



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2015
JÚNIUS

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2015
JÚNIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

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

Az elemzés 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 és 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 jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2015. június 17-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

TARTALOM

A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról.....	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	10
1.1. Inflációs előrejelzésünk	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk.....	14
1.3. Munkapiaci előrejelzésünk.....	16
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	20
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	23
3.1. Nemzetközi környezet.....	23
3.2. Aggregált kereslet	31
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás	40
3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség	43
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója	45
3.6. Költségek és infláció	47
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	50
4.1. Hazai és nemzetközi pénzügyi folyamatok.....	50
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói.....	53
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	56
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	56
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	60
5.3. Költségvetési folyamatok	62
6. Kiemelt témák.....	68
6.1. Az alacsony globális inflációs környezet magyarázata: mérlegválság vagy tartós stagnálás?.....	68
6.2. Árak és bérek – okok egy megváltozott gazdasági kapcsolat hátterében.....	73
7. A 2015. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	78
Ábrák és táblázatok jegyzéke	79

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

1-1. keretes írás: A 2016. évi költségvetési tervezet hatása a makrogazdaságra.....	12
1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink	17
3-1. keretes írás: Hogyan alakult a magyar áru-külkereskedelem az orosz és ukrán relációban?	35
3-2. keretes írás: A lakossági fogyasztás és kiskereskedelmi forgalom közötti elnyílás okai.....	38
3-3. keretes írás: A szezonálisan igazított GDP-idősorok értelmezése	42
3-4. keretes írás: Miért tér el az MNB kibocsátási rés becslése az erőforrás-kihasználtsági mutatótól?.....	46
5-1. keretes írás: A brókercégekkel kapcsolatos visszaélések hazai tőke-és pénzügyi hatása	58

A MONETÁRIS TANÁCS ÁLLÁSFOGLALÁSA A MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOKRÓL ÉS MONETÁRIS POLITIKAI HELYZETÉRTÉKELÉSE

A Monetáris Tanács megítélése szerint a tartósan laza monetáris kondíciók összhangban vannak az árstabilitási cél elérésével.

A Monetáris Tanács megítélése szerint az inflációs cél középtávú elérése és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzése tartósan laza monetáris kondíciók irányába mutat. Az inflációs cél elsődlegessége mellett a Monetáris Tanács figyelembe veszi a reálgazdaság helyzetét és tekintettel van a pénzügyi stabilitási megfontolásokra.

A világgazdaság teljesítménye változatlanul visszafogott képet mutatott az elmúlt hónapokban, az inflációs ráták globálisan továbbra is alacsony szinten maradtak.

Az egyes régiók gazdasági növekedése között továbbra is jelentős különbségek állnak fenn. A fejlett régiók közül az euroövezet gazdasága 2015 első negyedében az előzetes adatok alapján a várakozásoknak megfelelően, enyhén bővült, míg az Egyesült Államokban az előző negyedéhez képest visszaesés volt megfigyelhető. A legtöbb nagy feltörekvő gazdaság változatlan, illetve lassuló növekedést mutat. Az alacsony olajárakkal és a visszafogott keresleti környezettel összhangban a globális inflációs folyamatok továbbra is visszafogottan alakulnak, és az inflációs nyomás előretekintve is mérsékelt maradhat. A globális jelentőségű jegybankok monetáris politikai irányultsága tartósan laza monetáris kondíciók irányába mutat: az EKB a kiterjesztett eszközvásárlási program keretében folytatta a mennyiségi lazítást, a japán jegybank eszközvásárlása változatlanul folytatódik, míg a Fed esetében a várhatóan időben későbbre tolódó kamatemelés megfelelő időzítésének és mértékének előkészítése folyik. Összességében a monetáris kondíciók változatlanul lazának tekinthetők, így a globális kamat- és likviditási környezet továbbra is támogató.

A Monetáris Tanács szerint az infláció idén és jövőre is elmaradhat az inflációs céltól, és csak az előrejelzési horizont végén kerülhet a 3 százalékos cél közelébe.

A Monetáris Tanács megítélése szerint rövid távon az infláció jelentősen elmaradhat az inflációs céltól. Az utóbbi hónapokban beérkezett adatok némiképp meghaladták a márciusi Inflációs jelentés előrejelzését, amelyet főként a vártnál magasabb üzemanyagárak magyaráznak. Az infláció az elmúlt hónapokban elhagyta historikus mélypontját és előretekintve ismét pozitív tartományban alakulhat. Az alacsony költségkörnyezet hatásának kifutásával, illetve az élénkülő belső keresletnek és az emelkedő béreknek köszönhetően a maginfláció fokozatosan emelkedhet. Ugyanakkor a mérsékelt inflációs alapfolyamatok következtében az infláció csak az előrejelzési horizont végén kerülhet a 3 százalékos cél közelébe. Az inflációs várakozások cél körül történő stabilizálódása hozzájárulhat ahhoz, hogy a belső kereslet erősödése mellett az árazás és a bérezés középtávon is az inflációs céllal összhangban alakuljon.

A hazai gazdaság élénk növekedése tovább folytatódhat, amihez az erősödő belső kereslet mellett a javuló külső kereslet is hozzájárul.

Az elmúlt időszakban tovább folytatódott a hazai gazdaság növekedése. A növekedés fő mozgatórugója az elkövetkező években is a belső kereslet maradhat, ugyanakkor a gazdaság bővülését a felvevőpiacaink erősödő növekedése révén emelkedő exportteljesítmény is támogathatja. Az alacsony inflációs környezet és a javuló munkaerő-piaci folyamatok növelik a lakosság reáljövedelmét, ami elősegítheti a lakossági fogyasztás élénkülését. A devizahitelek forintosítása mérsékli a háztartási szektor sérülékenységét, amely támogathatja a fogyasztókat jellemző óvatosság fokozatos oldódását. Az általánosan javuló konjunktúra mellett a Növekedési Hitelprogram is támogatja a magánszféra beruházási aktivitását. A lakosság beruházási aktivitása az élénkülő lakáspiaci helyzetnek és a lakástámogatási rendszer kiterjesztésének köszönhetően bővíthet előrejelzési horizontunkon. Külkereskedelmi partnereink élénkülő növekedése miatt az export növekedése is dinamikus lehet. A negatív kibocsátási rés az előrejelzési horizont végén záródhat, így összességében a reálgazdasági környezet deflációs hatású marad a következő negyedekben.

Tovább csökken a gazdaság külső sérülékenysége.

2014 negyedik negyedében tovább nőtt a gazdaság külső finanszírozási képessége. A négy negyedéves értékek alapján újra emelkedett a külkereskedelmi egyenleg, amely mellett a negyedik negyedévben is érdemi EU-transzfert használtak fel a belföldi szereplők. A külső finanszírozás szerkezetét tekintve 2014-ben folytatódott az adósság típusú források

kiáramlása, így az adósságráták csökkenése is. Emellett a nem adósság típusú források összességében emelkedtek. Előretekintve továbbra is markáns külső finanszírozási képességre számítunk, amely 2015-ben a GDP 9 százaléka fölé emelkedhet. Még tovább javulhat a nettó export, amiben a várhatóan kedvező külső kereslet, és az olajár-csökkenés cserearányokat javító hatása tükröződhet. 2016-ban ugyanakkor feltételezhetően már visszafogottabb lesz az EU-transzfer beáramlás. A jövedelemegyenleg hiányának várható stabilizálódása mögött – a csökkenő adósságpálya mellett – a mérséklődő kamatkidások, valamint a külföldi tulajdonú vállalatok emelkedő profitjának együttes hatása áll. A továbbra is igen jelentős külső finanszírozási többlet mellett folytatódhat a külső adósságmutatók fokozatos mérséklődése.

A nemzetközi pénzügyi piacokon a hangulat változékonysan, de inkább kedvezőtlenül alakult.

Áprilisban az eurozónából érkező kedvező makrogazdasági adatok pozitív hatása ellensúlyozta a görög politikai események, az Egyesült Államokból beérkező, vegyesen értékelhető makrogazdasági adatok és a geopolitikai feszültségek negatív hatását. Azonban az időszak további, nagyobb részében Görögország államadósságának leminősítése és törlesztésének elhalasztása, illetve az Egyesült Államok gyenge makrogazdasági adatai következtében kedvezőtlenül alakult a globális befektetői hangulat. A hazai kockázati mutatók közül a CDS-felár enyhén, míg a hosszú forintkötvényhozamok – a nemzetközi tendenciába illeszkedve – érdemben emelkedtek a márciusi Inflációs jelentés megjelenése óta eltelt időszakban. Az elmúlt negyedévben a forint árfolyama gyengült az euróval szemben, ami alapvetően nemzetközi tényezőkhöz köthető. A Monetáris Tanács értékelése szerint a nemzetközi pénzügyi környezet alakulásával kapcsolatos bizonytalanság azonban továbbra is óvatos monetáris politikát indokol.

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak. A fejlett piaci hozamemelkedés a fejlődő piacokon a kockázati prémium növekedését okozhatja, így az inflációs cél az alappályában feltételezettnél szigorúbb monetáris politika mellett érhető el. A geopolitikai feszültségek erősödése többek között a külső kereslet elhúzódó visszaesését és a kockázati prémium hirtelen, nagymértékű megemelkedését eredményezheti, ami miatt az előrejelzési horizonton az inflációs cél elérését szintén csak az alappályánál szigorúbb monetáris politika biztosíthatja. A tartósan alacsony költségkörnyezetet és erősödő másodkörös hatásokat feltételező kockázati pálya ezzel szemben mérsékeltebb inflációhoz és erősebb gazdasági növekedéshez vezethet, ami összességében az alappályánál is lazább monetáris kondíciókat indokolhat.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemzik, és az inflációs nyomás mérsékelt maradhat. A reálgazdaság a monetáris politika horizontján deflációs hatású marad, a kibocsátási rés csak fokozatosan záródhat.

A beérkezett adatok alapján csökkent az inflációs várakozások túlzottan alacsony szintjéből adódó másodkörös hatások kialakulásának kockázata. A júniusi Inflációs jelentés előrejelzésének ismeretében, a középtávú inflációs kilátások átfogó áttekintését követően a Monetáris Tanács úgy ítéli meg, hogy az inflációs cél középtávú elérése további, kismértékű kamatcsökkentés irányába mutat.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2014	2015	2016
	Tény	Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)			
Maginfláció	2,2	1,5	2,8
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,4	1,3	2,4
Infláció	-0,2	0,3	2,4
Gazdasági növekedés			
Külső kereslet (GDP alapon)	1,6	1,9	2,5
Háztartások fogyasztási kiadása	1,7	3,2	3,0
Kormányzat végső fogyasztása	2,1	0,6	-0,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	11,7	2,2	-2,1
Belföldi felhasználás	4,3	2,5	1,1
Export	8,7	8,0	7,9
Import	10,0	7,6	7,0
GDP	3,6	3,3	2,5
Külső egyensúly¹			
Folyó fizetési mérleg egyenlege	4,1	5,4	6,3
Külső finanszírozási képesség	8,3	9,6	7,6
Államháztartás^{1,5}			
ESA-egyenleg (2014-re előzetes adat)	-2,6	-2,4	-2,2
Munkaerőpiac			
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset	2,4	3,2	3,9
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	5,3	2,2	2,0
Versenyszféra bruttó átlagkereset ²	4,3	3,5	4,6
Versenyszféra foglalkoztatottság	4,6	1,7	1,1
Munkanélküliségi ráta	7,7	6,9	6,3
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ³	4,3	0,5	2,9
Lakossági reáljövedelem ⁴	3,4	3,1	2,6

¹ A GDP arányában.

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

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

⁴ MNB-becslés.

⁵ A szabad tartalékok teljes törlésével.

1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

Az elmúlt időszakban folytatódott a magyar gazdaság dinamikus bővülése, míg az infláció változatlanul alacsony maradt. Az inflációs folyamatokat rövid távon továbbra is főként a költségek visszafogott alakulása határozza meg. Az inflációs alapmutatók a kereslet fokozatos élénkülésével összhangban enyhén emelkedtek. A javuló konjunktúrával párhuzamosan bővült a versenyszféra foglalkoztatottsága, míg a bérdinamika változatlanul mérsékelt maradt.

Az infláció idén és jövőre is elmaradhat középtávú céljától. A rendkívül mérsékelt költséghatások kifutásával az infláció a következő negyedévekben fokozatosan emelkedhet, ami a maginflációs mutatókban is egyre inkább megjelenik. Az inflációs alapfolyamatok növekedéséhez a kereslet élénkülése is hozzájárulhat. Bár a fogyasztás javulása növelheti a vállalatok árazási mozgásterét, ennek inflációs hatása kisebb lehet a válság előtt tapasztalttól. Az infláció csak a horizont végére közelítheti meg a középtávú célértéket. Az inflációs várakozások elmúlt időszakban megfigyelt stabilizálódása hozzájárul ahhoz, hogy a belső kereslet élénkülése mellett az árazás és a bérezés középtávon is az inflációs céllal összhangban alakulhasson.

Előrejelzési horizontunkon folytatódhat a gazdaság határozott bővülése. A növekedésben egyre markánsabb szerephez juthat a belföldi kereslet erősödése, ugyanakkor fontosabb európai felvevőpiacaink élénkülése révén exportteljesítményünk is javulhat, így előretételezve kiegyensúlyozott szerkezetű növekedés valósulhat meg. A belső kereslet élénkülésében egyre meghatározóbb lehet a fogyasztási kereslet növekedése, melyet leginkább az alacsony infláció, a javuló munkapiaci környezet és a személyi jövedelemadó kulcs csökkentése következtében emelkedő reáljövodelemek támogathatnak. Az elmúlt években a háztartások adósságállománya fokozatosan csökkent, és a Kúria döntése nyomán a bankokkal történő elszámolás tovább mérsékli a lakossági hitelállományt. Az adósság leépítése így egyre kevésbé foghatja vissza a fogyasztás élénkülését. Ezen túl a devizahitelek forintosítása érdemben mérsékelheti a háztartások árfolyamra való érzékenységét, mely támogathatja az óvatossági megfontolások oldódását, támogatva a fogyasztás élénkülését. A magánszektor beruházásai tovább bővíhetnek. A vállalati beruházások emelkedését a Növekedési Hitelprogram kiterjesztése mellett a javuló keresleti kilátások is segíthetik, míg a háztartások beruházási aktivitása a stabilabb hosszabb távú jövedelemvárakozások és a historikusan alacsony hozamkörnyezet következtében erősödhet. Az állami beruházások az előző EU-s ciklusból még rendelkezésre álló források idején aktív lehívását követően jövőre érdemben mérséklődhetnek. A következő években a nemzetgazdasági beruházási ráta 20 százalék közelében maradhat. A csökkenő állami beruházások és az élénkülő magánberuházások eredőjeként a hangsúly a vállalati és lakossági beruházások irányába tolódhat el. A nyomott költségkörnyezet és az EKB eszközvásárlási programja támogatja legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna növekedését. Ezzel összhangban felvevőpiacaink kereslete élénkülhet a következő negyedévekben, aminek következtében a nettó export növekedéshez való hozzájárulása az előrejelzési horizontunkon ismét erősödhet.

Folytatódhat a nemzetgazdasági foglalkoztatottság bővülése, amihez a közfoglalkoztatási programok mellett a versenyszféra létszámbővülése is hozzájárul. A vállalatok munkakereslete a javuló konjunktúrális folyamatok következtében tovább emelkedhet, miközben a munkanélküliségi ráta az aktivitás enyhe bővülése mellett is várhatóan csökken. Az egyre feszesebbé váló munkaerőpiac mellett a vállalati jövedelmezőség és a termelékenység javulása is a reálbérek emelkedése irányába hat. Előrejelzési horizontunk első felében a versenyszférában továbbra is mérsékelt béremelésekre számítunk az elmúlt időszakban tapasztalt alacsony inflációs környezethez alkalmazkodó inflációs várakozások következtében. Az előrejelzési horizontunk második felében ugyanakkor az inflációs céllal konzisztens értékre erősödő versenyszféra bérezést várunk a reálbérek és az inflációs ráta emelkedésével összhangban.

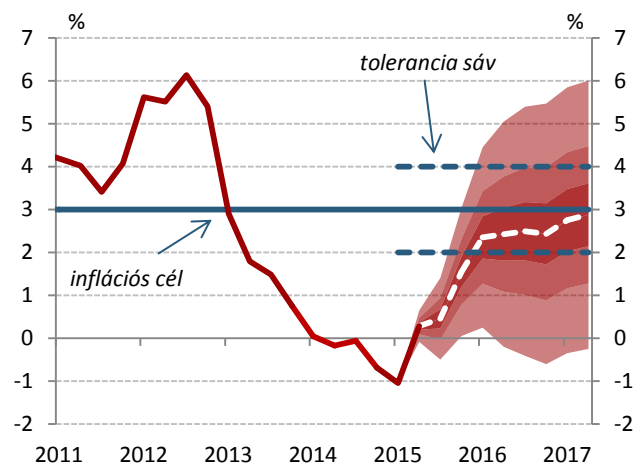
A gazdaság külső finanszírozási képessége a következő években is számottevő maradhat, ami hozzájárul a nettó külső adósság folytatódó csökkenéséhez. A költségvetés hiánya idén és jövőre is érdemben a GDP 3 százaléka alatt alakulhat, így annak mértéke a fegyvelmezett költségvetési politika folytatódása mellett a kormányzati hiánycél közelében alakulhat.

Összességében a reálgazdasági környezet továbbra is deflációs hatású, ugyanakkor annak erőssége a kibocsátási rés záródásával fokozatosan csökkenhet. Külkereskedelmi partnereink kibocsátása tartósan elmaradhat potenciális szintjétől, ami mérsékli a hazai exportszektor kapacitáskihasználtságát, így alacsony importált inflációt eredményez. Emellett a lakossági fogyasztás szintje jelenleg is érdemben elmarad a válság előtti értékétől, ugyanakkor előretételezve a belföldi kereslet élénkülése támogatja a kibocsátási rés záródását. Az infláció az alacsony költségsokkok kifutásával és az élénkülő kereslettel párhuzamosan csak a horizont végén emelkedhet a cél közelébe.

1.1. Inflációs előrejelzésünk

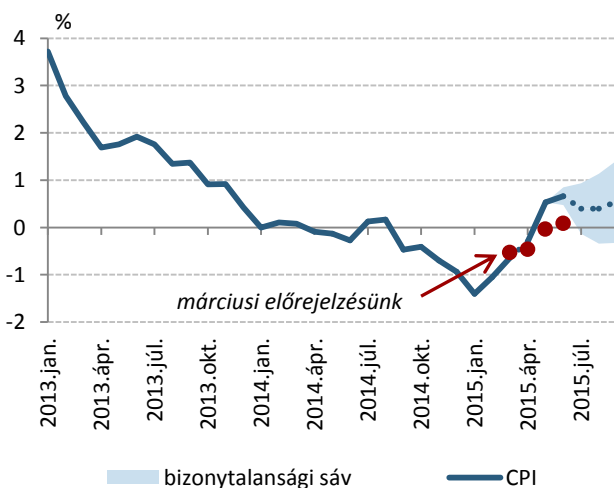
Bár az infláció a következő hónapokban emelkedhet, előrejelzési horizontunk első felében továbbra is visszafogottan alakul. A maginfláció a költségek lassú emelkedése, illetve a lakossági fogyasztás és bérdinamika élénkülésével összhangban fokozatosan növekedhet. Bár a fogyasztás javulása növelheti a vállalatok árazási mozgásterét, inflációs hatása kisebb lehet a válság előtt tapasztaltnál. Így az infláció csak az előrejelzési horizont végén kerülhet a középtávú cél közelébe.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB

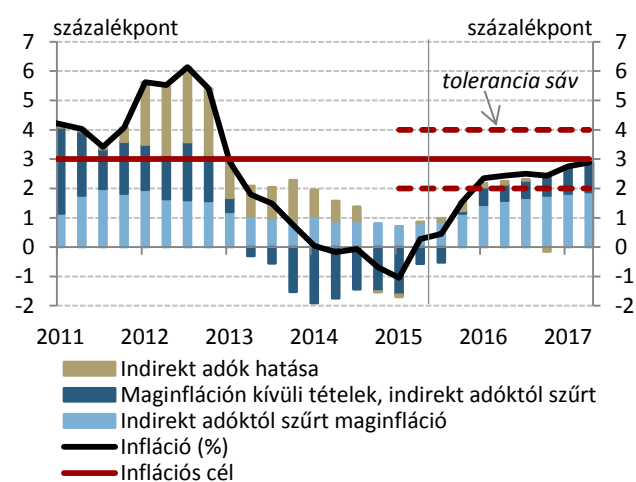
Az infláció idén és jövőre is elmarad a 3 százalékos középtávú céltól, és csak az előrejelzési horizont végén kerülhet annak közelébe. Az alacsony nyersanyagárak elsősorban az idei évben járhatnak hozzá az infláció céltól való elmaradásához. Ugyanakkor előrejelzésünkben a költségsokkok fokozatos kifutására számítunk, amely a belső kereslet élénkülésével együtt hozzájárul az indirekt adóktól szűrt maginfláció fokozatos emelkedéséhez. A maginfláció növekedésével párhuzamosan az infláció csak a horizont végére közelítheti meg a középtávú célértéket (1-1. ábra).

Rövid távú előrejelzésünk alapján az infláció a következő hónapokban már stabilan pozitív tartományban maradhat (1-2. ábra). Az infláció év végi emelkedését eredményezi a tavaly őszi szabályozottár-csökkentés mellett a korábbi jelentős üzemyagár-csökkenés bázishatása is. Az infláció idén éves átlagban 0,3, míg jövőre 2,4 százalékos lehet.

Az infláció pályáját továbbra is jelentősen befolyásolják a visszafogott költségoldali folyamatok, ugyanakkor előretételezve ezek fokozatos kifutására számítunk. Az EKB eszközvásárlási programja, illetve a nyomott költségkörnyezet korrekciója elősegítheti legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna inflációjának emelkedését. Ugyanakkor az importált inflációs nyomás középtávon historikus összevetésben továbbra is mérsékelt maradhat.

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

1-3. ábra: Inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: MNB

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei

		2014	2015	2016
Maginfláció		2,2	1,5	2,8
<i>Inflációs hozzájárulása</i>		<i>1,4</i>	<i>1,0</i>	<i>1,9</i>
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	-3,7	3,7	3,9
	Járműüzemanyag és piaci energia	-2,1	-8,1	1,9
	Szabályozott termékek	-6,6	-0,8	1,1
	Összesen	-4,9	-2,0	1,8
<i>Inflációs hozzájárulása</i>		<i>-1,7</i>	<i>-0,7</i>	<i>0,6</i>
Infláció		-0,2	0,3	2,4

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

Forrás: MNB

1-1. keretes írás: A 2016. évi költségvetési tervezet hatása a makrogazdaságra

A márciusi Inflációs jelentés óta több új kormányzati intézkedés is napvilágot látott: benyújtották a 2016-os költségvetési tervezetet és megjelent az új konvergencia program. Az alábbiakban az új, tervezett költségvetési információkat és ezek egyes makrogazdasági változókra gyakorolt hatását mutatjuk be.

A főbb tervezett intézkedések a következők:

- A személyi jövedelemadó 16 százalékos kulcsának 15 százalékra való csökkentése 107 milliárd forinttal növeli a háztartások elkölthető jövedelmét. Ezt részben ellensúlyozza, hogy a közfoglalkoztatottak nélküli állami bruttó keresettömeg 2016-ban a korábban gondoltnál kisebb mértékben emelkedhet annak következtében, hogy a törvényjavaslat szerint fenntartják az általános nominális bérfagyasztást a közszférában. 2016-ban az szja kulcs csökkentés mellett a személyi jövedelemadó rendszert érintő másik jelentős intézkedés a két gyermek után járó családi kedvezmény havi 20 ezer forintról 25 ezer forintra történő emelése. A családi kedvezményt igénybe vevő átlagos kétgyerekes adózó számára a kedvezmény növelése önmagában további 2 százalékpontos kulcs csökkentésnek felel meg. A három vagy több gyerek után kedvezményt igénylő adózók átlagosan fél százalékpontos adócsökkentést fognak érzékelni, mert egy részük számára a családi kedvezmény már az eddigi szabályok mellett is nullára vagy annak közelébe csökkentette az szja- és vonatkozó járulékfizetési kötelezettségüket. Az átlagos adózó mindegyik jövedelmi ötödben közel 1 százalékpontos átlagos szja-kulcs csökkentést fog tapasztalni (1-4. ábra).

munkaköltsége mérsékelten emelkedhet előrejelzési horizontunkon. Az inflációs cél közelében alakuló várakozások elősegíthetik a céllal konzisztens bér- és árdinamika fenntartását.

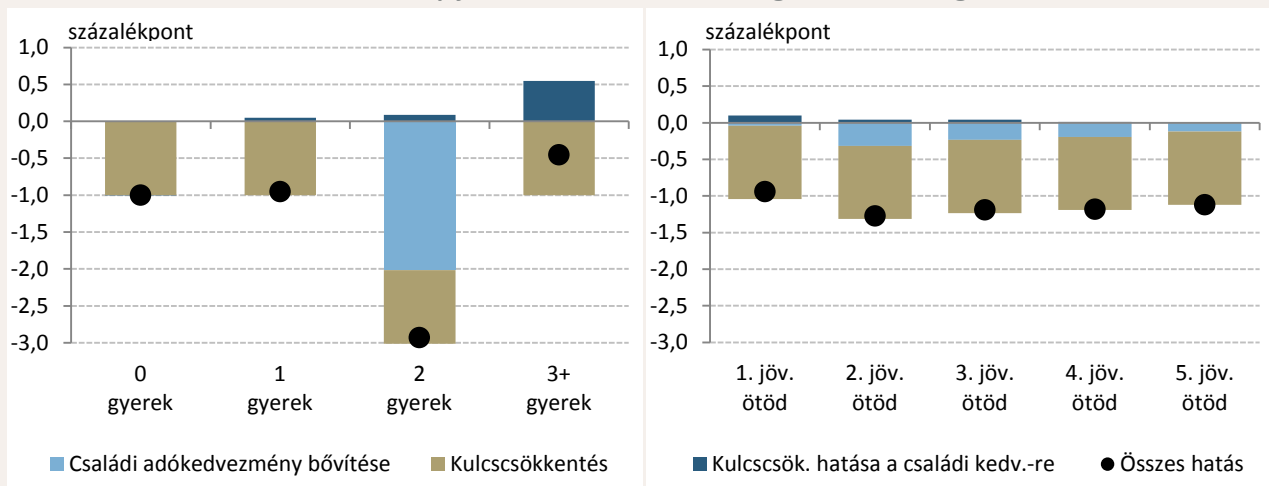
A maginfláción kívüli tételek árindexe továbbra is mérsékelten alakulhat (1-3. ábra és 1-1. táblázat). Az euróban kifejezett olajárak utóbbi időben bekövetkező növekedése ugyanakkor a termékkör inflációjának emelkedése irányába mutat. Ezen túl bázishatás következtében az üzemanyagok árindexének jelentős emelkedésére számítunk 2015–2016 fordulóján, ami a fogyasztóiár-indexet is jelentősen emelheti.

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

- A jövő évi inflációt mérsékelheti a sertés tőkehús áfájának 27 százalékról 5 százalékra való csökkentése.
- A jövő évi hitelezési aktivitást befolyásolhatja a pénzügyi szervezetek különadójában várható 72 milliárd forintos csökkenés.
- Azonban a hitelintézeteknek az OBA, a BEVA és a Quaestor Károsultak Kárrendezési Alapja felé történő várható befizetési kötelezettsége hozzávetőleg 25 milliárd forintot tehet ki.

A fentiekén kívül a KSH EDP-jelentése alapján a 2014-es kormányzati beruházás magasabb lett a vártnál, mely bázishatáson keresztül a 2015. évi előrejelzésünk szintjét is megemelte. Így bár a 2016-os kormányzati beruházás szintjére vonatkozó előrejelzésünk lényegesen nem változott, a dinamikája alacsonyabb lehet a korábban vártnál.

1-4. ábra: Az összevont adóalap jövedelmeire vonatkozó átlagos adókulcs megváltozása 2016-ban



Megjegyzés: A számításnál az összevont adóalapba tartozó bruttó jövedelmek utáni szja-t valamint a családi adó-járadékkedvezményeket vettük figyelembe.

Forrás: MNB

Összefoglalva a fentiek makrogazdasági hatásait, a személyi jövedelemadó kulcsának csökkentése a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének emelkedésén keresztül befolyásolhatja a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseit. Az adócsökkentés miatt megemelkedik a lakosság reáljövedelme, így növelhetik fogyasztási kiadásaitak hozzájárulva ezáltal a belföldi kereslet élénküléséhez.

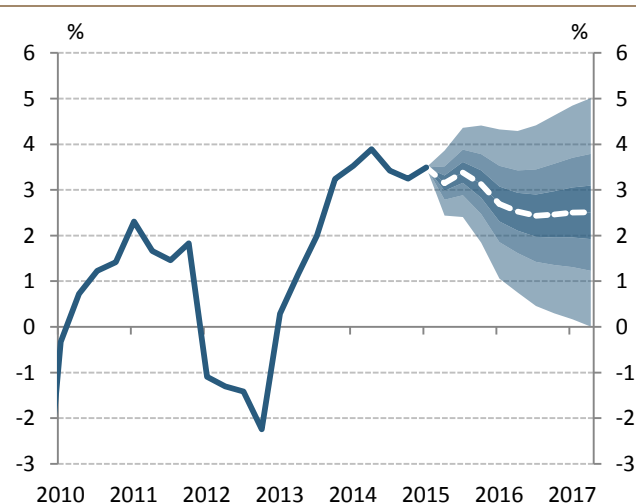
A tervezett intézkedések két ellentétes oldalról befolyásolhatják az inflációt. Egyrészt az áfa tervezett csökkentése közvetlenül hatással van a fogyasztóiár-index szintjére, másfelől a fogyasztás élénkülése árnövelő hatású lehet. Az áfacsökkentés technikai dezinflációs hatása 0,2 százalékpont, azonban múltbeli tapasztalatok alapján az áfacsökkentés kisebb mértékben jelenik meg a fogyasztói árakban, így a tényleges hatás várhatóan ennél némileg kisebb lehet. A személyi jövedelemadó kulcsának csökkentése következtében élénkülő fogyasztás a maginfláció emelkedése irányába hathat. Az intézkedések együttesen a teljes inflációra nézve enyhén dezinflációs hatásúak.

A rövid távú hatások mellett a költségvetésben megjelenő intézkedések a hosszú távú potenciális növekedést nem érintik, így annak emeléséhez további strukturális reformok szükségesek.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A következő években folytatódhat a gazdaság bővülése. A növekedéshez a belső kereslet mellett a javuló külső kereslet egyaránt hozzájárulhat. Az alacsony infláció, illetve a személyi jövedelemadó kulcsának csökkentése emeli a háztartások reáljövedelmét, így az előrejelzési horizontunkon folyamatosan élénkülő fogyasztással számolunk. A fogyasztás élénkülését ezen túl támogathatják a háztartások eladósodottságának számottevő mérséklődésével oldódó óvatossági megfontolások is. A magánberuházások tovább bővíhetnek előrejelzési horizontunkon, melyhez a lakossági beruházások emelkedése mellett a Növekedési Hitelprogram kiterjesztésén keresztül a vállalati beruházások is hozzájárulhatnak. Az állami beruházások az EU-források intenzív felhasználásának köszönhetően az idei évben is magas szinten alakulhatnak, ugyanakkor az új EU-s költségvetési ciklus belépésével a jövő évben mérséklődnek. A továbbra is alacsony olajáraknak, illetve az EKB eszközvásárlási programjának köszönhetően főbb külkereskedelmi partnereink javuló gazdasági teljesítményére számítunk, így az export bővülése változatlanul dinamikus lehet.

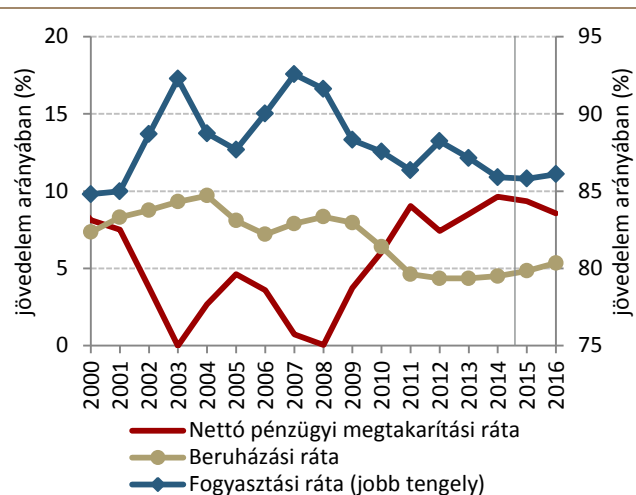
1-5. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján.

Forrás: MNB

1-6. ábra: Lakossági jövedelmek felhasználása



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

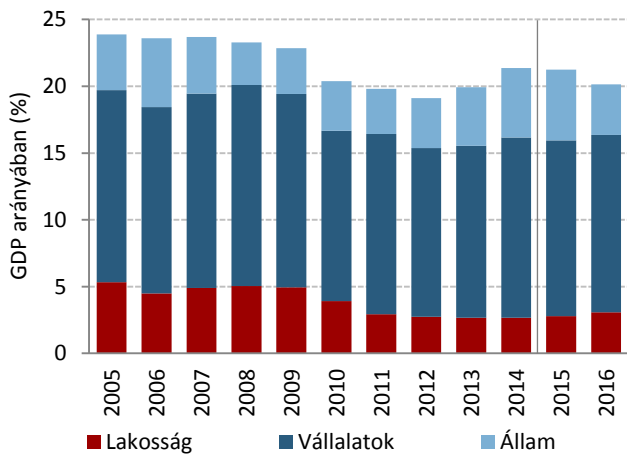
Forrás: KSH, MNB

A gazdasági növekedés továbbra is élénk maradhat előrejelzési horizontunkon, melyet az alacsony infláció miatt növekvő reáljövedelmek, illetve felvevőpiacaink erősödő növekedése révén emelkedő exportteljesítmény egyaránt támogat. A növekedésben egyre erősebb szerepet tölthet be a lakossági fogyasztás élénkülése. A magyar gazdaság 2015-ben 3,3 százalékkal, míg 2016-ban 2,5 százalékkal növekedhet (1-5. ábra, 1-9. ábra).

A lakossági fogyasztás előrejelzési horizontunkon folyamatosan erősödhet. Ez leginkább a javuló munkaerőpiaci folyamatoknak és a személyi jövedelemadó kulcsának csökkentése következtében emelkedő rendelkezésre álló jövedelmeknek köszönhető. A bankokkal történő elszámolás az idei évben hozzájárulhat a fogyasztás élénküléséhez mind a vagyon, mind a jövedelmi csatornán keresztül. Ezen túl a devizahitelek forintosítása mérsékli a háztartások árfolyamra való érzékenységét, ami érdemben hozzájárulhat az óvatossági megfontolások fokozatos oldódásához. Ennek következményeként arra számítunk, hogy előrejelzési horizontunkon csökkenhet a pénzügyi megtakarítási ráta a jelenlegi magas szintjéről, míg a fogyasztási és a lakossági beruházási ráta fokozatosan emelkedhet (1-6. ábra).

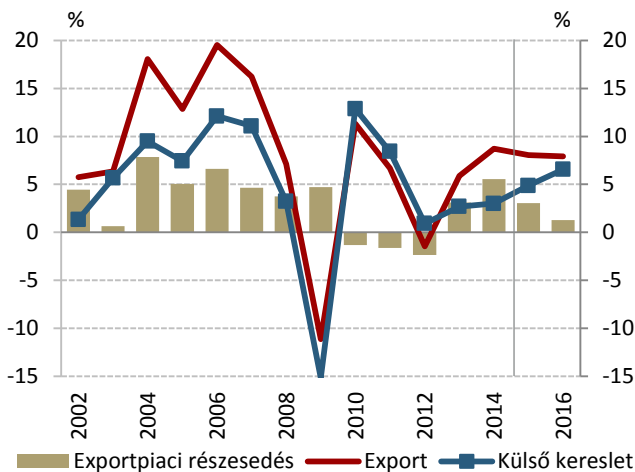
A nemzetgazdasági beruházások aránya továbbra is stabilan 20 százalék felett alakulhat a kibocsátáson belül, ugyanakkor szerkezetének átalakulására számítunk. A magánberuházások aránya nőhet a beruházásokon belül. A Növekedési Hitelprogram Plusz (NHP+) elindulásával a kockázatosabb vállalatok kedvezőbb hitelezési feltételekkel juthatnak forráshoz, mely az élénkülő konjunktúrával együtt hozzájárulhat a vállalati beruházási aktivitás javulásához. A háztartások beruházási aktivitásának emelkedésére számítunk, ami a lakáspiac élénkülésével, illetve a lakástámogatási rendszer kiterjesztésével magyarázható. Az állami beruházások a 2014-es év erőteljes növekedése után idén tovább bővíhetnek. Ugyanakkor a 2007–2013-as uniós költségvetési ciklus kifizetésével 2016-ban jelentősen

1-7. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

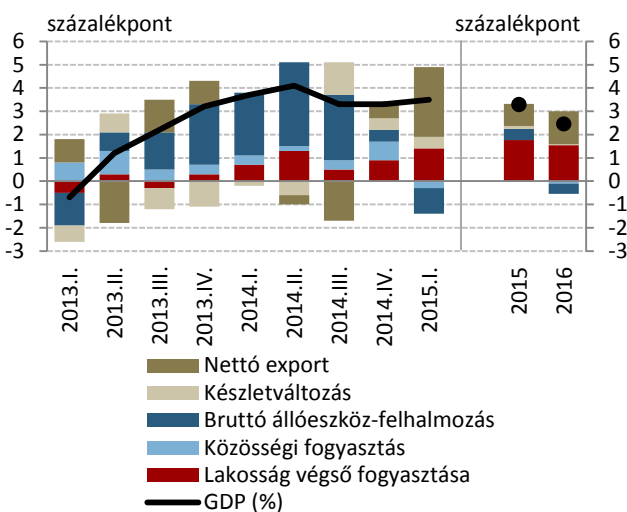
1-8. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: MNB

1-9. ábra: A GDP-növekedés alakulása



Forrás: KSH, MNB

csökkenhetnek (1-7. ábra).

A vállalati hitelállomány további bővülésére számítunk előrejelzési horizontunkon, amihez a Növekedési Hitelprogram kiterjesztésén túl a bankadó fokozatos csökkentése is hozzájárulhat. A lakossági hitelállomány leépülése tovább folytatódhat. A fogyasztási hitelek iránti kereslet még évekig mérsékelt maradhat, ugyanakkor a lakáspiac élénkülésének köszönhetően az új ingatlanhitelek kihelyezése bővíthet.

A külső kereslet élénkülése támogatja az export növekedését, illetve exportpiaci részesedésünk is bővíthet előrejelzési horizontunkon. Az alacsony olajárak, illetve az EKB eszközvásárlási programja segíthetik külkereskedelmi partnereink növekedését, melynek hatását tompíthatja az orosz és az ukrán gazdaság gyenge teljesítménye. Az euro leértékelődése kedvezően hathat az eurozóna exportőreinek versenyképességére, ami a hazai beszállítók teljesítményét is támogathatja hozzájárulva ezáltal az export élénküléséhez. Az új kapacitások kiépülése mellett az elmúlt években leértékelt szinten alakuló reálárfolyam is támogathatja exportpiaci részesedésünk további emelkedését (1-8. ábra). Az import dinamikája 2015-ben fékeződhet, ami a nagy importigényű beruházások mérséklődő arányának köszönhető. Ezzel párhuzamosan a nettó export növekedéshez való hozzájárulása fokozatosan emelkedhet (1-9. ábra). A tavalyi év második felében tapasztalt olajárcsökkenés következtében az idei évben a cserearány javulására számítunk.

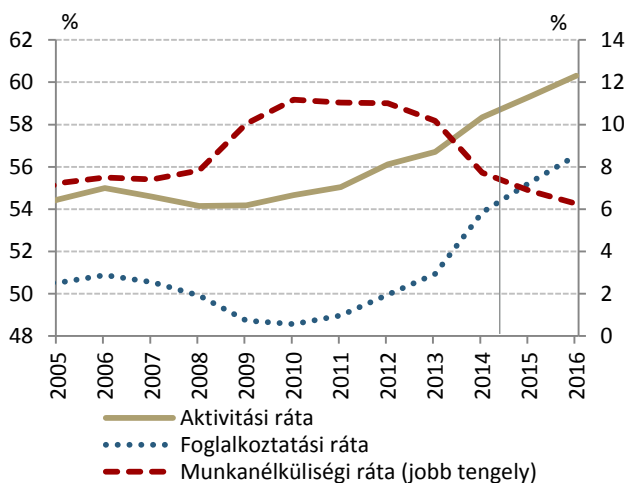
A kibocsátás előrejelzési horizontunkon fokozatosan közelít potenciális szintjéhez. A belföldi eredetű inflációs nyomás szempontjából releváns lakossági fogyasztás élénkülése folytatódhat, ugyanakkor a fogyasztás szintje továbbra is jelentősen elmarad a válság előttitől. A reál gazdaság dezinflációs hatása az előrejelzési horizonton fokozatosan csökken, a kibocsátási rés 2017-ben záródhat.

Az aggregált kereslet bővülése a potenciális növekedés alakulására is kedvezően hat, amelyhez a munkapiaci aktivitás növekedése, a munkanélküliség mérséklődése és a vállalati beruházások növekedése egyaránt hozzájárulhatnak előrejelzési horizontunkon. Így összességében a gazdaság növekedését a kibocsátási rés záródásán túl a potenciális növekedés fokozatos emelkedése is támogatja.

1.3. Munkapiaci előrejelzésünk

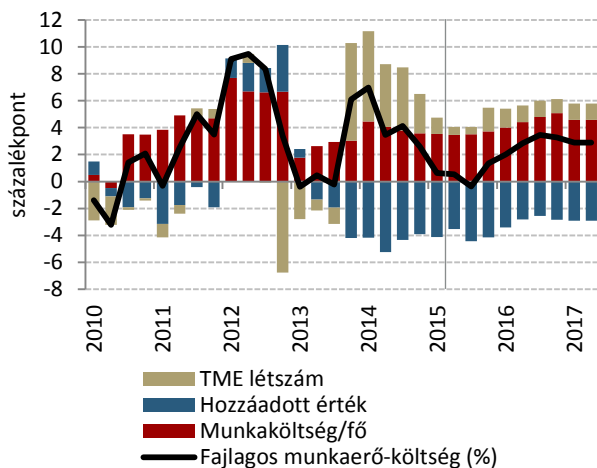
Az aktivitás és a nemzetgazdasági foglalkoztatottság növekedése tovább folytatódhat előrejelzési horizontunkon. A versenyszféra létszáma a javuló konjunktúrával párhuzamosan emelkedhet, míg a közmunkaprogramok továbbra is érdemben hozzájárulnak a nemzetgazdasági foglalkoztatottság növekedéséhez. A munkanélküliségi ráta jövőre 6 százalék közelébe süllyedhet. A munkapiac feszessége, a vállalati jövedelmezőség és a termelékenység javulása egyaránt a reálbérek emelkedése irányába hatnak. A stabilizálódó inflációs várakozások elősegíthetik, hogy a monetáris politika időhorizontján az inflációs céllal konzisztensen alakulhasson a bérezés és az árazás.

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



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

1-11. ábra: A versenyszféra fajlagos munkaerőköltség dekompozíciója



Megjegyzés: TME – Teljes munkaidő egyenértékes.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

Előrejelzési horizontunkon az aktivitási ráta lassuló ütemű emelkedésére számítunk. A válság óta a munkakinálat növekedését célzó intézkedések következtében az aktivitási ráta érdemben növekedett, melyeknek bár egyre kisebb mértékben, de még a következő években is lehet hatása. Továbbá a javuló konjunkturális környezettel összhangban az ún. „reményvesztett munkanélküliek” munkaerőpiacra történő visszatérése is elősegítheti az aktivitási ráta emelkedését (1-10. ábra).

A foglalkoztatás növekedéséhez a közfoglalkoztatottság tervezett kiterjesztése mellett egyre nagyobb mértékben járul hozzá a versenyszféra foglalkoztatottságának bővülése. A versenyszféra munkakereslete fokozatosan emelkedhet előrejelzési horizontunkon. A részmunkaidős foglalkoztatás térnyerésének köszönhetően a foglalkoztatottak száma a ledolgozott munkaerőtömegnél gyorsabb ütemben növekedhet. A nemzetgazdasági foglalkoztatás emelkedésében a következő években is érdemi szerep jut a közfoglalkoztatotti létszám tervezett bővülésének. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy 2016 végére 300 ezer főre emelkedhet a közfoglalkoztatási programokban résztvevők létszáma.

Az élénkülő munkapiaci keresletnek köszönhetően a munkaerőpiac egyre feszesebbé válhat, emellett a vállalati jövedelmezőség és a termelékenység javulása is teret adhat a reálbérek emelésére. Előrejelzési horizontunk első felében a versenyszférában továbbra is mérsékelt béremelésekre számítunk az elmúlt időszakban tapasztalt alacsony inflációs környezethez alkalmazkodó inflációs várakozások következtében, így a versenyszféra bérdinamikája visszafogott maradhat. Az előrejelzési horizontunk második felében ugyanakkor az inflációs céllal konzisztens értékre erősödő versenyszféra bérezést várunk a reálbérek és az inflációs ráta emelkedésével összhangban (1-11. ábra).

Az állami szektorban a bérek visszafogott emelkedésével számolunk. Továbbá a közmunkaprogram kiterjesztése a résztvevők alacsony bérszintje miatt összetételhatáson keresztül csökkenti a nemzetgazdasági bérinterindexet.

1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2015		2016		Változás	
	Március	Június	Március	Június	2015	2016
EUR/USD	1,125	1,109	1,121	1,104	-1,4%	-1,5%
Olajár (USD/hordó)	61,3	61,6	68,8	68,0	0,5%	-1,2%
Élelmiszerárak						
Búza (USD/véka)	5,26	5,10	5,54	5,46	-3,8%	-1,4%
Kukorica (USD/véka)	3,98	3,70	4,26	3,95	-6,5%	-7,3%
Eurózóna infláció (%)	-0,2	0,0	1,1	1,2	0,2 szp.	0,1 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	1,5	1,7	2,0	2,1	0,2 szp.	0,1 szp.

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

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

Az elmúlt hónapokban a dollárban kifejezett olajárakat a márciusi feltevéssünkhöz képest enyhén magasabb árszint és volatilis dinamika jellemezte. Az elmúlt időszak folyamatait a finomított termékek megnövekedett kereslete által kiváltott emelkedő nyersolaj-felvásárlások magyarázhatják. Összességében az olajárak továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak, melyet a megnövekedett kínálat mellett a gyenge kereslet – elsősorban a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása – okozhat. A határidős olaj jegyzésárak enyhén emelkedő pályát vetítenek előre, az előrejelzési horizont végén márciusi feltevéssünkhöz hasonló szinten helyezkednek el. Az olajár várható alakulása körüli bizonytalanság továbbra is jelentős az elemzők között, a fedezeti pontokhoz tartozó olajárak széles sávban szóródnak. Összességében az elmúlt időszakban a forintban kifejezett olajárak is emelkedtek, melyhez az olajár emelkedése mellett a forint-dollár árfolyam gyengülése is hozzájárult. Aktuális feltevéssünkhöz az euro gyengébb szinteken tartózkodik a márciusi feltevéssünkhöz képest, mely erősítette az euróban kifejezett olajárak emelkedését.

A márciusi Inflációs jelentés óta eltelt időszakban a búza és a kukorica tőzsdei jegyzésárai mérséklődtek. E mögött döntően a bőséges kínálat, az északi félteke búzavetéseinek állapotáról és kukoricavetésének folyamatáról érkező kedvező hírek állhatnak, amelyeket februárban az oroszországi búzára bevezetett exportvám májusi eltörlése is támogathatott. A határidős jegyzések alapján előretételezve mérsékelt gabonaárak prognosztizálhatók. A hazai folyamatokat tekintve az őszibúza-állomány állapotáról és a jól haladó kukoricavetéséről érkező kedvező hírek – a nemzetközi eseményekhez hasonlóan – változatlanul alacsony szinten tartották a búza és a kukorica határidős jegyzésárait a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) árupiaci szekciójában.

Az eurozóna inflációja továbbra is alacsonyan alakulhat a mérsékelt növekedési kilátások és a nyomott költségkörnyezet következtében. Ugyanakkor az elmúlt időszakban növekvő olajárak mellett az EKB eszközvásárlási programja támogathatja az eurozóna inflációjának fokozatos emelkedését, így összességében az előző Inflációs jelentésben alkalmazott feltevésszinthez képest némiképp magasabb árszintemelkedésre számíthatunk az euroövezet országaiban. Az euro/dollár keresztárfolyamban látott jelentős elmozdulás és az inflációs várakozások egyaránt azt jelzik, hogy a piaci várakozások alapján kevésbé valószínű defláció kialakulásának esélye az euroövezetben. Az EKB és a Fed eltérő monetáris politikai irányultsága miatt továbbra is tartósan gyenge euroárfolyammal számolunk.

Az utóbbi időszakban az eurozóna gazdasági teljesítményére vonatkozó várakozásaink kismértékben javultak. Ezt elsősorban a várakozásokat enyhén meghaladó beérkezett adatok, az alacsony olajárak, illetve a gyengébb euro növekedéstámogató hatása indokolhatja. A javuló gazdasági teljesítményt ugyanakkor árnyalhatja a fejlődő országok gazdasági növekedésének kismértékű lassulása mellett az orosz–ukrán konfliktus is.

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

	2014	2015		2016	
	Tény	Előrejelzés			
		Március	Aktuális	Március	Aktuális
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció	2,2	1,6	1,5	3,0	2,8
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,4	1,4	1,3	2,5	2,4
Infláció	-0,2	0,0	0,3	2,6	2,4
Gazdasági növekedés					
Külső kereslet (GDP alapon)	1,6	1,7	1,9	2,5	2,5
Háztartások fogyasztási kiadása	1,7	3,2	3,2	2,7	3,0
Kormányzat végső fogyasztása	2,1	0,7	0,6	0,2	-0,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	11,7	5,2	2,2	-1,2	-2,1
Belföldi felhasználás	4,3	3,0	2,5	1,2	1,1
Export	8,7	7,3	8,0	7,6	7,9
Import	10,0	7,4	7,6	6,8	7,0
GDP	3,6	3,2	3,3	2,5	2,5
Külső egyensúly¹					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	4,1	5,3	5,4	6,3	6,3
Külső finanszírozási képesség	8,3	8,8	9,6	7,8	7,6
Államháztartás^{1,5}					
ESA-egyenleg (2014-re előzetes adat)	-2,6	-2,4	-2,4	-2,2	-2,2
Munkapiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset	2,4	3,4	3,2	3,6	3,9
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	5,3	1,7	2,2	2,2	2,0
Versenyszféra bruttó átlagkereset ²	4,3	3,5	3,5	4,6	4,6
Versenyszféra foglalkoztatottság	4,6	1,0	1,7	1,1	1,1
Munkanélküliség	7,7	6,9	6,9	5,9	6,3
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ³	4,3	0,5	0,5	2,6	2,9
Lakossági reáljövedelem ⁴	3,4	3,1	3,1	2,2	2,6

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

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

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

¹ 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.

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

³ A GDP arányában.

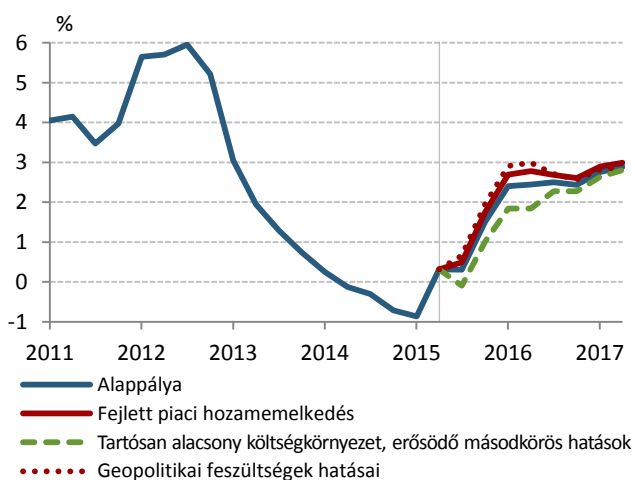
⁴ A szabad tartalékok teljes törlésével.

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

2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak. A fejlett piaci hozamemelkedés a fejlődő piacokon a kockázati prémium felfelé tolódását okozhatja. Ezen scenárióban az inflációs cél elérését az alappályában feltételezettnél szigorúbb monetáris politika biztosíthatja. Az elmúlt időszakban rendkívül kedvező költségkörnyezet jellemezte a magyar gazdaságot. Amennyiben a globális nyersanyagárak az előrejelzésben várt korrekcióval szemben a következő években is tartósan alacsony szinten maradnak, akkor az erősítheti a várakozásokon keresztül jelentkező másodkörös hatások kialakulásának valószínűségét. Ezen forgatókönyv realizálódása esetén az inflációs cél elérése az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciókkal lehet elérhető. Végezetül a geopolitikai feszültségek erősödése többek között a külső kereslet elhúzódó visszaesését és a kockázati prémium hirtelen, nagymértékű megemelkedését okozhatja, ami miatt az előrejelzési horizonton az inflációs cél elérését csak az alappályánál szigorúbb monetáris politika biztosíthatja.

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



Forrás: MNB

Fejlett piaci hozamemelkedés

A fejlett országok hozamkörnyezete továbbra is erőteljes hatással van a hazai hosszú hozamokra. A Fed monetáris politikájával kapcsolatos bizonytalanság az amerikai alapkamat pályájával kapcsolatos várakozások mellett a lejáratú prémium elemek változásán keresztül is befolyásolja a magyar hozamalakulást. Az amerikai folyamatok mellett **az eurozóna hozamkörnyezete is érezhető hatással van a régióra**, az utóbbi időszakban megfigyelt intenzív hozamemelkedés a hazai hozamokat is érdemben befolyásolta.

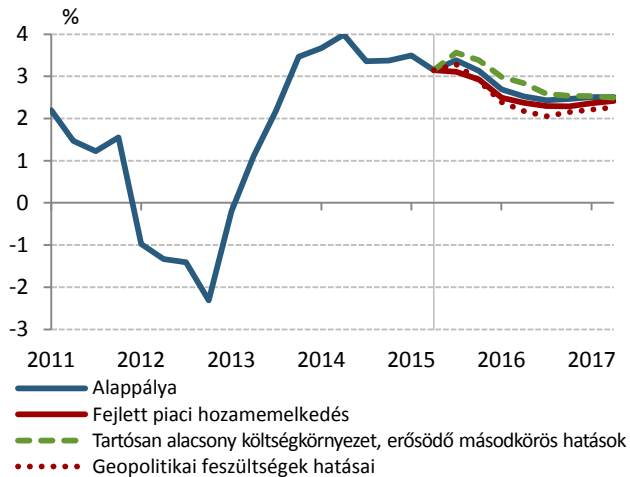
A fejlett piacokon a monetáris kondíciók vártnál korábbi szigorodása a feltörekvő régióban a befektetői hangulat romlását, a tőkeáramlás irányának hirtelen megfordulását és a kockázati prémiumok emelkedését okozhatja. Az eurozóna-hozamok vártnál gyorsabb emelkedése, valamint az év második felében az amerikai monetáris kondíciók szigorodása Magyarország esetében az alappályában kalkuláltnál **magasabb kockázati prémium pályával** ragadható meg. Az importált inflációs hatások emelkedése miatt az **előrejelzési horizonton az inflációs cél elérését szigorúbb monetáris politika biztosíthatja.**

Tartósan alacsony költségkörnyezet, erősödő másodkörös hatások

A jövő évre vonatkozó határidős jegyzések a legtöbb nyersanyagár esetében enyhén emelkedő pályát vetítenek előre. Összességében azonban a nyersanyagárak továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak, melyet a megnövekedett kínálat mellett a gyenge kereslet – elsősorban a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása – okozhat.

Amennyiben az alappályában várt korrekcióval szemben a nyersanyagárak tartósan alacsony szinten maradnak, a

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

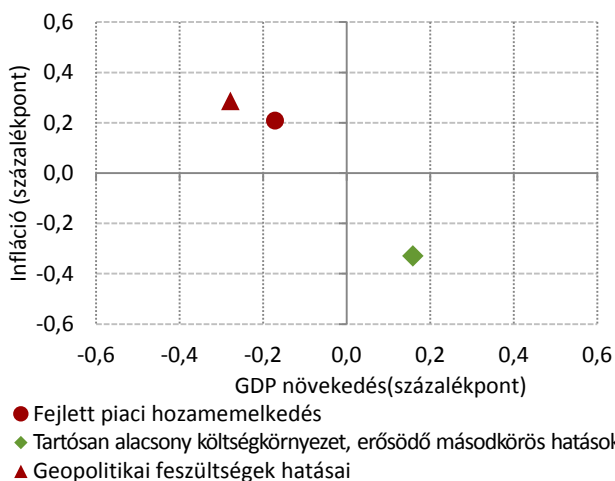


Forrás: MNB

vállalatok esetében a termelési költségek további csökkenését, a háztartásoknál pedig a vásárlóerő növekedését okozhatja. Az inflációs várakozások további süllyedésén keresztül a másodkörös hatások is erősödhetnek. A versenyszektor nominális bérdinamikája mérséklődhet, amennyiben a vállalatok a hosszabb ideje tapasztalt alacsony inflációs környezettel összhangban kezdenek el bérezni. A háztartások növekvő vásárlóereje általában pozitívan hathat az importőr országok növekedési kilátásaira, ami a külső és belső keresleti feltételek javulásán keresztül egyaránt támogathatja a hazai növekedést.

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

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



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

Forrás: MNB

Geopolitikai feszültségek hatásai

A tavalyi év első felében fokozatosan sérülékenyebbé vált a nemzetközi növekedési környezet. Több régióban is geopolitikai feszültségek fékeztek a növekedés dinamikáját. Az orosz–ukrán konfliktus negatív hatásai, valamint Görögország eurozónából való kilépésével (Grexit) kapcsolatos fertőzés nem zárható ki sem a régiós országok, sem Magyarország esetében, ugyanakkor az elmúlt időszak pénzpiaci folyamatai arra utalnak, hogy a fertőzés a korábbiaknál korlátozottabb mértékű lehet.

A geopolitikai problémák (orosz–ukrán konfliktus, iraki, líbiai zavargások, Grexit) folyamatos jelenléte több csatornán keresztül is érintheti a hazai gazdaságot. A bizalmatlanság általános növekedése a régiós eszközárak növekvő volatilitását okozhatja és a kockázati prémium emelkedésén keresztül negatív gazdasági következményekkel járhat. Emellett az orosz és ukrán gazdasági növekedés visszaesése az importkeresletük csökkenésén keresztül negatívan hat a hazai kivitel alakulására. Grexit esetén a kockázati indexek emelkedésével párhuzamosan a magyar kockázati felár is emelkedne. Összességében a geopolitikai problémák erősödése esetén a gazdasági hatások az előrejelzési horizont egészén mérsékelhetik növekedési kilátásainkat.

Ebben a forgatókönyvben a geopolitikai feszültségek erősödése a befektetői hangulat romlását okozza, amely az aktuálisnál magasabb kockázati prémium pályával konzisztens. A kockázati pálya feltételezése szerint az

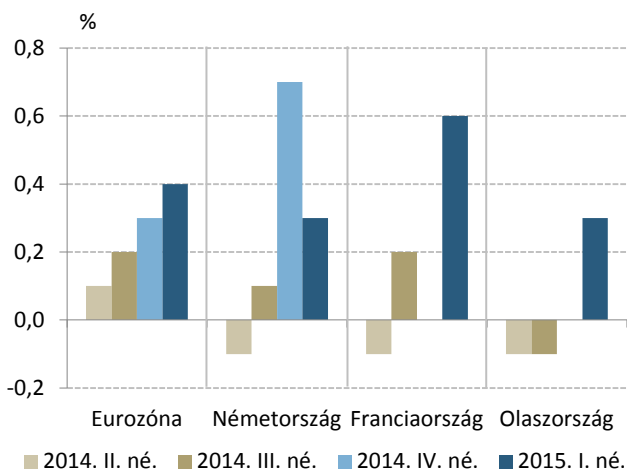
orosz és az ukrán gazdaság visszaesése az importkeresletük csökkenésén keresztül **érdemi lefelé mutató kockázatot jelent külső keresletünk és exportunk alakulására nézve**. Az importált infláció emelkedése miatt előrejelzési horizontunkon **az inflációs cél elérését az alappályában feltételezettnél szigorúbb monetáris politika biztosíthatja**.

3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

3.1. Nemzetközi környezet

A világgazdaság növekedése visszafogott ütemben, de 2015 első negyedében is folytatódott. Az euroövezetben az első negyedéves növekedés némileg gyorsult, azonban az amerikai gazdaság negyedéves adatok alapján visszaesést mutatott. A kínai gazdaság bővülése tovább lassult, de továbbra is érdemben meghatározza a világgazdasági növekedést. Az inflációs ráták csökkenő tendenciája megállt, ugyanakkor a főbb régiók inflációs mutatói eltérően alakultak. A legtöbb országban az inflációs és kapacitáskihasználtsági folyamatok a laza monetáris kondíciók fenntartásának, egyes országokban további lazításának irányába mutatnak.

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat

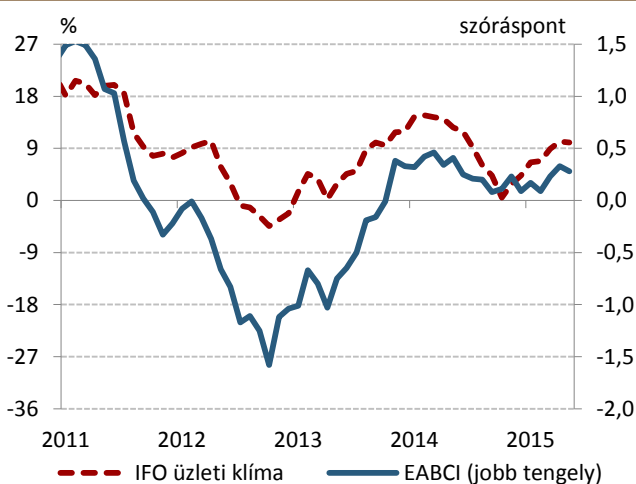
3.1.1. Globális konjunkturális folyamatok

A világgazdaság teljesítménye változatlanul visszafogott képet mutatott az elmúlt hónapokban, miközben a régiók között továbbra is jelentős különbségek állnak fenn. Az euroövezet gazdasága 2015 első negyedében az előzetes adatok alapján enyhén bővült. Immáron harmadik negyedéve látható némi gyorsulás a konjunktúrában. Az Egyesült Államokban a gazdasági növekedés üteme éves összevetésben gyorsult, ugyanakkor az előző negyedévhez képest visszaesés volt megfigyelhető. A globális növekedési kilátások enyhén javultak az előző negyedévhez képest, amit az eurozóna növekedésével kapcsolatos javuló várakozások magyaráznak. Ezzel párhuzamosan az orosz gazdaság visszaesésével kapcsolatos prognózisok nem romlottak tovább, a fejlődő országok közül a nagy súlyt képviselő Kína esetében kismértékben tovább lassulhat a növekedés. A fejlett országok növekedésével kapcsolatos kilátások összességében javultak, míg a feltörekvő országok esetében a korábbi negyedévhez hasonló ütemben bővíthet a gazdaság.

Az első negyedéves adatok alapján az eurozóna gazdasága mérsékelt ütemben bővült (0,4 százalékkal) az előző negyedévhez képest (3-1. ábra). Az euroövezet magországaiban, az általános képhez hasonlóan, kismértékű növekedés volt megfigyelhető, ugyanakkor kiemelendő, hogy a francia gazdaság a tavaly év végi stagnálás után 0,6 százalékkal ismét bővílni tudott. A legfontosabb külkereskedelmi partnerünknek számító Németország 0,3 százalékkal bővült az előző negyedévhez képest, ami némileg elmaradt a várakozásoktól. A növekedést továbbra is a belső kereslet élénkülése magyarázza, elsősorban a fogyasztásnak köszönhetően. A nettó export növekedési hozzájárulása negatív volt, melyet az orosz-ukrán konfliktus és a lassuló ázsiai kereslet magyarázhat.

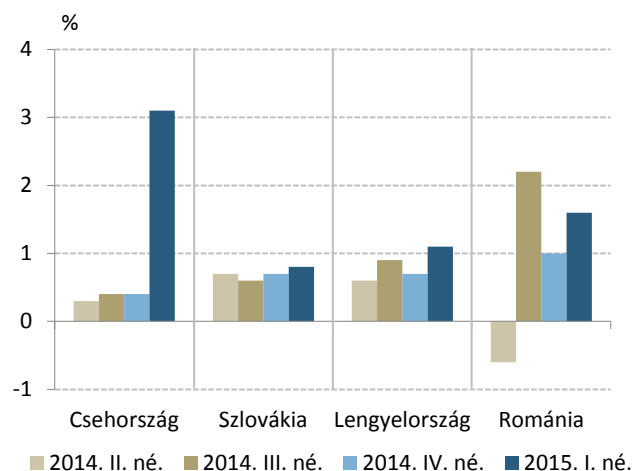
A perifériaországok többsége bővülést mutatott az első negyedévben. Előzetes adatok alapján Spanyolország bővült jelentősebben az előző negyedévhez képest (0,9 százalék). Portugáliában és Olaszországban kismértékű növekedés volt megfigyelhető 2014 utolsó negyedévéhez

3-2. ábra: Német és euroövezeti konjunkturaindikátorok alakulása



Forrás: Európai Bizottság, IFO

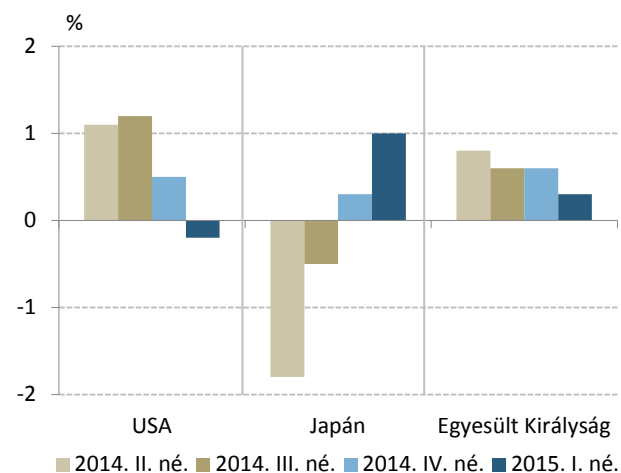
3-3. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a kelet-közép-európai országokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat

3-4. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a fejlett gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított negyedéves változás.

Forrás: OECD

képest, míg Görögország gazdasági teljesítménye tovább mérséklődött.

Az eurozóna belső keresletének élénkülését az alacsony olajár és az EKB eszközvásárlási programjának kibővítése révén mérséklődő finanszírozási költségek is támogatják 2015-ben. Az EKB áprilisi hitelezési felmérése a vállalati hitelkondíciók további enyhülését jelzi, és a megkérdezett bankok ennek megfelelően érzékelik is a vállalatok hitelkeresletének növekedését. Előretekintve is ezeknek a tendenciáknak a folytatódása várható.

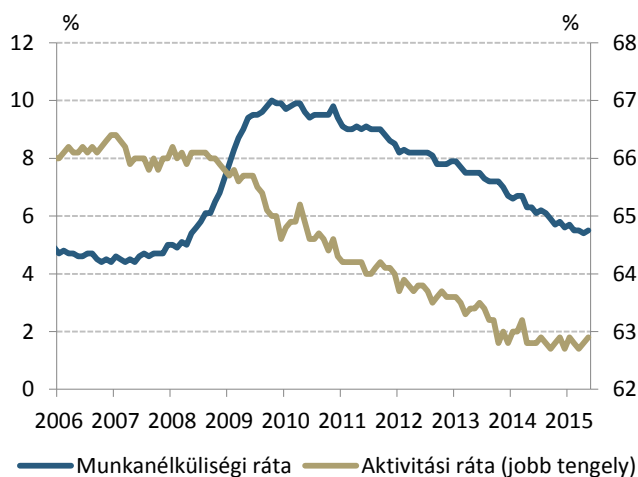
Az előretekintő indikátorok javuló teljesítményt vetítenek előre az eurozónában (3-2. ábra). Az üzleti bizalom az euroövezetben némileg emelkedett az elmúlt hónapokban. Az Ifo indikátor alapján a német gazdaság kilátásai november óta javulnak, ami az ipari termelési adatokban is tükröződik, így előretekintve folytatódhat a lassú konjunkturális javulás. Az euroövezet munkanélküliségi rátája 2015 első három hónapjában 11,3 százalékon stagnált, ugyanakkor ez némileg alacsonyabb szintet jelent 2014 év végéhez képest.

A kelet-közép-európai régió erőteljesen bővült az előző negyedévhez képest (3-3. ábra). 2015 első negyedévében a cseh gazdaság teljesített a legjobban, negyedéves összevetésben 3,1 százalékkal, míg az előző évhez képest 4,2 százalékkal növekedett, amely a fogyasztás bővüléséhez, illetve a készletállomány-növekedéséhez köthető. Románia esetében is jelentős javulás volt tapasztalható a növekedésben, melyhez termelői oldalon valamennyi iparág hozzájárult, míg felhasználói oldalon a háztartások fogyasztásának és a beruházásoknak volt érdemi szerepe. A lengyel növekedést elsősorban a belső keresleti tételek élénkülése magyarázta, emellett 2013 negyedik negyedéve óta először volt pozitív a nettó export növekedési hozzájárulása. Szlovákiában a növekedést mind a belső, mind a külső kereslet élénkítette.

Az Egyesült Királyságban némileg lassult a növekedés éves és negyedéves összevetésben is (3-4. ábra). A fogyasztás tovább bővült az év elején a jövedelem növekedésével összhangban, ugyanakkor a nettó export – az import érdemi bővülése következtében – negatívan járult hozzá a növekedéshez.

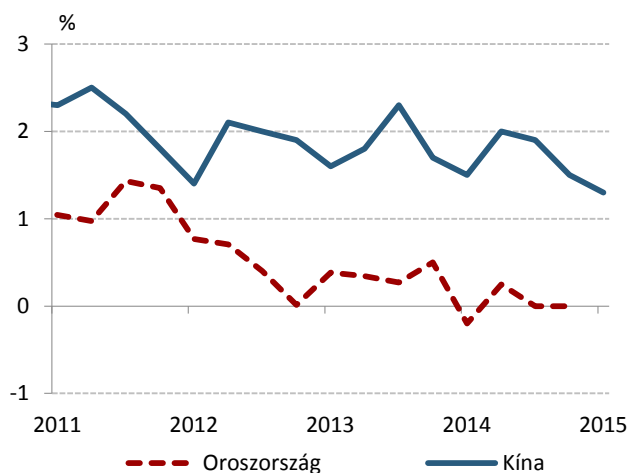
Az Egyesült Államokban az előző negyedévhez képest a gazdasági teljesítmény visszaesése látható. A gazdasági aktivitás negyedéves csökkenésének hátterében egyrészt olyan egyszeri hatások állnak, mint a rossz időjárási feltételek és a kikötői sztrájkok, másrészt negatívan hatottak a dollár erősödése következtében gyengülő export és az olajipari termelés visszaesése miatt csökkenő

3-5. ábra: Munkanélküliségi és aktivitási ráta az USA-ban



Forrás: Bureau of Labor Statistics (BLS)

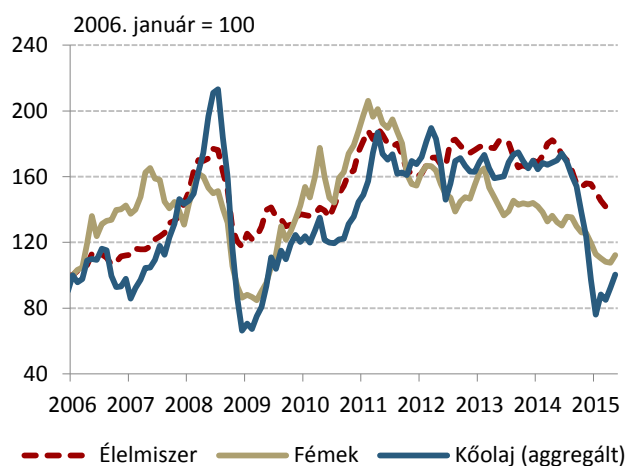
3-6. ábra: Negyedéves GDP-növekedés Kínában és Oroszországban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

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



Forrás: IMF

beruházások is. Így az ipari termelés az első negyedévben 2009 óta először mutatott visszaesést az előző negyedévhez képest. Az alacsony olajár továbbra is növeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, mely várakozások szerint fokozhatja a lakossági fogyasztás dinamikáját. A munkanélküliségi ráta esetén csökkenő tendencia látható, májusban 5,5 százalék volt, míg az aktivitási ráta 62,8 százalék körül stabilizálódott tavaly április óta (3-5. ábra).

A japán gazdaság negyedéves összevetésben a várakozásokat meghaladó mértékben ismét javulást mutatott, melyet az alacsony olajárak és a gyenge jen árfolyam magyarázhatott. Az éves összehasonlításban tapasztalt visszaesés főként a tavalyi évi első negyedéves, kiemelkedő teljesítmény – amely az áprilisi áfaemelés miatt előrehozott fogyasztások következménye – bázishatásához köthető. A termelési indikátorok alapján a japán gazdaság kilábalása a recesszióból továbbra is törekény.

A főbb feltörekvő gazdaságok közül Kínában 2015 első negyedévében tovább lassult a növekedés (3-6. ábra). Az előző év azonos időszakához képest 7 százalékkal bővült a kínai gazdaság, ami 2009 óta a legalacsonyabb érték. Az ipari adatok, illetve az előretekintő indikátorok további lassulást vetítenek előre. A kínai kormány a tavalyi 7,5 százalék helyett idén 7 százalék körüli gazdasági növekedést tervez.

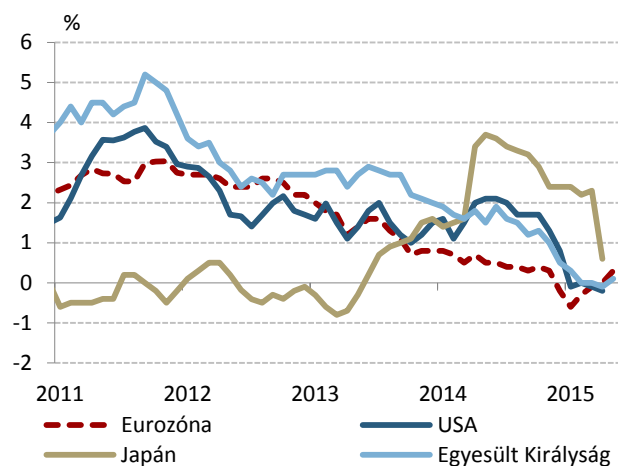
Az orosz gazdaság 2015 elején továbbra is visszaesést mutatott, melyet elsősorban a fogyasztás csökkenése magyaráz a reálkeresetek számottevő csökkenésével összhangban. Az előretekintő indikátorok további visszaesést jeleznek. Az alacsony olajár miatt csökkenő exportbevételek és beruházások, valamint a nyugati szankciók tovább ronthatják a növekedési kilátásokat. Ezzel összhangban 2015-re az elemzői várakozások jelentős, 3,8-4 százalék körüli visszaesést valószínűsítene, ami azonban az olajár elmúlt időszakos emelkedése következtében felfelé módosított várakozásokat jelent márciusig képest.

3.1.2. Globális inflációs folyamatok

2015 első negyedévében a nyersanyagárak továbbra is alacsonyan alakultak (3-7. ábra). Bár az elmúlt hónapokban a dollárban kifejezett olajárakban korrekció volt megfigyelhető, az olajárak továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak. Ezt egyrészt az OPEC-országok továbbra is magas kitermelése, másrészt – a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása következtében – a gyenge kereslet magyarázza.

2015 első hónapjaiban tovább folytatódott az ipari nyersanyagárak mérséklődése. A fémek világszertei áraiban

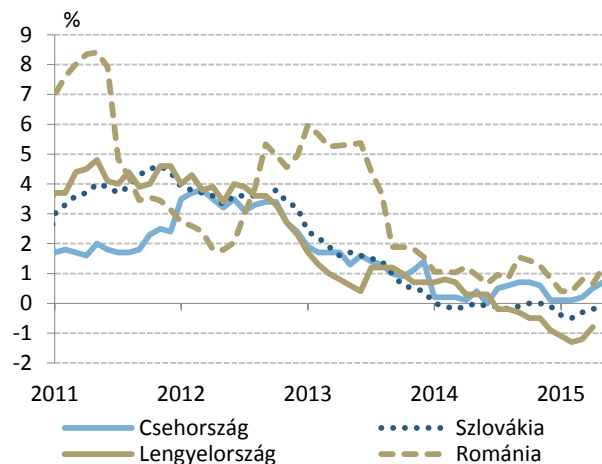
3-8. ábra: Infláció a fejlett gazdaságokban



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: OECD

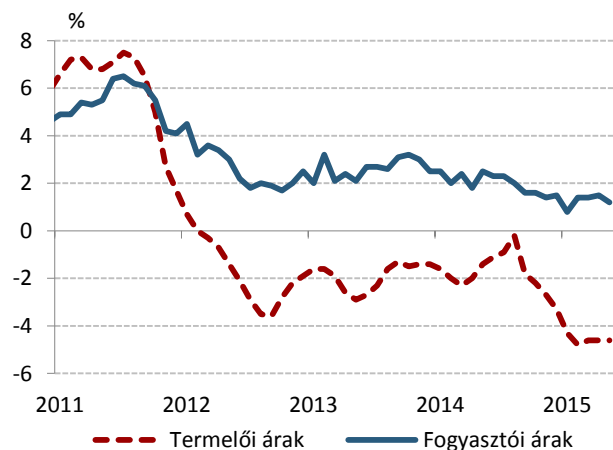
3-9. ábra: Infláció a kelet-közép-európai országokban



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: OECD, Eurostat

3-10. ábra: Fogyasztói és termelői árak alakulása Kínában



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: National Bureau of Statistics of China, OECD

augusztus óta jelentős csökkenés figyelhető meg, ami a gyenge – főként kínai – keresletnek, valamint a bővülő kínálatnak köszönhető. A mezőgazdasági árak csökkenése is folytatódott az első negyedévben, ami a legtöbb nyersanyag esetében a javuló terméskilátásokhoz köthető.

A fejlett országokban továbbra is cél alatt alakult a fogyasztói árak emelkedésének üteme (3-8. ábra), és előretételezve a jegybanki előrejelzések szerint kétéves horizonton cél alatt maradhat. A fejlett országokat jellemzően továbbra is negatív kibocsátási rés és mérsékelt keresletoldali inflációs nyomás jellemzi. Mivel a nyersanyagárak továbbra is alacsonyan alakulnak, ezért költségoldalról sincs érdemi áremelő hatás. Az Egyesült Államokban a fogyasztóiár-index éves változása az alacsony olajárak miatt negatív tartományba süllyedt 2015 első negyedévében. Az árstabilitási mandátum szempontjából releváns, személyes fogyasztási kiadásokból számított áremelkedés (PCE) szintén csökkent.

Az euroövezetben a fogyasztóiár-index éves növekedési üteme gyorsult az első negyedévben. Az olajárak emelkedésének következtében májusban az infláció pozitív tartományba került. A magországok és a perifériaországok inflációjában is megfigyelhető ez az emelkedő tendencia. Az Egyesült Királyságban áprilisra negatív tartományba került az infláció, azonban ez átmenetinek bizonyult, és májusban 0,1 százalék volt. Áprilisban a tavalyi áfaemelés bázisból való kiesése miatt Japánban az infláció jelentősen lecsökkent. A 2013-ban elindított mennyiségi és minőségi lazítási program ugyan pozitív tartományba emelte az inflációt, azonban a jegybanki cél alatt tartózkodik.

A kelet-közép-európai régióban továbbra is alacsony, cél alatti infláció figyelhető meg (3-9. ábra). A régió átlagos inflációja emelkedett az elmúlt hónapokban, azonban továbbra is 0 százalék közelében tartózkodott. Az energiaárak emelkedése mellett Csehországban az alkoholtartalmú italok és dohánytermékek jelentős – jövedékiadó-változás miatti – áremelkedésének hatására, míg Lengyelországban a maginflációs tételek áremelkedése következtében nőtt az infláció. A régióban továbbra is Romániában a legmagasabb az infláció, azonban az eltérés fokozatosan csökken a többi országhoz képest.

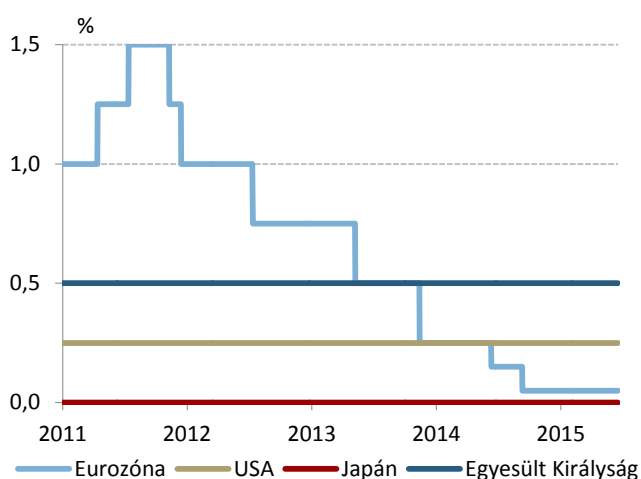
A nagyobb feltörekvő országok közül Kínában változatlanul mérsékelt az árak emelkedésének üteme. Ugyanakkor a termelői árak csökkentek az elmúlt hónapokban az előző év azonos időszakához képest, májusban a termelőiár-index -4,6 százalék volt (3-10. ábra). Oroszországban ezzel szemben folyamatos emelkedést követően márciusra 13 éves csúcspontjára, 16,9 százalékra gyorsult az infláció,

amely elsősorban a gyengülő rubel árfolyam importárakba való begyűrésének köszönhető, majd áprilisban némi mérséklődés volt megfigyelhető. A jegybank előrejelzése alapján 2017-ben csökkenhet a 4 százalékos jegybanki célra az infláció.

3.1.3. Monetáris politika és pénzügyi piaci folyamatok

Az infláció folytatódó mérséklődése miatt számos jegybank tovább lazított a monetáris kondíciókon az elmúlt hónapokban, míg az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság esetében az első kamatemelés időpontjára vonatkozó várakozások későbbre tolódtak. Amíg a Fed és a Bank of England esetében továbbra is a kamatemelés megfelelő időzítésének és mértékének előkészítése folyik, addig az EKB a gazdasági növekedés élénkítése és a jegybanki inflációs cél elérése érdekében tovább folytatta a márciusban elindított, állampapírokkal kibővített eszközvásárlási programját. Annak érdekében, hogy az infláció és az inflációs várakozások a cél közelébe emelkedjenek, a svéd jegybank a márciusi kamatcsökkentés mellett az állampapír-vásárlásokat is kibővítette. A legtöbb országban inflációs és kapacitáskihasználtsági oldalról nem látható olyan folyamat, amely rövid távon a monetáris szigorítás irányába mutatna, emellett egyes országokban előretételezve további monetáris lazítás is elképzelhető. Új-Zélandon, Svédországon és Norvégiában még mindig jelen vannak a háztartások eladósodottságához, illetve az ingatlanpiachoz kötődő kockázatok. Mindez a makroprudenciális eszköztár kiterjedtebb alkalmazását indokolhatja.

3-11. ábra: A fejlett gazdaságok alapkamatainak alakulása

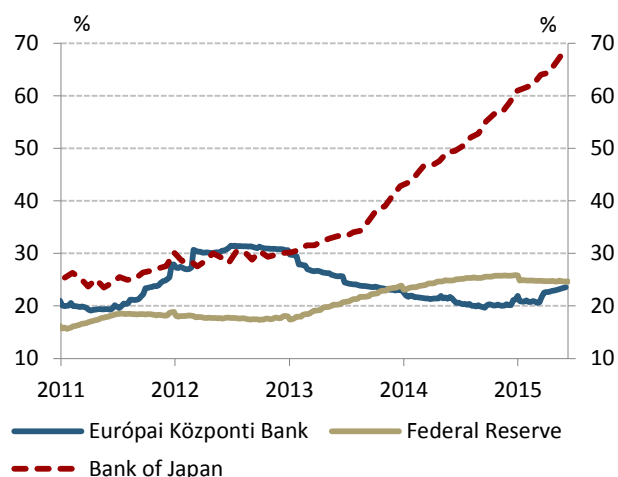


Forrás: Központi bankok adatbázisa

A Federal Reserve az elmúlt hónapokban nem változtatott az irányadó rátáján (3-11. ábra), valamint újabb intézkedést sem jelentett be. A Fed előretételező iránymutatásából márciusban elhagyták azt a korábbi kitétel, miszerint „türelmesek” lesznek a kamatemeléssel kapcsolatos döntés meghozatalánál. A közleményben ugyanakkor hangsúlyozták, hogy a változás ellenére a kamatemeléshez mind a munkanélküliség további tartós csökkenése, mind pedig az inflációnak középtávon a cél közelébe való visszatérése szükséges, emellett a korábbiakhoz képest jelentősen lassabb ütemű kamatemelést prognosztizáltak. Júniusban a várakozásoknak megfelelően a Fed nem változtatott az irányadó rátán, így az elemzők többsége az első kamatemelés legvalószínűbb időpontjának szeptembert tartják. A júniusi ülés közleménye alapján a döntéshozók túlnyomó többsége az ideai kamatemelést szorgalmazza.

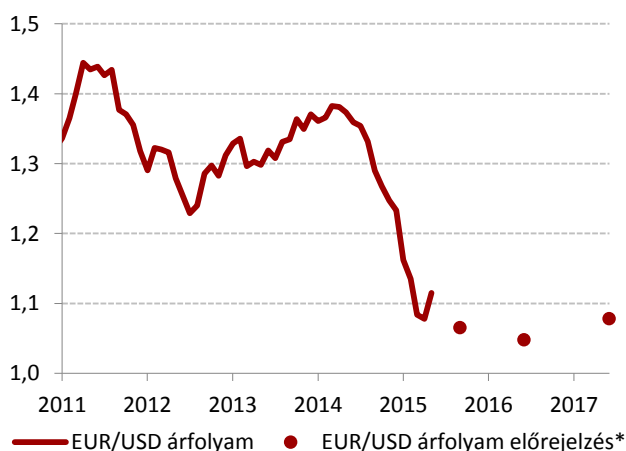
Az EKB érvényben hagyta előretételező iránymutatását, ami szerint az irányadó ráta hosszabb ideig a jelenlegi szinten maradhat, a kibővített eszközvásárlási program

3-12. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban (a GDP százalékában)



Forrás: Központi bankok adatbázisa, IMF, Eurostat

3-13. ábra: Az euro dollárral szembeni árfolyamának alakulása



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

Forrás: EKB, Consensus Economics

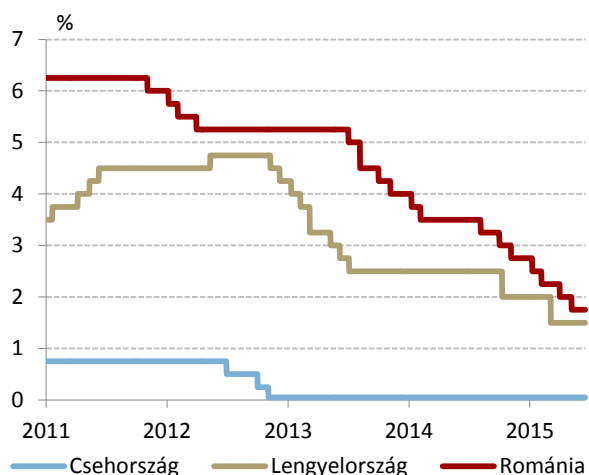
pedig 2016 szeptemberéig vagy addig folytatódhat, amíg az infláció stabilan a cél közelébe nem emelkedik. Az EKB május végén publikált adatai alapján a március 9-én megkezdett, kiterjesztett eszközvásárlások során az EKB, illetve az eurozóna központi bankjai nagyjából a kitűzött cél szerint, vagyis az EKB-tőkekulcsok arányában vásárolták az állampapírokat. A program kezdetétől május végéig 146 milliárd euro értékben vásároltak államkötvényeket a mennyiségi lazítás keretében (3-12. ábra). A vásárlások heti megoszlása közel egyenletesnek mondható, a hetente vásárolt mennyiség 10-16 milliárd euro között mozgott. Május közepén az EKB bejelentette, hogy a kötvénypiacok szezonális ingadozásait szem előtt tartva, májusban és júniusban némileg növeli az állampapír-vásárlásokat, hogy a júliusi és augusztusi kisebb likviditásnak megfelelően csökkentett vásárlásokkal átlagban teljesüljön a havi 60 milliárd eurós vásárlás. Emellett kiemelték, hogy ha szükséges, akkor az előrehozásokon felül szeptemberre is halaszthatnak többletvásárlást.

Az euro árfolyama 2014 áprilisa óta gyengült az amerikai dollárhoz képest főként az eltérő monetáris politikai irányultságok következményeként, mely folyamatot az eszközvásárlási program kibővítése is erősítette, azonban 2015 májusában a kedvezőtlen amerikai makroadatok és a felerősödő eurozónás inflációs várakozások hatására ismét erősödni tudott (3-13. ábra).

A Bank of England fenntartotta a munkanélküliségi küszöbérték elérése miatt módosított iránymutatását. Ebben hangsúlyozzák, hogy kamatemelésre várhatóan csak fokozatosan kerülhet sor, és annak időzítése, mértéke és folyamatossága a gazdasági kondícióktól és több, főként a kapacitáskihasználtsághoz és a munkaerőpiachoz kötődő indikátor alakulásától függ majd. A piaci várakozások alapján a Bank of England első kamatemelésének várható ideje 2016 elejére tolódott, tekintettel a céltól számottevően elmaradó, immáron negatív inflációra.

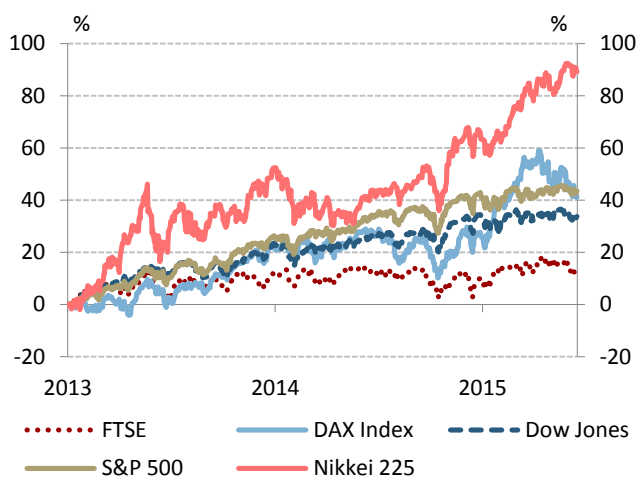
A feltörekvő országok jegybankjai közül a kínai jegybank a kínai gazdaság lassulására reagálva két alkalommal is csökkentette az irányadó rátát, illetve módosította hitelezési programjait is. A gazdaság élénkítése érdekében a kínai központi bank márciusban, majd májusban az irányadónak számító egyéves hitelkamatot 25-25 bázisponttal 5,1 százalékra csökkentette. Az SLF (Standing Lending Facility) program keretében is csökkentette a kamatokat, és közel megháromszorozta a program keretében rendelkezésre álló likviditást, illetve MLF (Medium-term Lending Facility) programját is kibővítette. Emellett a kötelező tartalékrátát is csökkentette, hogy növelje a likviditást a bankrendszerben, valamint

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



Forrás: Központi bankok adatbázisa

3-15. ábra: Főbb tőzsdeindexek



Megjegyzés: 2013. január 1 = 0.

Forrás: Bloomberg

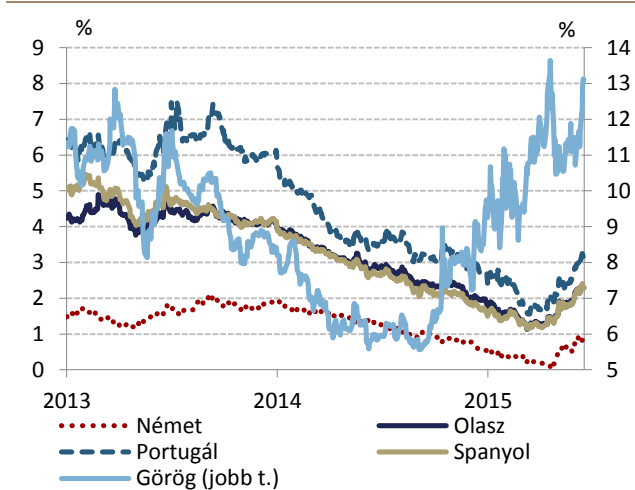
ösztönözte a banki hitelezést és a gazdaság növekedését. A lefelé mutató inflációs nyomás, valamint a gazdaság lassulása miatt előretekintve további monetáris lazításra kerülhet sor. **A orosz jegybank márciusban 100, áprilisban 150, majd júniusban újabb 100 bázisponttal 11,5 százalékra csökkentette irányadó rátáját a korábbiakhoz képest mérséklődő inflációs kockázatok, illetve a gazdaság lassulása miatt.**

A kelet-közép-európai régió jegybankjai fenntartották a laza monetáris kondíciókat (3-14. ábra). A lengyel jegybank márciusi döntését követő, a lazítási ciklus lezárására vonatkozó bejelentésével összhangban áprilisban, májusban és júniusban is az irányadó ráta változatlan szinten tartása mellett döntött. A román jegybank két lépésben 2,25 százalékról 1,75 százalékra csökkentette az alapkamatot a vártnál mérsékeltebb inflációs folyamatokra hivatkozva. A cseh jegybank változatlan szinten, 0,05 százalékon tartotta alapkamatát az elmúlt hónapokban, illetve jelezte, hogy az árfolyamszint melletti elköteleződés a korábban jelzettnél tovább, előreláthatóan legalább 2016 második feléig fennmaradhat a monetáris kondíciók lazán tartása érdekében. A döntéshozók jelezték, hogy szükség esetén készen állnak az árfolyamküszöb módosítására a gyengébb árfolyam irányába.

Az elmúlt időszakban romlott a globális piaci hangulat, amely a részvényárak csökkenésében és a kötvényhozamok általános megugrásában mutatkozott meg. A vezető tőzsdeindexek Európában erőteljesen, míg az Egyesült Államokban enyhén mérséklődtek (3-15. ábra), míg a fejlett és feltörekvő kötvénypiacokon az időszak második felében hirtelen hozamemelkedéssel kísért kötvényeladási hullám söpört végig, noha az időszak végére a hozamok némileg visszakorrigáltak. A dollár továbbra is az év elejéhez képest erősebb szinteken áll az euróval szemben, ugyanakkor az elmúlt időszakban az euro erősödni tudott az amerikai fizetőeszközzel szemben. A vizsgált időszakban is kiemelten figyelt a piac a Fed kommunikációjára. Noha az első amerikai kamatdöntés időpontja továbbra is meglehetősen bizonytalan, jelenleg a várakozások egy szeptemberi kamatemelés irányába mutatnak. Az amerikai jegybank a beérkező adatok (munkaerőpiac és inflációs folyamatok javulása) alapján dönthet a kamatemelésről, azonban az elmúlt időszakban ezen adatok nem mutattak egyértelmű képet, így a piacokon a következő hónapokban is fokozott volatilitásra lehet számítani.

Az eurozónában az elhúzódó görög feszültség kedvezőtlen hatásán kívül a legfontosabb fejlemény az időszak második felében a magországokban (és ezzel párhuzamosan a periférián) jelentkező hirtelen

3-16. ábra: A 10 éves periféria és német államkötvény hozamok



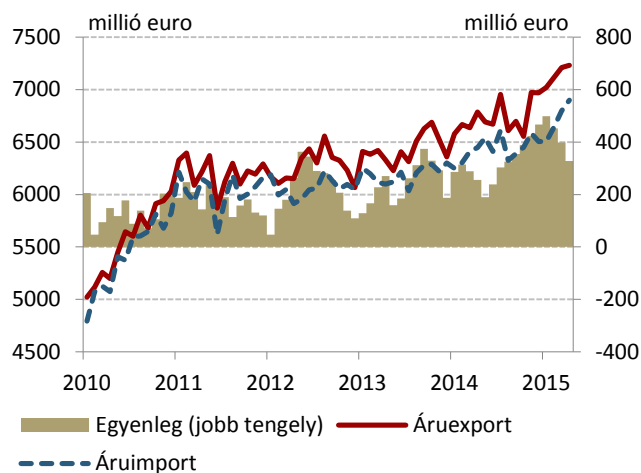
Forrás: Bloomberg

hozamemelkedés volt (3-16. ábra), amely részben technikai tényezőkre (korábbi piaci „túllövés” korrekciója), részben a deflációs félelmek kiárazódására és a javuló növekedési kilátásokra vezethető vissza.

3.2. Aggregált kereslet

2015 első negyedében 3,5 százalékkal bővült a bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest, az elmúlt negyedekben megfigyeltekhez hasonlóan a szerkezete kiegyensúlyozott volt. A belső kereslet élénkülésében a fogyasztás növekedése volt meghatározó. A nettó export is pozitívan járult hozzá a növekedéshez az erősödő export következtében.

3-17. ábra: A külkereskedelmi termékgazdaság alakulása



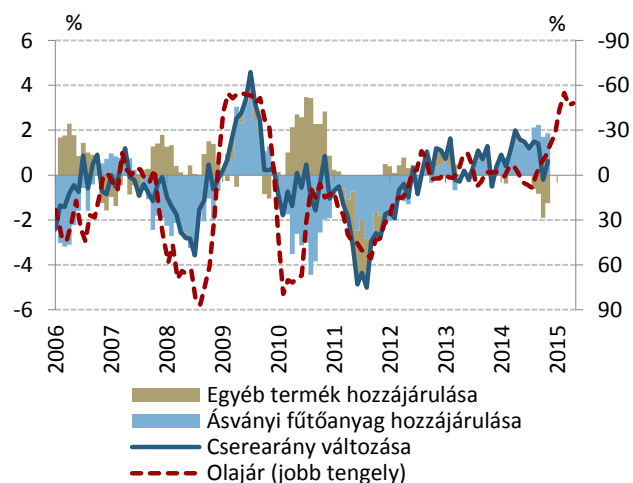
Forrás: KSH

2015 első negyedében 3,5 százalékkal bővült a bruttó hazai termék. Kiegyensúlyozott szerkezetben folytatódott a növekedés, hasonlóan az elmúlt évben megfigyelt tendenciákhoz. A belső kereslet oldaláról a fogyasztás volt meghatározó, emellett a nettó export is pozitívan járult hozzá a növekedéshez. 2014 negyedik negyedéhez viszonyítva 0,8 százalékkal emelkedett a GDP.

3.2.1. Külkereskedelem

A nettó export az első negyedben számottevően tovább növekedett. Az áru- és szolgáltatásexport egyaránt emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az áruexport növekedését elsősorban az egyik nagy autógyár termelésének felfutása, valamint a nemzetközi konjunktúra fellendülése magyarázta (3-17. ábra). A szolgáltatásexport bővüléséhez a turisztikai kereslet élénkülése, a szállítási és egyéb üzleti szolgáltatások emelkedése egyaránt hozzájárult. 2015 első negyedében az import növekedése elmaradt a kivitel gyorsulásától, amelyben a magasabb importigénnyel rendelkező beruházások dinamikájának lassulása is szerepet játszhatott. A beérkezett adatok alapján a külkereskedelmi többletünk tovább emelkedett.

3-18. ábra: Az áruforgalmi cserearány és az olajár alakulása



Megjegyzés: Az ábrán az olajár félféves késleltetése szerepel (fordított skálán). Éves változás.

Forrás: IMF, KSH

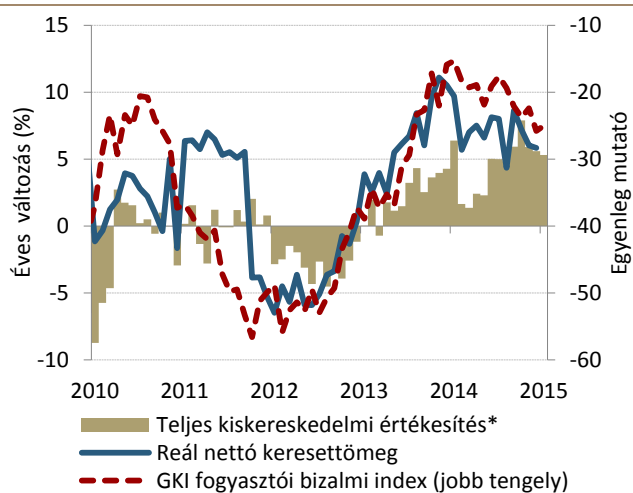
2015 első negyedében a cserearányunk érdemben nem változott (3-18. ábra). Mivel Magyarország nettó energiaimportja számottevő mértékű, ezért a cserearány alakulásában meghatározó szerepet játszik az energiahordozók világpiaci árának alakulása. Az olaj árának utóbbi időszakban bekövetkező csökkenése önmagában a cserearány javulása irányába hatott, ugyanakkor a gépipar exportárai mérséklődtek. Ennek következtében a cserearány érdemben nem változott.

3.2.2. Lakossági fogyasztás

A háztartások fogyasztási kiadásának növekedése a tavalyi évet követően 2015 első negyedében is folytatódott, amelyet elsősorban a javuló munkaerőpiaci feltételek és az alacsony infláció mellett dinamikus növekvő reálkeresetek magyaráznak (3-19. ábra). Emellett a kiskereskedelmi forgalom is stabil növekedést tudott felmutatni, bár lassuló dinamika mellett.

A megtakarítási ráta a tavalyi év végéhez hasonlóan magas maradt, azonban az óvatossági célú megtakarítások fokozatosan oldódhatnak. Ezt támogatja

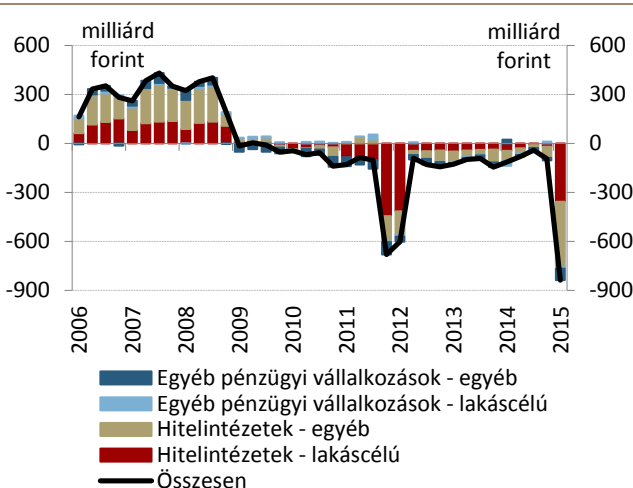
3-19. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



Megjegyzés: *2015. áprilisi előzetes adat alapján.

Forrás: GKI, KSH

3-20. ábra: A háztartási szektor belföldi hiteleinek tranzakciói hitelcél szerint



Megjegyzés: A hitelintézetek valamint az egyéb pénzügyi közvetítők hitelei. Szezonálisan nem igazított tranzakciók.

Forrás: MNB

a munkanélküliség csökkenése, valamint a lakossági devizahitelek forintosítása révén csökkenő árfolyamkockázat. Az élénkülő fogyasztási szándékot jelezheti a fogyasztói bizalmi index magas szinten való stabilizálódása.

Az elszámolás és forintosítás jelentősen csökkentette a háztartások adósságállományát. A teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelkövetelés aktuális árfolyamon számítva mintegy 838 milliárd forinttal csökkent 2015 első negyedévében tranzakciós alapon (forintosítási árfolyamon ez mintegy 488 milliárd forinttal egyenértékű) (3-20. ábra). Ugyanakkor a hitelállomány szerkezete is teljesen átalakult: a devizahitelek háztartási hitelállományon belüli aránya a 2014 negyedik negyedévi 50 százalékot meghaladó értékről 7 százalék alá csökkent az első negyedév végére. Az adósságállomány csökkenésével és a tisztességes kamatok visszaállításával jelentősen csökkent a háztartások törlesztési terhe, amely előretekintve a szektor hitelkeresletének élénkülését eredményezheti a fogyasztáson keresztül. Az MNB 2014. augusztusi háztartási hitelfelmérése alapján ugyanis a teljesítő devizahitelesek mintegy fele a törlesztőrészlete 15 százalékos¹ csökkenése esetén a felszabaduló jövedelme minimum 80 százalékát fogyasztásra költené.

A háztartások lakáscélú hitelkereslete megközelítőleg változatlan maradt az előző negyedévhez képest, míg a fogyasztási hitelek esetében a kereslet mérséklődéséről számoltak be a bankok (ez részben az adósságfék szabályok életbelépésével, részben az elszámolások miatti halasztásokkal magyarázható). Az új hitelek kibocsátása éves összevetésben azonban bővülést mutatott, elsősorban a lakáshitelek esetében. Az új kihelyezések trendszerű bővülését együttesen támogathatták a mérséklődő hitelköltségek, az emelkedő lakásárak, a nettó keresettömeg növekedése és a háztartások növekvő nettó pénzügyi vagyona.

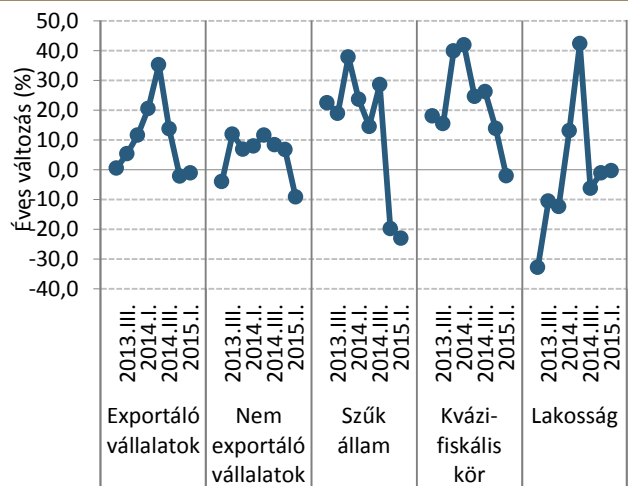
3.2.3. Magánberuházás

Az első negyedévben a nemzetgazdasági beruházások volumene csökkent. A lassulást elsősorban az állami szektor mérséklődő beruházásai magyarázzák, melyet az uniós forrásfelhasználás tavaly év végi tetőzése okozott. A visszafogott dinamika az ágazatok széles körében jellemző volt.

A vállalati kör beruházásainak 2015 első negyedévi

¹ Egy korábban deviza-jelzáloghitellel rendelkező adós törlesztőterhe jelentős heterogenitással mintegy 20-25 százalékkal csökkent az árfolyamrész és az egyoldalú kamatemelések visszatérítése miatt mérséklődő tőketartozás, illetve a tisztességes kamatlábak visszaállításának következtében.

3-21. ábra: Szektorális beruházások alakulása



Forrás: KSH

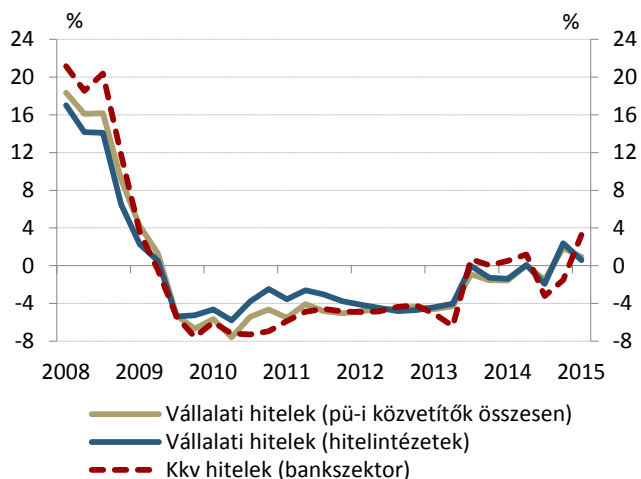
mérséklődését főként a belföldre termelő ágazatok, kisebb mértékben a külső piacra termelő vállalatok okozták (3-21. ábra). A külső piacra termelő szektorok kismértékben csökkenő beruházási teljesítménye a kisebb súlyú ágazatokhoz (mezőgazdaság, bányászat) kötődött, a feldolgozóipar beruházási aktivitása stagnált. A feldolgozóiparon belül csökkentek a gumi (melyhez részben bázishatás is hozzájárult), műanyag termékgyártás, a textil, illetve az elektronika ágazat beruházásai, amelyet ellensúlyozott a járműgyártás, vegyipar és a gyógyszergyártás beruházásainak emelkedése.

Az államhoz kötődő ágazatok beruházási aktivitását az EU-források 2013-ban gyorsuló felhasználása határozta meg. 2014 végére az EU-források lehívása megközelíthette tetőpontját, így az állam beruházásai az év elején csökkentek. Ezenfelül a kvázifiskális szektor beruházási aktivitása is visszaesett. A csökkenést e szektorok esetében elsősorban bázishatás magyarázza: az erősödő EU-forrásfelhasználás és az enyhe téli időjárás miatt 2014 elejére magas szintre emelkedett a beruházási aktivitás.

Az első negyedévben folytatódott a háztartások beruházási aktivitásának fokozatos bővülése, összhangban a lakáspiac lassú élénkülésével. A lakásberuházásokat a reáljövedelmek emelkedése mellett az alacsony kamatszint több csatornán keresztül is támogathatta. Egyrészt a mérséklődő hitelköltségek elősegíthették a meglévő lakásállomány minőségi fejlesztését, így a háztartási beruházások növekedéséhez hozzájárulhattak a válság éveiben elhalasztott, most pótoltt lakásfelújítások. Másrészt az alacsony kamatkörnyezet a lakáshitelek felfutásán keresztül hozzájárulhatott a használt lakások piacának elmúlt negyedévekben látott élénküléséhez és az új lakásépítések fokozatos emelkedéséhez is.

2015 első negyedévében javult a kis- és középvállalkozások hiteldinamikája. A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállománya 203 milliárd forinttal csökkent egy egyedi konzorciális hitelügylet és a devizaállomány nagyobb mértékű csökkenésének eredményeként. Éves összevetésben a teljes vállalati hitelállomány összességében 0,9 százalékkal nőtt, míg a bankszektor kvv-hiteleinek tranzakciós alapú állománynövekedési üteme 3,3 százalékra emelkedett (3-22. ábra). A hitelezési felmérés alapján elsősorban a hosszú lejáratú hitelek iránt növekedett a kereslet, a megjelölt okok szerint főként az egyéb finanszírozási források szűkössége és a tárgyeszköz-beruházási igények bővülése miatt (3-23. ábra). A kvv-k számára továbbra is az év

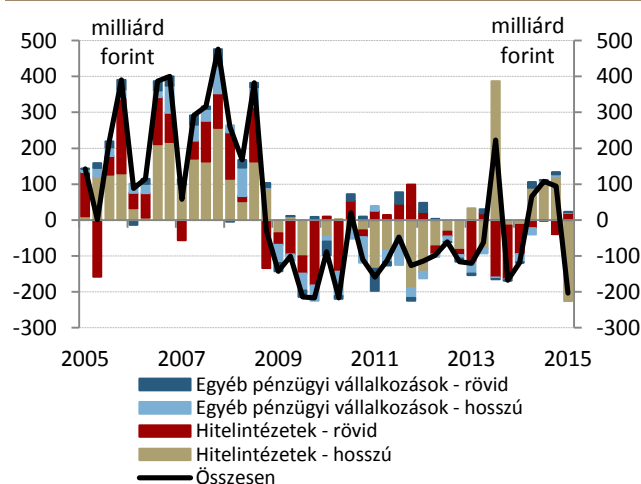
3-22. ábra: A teljes vállalati és a kvv-szektor hitelállományának éves növekedési üteme



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

Forrás: MNB

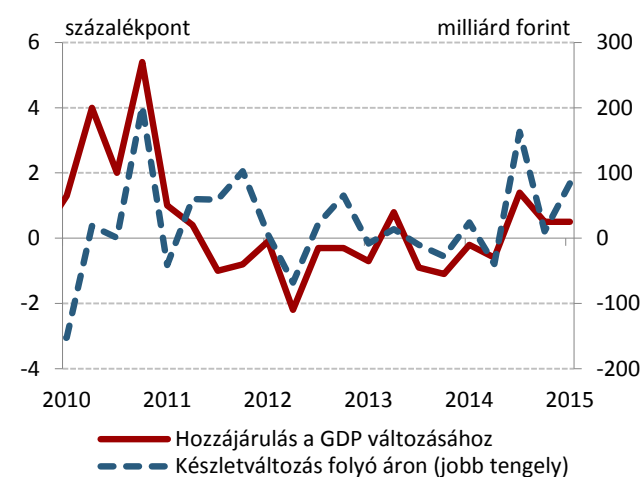
3-23. ábra: A vállalati szektor belföldi hiteleinek tranzakciói futamidő szerint



Megjegyzés: A hitelintézetek, valamint az egyéb pénzügyi közvetítők hitelei. Szezonálisan nem igazított tranzakciók.

Forrás: MNB

3-24. ábra: A készletváltozás és hozzájárulása a GDP változásához



Megjegyzés: Nemzeti számlák szerint.

Forrás: KSH

végéig meghosszabbított Növekedési Hitelprogram biztosít kedvező kondíciójú finanszírozást, míg a kockázatosabb kvv-knak az NHP+ teremt kedvező kondíciójú lehetőséget. Kínálati oldalon a hitelezési felmérésben részt vevő bankok 30 százaléka enyhített a hitelfeltételeken. Csökkent továbbá az új kibocsátású, nagyszámú vállalati hitelek kamatszintje és felára mind a forint-, mind az eurohitelek esetében, de összességében a korábbi széles körű szigorításokat figyelembe véve a feltételek szintje továbbra is relatíve szigorúnak számít.

3.2.4. Kormányzati kereslet

Az állami keresletet az első negyedévben az alacsony államháztartási hiányra fókuszáló fiskális politika határozta meg. Az államhoz kötődő ágazatok beruházási kereslete csökkent, döntően bázishatás következtében. A kormányzati transferek folyó áron mért növekedése jellemzően az oktatás és egészségügyi ágazatok béremeléseire kötődött, míg a közösségi fogyasztás mérséklődését az uniós költségvetési ciklus kufutásával a korábbiaknál visszafogottabb dologi kiadások és a kormányzat által igénybevett szolgáltatások visszaesése magyarázhatja.

3.2.5. Készletváltozás

Az első negyedévben a nemzetgazdasági készletváltozás is pozitívan járult hozzá a növekedéshez, amelynek háttérében elsősorban a feldolgozóiparban és a kereskedelemben növekvő készletállomány állt (3-24. ábra).

3-1. keretes írás: Hogyan alakult a magyar áru-külkereskedelem az orosz és ukrán relációban?

Az orosz–ukrán konfliktus elmélyülése és a kelet-ukrajnai fegyveres harcok súlyos negatív következményekkel jártak mind az ukrán, mind az orosz gazdaság számára, ami a külkereskedelmi kapcsolatokon keresztül negatívan érinthette a hazai gazdasági folyamatokat. A közvetlen keresleti hatások mellett az árfolyamok számottevő leértékelődése és az olaj árának tavalyi érdemi esése is jelentősen befolyásolta a kereskedelmi aktivitást. Keretes írásunkban röviden áttekintjük, hogyan alakult a magyar kivitel és behozatal az érintett országokba az elmúlt negyedévekben.

A tavalyi év során a külkereskedelmi folyamatokat számos tényező alakíthatta, és ezek eltérő irányban befolyásolták a hazai külkereskedelmet.

- Az orosz–ukrán konfliktus miatt mindkét ország gazdasága zsugorodott, így a visszaeső kereslet mérsékelte a hazai exporttermékek iránti keresletet.
- A nemzetközi közösség által Oroszország ellen hozott szankciók és az Oroszország által válaszlépésként életbe léptetett importkorlátozások tovább mérsékelhették a magyar exportot.
- Az olajár érdemi csökkenése elsősorban az orosz energiaimport értékét csökkenthette.
- Mind az ukrán, mind az orosz fizetőeszköz jelentősen leértékelődött a tavalyi évben, elsősorban az év második felében. Ez csökkentette a hazai exportőrök forintban számolt jövedelmét. A dollár érdemben erősödött, míg az euro gyengült ugyanezen időszak alatt.

Mindezen hatások eredőjeként a főbb ágazatokban látott kereskedelmi aktivitást más és más komponensek magyarázták. **A csökkenő exportértékesítéseket részben a visszaeső orosz és ukrán kereslet, részben a forintban számolt, árfolyamleértékelődés miatt visszaeső árbevétel magyarázta, míg az energiahordozók importértékének csökkenését elsősorban az olajárak erőteljes csökkenése okozta.**

3-1. táblázat: Oroszország és Ukrajna árukereskedelmi súlyának és forgalmának alakulása

Oroszország		2013	2014	2015.I.né.
Export	teljes exporton belüli súlya (%)	3,1	2,5	1,7
	milliárd forint	750	656	119
	kereskedelmi érték (éves változás, %)	1,3	-12,5	-30,4
	kereskedelmi volumen (éves változás, %)	0,6	-4,0	-28
Import	teljes importon belüli súlya (%)	8,6	7,0	3,9
	milliárd forint	1895	1680	238
	kereskedelmi érték (éves változás, %)	1,9	-11,4	-44,8
	kereskedelmi volumen (éves változás, %)	5,9	-0,8	-25,5
Egyenleg	milliárd forint	-1145	-1024	-119

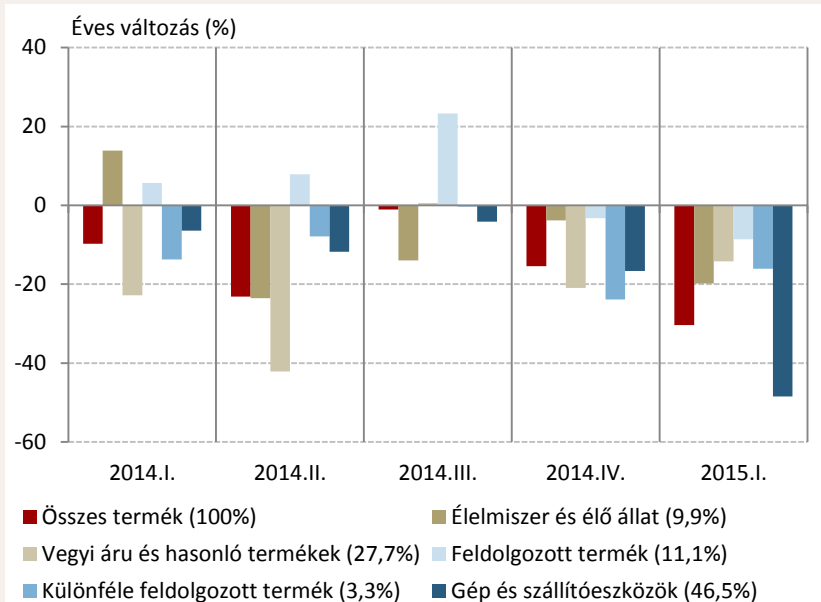
Ukrajna		2013	2014	2015.I.né.
Export	teljes exporton belüli súlya (%)	2,4	2,0	1,8
	milliárd forint	575	524	123
	kereskedelmi érték (éves változás, %)	11,8	-8,9	-1,3
	kereskedelmi volumen (éves változás, %)	115,2	15,4	94,5
Import	teljes importon belüli súlya (%)	1,6	1,6	1,1
	milliárd forint	366	393	65
	kereskedelmi érték (éves változás, %)	3,9	7,4	-37,6
	kereskedelmi volumen (éves változás, %)	8,9	18,1	-53,7
Egyenleg	milliárd forint	210	131	58

Forrás: KSH

A két ország közül Oroszország a nagyobb kereskedelmi partner elsősorban a jelentős energiahordozó importunk miatt. Kiviteli összehasonlításban mintegy egyharmaddal magasabb az Oroszországba irányuló export, míg közel ötször annyit importálunk ebből az irányból, mint Ukrajnából.

A hazai export főképp orosz viszonylatban mérséklődött, mintegy 12,5 százalékkal csökkent a kivitel a tavalyi év során, míg az idei év első negyedében a visszaesés gyorsult, 30 százalékkal volt alacsonyabb, mint 2014 első negyedében. Ugyanezen időszak alatt az import értéke is 11 százalékot meghaladó mértékben csökkent. Azonban a tavalyi visszaesés nagyobb része csupán az árfolyamleértékelődés és az olajárcsökkenés miatti árhatás, hiszen a kereskedelmi volumenek² esetében sokkal mérsékeltebb csökkenést láthattunk a kivitelben és stagnálást az importban. Az első negyedév esetében az exportnál eltűnt az árhatás, míg az importnál továbbra is jelentős. Ukrajna irányába a tavalyi évben mintegy kilenc százalékkal exportáltunk kevesebbet, és az év első három hónapjában csupán 1,3 százalékkal mérséklődött a kivitel.

3-25. ábra: Oroszországba irányuló magyar áruexport alakulása ágazati bontásban



Megjegyzés: Áru-külkereskedelem, éves változás.

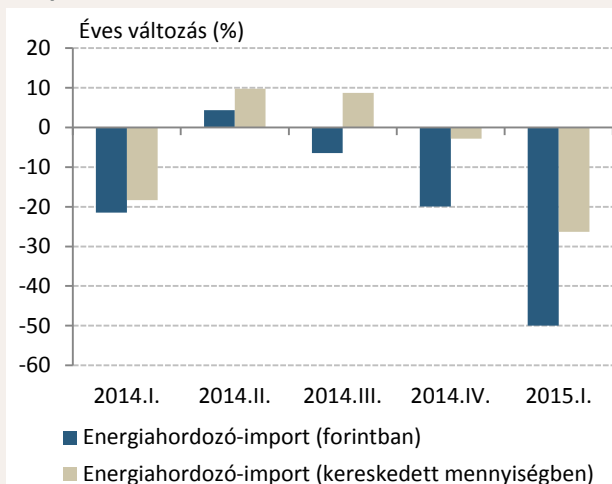
Forrás: KSH

A részletes exportszerkezet alapján megállapítható, hogy a tavalyi év során is szinte minden termékkörben lassult a kivitel, ám a visszaesés mértéke visszafogott volt, melyet részben a rubel és hrvnyia árfolyamának leértékelődése magyarázott (3-25. ábra). A hazai exportáló vállalati kör forintban számolt bevételei jelentősen zsugorodtak (pénzügyi szektor, vegyipar) az orosz és ukrán fizetőeszköz gyengülése miatt. A tavalyi mérsékelt csökkenést követően az idei év első három hónapjában felgyorsult a visszaesés a külkereskedelem minden alágzatában. A gépek és szállítóeszközök kivitele egy év alatt a felére zsugorodott és az év eleji exportadatokban kevésbé látszik az árfolyam hatása, a kereskedett mennyiségek is hasonló ütemben csökkentek. A behozatal esetében érdemben csökkent az orosz behozatal értéke a tavalyi év során, amit 90 százalékban energiahordozó-import alkot. A jelentősen csökkenő import az idei év első hónapjaiban tovább zsugorodott, ugyanakkor a tavalyi visszaesés zömét nem a kereskedelmi volumenek csökkenése, hanem az olajár változása³ magyarázza (3-26. ábra). Ezzel egy időben az ukrán behozatal kevésbé mérséklődött a tavalyi évben, ám az idei év első negyedében már jelentősebb csökkenést láthattunk. Az orosz és ukrán fizetőeszköz érdemi leértékelődése is kedvezőtlenül érintette a hazai vállalatokat, a vegyipari cégek exportja (3-27. ábra) volumenben még emelkedett is a tavalyi évben, míg a forintra átszámolt árbevételük érdemben csökkent.

² A külkereskedelmi folyamatokat forintban és kereskedelmi súlyban is vizsgáltuk. Utóbbi esetben Oroszország esetében nem változott érdemben a külkereskedelmi termékcsoportok egymáshoz viszonyított súlya. Az ukrán export esetében azonban összetételhatás nehezíti a kereskedelmi súlyok változásának értékelését.

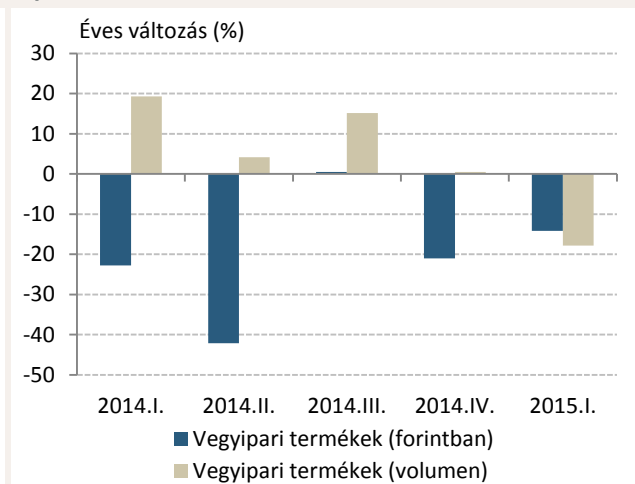
³ Az orosz energiainport esetében dollárban történik a forgalom elszámolása. Így a rubel jelentős gyengülése nem változtatta az árakat, ugyanakkor az olajár érdemi csökkenése igen. Bár a pontos mechanizmus nem nyilvános, az importált kőolaj árába egy-két hónapon belül, míg az importált gáz esetében a gázárképletnek megfelelő csúsztatással jelentkezhet az olajár csökkenése.

3-26. ábra: Az Oroszországból érkező energiahordozó-import alakulása



Forrás: KSH

3-27. ábra: Az Oroszországba irányuló vegyipari exportunk alakulása



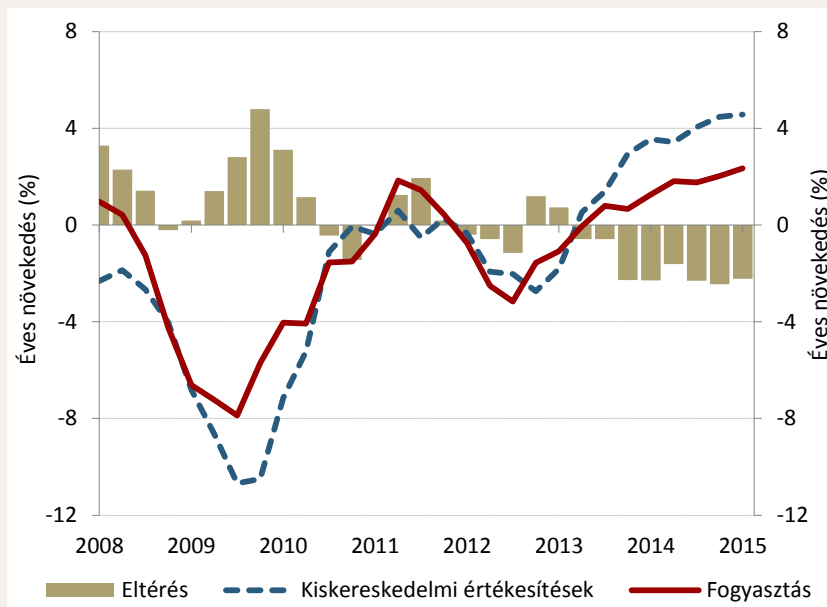
Forrás: KSH

Összefoglalva, az orosz–ukrán konfliktus elmélyülését követően csökkent a külkereskedelmi aktivitás az érintett országokkal, melyet számos ok egyidejűleg magyaráz. A közvetlen keresleti hatás a tavalyi év során mérsékeltebb lehetett, ám az idei év első három hónapjában már erőteljesebben érvényesülhetett. Az olajár csökkenése és az ezzel részben összefüggő számottevő árfolyam-leértékelődés kettős hatású volt. A hazai exportáló vállalati kör hrvnyában, és rubelben szerzett bevételei csökkentek forintra átszámolva, így a hazai exportteljesítmény romlott. Az olajárcsökkenés azonban elsősorban a kőolajimporton keresztül csökkentette a hazai import árát, ami az üzemanyagok árának mérséklődésében volt tetten érhető, és előretekintve az importált földgáz árának alakulásában is szerepet játszhat majd a következő hónapokban.

3-2. keretes írás: A lakossági fogyasztás és kiskereskedelmi forgalom közötti elnyílás okai

A márciusi előrejelzésben azzal számoltunk, hogy a növekedés fő mozgatórugója az elkövetkező években is a belső kereslet maradhat. Előrejelzésünk szerint a fogyasztás az idei évben fokozatosan élénkülhet, összhangban a javuló jövedelmi folyamatokkal és az óvatossági megfontolások oldódásával. **A lakosság fogyasztási kereslete szempontjából irányadó makrogazdasági indikátor, a kiskereskedelmi értékesítések elmúlt negyedévekben megfigyelt alakulása azonban számottevő mértékben elvált a fogyasztási alapfolyamatoktól** (3-28. ábra). Az alábbiakban áttekintjük a fogyasztás és a kiskereskedelmi értékesítések dinamikáját befolyásoló tényezőket és az említett elnyílás statisztikai és közgazdasági okait.

3-28. ábra: A lakossági fogyasztás és a kiskereskedelmi értékesítések alakulása



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

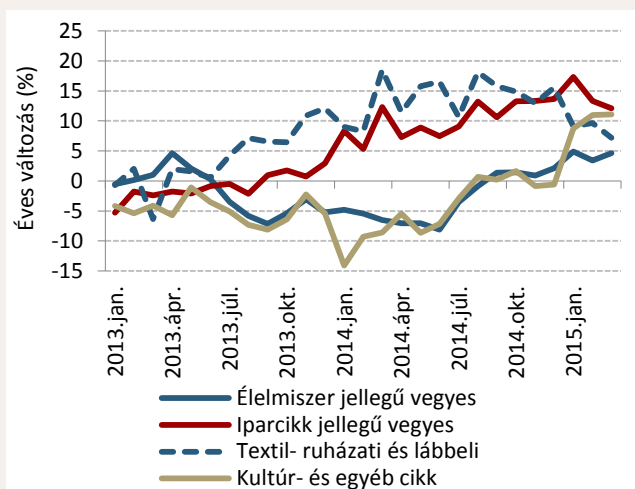
A háztartások fogyasztási kiadása a vásárolt fogyasztás (termékek és szolgáltatások), a saját termelésű fogyasztás (mezőgazdasági termelés és saját tulajdonú lakásszolgáltatás), illetve a természetbeni bérek (azon termékek és szolgáltatások, amelyeket a munkaadó ingyen vagy csökkentett áron nyújt a munkavállalóknak) összege. Mivel a fogyasztás számbavételéhez használt adatforrások nem a rezidensek, hanem a hazai gazdaságban megfigyelhető szereplők fogyasztását mérik, ezért ezt az összeget korrigálja a KSH a rezidensek külföldi vásárlásainak, illetve a nem rezidensek hazai vásárlásainak különbségével. A háztartások fogyasztását, nemzeti számla szerint 57 százalékban áruk, 32 százalékban szolgáltatások fogyasztása és 11 százalékban pedig lakásszolgáltatás formájában az imputált lakkbér alkotja. A negyedéves becslés során a két fő adatforrás a Háztartási Költségvetési és Életmód Felvétel (továbbiakban HKÉF) és a kiskereskedelmi forgalom negyedéves adatai. A kiskereskedelmi forgalom adatait elsősorban a tartós fogyasztási cikkek keresletének közelítésére, a HKÉF-ből nyert információkat pedig a lakosság egyéb árukeresletének becslésére használják. A szolgáltatások esetében korlátozottan áll rendelkezésre nagyobb frekvenciájú, teljes körű statisztika, így csak az egyes részterületek statisztikáinak felhasználására van lehetőség (pl. turizmus adatok, gyógyászati ellátásokról az Országos Egészségbiztosítási Pénztár adatai stb.).

Mivel a kiskereskedelmi értékesítések csak a fogyasztás egy részét fedik le, ezért elképzelhető, hogy a kiskereskedelmi értékesítések és a lakossági fogyasztás között elnyílás tapasztalható. Aktuálisan az eltérést az alábbi tényezők magyarázhatják:

- **Gazdaságfehéredés:** Az általános forgalmi adóból származó bevétel 2014-ben nőtt és meghaladta az elemzői várakozásokat. Az áfabevételek tavaly 12 százalékkal emelkedtek, a forgalmi adóhoz kapcsolódó adóalap pedig 3

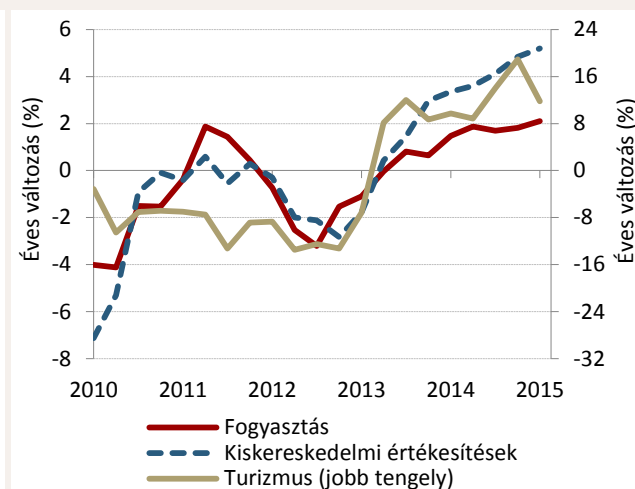
százalékkal bővült (ilyenre áfakulcs emelések esetén volt példa).⁴ A növekményben érdemi szerepet játszhatott az online pénztárgépek bevezetéséből eredő gazdaságfehérítő hatás. A kiskereskedelem azon szegmenseiben volt a leglátványosabb az áfabevételek emelkedése, amelyekben korábban jelentős méreteket öltött a feketegazdaság (3-29. ábra). Az élelmiszer- és ruhaboltok, valamint a használt cikkek kereskedői 26 százalékkal több áfát fizettek a tavalyi év első felében. Mindezek alapján az online pénztárgépek bevezetése érdemben emelhetette a kiskereskedelmi forgalmat. A fehérítés főként azon szegmensekben jelentkezett (pl. élelmiszer), ahol a fogyasztás becslése nem a kiskereskedelmi értékesítéseken, hanem a HKÉF-en alapul.

3-29. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések alakulása üzletcsoportok szerint



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-30. ábra: A fogyasztási kiadások, a kiskereskedelmi értékesítések és a külföldiek turisztikai kereslete



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

- **Turisztikai kereslet:** A kiskereskedelmi forgalom kb. 6 százalékát a turisztikai kereslet adja, ami az elmúlt években érdemi bővülést mutatott. Az élénkülő turisztikai kereslet azonban a lakosság fogyasztási kereslet dinamikáját az említett okok miatt tompíthatja, így hozzájárulhat a kiskereskedelmi forgalom és a lakossági fogyasztás közötti elnyúláshoz (3-30. ábra).
- **Üzleti célú üzemanyag-kereslet:** A kiskereskedelmi forgalom részét képezi az ország területén értékesített gépjármű-üzemanyag mennyisége, azonban a teljes üzemanyag-forgalom számottevő része üzleti célú felhasználásra kerül értékesítésre. Az elmúlt időszakban az üzemanyagforgalmat és így a kiskereskedelmi forgalmat is érdemben emelte a főként üzleti célú gázolajforgalom – csökkenő árak miatti – számottevő, tartós bővülése⁵, ami szintén hozzájárulhatott a lakosság fogyasztási kiadásának és a kiskereskedelmi értékesítések dinamikája közötti elnyúláshoz.

Összességében a kiskereskedelmi értékesítések és a lakossági fogyasztás között érdemi elnyúlás tapasztalható az elmúlt időszakban, azonban a kiskereskedelmi forgalom továbbra is hasznos indikátorként szolgál a fogyasztás alakulása szempontjából. A kiskereskedelmi értékesítések további élénkülést mutattak az elmúlt hónapokban. A két mutató közötti eltérés előre tekintve mérséklődhet, elsősorban a kiskereskedelmi forgalom lassulásán keresztül.

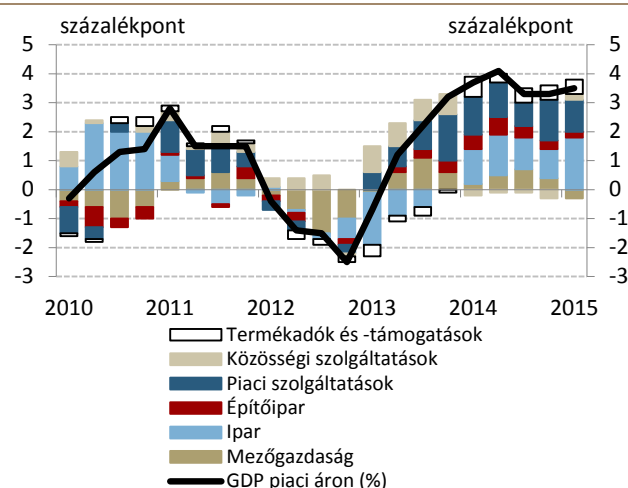
⁴ Költségvetési jelentés, A 2016. évi költségvetési törvényjavaslat elemzése (2015 május), Magyar Nemzeti Bank, http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/A_jegybank/kt-funkcio/Koltsegvetesi_jelentes_20150527.pdf

⁵ 2015 első negyedében a benzinforgalom 4,2 százalékkal, míg a gázolajforgalom 15,6 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest.

3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

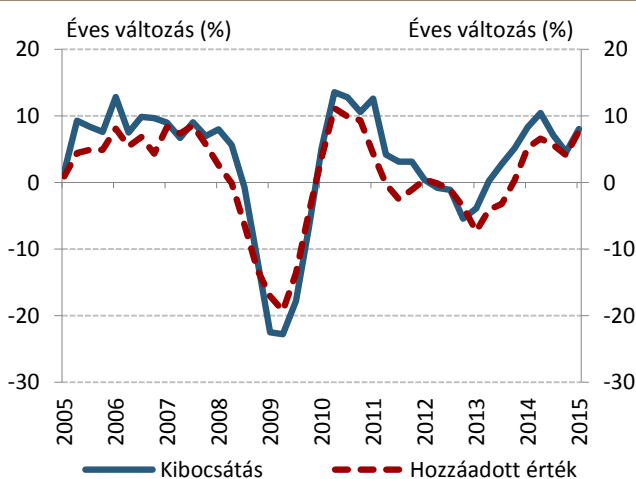
2015 első negyedében folytatódott a hazai gazdaság számottevő bővülése, melyhez az ágazatok széles köre hozzájárult. Az ipar növekedését érdemben a járműgyártás magyarázta, emellett a bányászat és az energetika ágazat teljesítménye is javult. A szolgáltatások növekedését a fokozatosan élénkülő belső kereslet támogatta, míg a mezőgazdaság hozzájárulása a tavalyi év kiváló terméseredményének magas bázisa miatt az első negyedévben negatív volt.

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



Forrás: KSH

3-32. ábra: Ipari kibocsátás és hozzáadott érték volumenének alakulása



Forrás: KSH

2015 első negyedében az ágazatok széles körében folytatódott a hazai kibocsátás bővülése az előző év azonos időszakához képest (3-31. ábra). Az áprilisi ipari termelési adatok is a növekedés folytatását vetítik előre 2015 második negyedében. Emellett az ipar új exportrendelése is magas szinten alakultak 2015 áprilisában.

Az ipar hozzáadott értéke tovább nőtt az első negyedévben. A bővülést elsősorban a feldolgozóipar támogatta, de a bányászat és az energetika ágazat teljesítménye is javult. Az ipari kibocsátás és hozzáadott érték dinamikájának elmúlt években tapasztalt elnyílása⁶ 2015 első negyedében mérséklődött (3-32. ábra).

A járműgyártás ágazat meghatározó szerepet játszott az ipar első negyedévi teljesítményében. 2015 elején az egyik nagy autógyártó új modelljének bevezetésével ismét jelentősen élénkült a járműipar kibocsátása. Az elmúlt hónapokban a járműgyártás mellett az ágazatok széles körében bővült a kibocsátás.

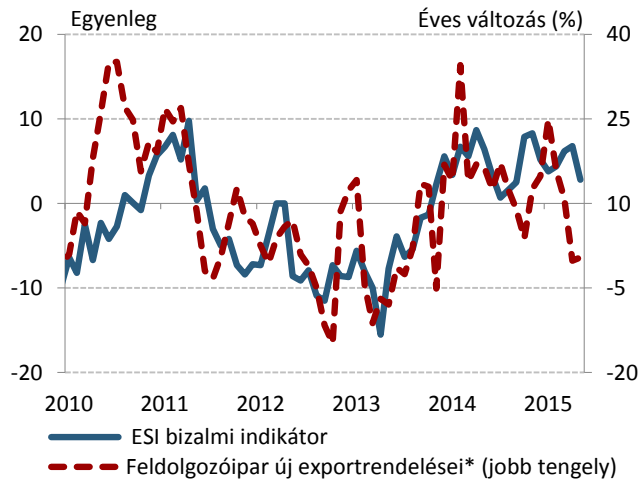
Az előretekinő indikátorok összességében javuló kilátásokat jeleznek. Mind a német gazdaság kilátásait tükröző Ifo index, mind a magyar ipar bizalmi indikátorai a historikus átlag feletti szinteken alakultak (3-33. ábra). A magyar ipar új exportrendelése enyhén tovább emelkedtek.

Az építőipari termelés elmúlt évi erőteljes dinamikája némileg lassult. Ám 2015 elején is élénk növekedés volt megfigyelhető annak ellenére, hogy a szerződésállomány a tavalyi év második felétől csökken. Az ágazat bővülését elsősorban az EU-forrásokból finanszírozott állami infrastrukturális beruházások növekedése magyarázhatja. A csökkenő szerződésállomány és a 2007–2013-as uniós költségvetési ciklus forrásainak fokozatos kifutásának következtében a szektor kibocsátásának mérséklődése várható az idei évben (3-34. ábra).

A tavalyi év kiváló terméseredményének magas bázisa miatt az első negyedévben negatív volt a mezőgazdaság becsült hozzájárulása. Az ágazati hozzáadott érték első negyedévi adatát technikai feltevések alapján becsli a KSH, a végleges adat a következő negyedévi terméseredmények

⁶ Az ipari kibocsátás és a hozzáadott érték eltérő dinamikájával, illetve okaival a 2015. márciusi Inflációs jelentés, 3-1. keretes írásban foglalkoztunk.

3-33. ábra: Ipari konjunktúraindikátorok alakulása



Megjegyzés: *Háromhavi visszatekintő mozgóátlag.

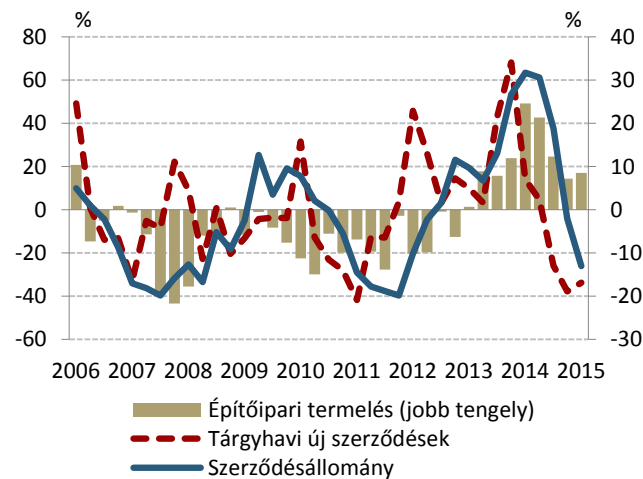
Forrás: Európai Bizottság, KSH

függvényében határozódik meg. Az idei évre vonatkozó első várakozások a tavalyinál enyhén alacsonyabb termékilátásokat jeleznek.

A szolgáltatások hozzáadott értéke tovább bővült az első negyedévben éves összevetésben, mely az ágazatok többségében jellemző volt. A kiskereskedelmi értékesítések stabilan növekedtek, az eladások bővülése a termékek széles körében jelentkezett. Az élénk növekedés áprilisban is folytatódott, az üzemanyagok mellett a nem élelmiszerjellegű, tartósabb termékek eladásai is számottevően bővültek.

A vendéglátás és turizmus ágazatok hozzáadott értéke az első negyedévben is számottevően növekedett, a vendégéjszakák száma éves összevetésben 9 százalékkal bővült. Az élénkülő idegenforgalmi kereslet részben a háztartások javuló jövedelmi helyzetére, valamint a hazai turizmust élénkítő, béren kívüli juttatások növekvő felhasználására vezethető vissza. 2015 áprilisában is élénken bővült a kereskedelmi szálláshelyek forgalma.

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

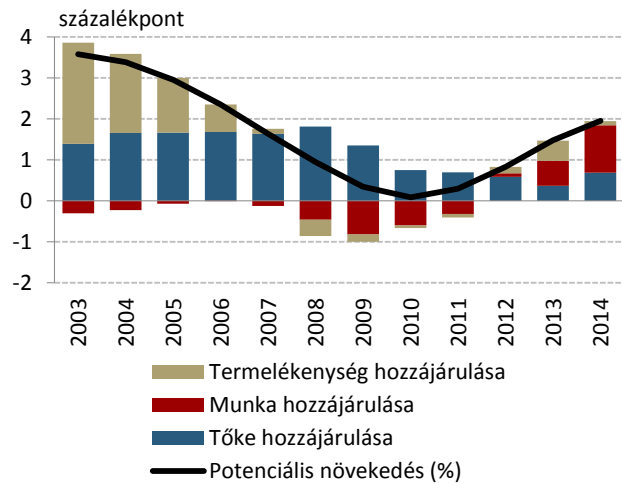


Forrás: KSH

A pénzügy ágazat teljesítménye továbbra is mérsékelten alakult a csökkenő hitelállománnyal összhangban. Az ingatlanügyek ágazat mérsékelt növekedéséhez a lakásépítések növekedése mellett a használt lakások forgalmának élénkülése járulhatott hozzá.

A kereslet bővülésével párhuzamosan a potenciális növekedés is élénkülhetett 2014-ben, 2015 elején 2 százalék körül alakulhatott (3-35. ábra). A javuló keresleti kilátások révén a tavalyi év során erőteljesen bővülő beruházások érdemben hozzájárultak a gazdaság termelő kapacitásainak növekedéséhez. Emellett a javuló elhelyezkedési kilátások ösztönözhatték az ún. „reményvesztett munkanélküliek” visszatérését a munkapiacra, hozzájárulhattak a hosszú távú munkanélküliség mérséklődéséhez, és oldhatták a munkakereslet és kínálat szerkezete közti feszültségeket. A termelékenység javulását a tavalyi év során élénk beruházási aktivitás mellett az oldódó finanszírozási korlátok is támogathatták.

3-35. ábra: A potenciális kibocsátás éves változása



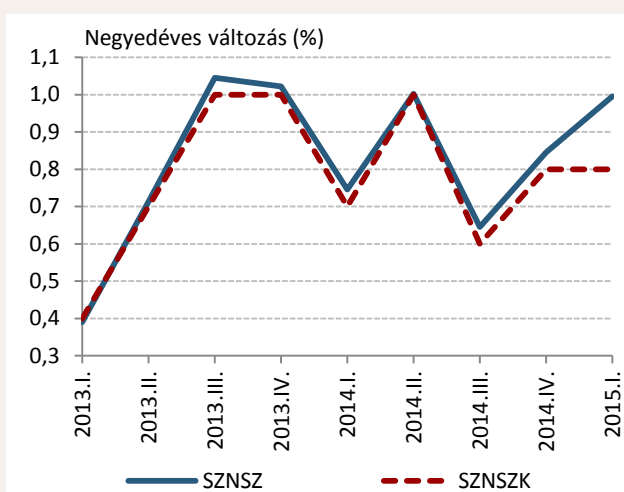
Forrás: MNB

3-3. keretes írás: A szezonálisan igazított GDP-idősorok értelmezése

Az aktuális gazdasági folyamatok értelmezését különböző zajok nehezíthetik, amelyek azonosításához és kezeléséhez **elengedhetetlen a szezonálisan igazított adatok vizsgálata**. Szezonális kiigazítás során az elsődleges cél az idősorok információtartalmának szétválasztása különböző nem megfigyelhető komponensekre, így megjelenítve a szezonális ingadozások mértékét és lehetővé téve az adatok különböző negyedévek közötti összehasonlíthatóságát. A magyar GDP vizsgálatakor azonban különböző módszertani sajátosságok nehezíthetik a szezonálisan igazított adatsorok értelmezését.

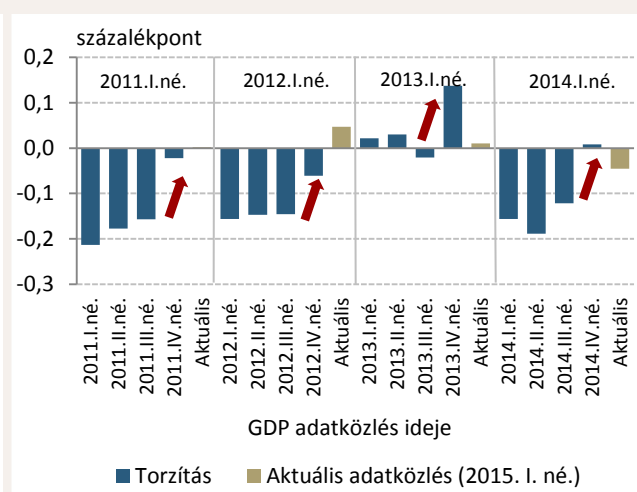
A Központi Statisztikai Hivatal (KSH) a bruttó hazai termék adatsorok publikálásakor a nyers adatok mellett közzéteszi a naptárhatástól szűrt (NSZ), illetve a szezonálisan és naptári hatással kiigazított (SZNSZ) idősorokat is. Noha a szezonális hatások jellemzően éven belül jelentkeznek, a munkanapok és szabadnapok évenként eltérő száma miatt a naptárhatás az egyes évek között változhat, így a szezonálisan kiigazított negyedéves adatok éves adatokkal való összhangjának biztosítása érdekében korrekció elvégzése szükséges. Az így előálló adatok a szezonálisan és naptári hatással kiigazított és kiegyensúlyozott (SZNSZK) idősorok.

3-36. ábra: GDP-idősorok negyedéves változása



Megjegyzés: 2015. I. negyedévi adatközlés alapján.

Forrás: KSH

3-37. ábra: Első negyedéves GDP negyedéves változásának torzítása⁷

Megjegyzés: Az ábra azt mutatja, hogy az elmúlt négy évben miként alakult a különböző adatközlések szerint a szezonálisan igazított (SZNSZ), valamint a szezonálisan igazított és kiegyensúlyozott (SZNSZK) GDP növekedési üteme közötti eltérés.

Forrás: KSH

A kiegyensúlyozás jellemzően nem torzítja a negyedéves növekedési rátákat, azonban fontos **kivétel az első negyedéves adat** esete (3-36. ábra, 3-37. ábra). A kiegyensúlyozás ugyanis csak akkor végezhető el, ha a tárgyév összes negyedére rendelkezésre állnak már az adatok. Jelen esetben tehát 2014 negyedik negyedévéig készülhet el az SZNSZK-idősor. Az első negyedévre vonatkozóan a KSH azt a gyakorlatot követi, hogy a negyedik negyedévi SZNSZK-adathoz hozzáilleszti a 2015. első negyedév SZNSZ-szintadatát, így megváltozhat a negyedéves profil. A 2015 negyedik negyedéves adat publikálása után nyílik majd lehetőség a teljes idősor kiegyensúlyozására, addig tehát 2015-re vonatkozóan SZNSZ-adatpontokkal bővül az adatsor.

A KSH hivatalos szezonális igazítása alapján a 2015 első negyedévre vonatkozó SZNSZ-negyedéves növekedés 1,0 százalék, míg a publikált SZNSZK-negyedéves növekedési ütem 0,8 százalék. Az eltérés mértéke megegyezik az elmúlt években tapasztaltakkal, miszerint az első negyedévekre vonatkozó SZNSZK-adatok negyedéves változásának üteme jellemzően 0,1-0,2 százalékponttal alacsonyabb az SZNSZ-idősor negyedéves változásánál (3-37. ábra). A negyedik

⁷ A 3-37. ábra vízszintes tengelye a különböző adatközléseket, míg a függőleges tengely a torzítás mértékét ábrázolja. Az adott évek első negyedéves dinamikájának torzítása az SZNSZK és SZNSZ-idősorok negyedéves változásainak eltérését jelöli a különböző publikációkban. Az ábra alapján tehát az első negyedévekben közölt relatíve jelentős torzítás az adott év végére fokozatosan korrigálódik. Az adott év negyedik negyedévéét követően az első negyedéves SZNSZK és SZNSZ negyedéves dinamikák különbsége jellemzően stabilan alakult a következő évek publikációiban.

