INFLÁCIÓS JELENTÉS

2014
DECEMBER

„…ne próbáljunk semmi olyat,
ami a közösség hasznával és érdekével ellentétes.”

Hunyadi Mátyás

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2014
DECEMBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. Az Inflációs jelentés című kiadvány bemutatja az MNB Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzpiaci 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 pénzpiaci 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 2014. december 11-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 18
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre 24
3. Makrogazdasági helyzetértékelés 27
3.1. Nemzetközi környezet 27
3.2. Aggregált kereslet 34
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás 39
3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség 44
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója 46
3.6. Költségek és infláció 47
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók 50
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok 50
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói 53
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója 56
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás 56
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciónkra 58
5.3. Költségvetési folyamatok 61
6. Kiemelt témák 67
6.1. A munkapiaci feszesség hatása az előrejelzésünkre 67
6.2. Válság előtt, válság után: az árfolyam-begyűrűzés mértéke Magyarországon 71
6.3. A lakossági devizahitelek forintosítása és a monetáris transzmisszió változása 74
7. A 2014. és 2015. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása 77
Ábrák és táblázatok jegyzéke 78

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

1-1. keretes írás: Inflációs előrejelzésünk revíziója mögötti tényezők 13

1-2. keretes írás: Az olajár csökkenésének hatása a reálgazdaságra 17

1-3. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink 20

3-1. keretes írás: Miként hatott a Növekedési Hitelprogram első szakasza a beruházásokra? Mérési lehetőségek vállalati adatok segítségével 37

3-2. keretes írás: A Nemzeti Számlák módszertani változásainak hatásai 41

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 a kamatcsökkentési ciklus lezárását követően az inflációs cél középtávú elérése és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzése a laza monetáris kondíciók tartós fenntartását indokolja. Az inflációs cél elsődlegessége mellett a Monetáris Tanács figyelembe veszi a reálgazdaság helyzetét és tekintettel van a pénzügyi stabilitási megfontolásokra is.

A világgazdaság növekedése továbbra is visszafogott, az alacsony inflációs környezet tartósan fennmaradhat.

Az egyes régiók között változatlanul jelentős eltérések vannak a gazdasági növekedés tekintetében. Az euroövezet gazdaságát lassú, törékeny kilábalás jellemzi, míg az Egyesült Államok erőteljes növekedése előretekintve is fennmaradhat. A nagyobb feltörekvő gazdaságokban lassul a növekedés. A nyersanyagárak mérséklődésével, különösen az olajár jelentős csökkenésével és a visszafogott keresleti környezettel összhangban, a globális inflációs folyamatok továbbra is visszafogottan alakulnak, és az inflációs nyomás előretekintve is tartósan mérsékelt maradhat. A globális jelentőségű jegybankok monetáris politikai irányultsága eltérően alakult az elmúlt hónapokban, azonban összességében a monetáris kondíciók változatlanul lazának tekinthetők, így a globális kamat- és likviditási környezet továbbra is támogató.

Az infláció jövőre számottevően elmaradhat az inflációs céltól, csak az előrejelzési horizont második felében érheti el a 3 százalék körüli értéket.

A Monetáris Tanács megítélése szerint az infláció jövőre számottevően elmaradhat az inflációs céltól, majd az előrejelzési horizont második felére emelkedhet a cél közelébe. Az elmúlt hónapokban az infláció alacsonyabban alakult a szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzésénél, amelyben főként a nyersanyagárak jelentős csökkenése, az alacsony élelmiszerárak és a gyenge külső keresleti környezet játszott szerepet. Az előrejelzési horizont első felében elsősorban a lefelé mutató költségsokkok, illetve külkereskedelmi partnereink gyenge keresleti és inflációs környezetének következtében a hazai infláció számottevően elmarad az inflációs céltól. Az infláció a költségsokkok kifutása után, a konjunktúra élénkülésének és a bérdinamika emelkedésének következtében az előrejelzési horizont második felében az inflációs céllal összhangban alakulhat. A cél körül horgonyzott inflációs várakozások támogathatják, hogy az inflációs céllal összhangban alakuljon az árazás és a bérezés.

A Monetáris Tanács megítélése szerint kiegyensúlyozott szerkezetben folytatódhat a hazai gazdaság növekedése.

A reálgazdaság élénkülése az elmúlt negyedévben tovább folytatódott, éves összevetésben a legtöbb ágazatban növekedett a kibocsátás. Az előrejelzési horizonton a növekedést elsősorban a belső kereslet támogathatja. A kivitel dinamikáját 2015 során fékezi a visszafogott nemzetközi konjunktúra és az eurozóna lassulása, majd az előrejelzési horizont második felében emelkedhet a nettó export növekedési hozzájárulása. A vállalati beruházási aktivitást jövőre élénkítheti a kibővített és meghosszabbított Növekedési Hitelprogram, azonban ellenkező irányba hat a gyenge nemzetközi konjunktúra és az EU-források beáramlásának mérséklődése. A lakosság beruházási aktivitása historikusan alacsony szintjéről fokozatosan emelkedhet. Összhangban az előző negyedévekkel a lakossági fogyasztás élénkülésében jelentős szerepet játszanak az emelkedő foglalkoztatás és az alacsony infláció miatt növekvő reáljövedelmek. A Kúria által meghozott – lakossági hiteleket érintő – jogegységi határozat érdemben hozzájárul a fennálló adósság csökkenéséhez, így növekszik a háztartások nettó pénzügyi vagyona, felgyorsítva az érintettek adósságleépítési folyamatát. A devizahitelek forintosítása mérsékelheti a jövőbeli jövedelmi és vagyoni helyzettel kapcsolatos bizonytalanságot, ezzel erősítheti a fogyasztói bizalmat, támogatva a fogyasztás és a belső kereslet élénkülését.

Továbbra is magas a hazai finanszírozási képesség és mérséklődik a külső adósság.

A gazdaság külső egyensúlyi pozíciója 2014 második negyedévében továbbra is a GDP közel 8 százalékát tette ki. A következő években – a bővülő fogyasztás és beruházás mellett emelkedő import ellenére – növekedhet a külkereskedelmi többlet a cserearány javulása és 2016-tól az élénkülő külső kereslet révén. Ugyanakkor az európai uniós támogatások

költségvetési ciklusának lezárulásával összhangban historikus csúcsáról mérséklődhet a transzferegyenleg többlete. A két ellentétes irányú hatás eredményeként a gazdaság folyó fizetési mérlegének többlete és külső finanszírozási képessége a következő években is magas szinten stabilizálódhat. Ezzel összhangban tovább folytatódhat a gazdaság sérülékenysége szempontjából kiemelt jelentőségű külső adósságráták csökkenése, miközben a bruttó adósság alakulására a jegybank önfinanszírozási programja, a lakossági devizahitelek forintosítása, valamint az ahhoz nyújtott jegybanki devizaforrás is támogatóan hat.

A hazai kockázati felárak csökkentek az elmúlt negyedévben, a pénzügyi piacokon a hangulat alapvetően kedvezően alakult.

Az elmúlt negyedévben alapvetően kedvezően alakult a globális pénzügyi piaci hangulat. Október közepén csökkent a globális kockázatvállalási hajlandóság, a hónap végétől azonban ismét kedvezően alakult a pénzügyi piaci hangulat. A pozitív fordulat az Egyesült Államok kedvező makrogazdasági adataival, az EKB eszközvásárlási programjainak elindulásával, a japán jegybank monetