	3,0	-1,4	0,0	3,4	0,0	1,9
nem feldolgozott	1,7	0,0	4,4	0,0	6,2	-4,8	0,0	6,3	0,0	1,1
feldolgozott	1,2	0,0	0,3	0,0	1,5	0,2	0,0	2,1	0,0	2,3
Ipari termékek	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,4	0,6	0,0	0,7	0,0	1,3
tartós	-0,9	0,0	-1,1	0,0	-1,9	-0,5	0,0	0,2	0,0	-0,3
nem tartós	1,0	0,0	0,3	0,0	1,4	1,0	0,0	0,9	0,0	1,9
Piaci szolgáltatások	0,6	0,3	1,3	2,1	4,5	1,2	1,0	2,2	-0,8	3,6
Piaci energia	3,7	0,0	-1,4	0,0	2,3	-0,8	0,0	1,5	0,0	0,7
Alkohol, dohány	1,9	1,9	1,4	5,4	10,8	0,2	4,1	2,2	1,4	8,1
Benzin	-4,4	0,0	2,6	0,0	-1,9	-1,4	0,0	3,8	0,0	2,4
Szabályozott árak	0,6	0,1	-4,3	0,0	-3,7	-5,3	0,0	0,6	0,0	-4,8
<b>Fogyasztóiár-index</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,3</b>
Maginfláció	0,8	0,4	0,7	1,4	3,3	0,7	0,9	1,5	-0,1	3,0

Megjegyzés: A táblázat a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatja. Az éves változás az ún. áthúzódo hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódo hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik (amelynek 2014. évi mértéke érzékeny a 2013. decemberi inflációs adatra), míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódo és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirektadó-intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is.

**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL**

2013. december

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