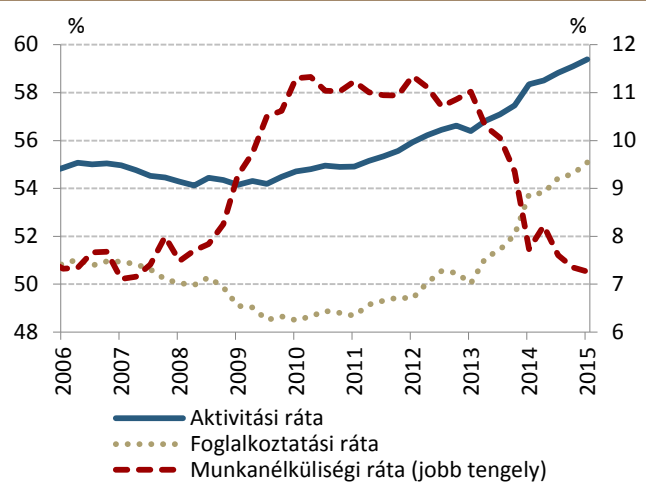
negyedévben lehetséges kiegyensúlyozás következtében az eltérések jellemzően korrigálódtak. **Az első negyedévre vonatkozóan az SZNSZ-adatsor pontosabb képet adhat a gazdaság jelenlegi helyzetéről.**

Ugyanakkor a **bruttó hazai termék szezonálisan igazított idősorát jelentős végponti bizonytalanság** jellemzi, így a beérkező új adatpontok érdemben befolyásolhatják a negyedéves növekedési rátákat – a múltira visszamenőlegesen is. A probléma kezelése érdekében célszerű az eredeti (nyers) adatokat is felhasználni, hiszen a további igazítások kiindulópontja ezen idősor.

3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség

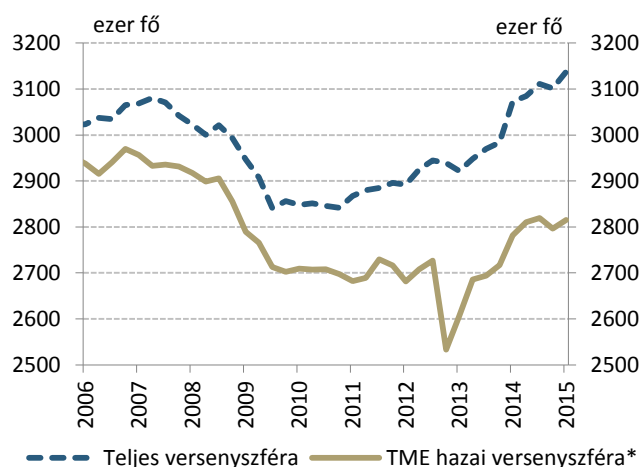
Az első negyedévben bővült a foglalkoztatottak létszáma, melyhez főként a versenyszféra létszámbővülése járult hozzá. A munkanélküliségi ráta tovább csökkent 2015 elején. A munkapiac feszessége az előző negyedévekben tapasztalt szinten stabilizálódott.

3-38. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH

3-39. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása



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

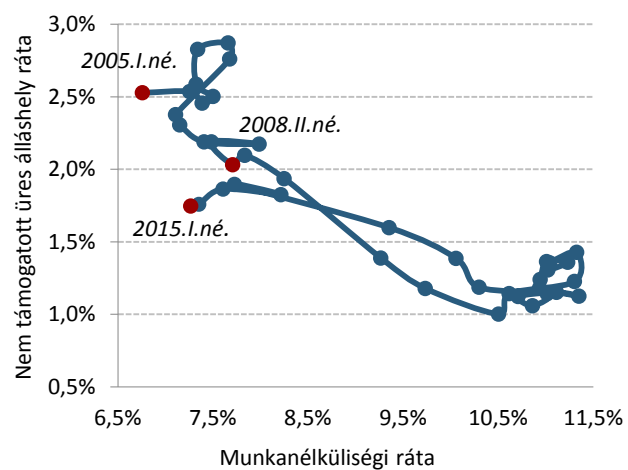
Forrás: KSH

2015 első negyedévében bővült az aktívák száma. A negyedik negyedévben a 15–74 éves korosztályra vonatkozó aktivitási ráta 59,4 százalékon állt (3–38. ábra). Folytatódott a munkapiachoz lazán kötődő, de potenciálisan munkavállalásra hajlandó csoportok (reményvesztett munkanélküliek) beáramlása a munkapiacra. Ebben a javuló elhelyezkedési esélyek mellett a közmunkaprogramok is szerepet játszhattak.

Az év elején tovább nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma, melyhez döntően a versenyszféra élénkülő munkakereslete járult hozzá. A versenyszektor létszámának emelkedése elsősorban a piaci szolgáltatószeaktorhoz köthető, ahol az előző negyedéves létszámcsökkenés korrekciója volt tapasztalható 2015 első negyedévében. Szezonálisan igazított adatok alapján a feldolgozóipari létszám érdemben nem változott. A teljes és részmunkaidősök által ledolgozott egy főre eső munkaórák száma növekedett, így ugyancsak emelkedés jellemezte a versenyszféra teljes munkaidő egyenértékes létszámát (3–39. ábra).

A munkanélküliségi ráta enyhén csökkent 2015 első negyedévében. A hosszú távú munkanélküliek száma a 2013 óta tartó csökkenést követően az előző negyedéves szinten stabilizálódott. A nem támogatott betöltetlen álláshelyek állománya a 2014 negyedik negyedévi szinthez hasonlóan alakult. A nem támogatott új álláshelyek száma kismértékben növekedett az év elején, ugyanakkor még nem érte el válság előtti szintjét. 2013 óta a munkapiac fokozatosan feszesebbé vált. Ám az elmúlt negyedévekben a feszesség érdemben nem változott (3–40. ábra).

3-40. ábra: Beveridge-görbe alakulása



Megjegyzés: A nem támogatott üres álláshely ráta a negyedév folyamán rendelkezésre álló nem támogatott üres álláshelyek az aktívak arányában.

Forrás: NFSZ, KSH-adatok alapján MNB-számítás

3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

A magyar gazdaságot továbbra is érdemi szabad kapacitások jellemezhetik, így a reálgazdaság felől érkező inflációs nyomás mérsékelt maradhatott 2015 első negyedében. Ugyanakkor az erőforrás-kihasználtságot mérő indikátorok emelkedése arra utalhat, hogy a kibocsátási rés fokozatosan záródik.

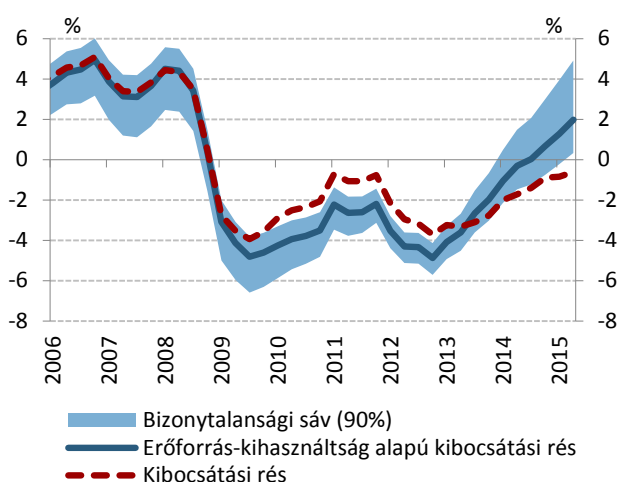
Összhangban a visszafogott inflációs alapfolyamatokkal, a hazai inflációs nyomást megragadó **kibocsátási rés becslésünk továbbra is negatív** tartományban alakul (3-41. ábra).

Több bizalmi indikátor elérte, illetve a munkanélküliségi ráta már megközelítette a válság előtti szintjét, mely a kihasználatlan kapacitások fokozatos mérséklődésére utalhat. A vállalati felmérésen alapuló bizalmi indikátorok folyamatos javulása a kereslet élénkülésén keresztül intenzívebb kapacitáskihasználtságot jelezhet. (Az erőforrás-kihasználtsági mutatók és a kibocsátási rés közötti eltéréssel részletesebben a 3-4. keretes írásban foglalkozunk.)

A vállalati felmérések alapján a kereslethiány egyre kevésbé korlátozta a termelés bővülését az elmúlt hónapokban. Ezzel szemben a munkaerőt mint termelést korlátozó tényezőt 2013 óta a vállalatok egyre nagyobb arányban jelölik meg. Az erőforrás-kihasználtság alapú kibocsátási rés-mutató magasabb szintjét az indokolhatja, hogy a kapacitások javuló kihasználása elsősorban az aggregált inflációs nyomás szempontjából kevésbé meghatározó szektorok körében volt jellemző.

A magyar gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése nem változott érdemben a márciusi Inflációs jelentés óta. A GDP a vártnál enyhén magasabb ütemben bővült. A márciusi előrejelzésnél mérsékeltén magasabb infláció többnyire a rövid távon magasabb olajárak eredménye, míg az inflációs alapfolyamatok megfeleltek várakozásunknak. A keresleti oldali inflációs nyomás szempontjából leginkább releváns lakossági fogyasztás a vártnak megfelelően alakult.

3-41. ábra: Kibocsátási rés-mutatók



Megjegyzés: Az erőforrás-kihasználtság alapú kibocsátási rés különböző vállalati kapacitáskihasználtságra vonatkozó indikátorok 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, 2012 június.

Forrás: MNB

3-4. keretes írás: Miért tér el az MNB kibocsátási rés becslése az erőforrás-kihasználtsági mutatótól?

Az erőforrás-kihasználtsági rés a gazdaság ciklikus helyzetének megítélését segítő mutató (3-41. ábra). Számos olyan makrogazdasági változó és bizalmi indikátor információtartalmát összegzi, amelyek kapcsolatban állnak a vállalatok kapacitáskihasználtságával. Ezért az erőforrás-kihasználtsági mutató jelzést ad a gazdaságban fennálló szabad kapacitások (kibocsátási rés), illetve a belföldi eredetű inflációs nyomás mértékéről.⁸

Az erőforrás-kihasználtsági rés már több negyedéve historikus átlaga körüli szinten alakul. Ezzel szemben a maginfláció és a bérezés is visszafogott maradt, és az MNB megítélése szerint a kibocsátási rés továbbra is negatív. E keretes írás arra keresi a választ, hogy az erőforrás-kihasználtsági rés miért adhat eltérő jelzést a gazdaságban rejlő inflációs nyomásról.

Az erőforrás-kihasználtsági rés főkomponens-elemzéssel készül 41 idősorból. Ahhoz, hogy az idősorok közös komponensét kinyerjük, a különböző mutatókat közös skálára kell hozni (standardizálni). Ennek során az egyes idősorokból kivonjuk saját historikus átlagukat, majd elosztjuk őket saját szórásukkal. **A standardizálás azzal az implicit feltevéssel jár, hogy a felhasznált idősorok historikus átlaga éppen nulla kibocsátási réssel konzisztens. E feltevés azonban több szempontból problémás lehet:**

- **Egyrészt a bizalmi indikátorok esetében előfordulhatnak strukturális törések.** E mutatók a vállalatvezetők szubjektív értékelésén alapulnak. Ám az erőforrás-kihasználtsági mutató számításához használt kb. 20 éves mintaidőszak során mind a felmérésben résztvevő vállalatok, mind a válaszokat adó menedzserek kicserélődhetnek. Egy ma megkérdezett menedzser és a több évvel korábban megkérdezett elődje ugyanazt a makrogazdasági környezetet eltérően értékelheti.
- **Másrészt közgazdaságilag sem szükségszerű, hogy a vállalatok „normális” kapacitáskihasználtsága időben állandó legyen.** A kapacitáskihasználtság rövid távú ingadozásait elsősorban a keresleti feltételek változása magyarázza. Éppen ezért hasznosak e mutatók a gazdaság ciklikus helyzetének értékelésére. Ám emellett **kínálat oldali tényezők is befolyásolják a kapacitáskihasználtság szintjét.** Például emelheti az optimális kapacitáskihasználtságot, ha felgyorsul a tőkejavakon keresztüli technológiai fejlődés üteme, ha nő a gazdasági kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság vagy ha erősödnek a vállalat hitelfelvételi korlátai.⁹

A válság utáni években a bizonytalan keresleti kilátások és az erősebb finanszírozási korlátok egyaránt arra ösztönözhatték a cégeket, hogy a korábbinál intenzívebben használják ki termelőkapacitásukat. **Mivel a kapacitáskihasználtság emelkedésében a kereslet élénkülése mellett egyéb tényezők is szerepet játszhattak, ezért e mutatók jelenleg túlbecsülhetik a kereslet oldali inflációs nyomás mértékét.**

A fenti módszertani nehézségek és közgazdasági szempontok **óvatosságra intenek az erőforrás-kihasználtsági rés értékelésekor. A mutató szintje félrevezető jelzést adhat a keresletoldali inflációs nyomás erősségéről. Ugyanakkor az indikátor időbeli változása továbbra is jól tükrözheti az inflációs nyomásban bekövetkező elmozdulások irányát.**

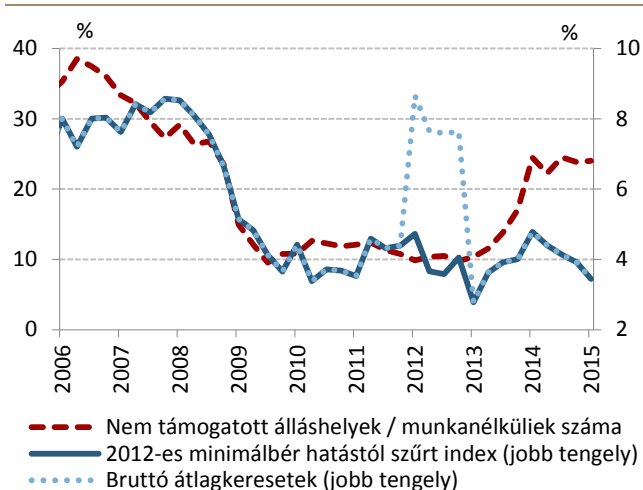
⁸ A mutató számításának részleteiért lásd: Rác O. M. (2012): A gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése bizalmi indikátorok segítségével, MNB Szemle, 2012 június.

⁹ Ha gyorsul a technológiai fejlődés, akkor érdemes hamarabb elhasználni a régebbi, kevésbé termelékeny eszközöket. Lásd Greenwood, J. – Hercowitz, Z. – Huffman, G. W. (1988): Investment, Capacity Utilization, and the Real Business Cycle, American Economic Review, 78(3), 402-417. Ha nagyobb a bizonytalanság, akkor pedig érdemes kivárni a beruházásokkal, és inkább a meglévő eszközök intenzívebb használatával kielégíteni a kereslet élénkülését. Lásd: Pindyck, R. S. (1988): Irreversible Investment, Capacity Choice, and the Value of the Firm, American Economic Review, 78(5), 969-985. Végül hitelfelvételi korlátok mellett a vállalatok szintén elhalaszthatják beruházásaikat, és meglévő eszközeik intenzívebb használatára kényszerülhetnek. Lásd: Gertler, M. – Gilchrist, S. – Natalucci, F. M. (2007): External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator, Journal of Money, Credit and Banking, 39(2-3), 295-330.

3.6. Költségek és infláció

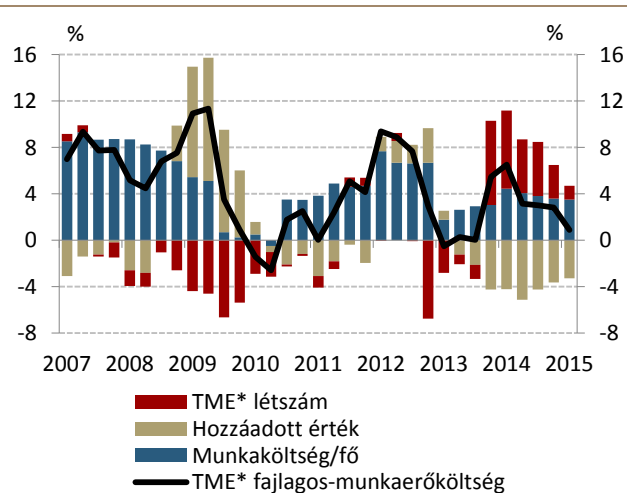
Az infláció továbbra is jóval a jegybank 3 százalékos célja alatt tartózkodik, de az elmúlt időszakban historikus mélypontját elhagyva 0 százalék fölé emelkedett. Az árdinamika emelkedéséhez főként az üzemanyagárak növekedése járult hozzá. A versenyszféra bérdinamikája változatlanul visszafogottan alakult az első negyedévben.

3-42. ábra: A bruttó átlagkereset éves változása és a munkapiaci feszesség alakulása



Forrás: KSH, NFSZ-adatok alapján MNB-számítás

3-43. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása



Megjegyzés: * Teljes munkaidő egyenértékes. Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

3.6.1. Bérek

2015 első negyedévében a versenyszektor bruttó átlagkeresetei 3,5 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest, ami továbbra is visszafogott bérdinamikát jelent (3-42. ábra). A prémiumkifizetések nagysága nem tért el érdemben az előző években megszokott mértéktől. A versenyszférán belül a feldolgozóipari bérek dinamikája meghaladta a piaci szolgáltatószektorban tapasztalható bérdinamikát. A versenyszféra bérezését az alacsony inflációs környezet, az élénkülő konjunktúra és a munkapiaci szabad kapacitások csökkenése együttesen határozza meg.

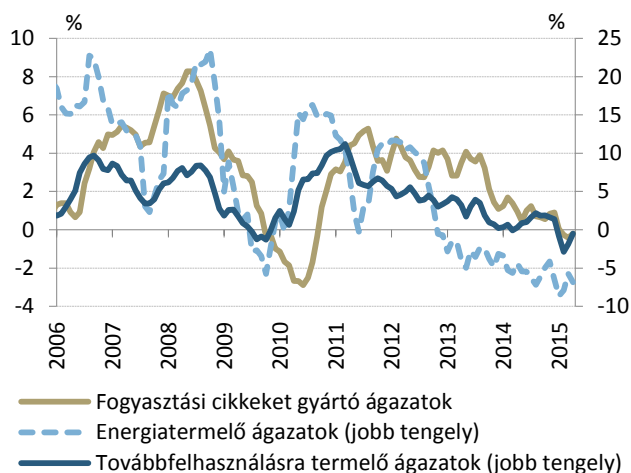
A teljes munkaidő egyenértékes létszámmal számolt fajlagos munkaerőköltség dinamikája lassult az előző negyedévhez képest (3-43. ábra). A fajlagos munkaköltség alakulásához döntően a teljes munkaidős egyenértékes létszám éves alapú dinamikájának mérséklődése járult hozzá. Az egy főre eső munkaköltség éves változása enyhén lassult a korábbi negyedévekhez képest. Ezzel szemben a hozzáadott érték növekedése a fajlagos munkaerőköltség emelkedésének irányába hatott.

3.6.2. Termelői árak

A nyersanyagárak felől általánosan visszafogott inflációs nyomás volt tapasztalható az elmúlt hónapokban. A mezőgazdasági termékek árai mérsékelten alakultak az elmúlt időszakban, melynek háttérében főként a tavalyi év kiváló terméseredményei, valamint a bőséges raktárkészletek állhatnak. Az Európai Unió tagállamainak tejtermelését központilag szabályozó tejkvóta megszüntetésével erősödhetett a piaci verseny, melynek következtében a tejárak mérsékelten alakultak.

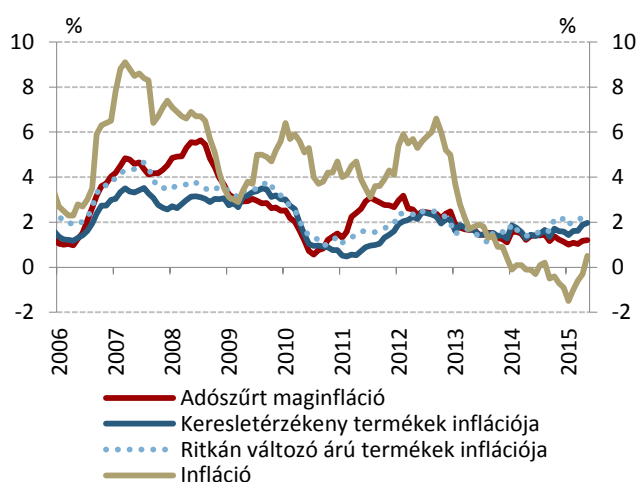
Az ipari termelői árakat visszafogott dinamika jellemezte az elmúlt időszakban (3-44. ábra). Míg a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok termelői árai lényegében nem változtak, a továbbfelhasználásra termelő ágazatok árdinamikája kissé emelkedett. A hazai termelői árak tendenciája megfelelt az eurozónában megfigyelt folyamatoknak. A feldolgozott termékek körében továbbra is alacsony keresletoldali nyomás és nyersanyagárak állhatnak a mérsékelt áralakulás háttérében.

3-44. ábra: Az ipari termelői árak éves változása



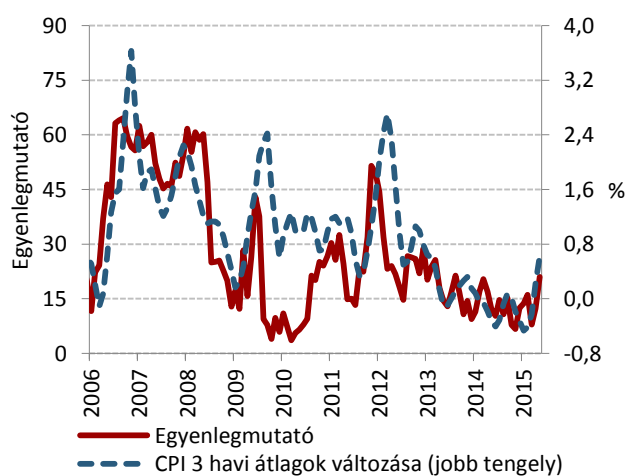
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

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



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

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



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

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

3.6.3. Fogyasztói árak

Az elmúlt hónapokban az infláció elhagyta historikus mélypontját és májusban 0 százalék fölé emelkedett. A mérsékelt infláció a visszafogott költségoldali nyomás (visszafogott olaj- és élelmiszerárak), a mérsékelt szabályozott árak, illetve az alacsony szinten tartózkodó lakossági inflációs várakozások következménye.

Az inflációs alapfolyamat mutatók az elmúlt időszakban enyhén emelkedtek, de továbbra is mérsékelt alakultak. A mutatók emelkedését a kereslet fokozatos élénkülése magyarázhatja (3-45. ábra).

Az iparcikkek árai továbbra is visszafogottan alakultak, melynek háttérében főként az alacsony importált infláció árleszorító hatása húzóhatott meg. Az iparcikkekben belül a tartós termékek árai emelkedtek. A nemtartós iparcikkek inflációja továbbra is visszafogott dinamikát jelez.

A piaci szolgáltatások inflációja a belső kereslet fokozatos élénkülése ellenére is visszafogott szinteken tartózkodnak. A termékkörön belül a szolgáltatások széles körében az előző évekhez hasonló árdinamikát figyelhetünk meg. A termékkör indexe azonban a pénzügyi szolgáltatások tavalyi árcsökkenésének bázishatása miatt emelkedett.

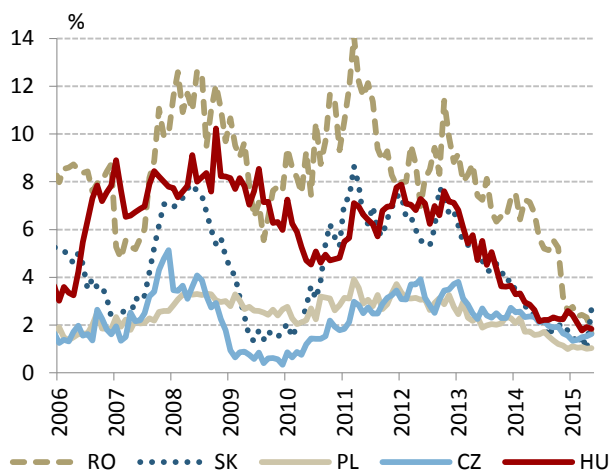
A feldolgozott és feldolgozatlan élelmiszereket továbbra is mérsékelt árdinamika jellemezte. A feldolgozott élelmiszerek árszintjének csökkenéséhez az orosz embargó következtében megnövekedett kínálat, valamint az európai uniós tejkvóta eltörlése járulhatott hozzá. Ezzel szemben a feldolgozatlan élelmiszerek árszintje növekedett.

Az üzemanyagárak a tavaszi hónapokban emelkedtek a forintban kifejezett olajárak emelkedésével párhuzamosan. A termékkör éves alapú árcsökkenésének háttérében a tavalyi év végén – döntően a megnövekedett kínálat és a gyenge kereslet miatt – bekövetkező érdemi olajáresés áll. A Brent kőolaj jegyzésárai továbbra is nyomott szinteken tartózkodnak.

A szabályozott árak inflációja továbbra is visszafogott maradt az elmúlt hónapokban. A termékkör inflációját számottevően befolyásolta a szabályozott energiaárak tavalyi érdemi csökkentése. Mindemellett az egyéb szabályozott tételek esetében is mérsékelt áralakulás volt megfigyelhető.

Az elmúlt időszak beérkező inflációs adatai enyhén magasabban alakultak a jegybanki várakozásoknál. A márciusi előrejelzést meghaladó értékeket döntően a magasabb olajárak magyarázzák. Ugyanakkor az

3-47. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

alapfolyamatok a vártak megfelelően alakultak.

3.6.4. Inflációs várakozások

A fogyasztói árak rövid távú alakulása szempontjából meghatározó, a **kiskereskedelmi szektor értékesítési áaira vonatkozó inflációs várakozások enyhén emelkedtek, azonban továbbra is alacsony szinten alakultak.** Ez arra utalhat, hogy a költség- és keresletoldali tényezők továbbra sem jeleznek jelentősebb áremeléseket az elkövetkezendő hónapokban (3–46. ábra).

A lakossági inflációs várakozások tekintetében a magyar adatok a korábban tartósan alacsony inflációs várakozásokkal jellemezhető országok (Csehország, Lengyelország) szintjén alakultak az elmúlt hónapokban. Szlovákiában a várakozások növekedtek, ezzel szemben Romániában csökkenés volt tapasztalható (3–47. ábra).

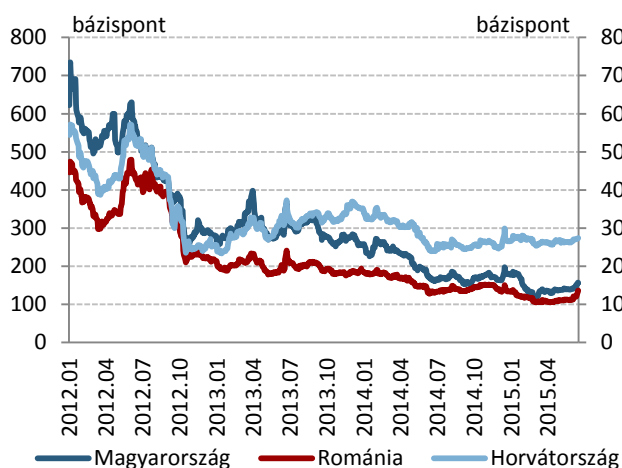
4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

4.1. Hazai és nemzetközi pénzügyi folyamatok

Az időszak első felében jellemző kedvező globális piaci hangulat a negyedév második felére negatívba fordult. Az áprilisi pozitív hangulat mögött a kedvező amerikai makroadatok és az olaj árának emelkedése állt. Az időszak második felében a kedvezőtlen makroadatok és a Fed kamatpolitikájával kapcsolatos bizonytalanságok mellett ismét felerősödtek a görög helyzettel kapcsolatos félelmek. A hangulatromlást az emelkedő kötvényhozamok mellett részben tükrözték a kockázati mutatók is, mind a fejlett tőzsdeindexek, mind a feltörekvő piaci felárak alakulása csökkenő kockázatvállalási hajlandóságot mutatott az időszak második felében.

A hazai pénzpiaci folyamatok a nemzetközi hangulatot követve negatív képet mutattak. Magyarország kockázati megítélése nem változott érdemben, a CDS-felár enyhe emelkedése részben nemzetközi okokhoz köthető. A forintárfolyam az euróval szemben a régiót kissé alulteljesítve 2,5 százalékkal gyengült, míg a dollárral szemben a régiónál kisebb mértékű felértékelődést mutatott. Az állampapírpiacra a rövid hozamok mérséklődtek, míg a hosszú hozamok – elsősorban az eurozóna hozamainak hatására, de azoknál kisebb mértékben – emelkedtek.

4-1. ábra: 5 éves szuverén CDS-felárak a régióban



Forrás: Bloomberg

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

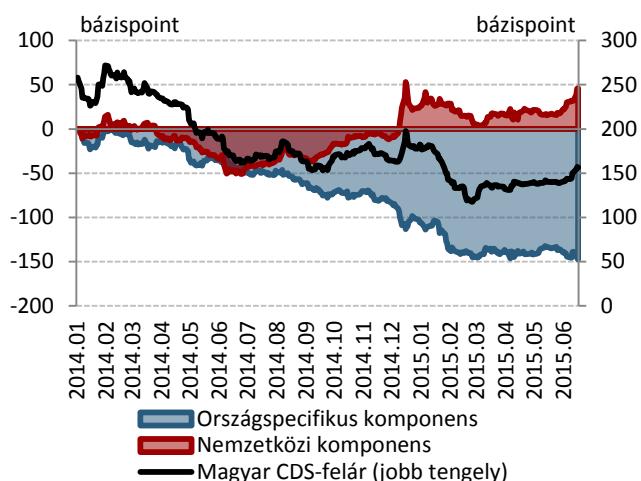
A márciusi Inflációs jelentés megjelenése óta emelkedtek hazánk kockázati mutatói. A magyar 5 éves szuverén CDS-felár a vizsgált időszak elejéhez képest mintegy 17 bázisponttal került feljebb, ugyanakkor az időszak nagy részében a 2008 utáni időszak historikus mélypontja közelében, a 130-145 bázispontos sávban mozgott. Az állampapír-piaci hozamok a rövid szegmensben lejjebb kerültek, míg a hosszú lejáratokon a hozamok összességében emelkedtek. A régiós országok esetében hasonló irányú elmozdulások voltak megfigyelhetők a kockázati mutatókban.

Hazánk 5 éves CDS-felára a március közepi szinthez képest emelkedett. A globális piaci hangulat megingásai a régiós CDS-felárakban is éreztették hatásukat. A hazai felár átmenetileg 131 bázispontig csökkent, majd az időszak végére ismét 155 bázispont közelébe emelkedett. Az időszak egészét tekintve a régiós felárak hasonló irányú elmozdulást mutattak (4-1. ábra).

CDS dekompozíciós módszertanunk szerint a magyar kockázati felár emelkedése mögött nemzetközi tényezők álltak, míg az országspecifikus okok továbbra is a felár csökkenése irányába hatottak (4-2. ábra).

Az euróban denominált magyar kibocsátású devizakötvény-felár mintegy 14 bázisponttal emelkedett az elmúlt három hónapban. A régió egyéb országai közül Romániában 40 bázispontos hozamemelkedés volt megfigyelhető, míg Lengyelországban a kezdeti hozamcsökkenést követő korrekció eredményeként összességében a hazaival megegyező mértékben változott a devizakötvény-felár (4-3. ábra).

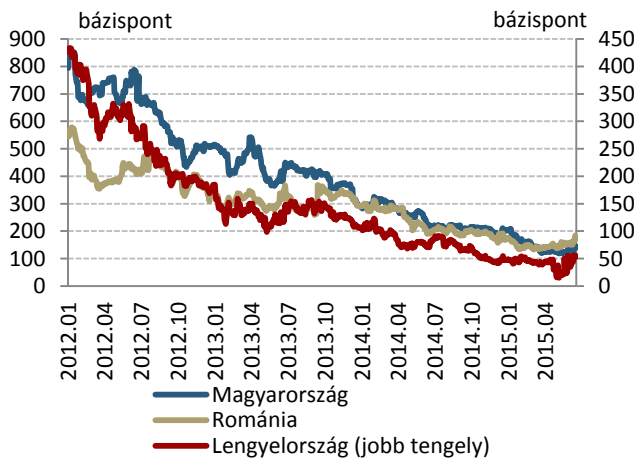
4-2. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

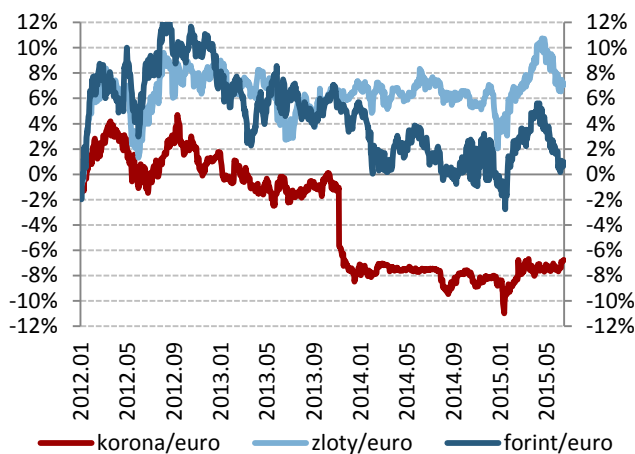
Forrás: Bloomberg

4-3. ábra: 2020-ban lejáró régiós euróban denominált devizakötvény-felárak a német hozam felett



Forrás: Bloomberg

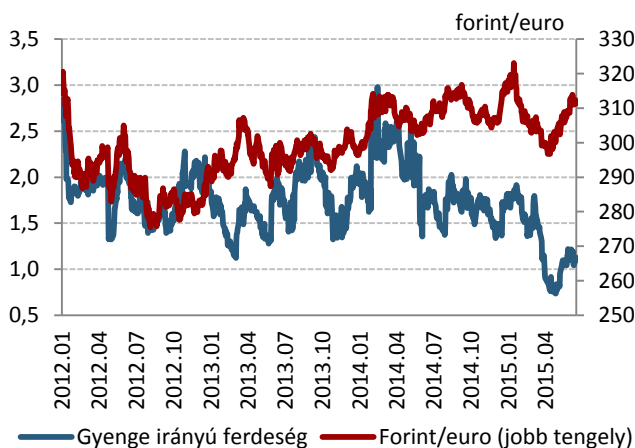
4-4. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Thomson Reuters

4-5. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyam 1 hónapos gyenge irányú ferdeségének alakulása



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

Forrás: Bloomberg

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

Az euro/forint keresztárfolyam az előző negyedévhez képest enyhén szélesebb tartományban (297–314 HUF/EUR) ingadozott. A forintárfolyam az euróhoz képest összességében mintegy 2,5 százalékkal gyengült az időszak során. A forint árfolyamára főként nemzetközi tényezők hatottak, némi országspecifikus hatás mellett. A nemzetközi tényezőkből kiemelendő a görög válság megoldatlansága és a Fed kamatpolitikájával kapcsolatos bizonytalanság. Az előretekintő indikátorok közül a ferdeség a forint gyengülésével együtt kissé emelkedett, míg a volatilitás nem változott érdemben.

A forintárfolyam a régiós devizaárfolyamok között kissé alulteljesítő volt az elmúlt negyedévben. A lej és a zloty a forintnál kisebb mértékben gyengült az euróval szemben, míg a cseh korona mintegy fél százalékkal erősödött (4-4. ábra). A dollár gyengülése következtében a forint 4, míg a cseh, lengyel és román deviza egyaránt 5-7 százalékos felértékelődést mutatott a dollárral szemben a március közepe óta tartó időszakban.

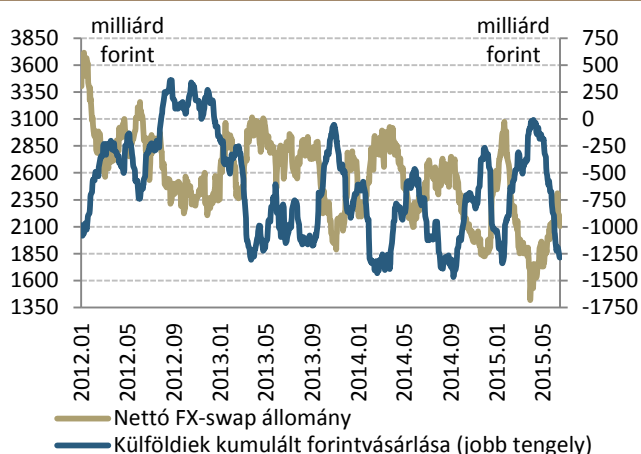
A rövid, hónapon belüli futamidőkön változóan alakultak a swapfelárak az időszak során, jellemzően csak a negyedév végi feszültebb időszakban emelkedtek meg jelentős mértékben. A közepes, 1, 3 és 6 hónapos futamidőkön alakulásukat a korábbi időszakokban is megfigyelt volatilis mozgás jellemezte, a vizsgált időszak végére mintegy 10-20 bázisponttal kerültek feljebb. A hosszú futamidőkön a negyedév végi feszültség nem jelentkezett, a swap-felárak érdemi elmozdulást nem mutattak az időszak során.

A külföldi szereplők forint elleni pozícionáltsága és a belföldi szereplők forwardállománya is emelkedett az árfolyam gyengülésével párhuzamosan. A nem rezidens szereplők nettó FX-swap állománya az időszak végére mintegy 200 milliárd forinttal emelkedett, miközben kumulált forintvásárlásuk érdemben, 900 milliárd forinttal csökkent (4-6. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya átmeneti korrekcióktól eltekintve az időszak végére 4450 milliárdra csökkent. Összességében március közepéhez 500 milliárd forintos csökkenést tapasztaltunk az állományukban, részarányuk pedig a forintpapírok tekintetében 41–47 százalék között ingadozott (4-7. ábra).

4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

Az állampapírok elsődleges piacán alapvetően erősödött a kereslet, általánosságban továbbra is erős lefedettséget lehet tapasztalni az aukciókon. A rövid papírok aukcióit átlagosan több mint kétszeres lefedettség jellemezte. A hosszú lejáratú papírok esetén is egészséges keresletet

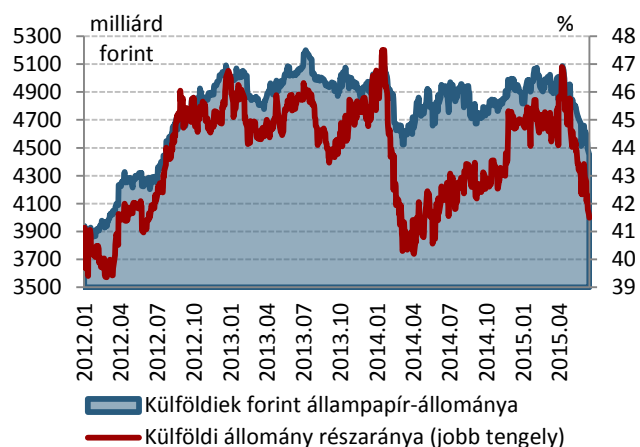
4-6. ábra: A külföldi szereplők nettó forint-deviza swap állománya és kumulált forintvásárlása



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

Forrás: MNB

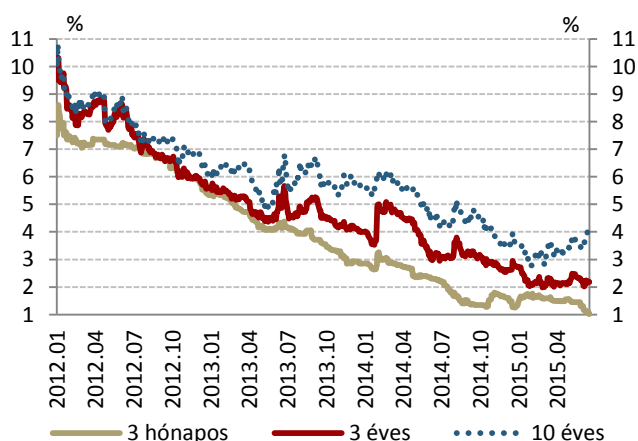
4-7. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



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

Forrás: MNB

4-8. ábra: Állampapírpiazi referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

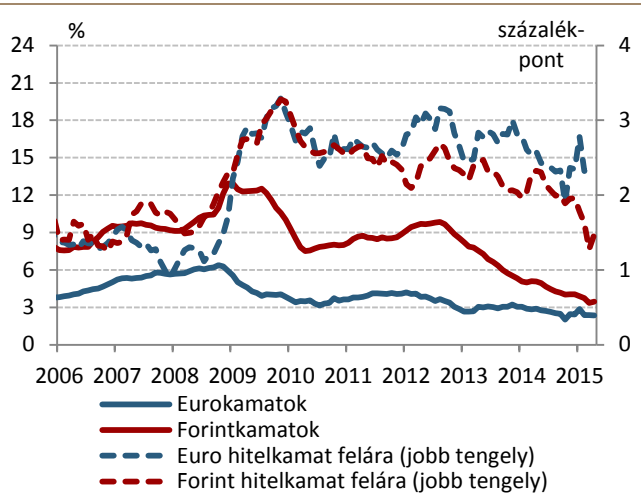
tapasztaltunk az időszak során, az 5 és 10 éves állampapírok aukcióin az átlagos kereslet 3,5-4-szerese volt a felkínált mennyiségnek, az időszak végén különösen erős kereslet jellemezte a hosszú lejáratú papírok aukcióit.

A másodpiaci állampapírhozamok a rövid lejáratokon csökkentek, míg a hosszabb lejáratokon emelkedtek, így a hozamgörbe meredeksége az időszak elejéhez képest nőtt. A rövid hozamok az időszak első felében vegyesen alakultak, majd az időszak végén érdemben csökkentek. A hosszú hozamok az időszak első felében csökkentek, majd stagnáltak, amit április közepétől a hozamok érdemi, a régióhoz hasonló mértékű emelkedése követett (4-8. ábra).

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A vállalati és a háztartási szegmensben is tovább mérséklődtek a finanszírozási költségek 2015 első negyedében. A vállalati forintkamatok szintje megközelítette az eurokamatokét, miközben mindkét esetben jellemző volt, hogy a nagyszegű hitelek kamatai csökkentek, míg a kisösszegűeké növekedtek a negyedév folyamán. A vállalati hitelfeltételek széles köre – a kockázatosabb hitelek prémiumán kívül – enyhült, és a hitelezési felmérés keretében összességében a kondíciók enyhítéséről számolt be a válaszadó bankok harmada. A háztartási hitelek esetében az árjellegű feltételek enyhültek, míg a fogyasztási hitelek feltételei némileg szigorodtak. Az egyéves előretekinthető reálkamat csökkent a vizsgált időszakban, elsősorban az inflációs várakozások emelkedése miatt.

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



Megjegyzés: 3 havi mozgóátlag. A felárok az EURIBOR, illetve BUBOR-felárok. Változó kamatozású vagy maximum 1 évig rögzített kamatok.

Forrás: MNB

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

2015 első negyedében a vállalati forint hitel kamatok megközelítették az eurokamatok szintjét. A változó kamatozású vagy maximum egyéves kamatfixálással¹⁰ rendelkező forint hitelek 3 havi mozgóátlaggal simított kamatszintje a megvalósult ügyletek alapján 3,3 százalékra csökkent március végére (4-9. ábra). A kamatok hitelméret alapján vizsgálva aszimmetrikusan változtak: az egymillió euró feletti hitelek kamata 0,8 százalékponttal csökkent, míg a kisösszegű hitelek esetében 0,4 százalékpontos emelkedés volt megfigyelhető. Az eurohitelek esetében ugyanakkor változatlan maradt az átlagos kamatszint, bár ez a forinthitelekhez hasonló kettősséget takar: a nagyszegű hitelek kamata 0,1 százalékponttal csökkent, a kisösszegűeké 0,4 százalékponttal nőtt. A változás a forint- és az eurohitelek esetében is elsősorban a felárok változásának tudható be. A hitelképes kis- és középvállalkozások számára a Növekedési Hitelprogram második szakaszának kibővített kerete továbbra is kedvező finanszírozási formát jelent. Ezen túl pedig az NHP+ teremt a piacinál kedvezőbb hitelfeltételeket a kockázatosabb kvv-k számára.

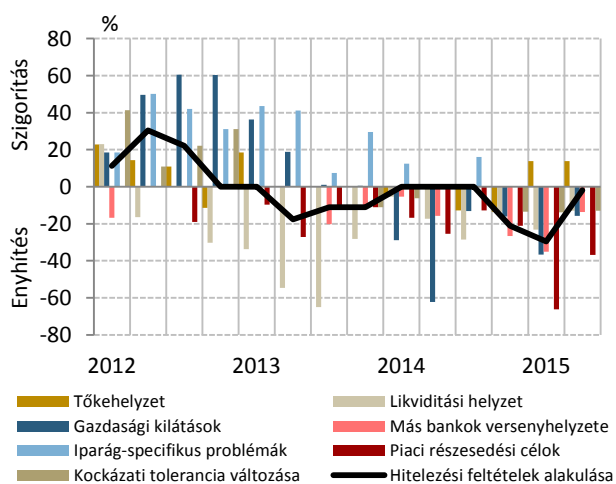
A hitelezési felmérésre¹¹ adott válaszok alapján a bankok nettó¹² értelemben vett 30 százaléka lazított a hitelfeltételeken 2015 első negyedében. Ennek oka elsősorban a piaci részesedési célokban és a piaci versenyhelyzet fokozódásában lelhető fel, de a gazdasági kilátások és a likviditási helyzet javulása is enyhítést magyarázó tényezők között lettek megjelölve. Előretekinthető a bankok válasza heterogén képet mutatnak: a válaszadó bankok 16 százaléka jelezte, hogy a következő félév során tovább lazítana a hitelfeltételeken, míg 14 százalék szigorítana. A legtöbb tényező azonban az enyhítés irányába hat előretekinthető, legnagyobb arányban a verseny fokozódását jelölték meg a válaszadó

¹⁰ A Növekedési Hitelprogram keretén belül folyósított hitelek többsége éven túli hitel, így az általunk vizsgált kamatok elsősorban a programon kívül eső hitelezési folyamatokat tükrözik.

¹¹ A hitelezési felmérés eredményeinek részletesebb elemzése megtalálható az MNB Hitelezési folyamatok című kiadványában: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu-hitelezesi-folyamatok/201506/Hitelezesi_folyamatok_201506_HU.pdf

¹² A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

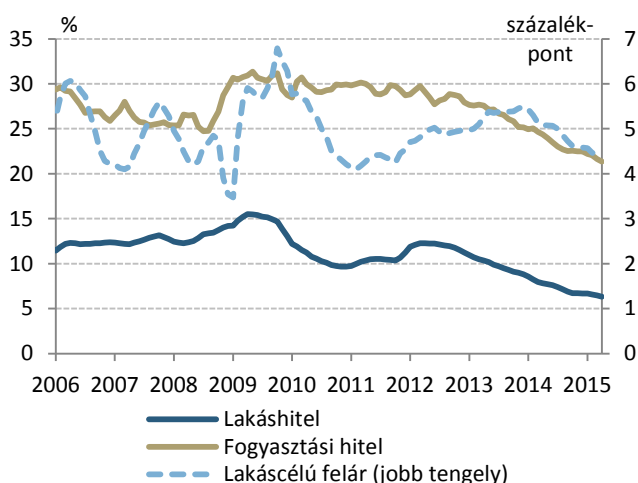
4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben



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

Forrás: MNB hitelezési felmérés

4-11. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára



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

Forrás: MNB

intézmények (4-10. ábra). A reál GDP bővülésével párhuzamosan a gazdasági kilátások immár ötödik negyedéve jelennek meg a feltételek enyhítéséhez hozzájáruló tényezőként a banki válaszokban.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

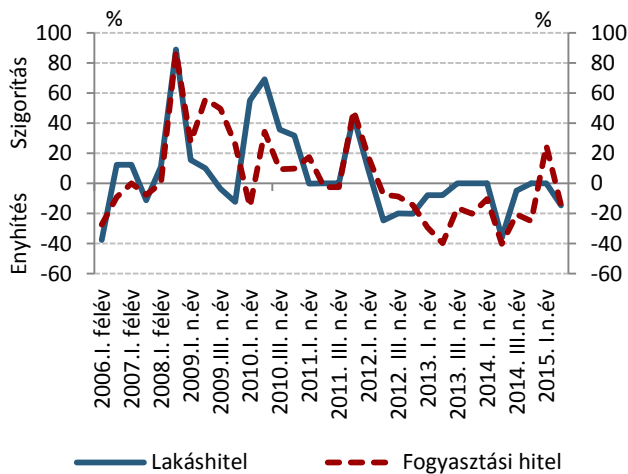
Tovább csökkent a megvalósult hitelügyletek három hónapos mozgóátlaggal simított teljes hitelköltsége (4-11. ábra), mind a fogyasztási, mind pedig a lakáshitelek esetében. A THM-ben megfigyelhető mérséklődést az alkalmazott felárak és a referenciakamat csökkenésének együttes eredménye mindkét terméktípus esetében. A lakáshitelek esetében az újonnan kibocsátott változó kamatozású hitelek átlagos kamatcsökkenése nagyobb mértékű volt fix kamatkonstrukciójú megfelelőjüknél. A fogyasztási hitelekben belül a személyi és a gépjárműhitelek esetében volt a legnagyobb a kamatcsökkenés mértéke, míg az áruhitelek átlagos kamatszintje valamelyest emelkedett. Az átlagos kamatszint csökkenésén felül, a fair árazás bevezetésével párhuzamosan a hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a folyósításért felszámolt díjak is csökkentek az első negyedév során.

A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a lakáscélú hitelek körében nem változtak, míg a fogyasztási hitelek esetében némileg szigorodtak a feltételek. Utóbbiak tekintetében ugyanakkor a szigorítók aránya elmaradt a negyedik negyedévben erre az időszakra szigorítást jelzők hányadától (4-12. ábra). A fogyasztási hitelek körében a maximális jövedelemarányos törlesztőrészlet feltételén a válaszadók nettó értelemben vett 37 százaléka, míg a hitelfedezeti arány feltételén 31 százaléka jelzett szigorítást, ez azonban nem eredményezte az első negyedéves bruttó fogyasztási hitelkihelyezés visszaesését, tehát az összesített hatás lényegében marginális lehetett. Mindazonáltal az adósságfék szabályok implementációja előretekinve az egészséges háztartási hitelezés fenntartásához járulhatnak hozzá, vagyis a háztartások jövőbeli túlzott eladósodásának megakadályozásához. A lakáscélú hitelek standardjaiban továbbá az adósságfék szabályok bevezetése összességében nem is eredményezett szigorítást. Előretekinve a válaszadók megközelítőleg 15 százaléka jelezte, hogy enyhíteni tervez a feltételeken mind a fogyasztási, mind a lakáscélú hitelek esetében.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

2015 első negyedévében csökkent az egy évre előretekinő reálkamat. A 2014 februárjától tartó csökkenő trend októberben megszakadt, és ezt követően az előretekinő reálkamat emelkedett a csökkenő inflációs várakozások miatt. 2015 első negyedévében azonban

4-12. ábra: A hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben

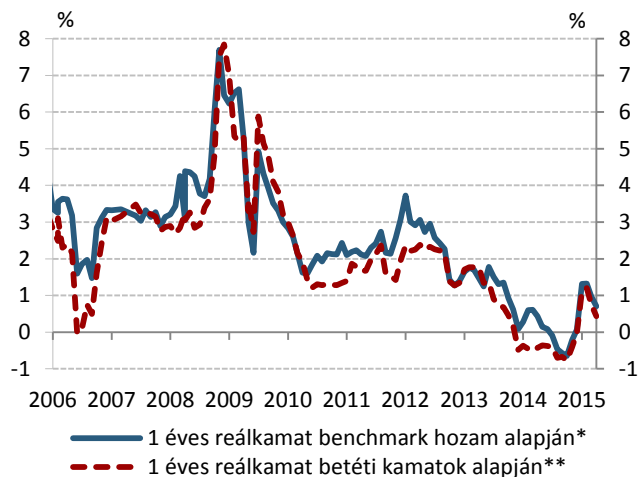


Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján

ismét fordulat következett be, így az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint 2015 áprilisában, az állampapírpiazi hozamokból becsült hozam alapján 0,7 százalékot, míg betéti kamatok alapján 0,4 százalékot tett ki (4-13. ábra). A reálkamatláb elmúlt 3 havi csökkenése a betéti kamatok és az állampapírpiazi hozamok mérsékelt csökkenése mellett, elsősorban az inflációs várakozások emelkedésének következménye. Az egy évre előretekintő inflációs várakozás csökkenő trendje márciusban ért véget, majd intenzív emelkedésnek indult, április végén elérve a 0,9 százalékot.

4-13. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása



Megjegyzés: * 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 és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretekintő elemzői inflációs várakozások alapján.

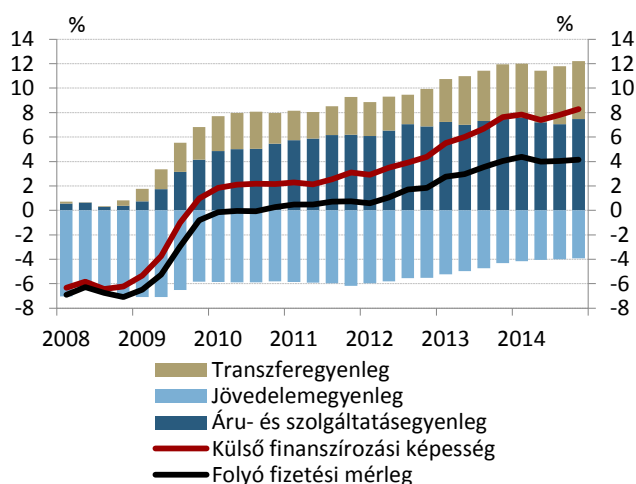
Forrás: MNB, Reuters poll

5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége 2014 utolsó negyedévében tovább – a GDP 8,3 százalékáig – emelkedett, amihez a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg emelkedő többlete egyaránt hozzájárult. A finanszírozási oldalon az előző negyedévben tapasztalt FDI-beáramlás fokozódott, miközben az adósságjellegű források nagymértékben csökkentek. Ennek eredményeképp a gazdaság nettó külső adóssága mérséklődött, melyet a GDP növekedése is támogatott. A gazdaság nettó megtakarítói pozíciójának emelkedését a szektorok oldaláról az államháztartás mérséklődő finanszírozási igénye, a vállalatok magas pénzügyi megtakarítása, valamint a háztartások folytatódó alkalmazkodása eredményezte.

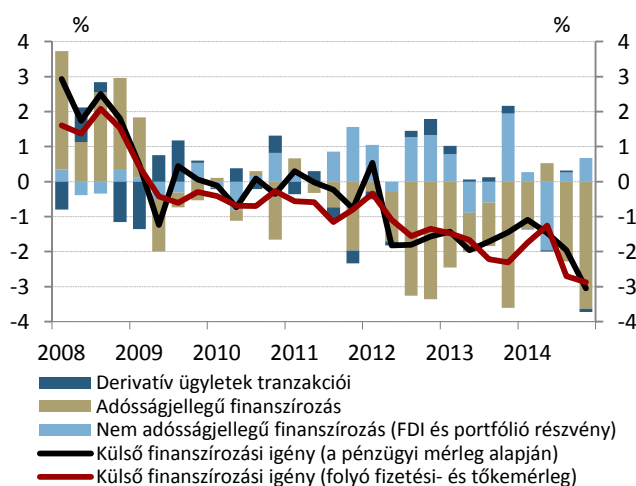
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (a GDP százalékában)



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek.

Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása (a GDP százalékában)



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

Forrás: MNB

5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

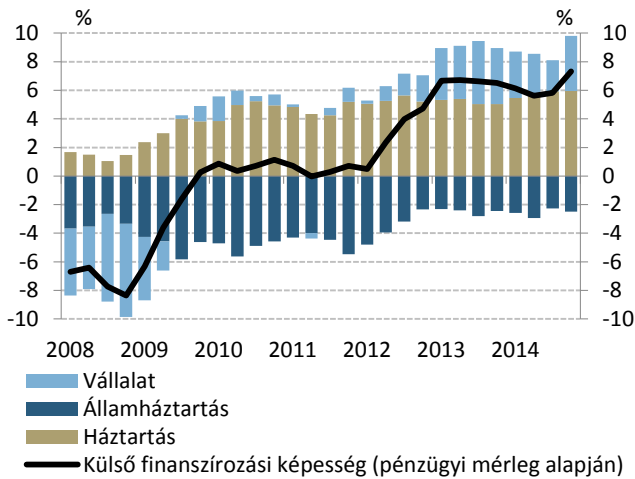
A reálgazdasági megközelítés szerinti finanszírozási képesség a negyedik negyedévben historikus csúcsra, a GDP 8,3 százalékára emelkedett (5-1. ábra). A külkereskedelmi többlet egy év után ismét emelkedett, ami elsősorban a szolgáltatásegyleg bővülésének, másodsorban az áruforgalmi többlet stabilizálódásának eredménye. A 2014-es év egészét tekintve a nettó export hozzájárulása a GDP növekedéshez enyhén mérséklődött a belföldi felhasználás számottevő bővülése, a jelentős importigényű beruházások, valamint a külső kereslet visszafogottabb alakulása miatt. A **transzferegyleg** többletének növekedésében továbbra is döntő szerepet játszott az EU-transzferek bővülő felhasználása, ami a negyedik negyedévben több mint 2,4 milliárd eurót tett ki, így kismértékben az egy évvel korábbi magas szintet is meghaladta. A **jövedelemegyleg** hiányának enyhe csökkenése a korábbi időszakokhoz hasonlóan a negyedik negyedévben tovább folytatódott. A mérséklődés elsősorban a külföldről felvett és a tulajdonosi hitelekre fizetett kamategyleg csökkenéséhez kapcsolódott. Az előzetes havi adatok alapján a gazdaság megtakarítói pozíciója tovább emelkedhetett, melyben a külkereskedelmi egyenleg növekvő aktívuma és az EU-transzferek magas felhasználása is szerepet játszhatott.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A finanszírozási adatokból számított nettó megtakarítói pozíció 2014 negyedik negyedévében emelkedett, a reálgazdasági oldalról számított értékkel csaknem azonosan alakult (5-2. ábra). Az adósságjellegű források jelentősen csökkentek a negyedév során, nettó kiáramlásuk elérte a 3,6 milliárd eurót, miközben az adósságot nem generáló forrásokból közel 1 milliárd euro összegű beáramlás történt.

A külföldiek nettó közvetlen tőkebefektetése közel 1,5 milliárd euróval növekedett a negyedik negyedévben, aminek hatását mérsékelte a portfólió részvény-források csökkenése. 2014-ben összességében a nettó FDI-

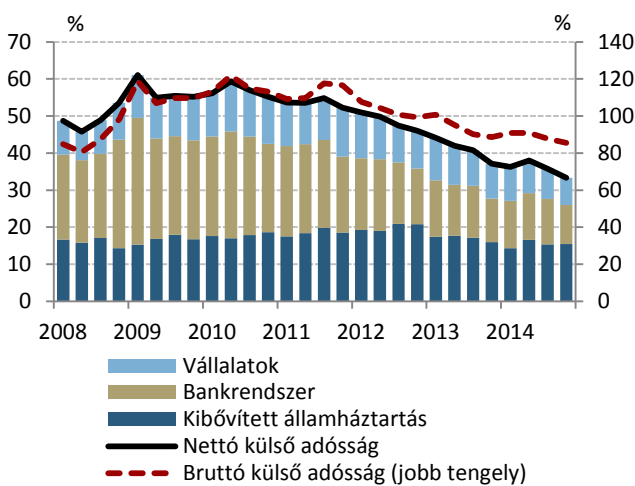
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint (a GDP százalékában)



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek.

Forrás: MNB

5-4. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP százalékában)



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül.

Forrás: MNB

beáramlás 0,5 milliárd eurót tett ki, ami enyhe csökkenést jelent az egy évvel korábbi értékhez képest. Az előzetes havi adatok alapján az első negyedévben enyhe FDI-kiáramlásra került sor, ami azonban a hazai szereplők külföldi kifizetéseinek emelkedésére vezethető vissza.

A negyedik negyedévben a gazdaság nettó külső adóssága 3 milliárd eurót meghaladó mértékben csökkent, melyet a külső források összes szektorban bekövetkező mérséklődése eredményezett. A külső adósság utolsó negyedévi nagymértékű törlesztéséhez elsősorban a bankok hitelviszafizetése járult hozzá, mely vélhetően a külföldi szereplők év végén szokásos mérlegkiigazításához kapcsolódik. Az MNB-vel konszolidált állam külső adóssága közel 1 milliárd euróval csökkent 2014 utolsó negyedévében, ami nagyrészt az EU-transzferek felhasználásának köszönhető. A vállalatok külfölddel szembeni tartozásai a negyedik negyedévben tovább mérséklődtek, ami elsősorban a külföldi banki és kereskedelmi hitelek csökkenéséhez kötődött. Az előzetes havi adatok alapján 2015 első negyedévében is folytatódott az adósság típusú források kiáramlása, ami elsősorban az államháztartás nettó külső adósságának csökkenésére vezethető vissza.

A külső finanszírozási képesség negyedik negyedévben megfigyelhető érdemi emelkedése a vállalatok nettó megtakarítói pozíciójának erősödéséhez köthető (5–3. ábra). Az államháztartás alacsony finanszírozási igénye annak köszönhető, hogy a bevételek – a várakozásokat meghaladó GDP-növekedés és az adóbeszedési hatékonyság javulásának eredményeképpen – kedvezően alakultak, illetve a kamatkidadások számottevően csökkentek. A külső pozíció javulását a vállalati szektor nettó finanszírozási képességének emelkedése támogatta, miközben a beruházások növekedtek, ami a vállalatok jövedelmének emelkedésére utalhat. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása enyhén mérséklődött ugyan a negyedik negyedévben, ám a GDP közel 6 százalékát kitevő szintje továbbra is magasnak tekinthető. Az első negyedévre vonatkozó előzetes adatok alapján a háztartások pénzügyi megtakarítása magas szinten stabilizálódott, továbbá a megtakarítói pozíció javulását az állam finanszírozási igényének mérséklődése is támogatta.

A gazdaság nettó külső adóssága a negyedik negyedévben az előző negyedévi ütemben csökkent tovább, így 2014 végén a GDP 33,3 százalékát tette ki (5-4. ábra). A külső adósságműtatók a negyedik negyedévben tovább csökkentek a jelentős mértékű adósságjellegű forráskiáramlás és a GDP vártnál magasabb növekedésének hatására. 2014 egészében a szektorális

tranzakciókkal összhangban az összes szektor hozzájárult a külső adósság mérséklődéséhez.

5-1. keretes írás: A brókercégekkel kapcsolatos visszaélések hazai tőke- és pénzügyi hatása

A médiában brókerbotrányként hivatkozott visszaélés-sorozatok kapcsán felmerül a kérdés, hogy milyen hatást gyakoroltak a hazai pénzügyi piacokra, valamint a befektetői magatartás alakulására. Összességében elmondható, hogy a befektetési szolgáltatók piacát ugyan kedvezőtlenül érintették a brókerügyek, ám a negatív hatás egyelőre átmenetinek tekinthető, jelentős mértékű tőkekivonás nem történt a szektorban.

2015 első negyedében az MNB-felügyelet átfogó vizsgálata során több visszaélés került napvilágra, ami negatív hatást gyakorolhat a pénz- és tőkepiacokra. 2015. februárban és márciusban egy bankcsoportnál (DRB Bankcsoport¹³), illetve a befektetési szolgáltatók közül két nagyobb (Buda-Cash Brókerház Zrt., Quaestor Értékpapírkereskedelmi és Befektetési Zrt.) és egy kisebb (Hungária Értékpapír Zrt.) befektetési vállalkozásnál derült fény csalásokra. A visszaélésekben három befektetési vállalkozás számottevő ügyfélvagyonot kezel a befektetési vállalkozások között, azonban a teljes hazai befektetési szolgáltatópiac méretéhez viszonyítva ez az összeg marginális, ugyanakkor a nagyszámú, alapvetően veszteségre érzékenyebben reagáló kis- és lakossági befektetők bizalomvesztésén keresztül negatív hatást gyakorolhat a pénz- és tőkepiacra.

A befektetési vállalkozások által letétkezelt állományok alakulása biztonságosabb termékek felé történő áttrendeződésre utal. Év eleje óta – kiugrónak nem tekinthető – csökkenés figyelhető meg a befektetési vállalkozások által letétkezelt értékpapír-állományban, ami elsősorban a befektetési jegyek, részvények állományának mérséklődése és a Kincstári Takarékjegyek¹⁴ állományának emelkedése mellett alakult. A korábbi években megfigyelhető, befektetési jegyek iránti magas kereslet már 2015 első hónapjaiban mérséklődött, így az állomány csökkenése nem egyértelműen a befektetési vállalkozásoktól való elfordulás eredménye. Árjellegű tényezőknek, az alternatív befektetések magasabb hozamának, valamint az egyes eszközökhöz társított kockázatoknak is lehetett szerepe a döntésekben.

A hitelintézetek letétkezelt állományának alakulásában is a biztonságosabb eszközök és szolgáltatók felé történő enyhe áttrendeződés tükröződik. A hitelintézeteknél idegen tulajdonú értékpapír-állományt a befektetési vállalkozásoknál tartottal összevetve feltételezhető, hogy a piaci szereplők eszközeik egy részét a biztonságosabbnak tartott hitelintézetek, illetve biztonságosabb eszközök felé allokálták. A brókerbotrányok hatásaként megjelent egyfajta kockázatküldő magatartás, ami a hitelintézetek és a biztonságosabbnak ítélt eszközök felé terelte a befektetőket, ugyanakkor a befektetési vállalkozások által letétkezelt állomány csökkenésében április elejétől már megtorpanás, enyhe korrekció észlelhető.

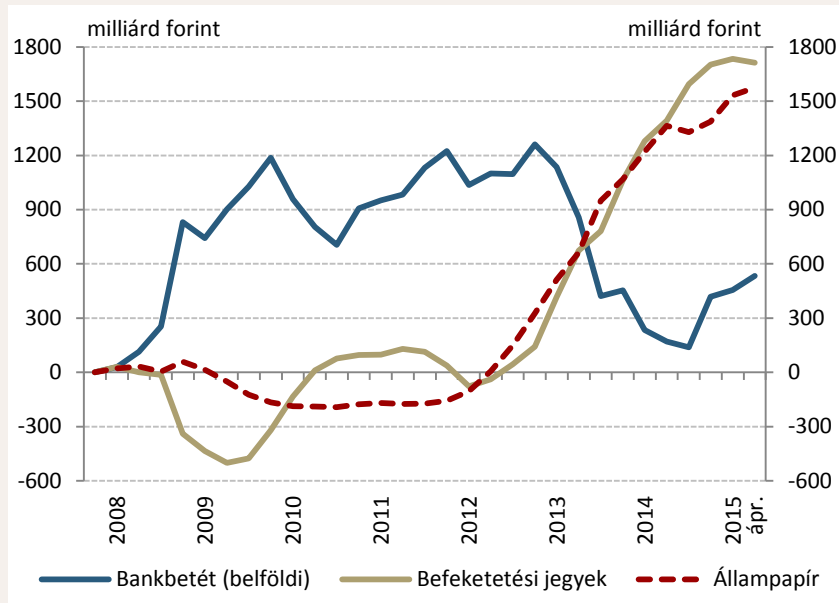
A szektoronkénti vizsgálatból kiderül, hogy a brókerügyek a vállalatok befektetői magatartását nem befolyásolták érdemben, míg a háztartások befektetői magatartására a brókerügyeknek csak mérsékelt hatása lehetett. A nem pénzügyi vállalatok márciusban csökkentették befektetési jegyeik állományát, amire azonban az elmúlt évben több alkalommal is volt példa. Az időszak alatt a vállalatok által tartott állampapír- és betétállomány – ami a beruházási-termelési döntések és szezonális hatások miatt nagyobb mértékű ingadozásokat mutathat – illeszkedik a szektor által a múltban végrehajtott tranzakciók mintázatba. A lakosság március-áprilisban csökkentette befektetési jegyekben tartott megtakarításait, miközben az állampapírok iránti keresletük fokozódott (5-5. ábra). A befektetési alapoknál kezelt vagyon növekedésében már az év eleje óta lassulás figyelhető meg, amihez a lakosság pénzügyi alapokból egy éve tartó forráskivonása mellett hozzájárult, hogy márciustól a kötvényalapokban tartott állomány is csökkenésnek indult – ugyanakkor továbbra is ez az alaptípus a legjelentősebb. Az alapoknál megfigyelhető lakossági forráskivonást a betétállomány 2014 vége óta tartó növekedése mellett az állampapírok iránt megugró kereslet ellensúlyozta, ami utalhat arra, hogy a lakosság az állampapírok közvetlen tartását részesíti előnyben a befektetési alapokon keresztüli közvetett állampapír-birtoklás helyett. Ebben szerepe lehetett annak is, hogy az ÁKK februárban megemelte a Kamatozó Kincstárjegyek kamatát, valamint a Prémium Magyar Államkötvények újabb sorozatainak prémiumát, így a piaci

¹³ DRB Bankcsoport tagjai: BRB BUDA Regionális Bank, DRB Dél-Dunántúli Regionális Bank, Dél-Dunántúli Takarékos Bank és ÉRB Észak-Magyarországi Regionális Bank.

¹⁴ Ezt az állampapírt a lakosság kizárólag a Magyar Posta hálózatában vásárolhatja meg.

papírokhoz képest vonzóbbá válhattak a lakossági állampapírok. Ugyanakkor az állampapírok nagyobb mértékű vásárlását támogathatta az is a lakosnál, hogy márciusban fizette ki az OBA a DRB Bankcsoport károsultjainak kártérítését, valamint részben megvalósulhatott a devizahitelek elszámolásához kapcsolódó készpénzkifizetés.

5-5. ábra: Háztartások egyes pénzügyi eszközeinek alakulása



Megjegyzés Kumulált negyedéves tranzakciók.

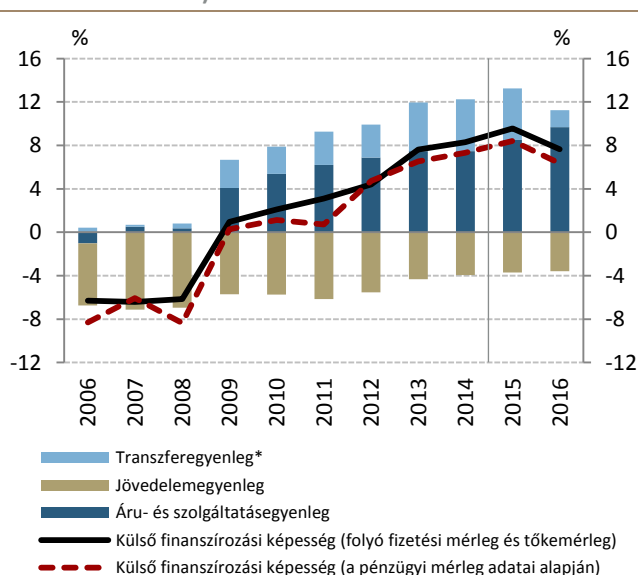
Forrás: MNB

Össességében megállapítható, hogy nincs jele pánikszerű tőke kivonásnak a brókercégekből, bár a lakossági megtakarítások biztonságosabbnak ítélt befektetési eszközökbe és befektetési szolgáltatók irányába történő visszafogott mértékű átrendeződése figyelhető meg. Ugyanakkor a folyamatokat számos egyéb tényező – az ÁKK februári kamatemelése, a DRB bankcsoporttal kapcsolatos OBA kártérítések kifizetése, valamint a devizahitelekhez kapcsolódó elszámolás is befolyásolhatta.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A magyar gazdaság külső sérülékenysége a következő években is tovább mérséklődhet. 2015-ben a külkereskedelmi egyenleg további javulásának köszönhetően a gazdaság nettó megtakarítói pozíciója a GDP 9 százaléka fölé emelkedhet, míg 2016-ban a korábbi EU-költségvetési periódus kifizetését követően kismértékben alacsonyabb, a GDP 8 százalékára mérséklődhet. A külkereskedelmi egyenleg javulását főként az olajárak mérséklődésének köszönhető cserearány-javulás, illetve a külső kereslet élénkülése támogathatja. A döntően EU-támogatásokat tartalmazó transzferegyenleg – az ideai szinten maradási követően – mérséklődhet 2016-ban. A következő években a jövedelemegyenleg hiányának stabilizálódására számítunk: a kamatkiadások mérséklődését nagyjából ellensúlyozza a vállalatok profitjának emelkedése. Az egyes szektorok megtakarítói pozícióit vizsgálva megállapítható, hogy az államháztartás finanszírozási igénye tovább mérséklődhet, miközben a háztartások fundamentális nettó megtakarítása az óvatossági motívum szerepének csökkenésével enyhén mérséklődhet, illetve a vállalatok nettó pénzügyi megtakarítása is alacsonyabb lehet (2015-ben az elszámolás, 2016-ban a visszaeső EU-támogatások miatt). Összességében a továbbra is igen jelentős külső finanszírozási többlet mellett folytatódhat a külső sérülékenység szempontjából kiemelten fontos külső adósságműtatók fokozatos korrekciója, melyhez az MNB önfinszírozási programja is hozzájárulhat.

5-6. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (a GDP százalékában)



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

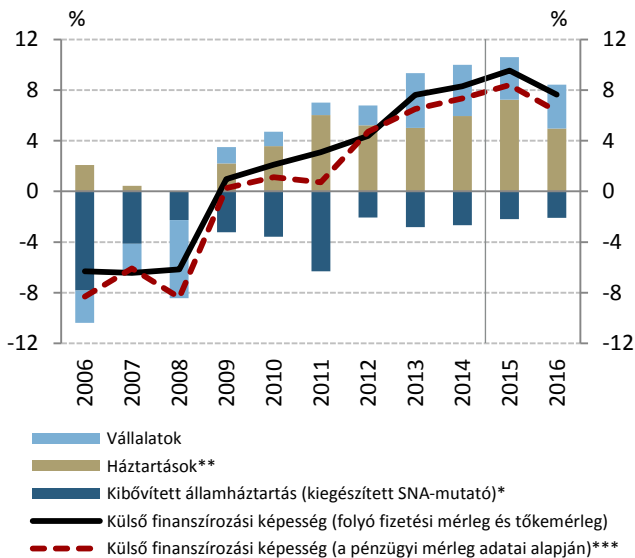
Forrás: MNB

Az ideai emelkedést követően 2016-ban mérséklődhet, de magas maradhat a magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete (5-6. ábra). A gazdaság nettó megtakarítói pozíciója idén enyhén tovább emelkedhet, melyet elsősorban a külkereskedelmi egyenleg további javulása támogat. A magasabb áru- és szolgáltatás egyenleg irányába mutat a cserearány javulása és a külső kereslet élénkülése. Az EU-transzferek mértéke 2015-ben a 2014-es szint közelében alakulhat: a historikus magas transzferfelhasználás egyrészt az előző, 2007–2013-as költségvetési periódus fennmaradó keretösszegének lehívásához, másrészt az új ciklus támogatásainak kezdeti lehívásaihoz köthető. 2016-ban, a korábbi periódus kifizetésével ugyanakkor érdemben csökkenhet a transzferegyenleg, amit csak részben ellensúlyozhat a külkereskedelmi egyenleg növekvő többlete. A jövedelemegyenleg hiánya az előrejelzési horizonton a GDP 4 százaléka alatt stabilizálódhat: a vélhetően javuló vállalati jövedelmezőség miatt emelkedő profitkiutalásokat ellensúlyozhatja a mérséklődő külső adósságra fizetett alacsonyabb kamatkiadás. Így összességében az ország megtakarítói pozíciója az ideai növekedést követően 2016-ban a 2013–2014-ben tapasztalt szint közelében alakulhat.

A külső egyensúlyi folyamatokat a megtakarítási oldaláról vizsgálva elmondható, hogy az idén várható historikusan magas finanszírozási képesség az államháztartás mérséklődő finanszírozási igénye és a magánszektor tovább emelkedő megtakarítása mellett valósulhat meg. A külső finanszírozás képesség 2016-os várható mérséklődése pedig elsősorban a magánszektor alacsonyabb pénzügyi megtakarításaival magyarázható (5-7. ábra).

A háztartások nettó megtakarítása az elszámolás hatására idén tovább emelkedhet, ugyanakkor a

5-7. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (a GDP százalékában)



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

Forrás: MNB

fundamentális folyamatok alapján a következő években enyhén mérséklődhet. A lakosság nettó pénzügyi megtakarítását 2015-ben átmenetileg jelentősen emeli az egyoldalú kamatemelések és az árfolyamrész miatti elszámolás. A megtakarítások alapfolyamatában ugyanakkor csökkenésre számíthatunk: a forintosítás hatására mérséklődhet a válság óta igen hangsúlyos óvatossági motívum. A megtakarítások magas szinten maradásához 2016-ban a háztartások adóterheinek csökkentése (szja-kulcs mérséklése, családi adókedvezmények kiterjesztése) is hozzájárulhat, ugyanis az intézkedés a fogyasztás élénkítése mellett a háztartási megtakarítást is növelheti.

A vállalatok nettó pénzügyi megtakarítása idén az elszámolás miatt, 2016-ban pedig az uniós támogatások visszaesése következtében lehet alacsonyabb. A vállalatok pénzügyi megtakarítása idén az egyoldalú kamatemelések és árfolyamrész miatti egyszeri banki veszteségek, illetve a lassuló – de továbbra is növekedést mutató – beruházások miatt enyhén mérséklődhet. Az elszámolás egyszeri hatásának kiesését követően az EU-transzferek 2016-os visszaesése – a vállalati jövedelmezőség csökkenésén keresztül – nemcsak a beruházásokat, hanem a szektor pénzügyi megtakarításait is mérsékelheti.

Az államháztartás finanszírozási igénye a fegyelmezett fiskális politikának köszönhetően tovább mérséklődhet a következő években: a bevételi oldal – adóintézkedések miatti – mérséklődését több mint ellensúlyozzák a csökkenő GDP-arányos kormányzati kiadások. Az állami kiadások mérséklődése irányába mutat többek között az állampapír-piaci hozamok számottevő csökkenése miatti alacsonyabb kamatkiadás, illetve a dologi kiadások és a pénzügyi transzferek mérséklődése is.

A historikusan magas külső finanszírozási képességgel párhuzamosan folytatódhat az adósságműutatók korrekciója is, melyet az MNB önfinanszírozási programja is támogathat. Az MNB önfinanszírozási programjának kiterjesztése révén átalakuló jegybanki eszköztár – a belföldi szereplők állampapír-keresletének erősítésén keresztül – hozzájárulhat a bruttó külső adósság mérséklődéséhez. Emellett a program a külső adósság devizaarányát is mérsékelheti, ami szintén kedvező lehet a külső sérülékenységek szempontjából.

5.3. Költségvetési folyamatok

Előrejelzésünk szerint a kormányzati szektor ESA-hiánya idén és jövőre a GDP 2-2,5 százaléka közötti sávban mozoghat, és a kormányzati hiánycélhoz közel alakulhat. A rendelkezésre álló szabad tartalékok zárolásával 2015-ben 2,4 százalékos hiánnyal számolunk. A jövő évre vonatkozó költségvetési törvény egységes javaslatának ismeretében készített előrejelzésünk szerint a deficit 2016-ban a GDP 2,2 százaléka körül lehet – szintén a szabad tartalékok zárolását feltételezve. A fentiek alapján 2014-ben a fiskális politika a GDP 0,3 százalékaival bővíthette az aggregált keresletet, amit 2015-ben és 2016-ban már alig fog befolyásolni. Az államháztartás GDP-arányos bruttó konszolidált adóssága 2014-ben 0,4 százalékponttal 76,9 százalékra csökkent. A 2014. év végi, változatlan árfolyamon számított adósságráta további mérséklődését jelezzük előre, amelynek mértéke két év alatt összesen elérheti a 3 százalékpontot.

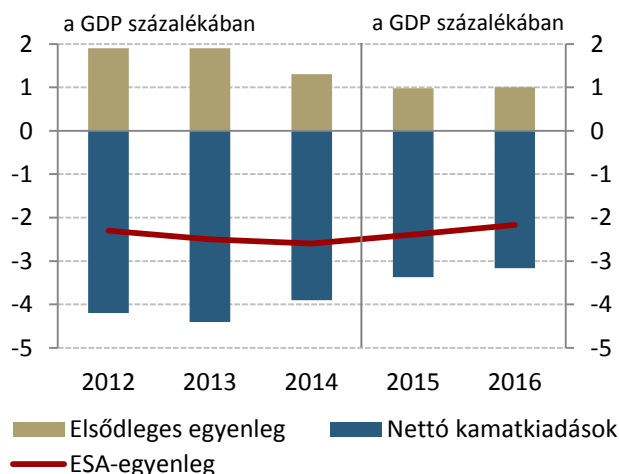
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában)

	2014	2015	2016
ESA-egyenleg*	-2,6	-2,4	-2,2
Elsődleges ESA-egyenleg	1,3	1,0	1,0
Fiskális keresleti hatás**	0,3	0,0	0,2

Megjegyzés: * Az egyenlegmutatók számításakor a rendelkezésre álló szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) teljes törlését tételeztük fel. ** A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.

Forrás: KSH, MNB

5-8. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása



Megjegyzés: 2012-től az ESA2010 módszertan előírásai következtében a kamatkidadások a nyugdíjrendszer átalakítása miatt jelentkező imputált kamatkidadásokat is tartalmazzák.

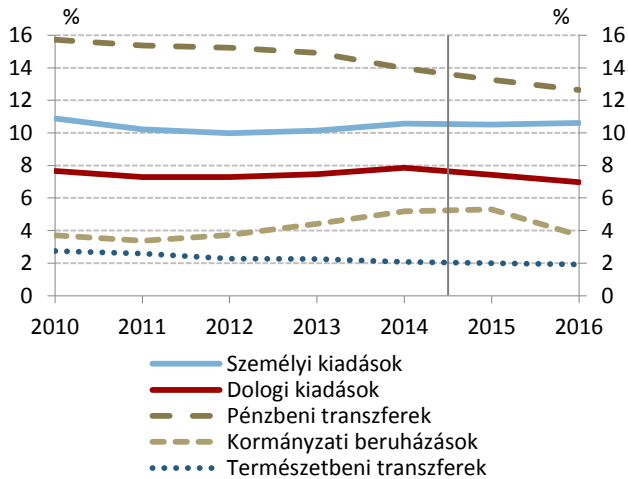
Forrás: MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

Prognózisunk szerint a szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) teljes zárolása mellett a kormányzati szektor ESA-hiánya 2015-ben a GDP 2,4, míg 2016-ban a GDP 2,2 százaléka lehet (5-1. táblázat). Az alacsony költségvetési hiány fennmaradását a GDP-arányos kamatkidadások mérséklődése jelentős mértékben segíti (5-8. ábra). Ez a hozamok elmúlt években bekövetkezett csökkenéséből fakad, ami az államadósság szerkezetéből adódóan fokozatosan fejti ki hatását. A csökkenő kamatkidadások mellett az elsődleges egyenleg többlete 2015-ben mérséklődik, majd 2016-ban nem változik, ami összességében enyhén csökkenő ESA-hiányhoz vezet az előrejelzési horizonton.

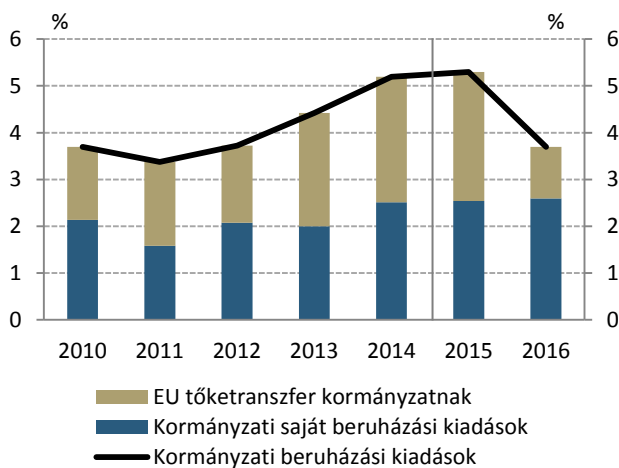
Az előrejelzési időszakban változatlan GDP-arányos elsődleges ESA-egyenleg mögött csökkenő GDP-arányos bevételek és kiadások állnak. A bevételi oldalon leginkább csökkenő tételek a forgalmi adók, a vállalati és lakossági jövedelemadók, valamint az EU-támogatások, a kiadási oldalon pedig a lakossági transferek, a dologi kiadások és a kormányzati beruházások (5-9. ábra). A pénzügyi transferek GDP-arányosan csökkenő mértékét főként a nominálisan rögzített, vagy a nominális GDP bővülésétől jelenleg jelentősen elmaradó dinamikájú inflációval indexált kiadások (elsősorban a nyugdíjak) okozzák. Ezenfelül több kormányzati intézkedés is a csökkenés irányába hat, idetartozik a nyugdíjkorhatár fokozatos emelkedése, a rokkantsági és rehabilitációs ellátások szigorítása, a korhatár alatti ellátások kifutása és a közmunka program kiterjesztésével visszaszoruló munkanélküliségi és szociális juttatások. Az állami bérek, személyi kiadások GDP-arányos összege 2016-ban az előző évi szinten maradhat, ami több tényező eredménye. A 2016-os költségvetési törvényjavaslat a közmunkaprogram kiterjesztését és a bérek általános befagyasztását tartalmazza, az utóbbi alól kivételt jelentenek az életpályaprogramok béremelése. A 2016-os dologi kiadásokat és a kormányzati beruházásokat egyaránt mérsékli az időben csökkenő uniós támogatásfelhasználás, amit az új uniós költségvetési ciklus elején beáramló

5-9. ábra: Kormányzati kiadások (a GDP százalékában)



Forrás: KSH, MNB

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



Forrás: KSH, MNB

források alacsonyabb mértéke okoz (5-10. ábra). A márciusi előrejelzésünk azt a technikai feltételezést tartalmazta a 2016-os kormányzati beruházási kiadásokról, hogy azok kevésbé csökkennek majd, mint a beáramló uniós támogatások, mert részben saját forrásból finanszírozott beruházások lépnek a helyükbe. A költségvetési törvényjavaslatban megjelenő saját forrásból tervezett közútfejlesztési kiadások igazolták ezt a feltételezést.

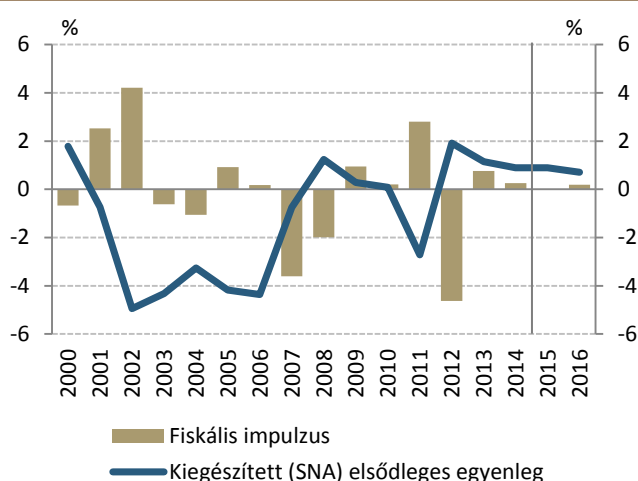
A 2014-es kismértékű keresletbővítést követően a költségvetési politika az aggregált kereslet változására összességében semleges módon hat (5-11. ábra).¹⁵ 2014-ben a keresletbővítést az elsődleges többlet kismértékű csökkenése eredményezte, de 2015-ben és 2016-ban az elsődleges többlet változása igen csekély mértékű lesz, illetve ezt olyan tényezők okozzák, amelyek az aggregált keresletre nem hatnak (például a BKV adósságának átvállalása 2015-ben). A keresleti hatás szektorok közötti megoszlását tekintve a pénzügyi transferek GDP-arányos mérséklődése negatív fiskális impulzust eredményez a háztartási szektor felé, amit 2016-ban felerészben a személyi jövedelemadó csökkentése ellensúlyoz. Az uniós támogatások visszaesése 2016-ban az állami vásárlások csökkenéséhez vezet, amit a költségvetés saját beruházási kiadások növelésével ellentételez részlegesen.

5.3.2. A 2015. évi egyenleg

2015-ben az államháztartás ESA-hiánya előrejelzésünk szerint a GDP 2,4 százalékával megegyező mértékű lehet a szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) teljes törlése esetén. Az aktuálisan prognosztizált hiány nagysága megegyezik a márciusival, de a szerkezete eltér attól (5-2. táblázat). A havi költségvetési adatok és a korábban vártnál kedvezőbb egyes makrogazdasági folyamatok miatt a GDP 0,2 százalékával magasabb adóbevételekre és a GDP 0,1 százalékával alacsonyabb nettó kamatkidásra számítunk, amit az idei évre vonatkozó költségvetési törvény módosításának kiadásnövelő intézkedései ellensúlyoznak. A fogyasztáshoz kapcsolódó adók közül elsősorban a jövedéki adóból származó bevételek prognózisát emeltük, amit az üzemanyag-fogyasztás vártnál dinamikusabb növekedése indokol. A munkát terhelő adókból és járulékokból a foglalkoztatás vártnál gyorsabb bővülése miatt számítunk több bevételre. A nettó kamatkidások mérséklődését a rövid és középtávú hozamok újabb csökkenése magyarázza. A törvénymódosítás alapján a központi kormányzat 52

¹⁵ A fiskális impulzust a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával számszerűsítjük, ami megmutatja, hogy a költségvetési intézkedések és folyamatok, valamint az automatikus stabilizátorok miként érintik a többi szektor pénzügyi pozícióját.

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



Megjegyzés: 1. A fiskális impulzus megegyezik a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával. 2. Pozitív előjel keresletbővítést, negatív előjel keresletsűkítést jelent. 3. A költségvetési szabad tartalékok törlését feltételezve 2015–2016-ban.

Forrás: MNB

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

	Makroadat	Intézkedés	Egyéb
I. Központi kormányzat bevételei	0,2	0,0	0,0
Fogyasztást terhelő adók	0,1		
Munkát terhelő adók, járulékok, illetékek	0,1		
II. Központi kormányzat kiadásai	0,0	-0,3	0,0
Költségvetési szervek nettó saját kiadásai		-0,1	
BKV adósságátvállalás		-0,2	
III. Egyéb hatások	0,1	0,0	0,0
Nettó kamatkidadások	0,1		
Egyéb tételek			0,0
Összesen (I.+II.+III.)	0,3	-0,3	0,0

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

Forrás: MNB

milliárd forint adósságot vállal át a BKV-tól, továbbá több kiadási tétel összesen 41 milliárd forinttal emelkedik. Az elmúlt hónapok EU-támogatásokhoz kapcsolódó vártnál nagyobb állami kiadásai alapján a kormányzat terveihez közelítve némileg megemeltük az uniós forrásfelhasználás előrejelzését 2015-re és 2016-ra is, ami azonban csak kismértékben változtatta meg az EU-támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások idejének előrejelzését.

A 2015. évi költségvetési törvény ESA-hiánycélja a GDP 2,4 százaléka, ami megegyezik a prognózisunkkal (5-3. táblázat). Az előirányzatokkal összehasonlítva a fogyasztást és a munkát terhelő adókból várt magasabb bevételeket az indokolja, hogy az előirányzatok nem tükrözik az év eleje óta az adóalapokat növelő makrogazdasági változásokat. Az „egyéb értékesítési és hasznosítási bevételek” előirányzata 169 milliárd forintnyi bevételt tartalmaz, de eddig nem vált ismertté intézkedés a bevételi tervek teljesítése céljából, ezért ezen a jogcímen az alappályában nem számolunk bevétellel. Előrejelzésünk az Országvédelmi Alap teljes törlését feltételezi, ami önmagában a GDP 0,1 százalékával kedvezőbb egyenleget eredményez.

5.3.3. A 2016. évi egyenleg

A 2016. évi költségvetési törvény egységes javaslatának ismeretében készült előrejelzésünk 2,2 százalékos GDP-arányos ESA-deficittel számol a szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) teljes törlése esetén, ami megegyezik a márciusi Inflációs jelentés előrejelzésével, de szerkezetében eltér attól (5-4. táblázat). A bevételi oldalon a makrogazdasági folyamatok a vártnál magasabb bevételeket eredményeznek, amit a költségvetési törvényjavaslat intézkedései ellensúlyoznak. A fogyasztáshoz kapcsolódó adók esetében a 2015-ös üzemanyag-felhasználásra vonatkozó kedvező bejövő adatok bázishatása emeli a jövedéki adót, a sertés tőkehús áfakulcsának 27 százalékról 5 százalékra való leszállítása pedig csökkenti az áfabevételeket. A munkát terhelő adókból és járulékokból a GDP 0,2 százalékával több bevétel származhat jövőre a vártnál gyorsabb idejű foglalkoztatásbővülés bázishatása miatt. Ezzel szemben az sza egységes kulcsának 16 százalékról 15 százalékra való csökkentése a GDP 0,3 százalékának megfelelő adókiengedést jelent.

A kiadási oldalon az előrejelzésünket elsősorban a költségvetési törvényjavaslatból kiolvasható pontosabb kormányzati tervek változtatták meg. Új intézkedésnek számít, hogy 2016 második felétől indul a kormánytisztviselői életpályaprogram, ami a GDP 0,1 százalékával növeli az állami bérkiadásokat. A

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

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	0,0
Fogyasztást terhelő adók	0,3
Munkát terhelő adók	0,1
Állami vagyonnal kapcsolatos bevételek és a Beruházási Alap kiadásai	-0,4
II. Központi kormányzat kiadásai	0,0
EU támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások	-0,1
Lakástámogatások és nyugdíjkiadások	0,1
III. Egyéb hatások	0,1
Nettó kamatkidadások	0,1
Tartalékok zárolása	0,1
Egyéb tételek	-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,0

Megjegyzés: A pozitív előjel az előirányzathoz képest hiánycsökkentő, a negatív hiánynövelő hatást jelez.

Forrás: MNB

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

	Makroadat	Intézkedés	Egyéb
I. Központi kormányzat bevételei	0,3	-0,4	0,0
Fogyasztást terhelő adók	0,1	-0,1	
Munkát terhelő adók	0,2	-0,3	
II. Központi kormányzat kiadásai	0,0	-0,1	0,0
Költségvetési szervek nettó saját kiadásai		-0,1	0,3
EU támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások			-0,2
Állami vagyonnal kapcsolatos nettó kiadások			-0,3
Közmunka program			0,1
Társadalombiztosítási alapok kiadásai			0,1
III. Egyéb hatások	0,0	0,0	0,1
Nettó kamatkidadások	0,0		
Egyéb tételek			0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,4	-0,5	0,1

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

Forrás: MNB

törvényjavaslat alapján általános bérbefagyasztásra, valamint egyes dologi kiadások inflációval növelt értéke helyett azok nominális rögzítésére számítunk, ami összesen a GDP 0,3 százalékaival jelent kisebb kiadást az előző előrejelzésünkhöz képest. A törvényjavaslat tartalmaz utalást arra, hogy az uniós támogatásokkal kapcsolatban várhatóan negatív statisztikai korrekciót kell alkalmazni a GDP 0,2-0,3 százaléka körüli mértékben. Ezt részben ellensúlyozza, hogy a törvényjavaslat alapján csökkentettük az EU-támogatásokhoz szükséges állami önrész arányának prognózisát. Az állami vagyonnal kapcsolatos nettó kiadások várható értékét a GDP 0,3 százalékaival emeltük meg a Paks II Atomerőmű Fejlesztő Zrt. törvényjavaslatban szereplő tőkeemelés miatt. Szintén a törvényjavaslat alapján csökkentettük a közmunkaprogram várható költségét és az egészségügyi kiadásokra vonatkozó prognózisunkat.

A költségvetési törvényjavaslat 2016-os ESA-hiánycélja a GDP 2,0 százaléka, ami 0,2 százalékponttal alacsonyabb a prognózisunknál (5-5. táblázat). Az „egyéb értékesítési és hasznosítási bevételek” előirányzata 133 milliárd forintnyi bevételt tartalmaz. 2015-höz hasonlóan, konkrét kormányzati tervek ismeretének hiányában itt sem számolunk ezen a jogcímen keletkező bevétellel. A 2014–2020-as uniós költségvetési ciklusban rendelkezésre álló uniós források felhasználására a kormányzat terveihez képest inkább a ciklus végére koncentrálandó lefutást tartunk reálisnak. Ezért a forrásfelhasználáshoz kapcsolódó jövő évi állami önrész is alacsonyabb lehet, ami várhatóan az előirányzatnál a GDP 0,1 százalékaival kisebb EU-támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadásokat jelent. A nyugdíjkiadások várhatóan a GDP 0,1 százalékaival fogják meghaladni az előirányzatot, aminek háttérében a költségvetésben tervezettnél magasabb jövő évi inflációs várakozásunk áll. Előrejelzésünk az Országvédelmi Alap teljes törlesztését feltételezi, ami önmagában a GDP 0,2 százalékaival kedvezőbb egyenleget eredményez.

5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

A „egyéb értékesítési és hasznosítási bevételek” előirányzatának teljesülése a hiányra nézve a GDP 0,4 százalékát kitevő pozitív kockázatot jelent mindkét évben figyelembe véve azt is, hogy ebben az esetben nem lesz szükség a Beruházási Alap részleges zárolására. Az egész előrejelzési horizonton akár 0,2 százalékos GDP-arányos pozitív kockázatot is jelenthet az ún. EKÁER-rendszer hatékony működése. Kétirányú kockázatot hordoz az uniós források igénybevétele. Egyrészt javítaná az egyenleget, ha nem realizálódnának a jövőre feltételezett negatív korrekciók. Másrészt rontaná az egyenleget, ha a

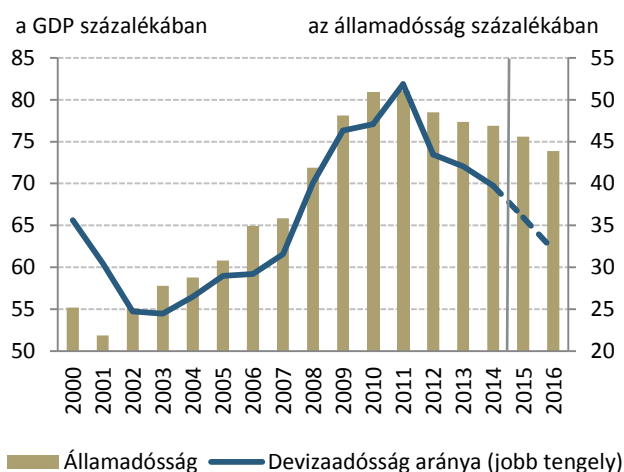
5-5. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2016. évi költségvetési törvényjavaslat előirányzataitól (a GDP százalékában)

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	-0,4
Gazdálkodó szervezetek befizetései és Fogyasztást terhelő adók	-0,1
Állami vagyonnal kapcsolatos bevételek és a Beruházási Alap kiadásai	-0,4
II. Központi kormányzat kiadásai	0,0
EU támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások	0,1
Nyugdíjkiadások	-0,1
III. Egyéb hatások	0,2
Tartalékok zárolása	0,2
Egyéb tételek	0,0
Összesen (I.+II.+III.)	-0,2

Megjegyzés: A pozitív előjel az előirányzathoz képest hiánycsökkentő, a negatív hiánynövelő hatást jelez.

Forrás: MNB

5-12. ábra: A bruttó államadósság várható alakulása – előretételek alapján változatlan, 2014. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

kormányzat túlbiztosítja a 2007–2013-as pénzügyi keret teljes kihasználását, és végül az elindított projektek egy részét saját forrásból kellene finanszírozni. Harmadrészt a magasabb állami önrészigényen keresztül az is növelheti a hiányt, ha a 2014–2020-as pénzügyi keretből 2016-ban a kormányzati terveknek megfelelően több uniós forrást sikerülne felhasználni. Ezt a hatást tompítaná, hogy egyúttal a gazdasági növekedés is gyorsulna, amelyből a költségvetésnek többletbevétele származna. A jövő évi hiányra nézve a GDP 0,1-0,2 százalékának megfelelő negatív kockázatot jelenthet az egészségügyi intézmények jelenleg is magas tartozásállományának a mérsékelt növekvő egészségügyi kiadási előrejelzésünk melletti esetleges újratermelődése.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

A MNB pénzügyi számlákra vonatkozó előzetes adatai alapján 2015 első negyedévének végén az államháztartás bruttó konszolidált GDP-arányos államadóssága 77,2 százalék volt. A tavalyi év azonos időszaki értékénél (82,3 százalék) ez érdemben kedvezőbb, ugyanakkor kismértékben meghaladja a 2014. év végi 76,9 százalékos szintet. Az első negyedéves emelkedés átmeneti jelenség, amit két fő tényező okozott. Egyrészt a költségvetés éves várható pénzforgalmi hiánya a korábbi években megszokott módon az időarányosnál gyorsabban halmozódott fel, másrészt a kormányzat likvid betétállománya is növekedett. Az adósságráta az első negyedévben az elmúlt két év azonos időszakának átlagánál több mint 3,5 százalékponttal kisebb mértékben emelkedett. Ezt elsősorban az magyarázza, hogy az államháztartás első negyedéves nettó finanszírozási igénye és az év eleji állampapír-kibocsátás mértéke is lényegesen kisebb volt idén. Emellett a gazdaság vártnál gyorsabb növekedése és a forint euróval szembeni jelentős erősödése is az adósságráta emelkedésének mérséklése irányába hatott.

A 2014-es, év végi forintárfolyamon számolt adósságráta további csökkenésére számítunk idén és jövőre, vagyis az előrejelzési horizonton az alkotmányos adósságszabály várhatóan teljesülni fog (5-12. ábra). Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2015 végén 75,6 százalékra mérséklődhet, 2016 végére pedig 73,9 százalékot érhet el. Az adósságráta tartós csökkenését a gazdasági növekedés, a kormányzati szektor alacsony hiánya és a csökkenő finanszírozási költségek egyaránt támogatják. Az előrejelzési horizonton negatív nettó devizaadósság-kibocsátás várható, amelyet az MNB önfinszírozási programja is támogat. Így az államadósság devizarészaránya 2016 végére 32 százalék közelébe

süllyedhet.

Az aktuális év végi árfolyammal kalkulált GDP-arányos bruttó államadósság az általunk prognosztizált adósságpályánál is alacsonyabb lehet, amennyiben a forint a tavalyi év végi szinthez képest (314,9 HUF/EUR) erősebbé válik az euróval szemben. Az átértékelődés hatását ellensúlyozhatja a dollár euróval szembeni vártnál nagyobb erősödése, ami az ÁKK-nál elhelyezett marginbetétek növekvő állományán keresztül növelheti a bruttó államadósságot.

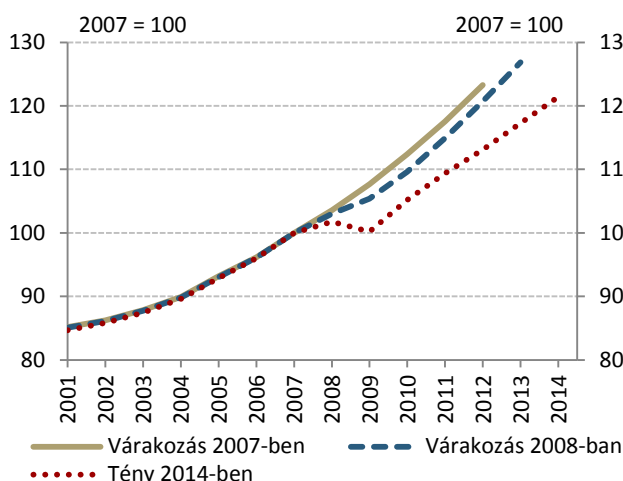
6. KIEMELT TÉMÁK

6.1. Az alacsony globális inflációs környezet magyarázata: mérlegválság vagy tartós stagnálás?

6.1.1. Bevezetés

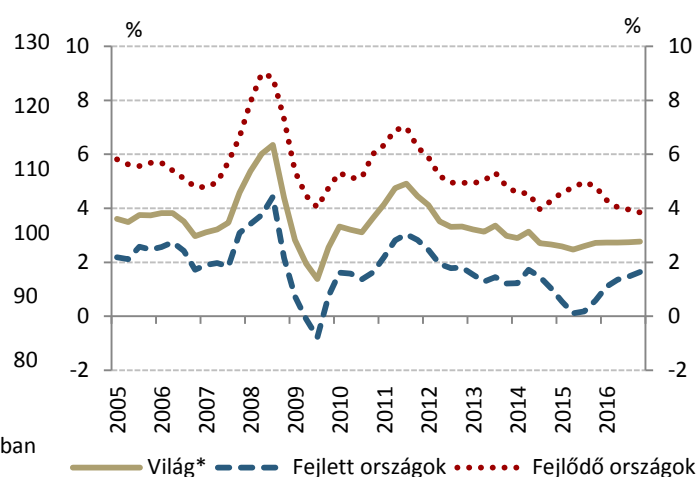
A 2008-ban kiteljesedő válság hatására a gazdasági aktivitás és az infláció tartósan alacsony szinten maradt a fejlett országokban, illetve a lassulás jelei tapasztalhatók a feltörekvő országokban is (6-1. ábra). Az utóbbi időszakban számos országban az infláció elmarad a jegybanki céloktól és gyakran tartósan negatív árváltozásokat lehet tapasztalni (6-2. ábra). A lassú gazdasági növekedési ütem és az alacsony infláció miatt alacsonyak a kamatok, emiatt a monetáris politika hagyományos – azaz irányadó kamat – eszközeinek hatékonysága mérséklődik. A monetáris politika számára ez az új környezet új kihívásokat teremt, aminek csak úgy tud megfelelni, ha megfelelő diagnózist tud felállítani az alacsony infláció és lassú növekedés magyarázatára és megtalálja a megfelelő eszközöket az inflációnak a célra emeléséhez. Az alábbiakban ismertetjük a jelenség legfontosabb közgazdasági vitákban felmerülő magyarázatait és a kapcsolódó gazdaságpolitikai kezelési lehetőségeket. Az írás egy globálisan jelenlévő jelenséggel foglalkozik, amely az elmúlt időszakban számos vezető közgazdász vagy nemzetközi szervezet figyelmének központjába került. A cél ezen eltérő szempontok és vélemények összegyűjtése, amelyek a kérdés nemzetközi jellegéből adódóan elsősorban a fejlett országok szempontjából relevánsak.

6-1. ábra: A globális kibocsátásra vonatkozó válság előtti várakozások



Forrás: IMF (2015)

6-2. ábra: Globális inflációs folyamatok



Megjegyzés: Éves változás. * Kivéve Venezuela.

Forrás: IMF (2015)

6.1.2. Mérlegválság (Balance Sheet Recession)

A jelenleg tapasztalható mérsékelt növekedéssel párosuló alacsony inflációs környezetre egyik lehetséges magyarázat a mérlegválság, illetve a mérlegkiigazítás jelensége. **A mérlegválság¹⁶ háttérben az áll, hogy a pénzügyi válságot megelőző években az alacsony és stabil inflációval párosuló hosszan tartó fellendülésben a gazdasági szereplők nagymértékben eladósodtak.** Az eszközárborok kipukkanása után a szereplők azzal szembesültek, hogy miközben felhalmozott kötelezettségeiket törleszteni kell, addig az adósságuk mögött álló eszközeik (pl. ingatlanok) értéke jelentősen csökkent. A tapasztalatok azt mutatják, hogy a mérlegválságok jóval költségesebbek egy megszokott recessziónál: mélyebbek, gyengébb fellendülés követi őket és a kibocsátás szintjében tartós veszteséget okoz, miközben a pénzügyi szektor is erőteljesen sérül (Koo, 2014).

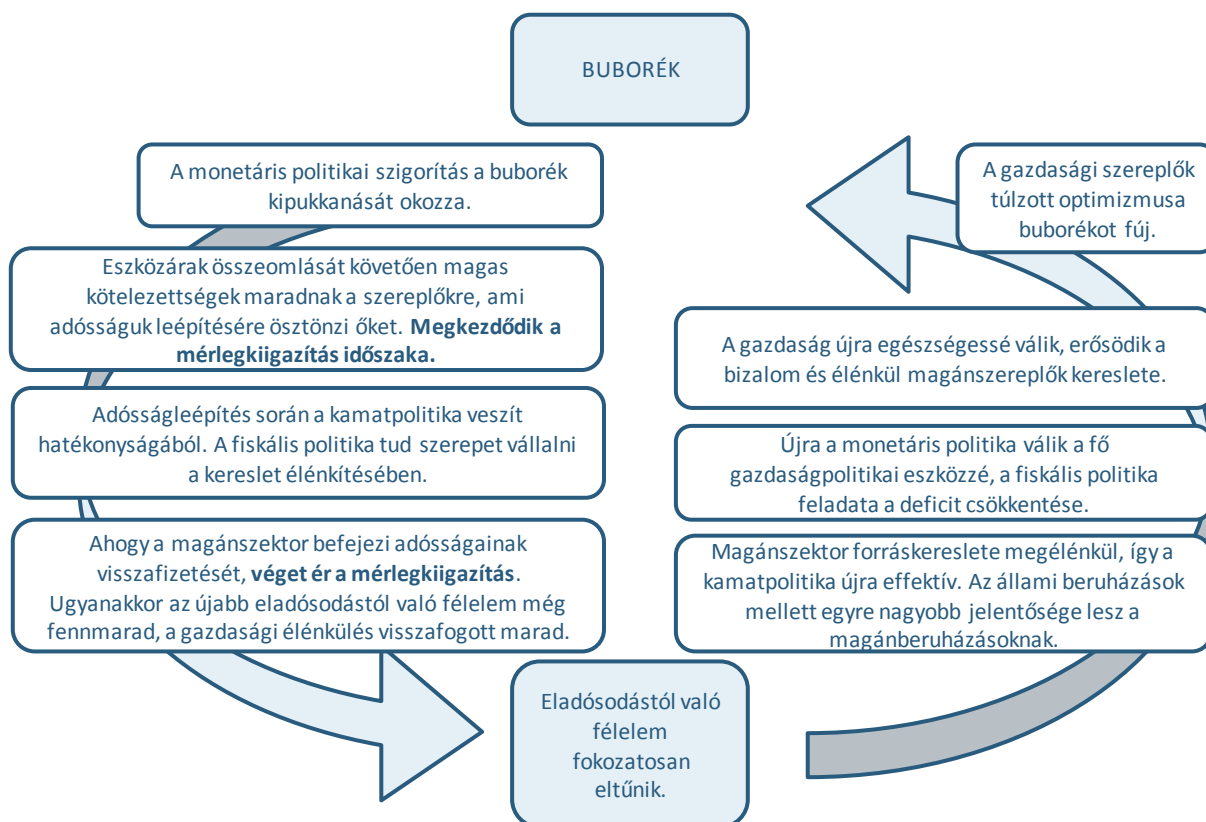
¹⁶ A mérlegválság fogalmát először Richard Koo használta az 1990-es években bekövetkezett japán recesszióra, amelynek háttérben a vállalatok túlzott eladósodása járt, és amelynek során profitjuk maximalizálása helyett adósságuk minimalizálására koncentrálnak, így jövedelmeiket meglévő adósságuk leépítésére fordítják. Azóta a mérlegválság kifejezést használják minden olyan recesszióra, amikor nagymértékű adósságfelhalmozást eredményező, fenntarthatatlan pénzügyi boomot követően a gazdasági szereplők drasztikusan megnövelik megtakarításaikat és visszafogják fogyasztási-beruházási kiadásait.

Fiskális politika szerepe

Richard Koo szerint az ilyen típusú recesszióban a **kamatcsökkentés keresletélénkítő hatása gyengébb**, mivel a mérlegproblémákkal küzdő szereplők adósságaik leépítésére fognak koncentrálni, ezért még alacsony kamatok mellett sem lesznek érdekeltek kölcsönök felvételében. Emiatt Koo a kormányzatot tartja hatékonyabbnak a deflációs kockázat kezelésében azáltal, hogy az a mérlegkiigazítás során felhalmozódó forrásokat a deficit növelésével megvalósított **fiskális stimulus** révén a magánszektorba juttatja. Ugyanakkor Koo felismeri, hogy a mérlegkiigazítás időszakában a háztartások és vállalatok a többletjövedelmüket adósságaik gyorsabb leépítésére fogják fordítani új hitelek felvétele vagy új beruházások megvalósítása helyett. Mindezek következményeként minél nagyobb mértékű a mérlegek sérülése, annál tovább tart a tisztítás folyamata.

Mindezt felismerve Koo szerint a fiskális **stimulust még évekkel a mérlegkiigazítás befejezése után is fenn kell tartani**, mivel annak hirtelen visszavonása újraélesztheti a deflációs kockázatokat. Ez azzal magyarázható, hogy azok a szereplők, amelyek mérlegkiigazításra kényszerültek, annak befejezése után is még annak pszichológiai hatása alatt állnak és tartanak az újabb eladósodástól.¹⁷ A mérlegválság és -kiigazítás dinamikáját a 6-3. ábra foglalja össze. Összességében Koo szerint a **mérlegválság megfelelő mértékű és ideig tartó fiskális keresletöztönzéssel kezelhető, azonban egyidejűleg elismeri, hogy a modern demokráciák több szempontból is korlátokba ütköznek ezen a téren.**¹⁸

6-3. ábra: A mérlegválság és -kiigazítás dinamikája



Forrás: Richard Koo, *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*. John Wiley & Sons, Singapore, 2008. április, 160. o.

¹⁷ Ezt igazolják a korábbi tapasztalatok, például, hogy az 1929-es válságot követően a mérlegkiigazítást végrehajtó szereplők jellemzően életük során nem vettek fel több hitelt; illetve azt követően, hogy 2005 környékén befejeződött a japán vállalatok mérlegkiigazítása, még ma sem látszik annak a jele, hogy javulna hitelfelvételi hajlandóságuk, még a jelenleg tapasztalható historikusan alacsony kamatszint mellett sem.

¹⁸ Ennek hátterében egyrészt az áll, hogy a gazdasági szereplők nagy része nincs tisztában a mérlegválság jelenségével, ezért nem is érti, hogy a mérlegkiigazítás végrehajtása a helyes reakció egy ilyen típusú válságban.

Makroprudenciális politika szerepe

Claudio Borio elfogadja Koo diagnózisát, de a megoldást nem a fiskális expanzióban látja, mert ez – átmeneti hasznos stabilizációs funkción túl fenntartva – csak még nagyobb jövőbeni buborékok és pénzügyi válságok előkészítője lehet.¹⁹ Szerinte ideális esetben sokkal szimmetrikusabb **makroprudenciális keretrendszernek** kellene működnie, amelyben egy eszközár-buborék kipukkanását követően a korábban megképzett tőke- és likviditáspufferek visszavonása mérsékelheti a pénzügyi intézmények sérülését és a gazdasági károkat. Ha azonban a fellendülés időszakában nem voltak ilyen pufferek beépítve a rendszerbe, akkor a pénzügyi intézmények mérlegének helyreállítása nehezebb. Borio véleménye egyezik Kooéval abban, hogy mérlegválság idején a **kamatcsökkentés keresletélénkítő hatása visszafogottabb**. Ugyanakkor ez nem jelenti azt, hogy a laza monetáris politikának ne lett volna szerepe a mérlegválságot követő fellendülés beindításában; csupán az idő múlásával az egyre kevésbé lesz hatékony és egyre inkább láthatóvá válik, hogy az nem képes kezelni az olyan alapvető problémákat, mint a mérlegek megtisztítása (Borio, 2012).

Borio szerint Koo figyelmen kívül hagyja a mérlegválság jelenségével kapcsolatban az adósságleépítési kényszert, azaz azt, hogy amikor a gazdasági szereplők túlzottan eladósodtak, akkor többletjövödelmüket adósságaik visszafizetésére és nem kiadásaik növelésére fogják használni, így ekkor a fiskális politika kevésbé lehet hatékony, mint egy normális recesszióban. Borio szerint hatékony lehet a fiskális politika állományi probléma esetén is, amennyiben a meglévő fiskális mozgásteret **célzottan használják fel, közvetlenül a magánszektor mérlegének javítására és erősítésére**. A pénzügyi szektor esetében ez azt jelenti, hogy a meglévő fiskális mozgásteret a bankok mérlegének megtisztítására, átszervezésére kellene fordítani, majd a bankokat újra kellene privatizálni, és remény szerint végül nyereséggel zárni az átszervezést. Ez pedig alkalmazható lehet a nempénzügyi szektorra is, például a háztartások esetében az adósságkönnyítés több formája is megvalósítható lehet. Ugyanakkor ez nem tisztán fiskális politikai feladat, hanem további határozott beavatkozást igényel a hitelnyújtók és hitelfelvevők, illetve a menedzserek, részvényesek és adósok közötti konfliktusok és vitás kérdések kezelése. Borio mellett Rogoff (2015) is hangsúlyozza, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozóknak nagyobb figyelmet kellett volna szentelnie az adósságleírásra, a bankok átstrukturálásra és feltőkésítésére.

6.1.3. Tartós stagnálás (Secular Stagnation)

Lawrence Summers²⁰ nagy figyelmet kiváltó tanulmányában (Summers, 2014) egy második világháború előtti, Hansen által „secular stagnation”-nek nevezett hipotézist elevenített fel. Az előző fejezetben ismertetett mérlegválsághoz kapcsolódó magyarázat fontosságát ő is elismeri, de azzal csak részben tartja magyarázhatónak az aktuális folyamatokat. **Szerinte a fejlett régiók gazdasági dinamizmusa már a válság előtt megtört és a válság elmúltával évtizedes távlatban is alacsony növekedéssel kell számolni.**²¹ Ez a tartós lassulás szerkezeti, reálgazdasági változások miatt következik be, ugyanakkor a válság előtti években a lassuló növekedés mögötti reálgazdasági problémákat elfedte, hogy a növekedés pénzügyi buborék, egyensúlytalanság felépülésével együtt ment végbe, miközben az alacsony infláció alapján nem volt jele túlfűtöttségnek. A lassuló potenciális kibocsátás az egyensúlyi reálkamat csökkenését eredményezi. Az alacsony inflációval párosulva az alacsony kamat megnehezíti a jegybankok munkáját, amelyek amellelt, hogy az inflációs cél elérésére törekednek, elő szeretnék segíteni a növekedés és a foglalkoztatás növekedését úgy, hogy az a pénzügyi stabilitásra se jelentsen fenyegetést. Más megfogalmazásban a cél az, hogy a megtakarítások és beruházások olyan kamat mellett kerüljenek egyensúlyba, ami biztosítja a teljes foglalkoztatását.

Summers szerint a következő változások magyarázhatják a fejlett országok tartós lassulását és az alacsony reálkamatokat:

- lassuló népességnövekedés;
- tőkefelhalmozás és beruházások lassulása;
- technológiai innováció és relatív árak megváltozása;
- jövedelemegyenlőtlenségek növekedése;

¹⁹ Borio szerint a mostani válsághoz hozzájárultak a korábbi, kisebb buborékokra adott gazdaságpolitikai válaszok, mint például a dot.com válság idején követett politika.

²⁰ Volt pénzügyminiszter és vezető közgazdasági tanácsadó, a Harvard Egyetem elnöke és a Világbank vezető közgazdásza.

²¹ A probléma illusztrálására a kongresszusi számvevőszéki hivatal válság előtt, 2007-ben készített becslését idézi, amely szerint az USA kibocsátásának 2014-re 10 százalékkal magasabb szinten kellene lennie. Az elmaradás mintegy felét a válság számlájára lehet írni, míg a másik felét elsősorban az elmaradt beruházásokra és csak kis részt a technikai haladásként értelmezett „teljes tényezőtermelékenység” csökkenésének.

- a társadalom elöregedése;
- bizonytalan makropolitika.

A Summers által felsorolt tényezők miatt a fejlett országokban a megtakarítások strukturálisan magasabbak, mint a beruházások, ami alacsony semleges (reál)kamatot eredményez. Ez alacsony inflációval párosulva érdemben szűkíti a monetáris politika mozgásterét, ami végül negatív reálkamatokhoz (esetenként negatív nominális irányadó kamatokhoz is) vezet. Summers szerint ez az oka annak, hogy a például a Fed jelenlegi laza monetáris politikája pénzügyi stabilitási problémákat hordoz, miközben a reálgazdasági oldalon továbbra sem érte el a gazdaság a potenciális kibocsátási szintjét. Summers szerint a tartósan lassú növekedés problémáját alapvetően az aggregált kereslet ösztönzésével lehet orvosolni.

Summersszel szemben Bernanke korábbi Fed-elnök a kiinduló kérdést, a túl alacsony kamatok problémáját nem tartja meggyőzőnek (Bernanke, 2015a és 2015b). Logikailag kizárható, hogy tartósan negatív maradjon a reálkamat, mert ilyen esetben még a nagyon alacsony hozamú beruházási projektek is megtérülnek és ezért végtelen lesz a hitelkereslet. Bernanke emellett felveti, hogy ha az USA-ban nincs elég beruházási lehetőség, akkor a vállalatok külföldön kereshetnének beruházási lehetőségeket, főként a kialakult nagyon alacsony kamatok mellett. Tehát az egyik fő különbség, hogy Summers tézisének magyarázatai alapvetően az USA-ra és a fejlett országokra szorítkozik, és figyelmen kívül hagyja a globális szempontokat. Bernanke szerint a mostani alacsony kamatok tehát a mérlegválság átmeneti utóhatásának tekinthetők, nem a tartós stagnálásnak.

A megtakarítások és beruházások egyensúlytalansága Bernanke szerint a globális megtakarítások túlzott nagyságából („savings glut”) fakad. Ennek megfelelően, ha a túlzott megtakarítások mérsékelhetők, akkor a túl alacsony kamatok problémája megoldódik. Bernanke szerint a túlzott megtakarítások egyik fő oka egyes országok túlzott folyó fizetési mérleg többlete. A válság előtt Kína rendelkezett a legnagyobb exporttöbblettel, jelenleg pedig Németország, akihez társul több kisebb európai ország. Bernanke már látni véli a kiigazodás jeleit. Kína többlete már sokat csökkent, és ezzel párhuzamosan az amerikai dollárban kibocsátott értékpapírok kereslete is mérséklődött. Az euroövezet megnövekedett külső többlete pedig ciklikusnak tekinthető: nagyrészt a piaci nyomás alá került országok kényszerű kiigazításának köszönhetően ugrott meg, ami mérséklődik a kilábalás következtében.

6.1.4. Összefoglalás

A 2008-ban kiteljesedő válság hatására a gazdasági aktivitás és az infláció alacsony szinten maradt a fejlett országokban, de a lassulás jelei tapasztalhatók a feltörekvő országokban is. A monetáris politika számára ez az új környezet új kihívásokat teremt, és attól függően, hogy a fenti folyamatok mivel magyarázhatóak, eltérőek a rá adható megfelelő gazdaságpolitikai válaszok.

Abban az esetben, ha ez a **mérlegválság jelenségével** magyarázható, akkor a megfelelő mértékű és ideig fennmaradó fiskális stimulussal (Koo) vagy a fiskális mozgástér célzott – pl. a magánszektor mérlegeinek tisztítására fordított – felhasználásával (Borio) kezelhető. Amennyiben a növekedés lassulása már a válság előtt megkezdődött, akkor a tartós stagnálás az aggregált kereslet ösztönzésével a költségvetési deficit növelésén keresztül orvosolható (Summers). Bernanke szerint a megtakarítások és beruházások egyensúlytalansága a **megtakarítások túlzott nagyságából fakad**, amely túl magas fizetésimérleg-többletek mérséklődésével oldódni fog. Ezek alapján úgy tűnik, hogy a probléma megoldásához a jegybanki beavatkozások mellett egyéb további célzott gazdaságpolitikai intézkedések is szükségesek, amelyekről jelenleg viszont még nem született egyöntetű álláspont a makrogazdasági elméleti vitákban és a gazdaságpolitikai gyakorlatban.

A globális folyamatok elemzése alapján is egyértelműen kirajzolódik, hogy a 2008/2009-es gazdasági válságot követően növekedési szempontból azon gazdaságpolitikák lehetnek sikeresek, amelyek a túlzott eladósodottságból eredő mérlegproblémák gyorsabb kiigazítását, illetve a gazdaság strukturális gyengeségeinek feloldását célozzák. **A magyar gazdaságpolitika döntéseinek fókuszában az elmúlt években számos, ezen területekhez kapcsolódó intézkedés szerepelt, ami hozzájárult a magyar GDP nemzetközi összevetésben is egyre dinamikusabbá váló növekedéséhez.**

FELHASZNÁLT IRODALOM

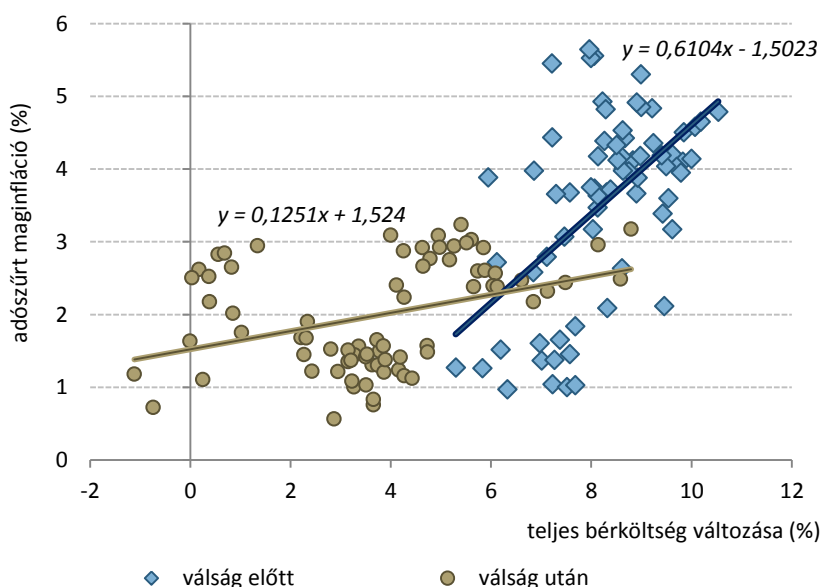
- Bernanke, B. (2015a): Why are interest rates so low, part 2: Secular stagnation, March, <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/03/31-why-interest-rates-low-secular-stagnation>
- Bernanke, B. (2015b): Why are interest rates so low, part 3: The Global Savings Glut. <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/01-why-interest-rates-low-global-savings-glut>
- BIS (2014): 84th Annual Report. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.pdf>
- Blanchard, O. (2015): An assessment of the state of the world economy, WEO Press Conference, May, <http://www.voxeu.org/print/58898>
- Borio, C. (2012): The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? BIS Working Papers No 395.
- IMF (2015): Lower Potential Growth: A New Reality, World Economic Outlook, Ch. 3. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2015/new040715a.htm>, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/c3.pdf>
- Koo, R. (2014): Balance sheet recession is the reason for secular stagnation. In Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures, VOX.EU.org ebook. http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf
- Rogoff, K. (2015): Debt supercycle, not secular stagnation, <http://www.voxeu.org/article/debt-supercycle-not-secular-stagnation>
- Summers, L. H. (2014): „U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound”, Business Economics, Vol. 49. No. 2., February, <http://larrysummers.com/wp-content/uploads/2014/06/NABE-speech-Lawrence-H.-Summers1.pdf>

6.2. Árak és bérek – okok egy megváltozott gazdasági kapcsolat háttérében

Hazánkban a monetáris politika számára elsődleges cél az árstabilitás elérése és fenntartása, ebből következően kiemelt szerepet kap az infláció és az azt meghatározó tényezők alakulásának vizsgálata. Az inflációt számos tényező közvetlenül és közvetetten is befolyásolja. Ezek közül **az egyik legfontosabb a bérek alakulása a nominális folyamatok értékelése során, hiszen mind költségoldali, mind keresletoldali tényezőként hatással lehet az infláció alakulására.** A válságot követően számos közgazdasági kapcsolat erőssége megváltozhatott. Ilyen például a reálgazdaság ciklikus pozíciója és az infláció közötti kapcsolat (Phillips-görbe), az árfolyam begyűrésének mértéke a fogyasztói árakba, illetve a pénzmennyiség alakulása és a fogyasztói infláció közötti kapcsolat. Mindezekhez hasonlóan a bérek és az infláció közötti kapcsolat erőssége is változhatott a válság során.

Előrejelzésünkben mérsékelt, de erősödő bérezésre számítunk a versenyszférában, melynek ugyanakkor az inflációs hatása mérsékelt lehet. **A hazai adatokat elemezve azt tapasztalhatjuk, hogy a válságot követően mérséklődhetett a kapcsolat erőssége a bérek és az infláció között, azaz egységnyi bérnövekedésnek kisebb inflációs következménye lehet** (6-4. ábra). Írásunkban a bérek és ezen keresztül a fogyasztás inflációs hatásait vizsgáljuk, összevetve a válság előtti és az aktuális folyamatokat, illetve áttekintjük a kapcsolat változásának lehetséges okait.

6-4. ábra: A bérek és az infláció közötti kapcsolat változása



Forrás: KSH, MNB

6.2.1. A bérek alakulását befolyásoló tényezők

A bérek alakulását számos tényező befolyásolhatja, és attól függően, hogy mely tényező következtében emelkednek a bérek, eltérő lehet az inflációs hatásuk. **A reálbérek alakulását alapvetően a termelékenység változása és a munkapiaci kondíciók mellett a vállalati jövedelmezőség és az inflációs várakozások alakítják.**

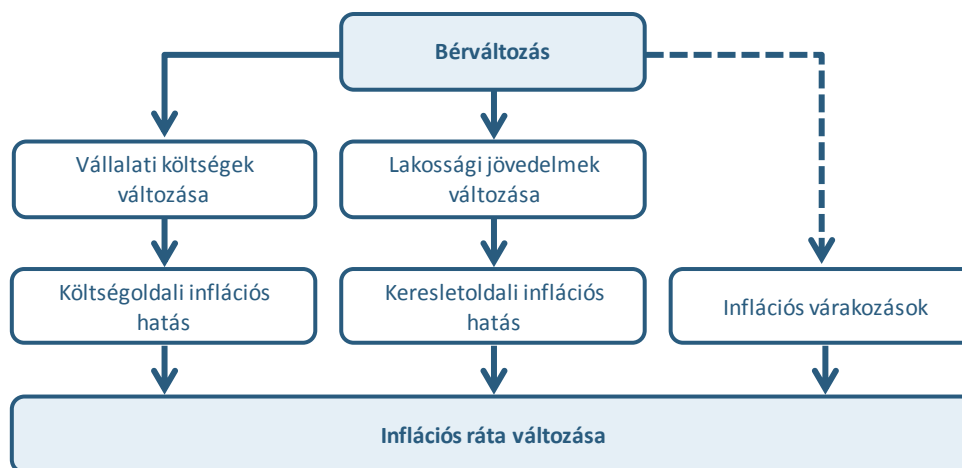
- A javuló vállalati jövedelmezőség teret engedhet a béremelkedéseknek. A jövedelmezőség javulásának köszönhetően kigazdálkodható a béremelés, így a vállalat nem kényszerül az árakban érdemi alkalmazkodásra. Például ha a jövedelmezőség javulása a termelékenység emelkedéséből fakad, az ebből következő béremelkedés önmagában nem okoz inflációs hatást. Ennek oka, hogy a bérek emelkedését ellensúlyozza az előállított magasabb termékmennyiség értéke, vagyis a fajlagos költségeket nem változtatja meg. Ezzel szemben a termelékenységet meghaladó bérváltozásnak inflációs következményei lehetnek, hiszen az egységnyi termékre jutó előállítási költség emelkedik.
- A munkakereslet és munkakínálat egymás közötti viszonya – melyet leginkább a munkapiac feszségével lehet megragadni – szintén befolyásolhatja a bérek alakulását. Feszesebb munkapiac esetén a munkát keresők aránya kisebb a szabad álláshelyekhez viszonyítva, mely végül a bérek emelkedését okozhatja.

- Mindezek mellett az inflációs várakozások is befolyásolhatják a béreket a bértárgyalások során. Az inflációs céllal konzisztensen alakuló inflációs várakozások elősegíthetik, hogy a béremelkedés – amennyiben a termelékenységgel összhangban alakul – ne okozzon az árstabilitásnál magasabb inflációt. Ezzel szemben magasabb inflációs várakozások esetén a munkavállalók magasabb nominális bér elérésére töreksenek, hogy a reálbérük ne csökkenjen.

6.2.2. A bérek és az infláció kapcsolata

A bérek emelkedése alapvetően három csatornán keresztül hathat az infláció alakulására (6-5. ábra). Kínálati és keresleti oldalról, illetve általában a várakozásokon keresztül befolyásolhatja a nominális folyamatokat.

6-5. ábra: Bérek hatása az inflációra



Forrás: MNB

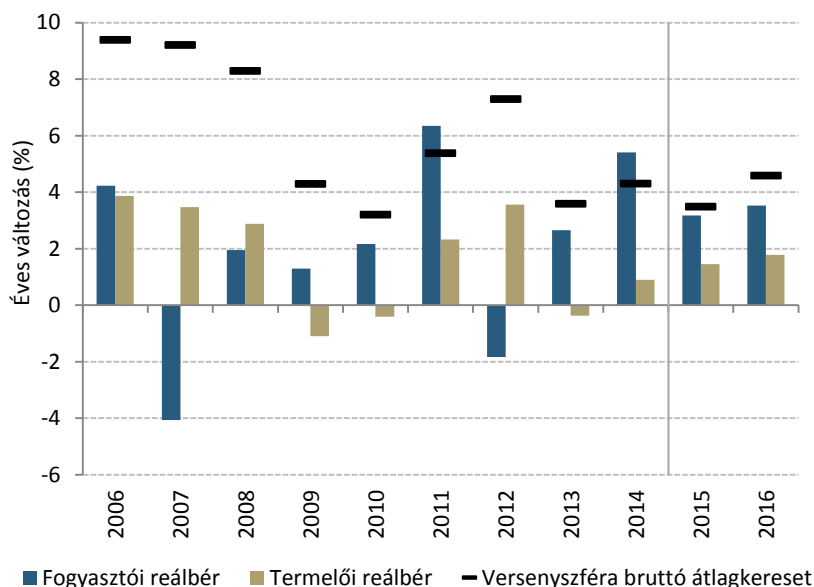
- **Vállalati költségek emelkedése:** A bérek emelkedése a vállalati költségek növekedésén keresztül beépülhet az előállított termékek, szolgáltatások árába, így költségoldali inflációs nyomáshoz vezethet.
- **Lakossági jövedelmek emelkedése:** A bérek változása a vállalatok oldaláról jelentkező közvetlen hatásokon túl a lakosság jövedelmi helyzetének megváltozásán keresztül keresleti oldalról is érinti a nominális folyamatokat. A bérek emelkedése önmagában növeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, mely többletjövedelem elköltése következtében emelkedő fogyasztás keresletoldali inflációs nyomást okozhat.
- **Inflációs várakozások:** A béreket érdemben befolyásolhatja a bértárgyalások során a gazdasági szereplők inflációs várakozása. Alacsony inflációs környezetben a vállalatok árazási gyakorlata megváltozik, kevésbé éri meg kis mértékű áremeléseket végrehajtani (menükölség), így azok gyakorisága és mértéke lecsökkenhet. Az inflációs várakozások horgonyzása szintén elősegítheti, hogy a reálgazdaság felől érkező egyedi sokkoknak kisebb inflációt mozgató ereje legyen, hiszen az inflációs cél orientációja arra ösztönzi a vállalatokat, hogy az inflációs céllal konzisztens áremeléseket hajtson végre. Emellett a bértárgyalások során a munkavállalók is az alacsonyabb várt inflációval összhangban alacsonyabb nominális bér elérésére törekednek.

6.2.3. Az árak és bérek közötti kapcsolat megváltozásának lehetséges okai

A kapcsolat változásához az elmúlt időszakban az alábbi tényezők járulhattak hozzá:

- A bértárgyalások során a munkáltatók és munkavállalók a bruttó bérekben állapotodnak meg. Az árváltozások és az adórendszerben történő elmozdulások következtében eltérő reálbérekkel szembesülhetnek a vállalatok és a lakosság. A vállalatok és a fogyasztók által érzékelt eltérő reálbér hozzájárulhatott a bérek és az infláció közötti kapcsolat megváltozásához. **A fogyasztók által érzékelt reálbér a tartósan alacsony inflációs környezettel párhuzamosan számottevően bővült, addig a vállalatok számára releváns, termelői árakkal számított reálbér alacsony ütemben emelkedett az elmúlt években (6-6. ábra).**

6-6. ábra: A háztartás és vállalat számára releváns reálbér alakulása

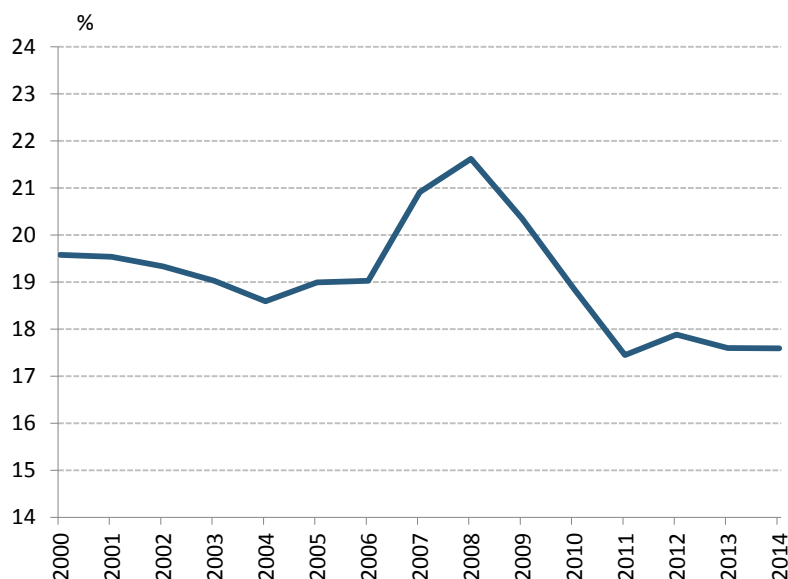


Megjegyzés: Fogyasztói reálbér: nettó bér CPI-vel deflálva, termelői reálbér: teljes munkaköltség GDP-deflátorral deflálva.

Forrás: KSH

- Fentiekén túl a válságot követően a munkát terhelő adók csökkenése szintén kedvező irányba hatott. A csökkenő munkát terhelő adók (6-7. ábra) elősegítették, hogy a vállalat hatékonyabban reagáljon a gazdaságban bekövetkező sokkokra, egyúttal a teljes bérköltség csökkent, mely támogatta a vállalatok jövedelmezőségét, növelve a bérek és árak változtatására vonatkozóan a vállalatok mozgásterét.

6-7. ábra: Munkát terhelő adók a GDP százalékában



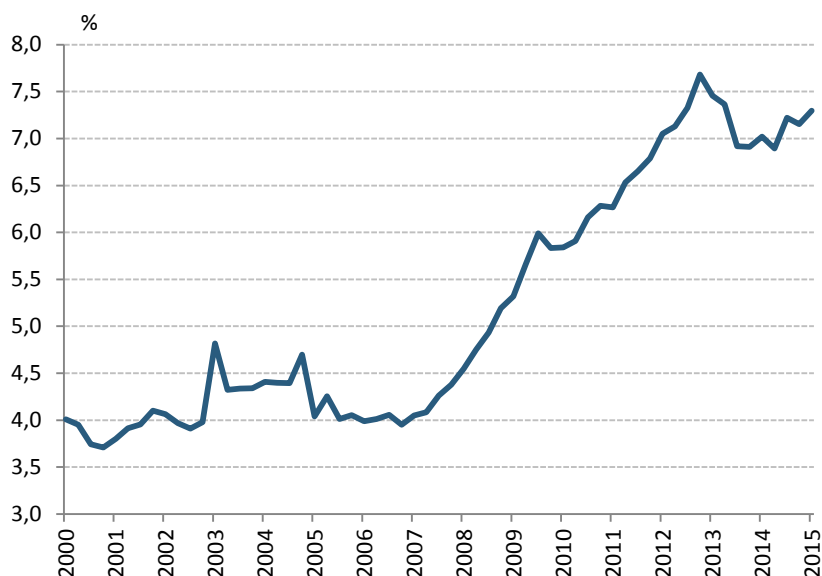
Megjegyzés: 2011 előtt figyelembe vettük a kötelező magánnyugdíj-pénztári befizetéseket is. A 2013. és 2014. évi adatokat a személyi jövedelemadó és járulékok GDP arányos pénzforgalmi változása alapján kerültek meghatározásra.

Forrás: OECD

- A munkapiac rugalmasabbá vált az elmúlt időszakban**, melyhez a rugalmas foglalkoztatási formák térnyerése is hozzájárulhatott. Elképzelhető, hogy a válság során lecsökkent aggregált kereslethez a vállalatok az egy főre jutó munkaidő változásával alkalmazkodtak. Ezt úgy valósíthatták meg, hogy a korábban teljes munkaidőben

alkalmazottakat részmunkaidősként foglalkoztatták (6-8. ábra). A konjunktúra élénkülésével hatékonyabban tudnak reagálni a vállalatok a részmunkaidős foglalkoztatottak ledolgozott munkaóráinak emelésével. Ez esetben nem terheli a vállalatot az alkalmazkodás során többletköltség, amelyek toborzásból és betanítási költségekből adódnának.

6-8. ábra: A részmunkaidősök aránya a versenyszférában



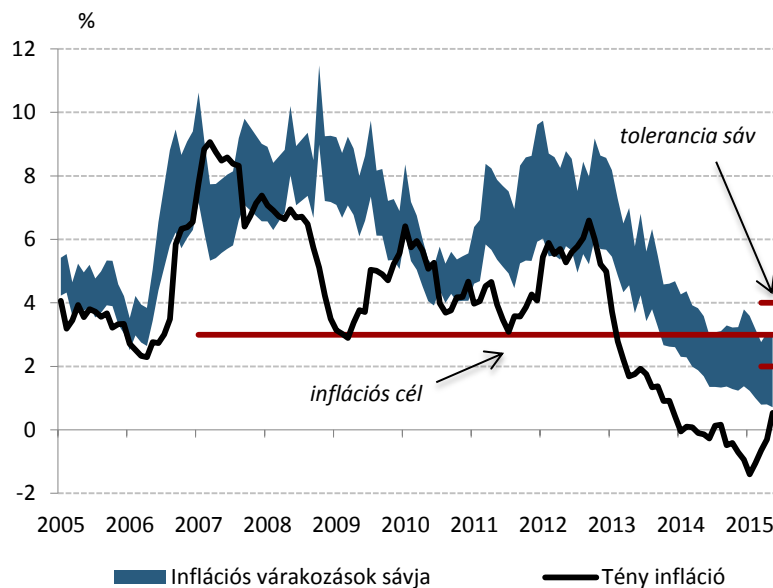
Forrás: KSH

- Amennyiben az egyéb költségelemek mérséklődnek, mind a bérezési, mind az árazási döntésre vonatkozóan megnő a vállalat mozgástere, a béremelést ellensúlyozhatja az egyéb költségelemek csökkenése, mérsékelve ezáltal az áremelési kényszert. A válságot megelőzően a nyersanyagárak trendszerűen emelkedtek, míg a válságot követően tartósan alacsonyan alakultak a költségek. Ennek következtében a vállalatok visszafogottabb áremelési kényszerrel szembesültek. **Az alacsony költségkörnyezetet tovább támogatta a csökkenő kamatok következtében a kamatköltségek jelentős mérséklődése.**
- A válságot követően a nagymértékű eladósodottság következtében elhúzódó mérlegalkalmazkodás alapvetően befolyásolhatta az infláció és a reálgazdasági ciklus alakulása közötti kapcsolatot. A felhalmozott adósságok lassú leépítése következtében a háztartások fogyasztása érdemben csökkent az elmúlt években. A visszaeső fogyasztási kereslet dezinflációs hatású, ám ennek mértéke változhatott a válságot követően. Nemzetközi tapasztalatok arra utalnak, hogy a válságot követően változhatott az egységi fogyasztásból eredő inflációs hatás mértéke. **Egyes nemzetközi tapasztalatok szerint kevesebb inflációs hatás mutatható ki, vagyis a válságot követően az ún. Phillips-görbe laposabbá válhatott** (ehhez számos tényező hozzájárulhatott, pl. nominális bérek lefelé merevek, strukturális munkanélküliség emelkedése, horgonyzott inflációs várakozások, menüköltség, globalizáció).²² Egyes elemzések azonban meredekebb Phillips-görbére utalnak. Hazánkban statisztikailag az eddigi adatok alapján nehéz azonosítani, és ugyan nem szignifikáns a Phillips-görbe ellaposodása, ugyanakkor számos tényező utalhat arra, hogy csökkenhetett a kapcsolat a reálgazdaság és a nominális folyamatok között.²³
- **Az elmúlt időszakban az inflációs várakozások fokozatosan csökkentek a tényinfláció mérséklődésével** (6-9. ábra). Alacsonyabb inflációs várakozások esetén a bértárgyalások során a munkavállalók az alacsonyabb várt inflációval összhangban kevésbé lehetnek érdekeltek magasabb nominális bér elérésére, így az alacsonyabb inflációs várakozások is hozzájárulhattak a bérek és az infláció közötti megváltozott kapcsolathoz.

²² Lásd pl. Marco Del Negro, et al.: Inflation in the Great Recession and New Keynesian models, 2014, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports; Mary C Daly: Downward nominal Wage Rigidities Bend the Phillips Curve, 2014, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series

²³ Részletesebben a Phillips-görbe változásáról, illetve lehetséges okairól lásd 2014. szeptemberi Inflációs jelentés, 6.1. fejezet

6-9. ábra: Lakossági inflációs várakozások



Forrás: KSH, Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

Össességében több tényező is arra utal, hogy az elmúlt időszakban egységnyi bérnövekedés felől jelentkező inflációs hatás mérsékeltebb a válságot követően. Egyrészt az elmúlt éveket jellemző tartósan alacsony költségkörnyezet fékezte a nominális bérek emelkedését, a rugalmasabbá váló munkapiac, a munkát terhelő adók csökkenése szintén a gyengébb kapcsolat irányba hatott. Emellett keresleti oldalról egyéni többletfogyasztásból kevesebb inflációs hatás eredhet. Végül az inflációs várakozások mérséklődése is elősegítette a nominális folyamatok alkalmazkodását.

7. A 2015. ÉVI ÁTLAGOS FOGYASZTÓIÁR-INDEX FELBONTÁSA

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

	Inflációs hatás 2015-re		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	-0,2	0,1	-0,1
Piaci	-1,0	1,4	0,4
Indirekt adók és intézkedések	0,0	0,1	0,1
Infláció	-1,3	1,6	0,3

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az ún. áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzó és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirekt adóintézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirekt adó intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra (2015)

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

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az ún. áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzó és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirekt adóintézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirekt adó intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	11
1-3. ábra: Inflációs előrejelzés dekompozíciója	12
1-4. ábra: Az összevont adóalap jövedelmeire vonatkozó átlagos adókulcs megváltozása 2016-ban.....	13
1-5. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája.....	14
1-6. ábra: Lakossági jövedelmek felhasználása	14
1-7. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként.....	15
1-8. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	15
1-9. ábra: A GDP-növekedés alakulása	15
1-10. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	16
1-11. ábra: A versenyszféra fajlagos munkaerőköltség dekompozíciója	16
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	20
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre.....	21
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre.....	21
3-1. ábra: Negyedéves GDP-növekedés az eurozónában.....	23
3-2. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása	23
3-3. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a kelet-közép-európai országokban	24
3-4. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a fejlett gazdaságokban.....	24
3-5. ábra: Munkanélküliségi és aktivitási ráta az USA-ban	25
3-6. ábra: Negyedéves GDP-növekedés Kínában és Oroszországban.....	25
3-7. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (USD-ben).....	25
3-8. ábra: Infláció a fejlett gazdaságokban.....	26
3-9. ábra: Infláció a kelet-közép-európai országokban	26
3-10. ábra: Fogyasztói és termelői árak alakulása Kínában	26
3-11. ábra: A fejlett gazdaságok alapkamatainak alakulása	27
3-12. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban (a GDP százalékában)	28
3-13. ábra: Az euro dollárral szembeni árfolyamának alakulása	28
3-14. ábra: A kelet-közép-európai országok alapkamatainak alakulása.....	29
3-15. ábra: Főbb tőzsdeindexek	29
3-16. ábra: A 10 éves periféria és német államkötvény hozamok	30
3-17. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom alakulása	31
3-18. ábra: Az áruforgalmi cserearány és az olajár alakulása.....	31
3-19. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása	32
3-20. ábra: A háztartási szektor belföldi hiteleinek tranzakciói hitelcél szerint	32
3-21. ábra: Szektorális beruházások alakulása	33
3-22. ábra: A teljes vállalati és a kvv-szektor hitelállományának éves növekedési üteme	33
3-23. ábra: A vállalati szektor belföldi hiteleinek tranzakciói futamidő szerint	34
3-24. ábra: A készletváltozás és hozzájárulása a GDP változásához.....	34
3-25. ábra: Oroszországba irányuló magyar áruexport alakulása ágazati bontásban	36
3-26. ábra: Az Oroszországból érkező energiahordozó-import alakulása	37
3-27. ábra: Az Oroszországba irányuló vegyipari exportunk alakulása	37
3-28. ábra: A lakossági fogyasztás és a kiskereskedelmi értékesítések alakulása	38
3-29. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések alakulása üzletcsoportok szerint.....	39
3-30. ábra: A fogyasztási kiadások, a kiskereskedelmi értékesítések és a külföldiek turisztikai kereslete	39
3-31. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP-növekedéshez való hozzájárulása	40
3-32. ábra: Ipari kibocsátás és hozzáadott érték volumenének alakulása	40
3-33. ábra: Ipari konjunktúraindikátorok alakulása.....	41

3-34. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása	41
3-35. ábra: A potenciális kibocsátás éves változása	41
3-36. ábra: GDP-idősorok negyedéves változása torzítása	42
3-37. ábra: Első negyedéves GDP negyedéves változásának	42
3-38. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	43
3-39. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása	43
3-40. ábra: Beveridge-görbe alakulása	44
3-41. ábra: Kibocsátási rés-mutatók	45
3-42. ábra: A bruttó átlagkereset éves változása és a munkapiaci feszesség alakulása	47
3-43. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása	47
3-44. ábra: Az ipari termelői árak éves változása	48
3-45. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása	48
3-46. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tény infláció	48
3-47. ábra: Inflációs várakozások a régióban	49
4-1. ábra: 5 éves szuverén CDS-felárak a régióban	50
4-2. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	50
4-3. ábra: 2020-ban lejáró régiós euróban denominált devizakötvény-felárak a német hozam felett	51
4-4. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	51
4-5. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyam 1 hónapos gyenge irányú ferdeségi mutatójának alakulása	51
4-6. ábra: A külföldi szereplők nettó forint-deviza swap állománya és kumulált forintvásárlása	52
4-7. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya	52
4-8. ábra: Állampapírpiazi referenciahozamok alakulása	52
4-9. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban	53
4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben	54
4-11. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára	54
4-12. ábra: A hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben	55
4-13. ábra: Az előrettekintő reálkamatlábak alakulása	55
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (a GDP százalékában)	56
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása (a GDP százalékában)	56
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint (a GDP százalékában)	57
5-4. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP százalékában)	57
5-5. ábra: Háztartások egyes pénzügyi eszközeinek alakulása	59
5-6. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (GDP arányos értékek)	60
5-7. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (GDP arányában)	61
5-8. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása	62
5-9. ábra: Kormányzati kiadások a GDP százalékában	63
5-10. ábra: A kormányzati szektor beruházási kiadásainak összetétele (a GDP százalékában)	63
5-11. ábra: A fiskális impulzus (a GDP százalékában)	64
5-12. ábra: A bruttó államadósság várható alakulása – előrettekintve változatlan, 2014. végi árfolyamon számítva	66
6-1. ábra: A globális kibocsátásra vonatkozó válság előtti várakozások	68
6-2. ábra: Globális inflációs folyamatok	68
6-3. ábra: A mérlegválság és –kiigazítás dinamikája	69
6-4. ábra: A bérek és az infláció közötti kapcsolat változása	73
6-5. ábra: Bérek hatása az inflációra	74
6-6. ábra: A háztartás és vállalat számára releváns reálbér alakulása	75
6-7. ábra: Munkát terhelő adók a GDP százalékában	75
6-8. ábra: A részmunkaidősök aránya a versenyszférában	76
6-9. ábra: Lakossági inflációs várakozások	77

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	17
1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	18
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal	19
3-1. táblázat: Oroszország és Ukrajna árukereskedelmi súlyának és forgalmának alakulása	35
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában).....	62
5-2. táblázat: A 2015. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a márciusi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)	64
5-3. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2015. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	65
5-4. táblázat: A 2016. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a márciusi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)	65
5-5. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2016. évi költségvetési törvényjavaslat előirányzataitól (a GDP százalékában)	66
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra	78
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra (2015)	78

Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

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

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

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2015. június

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

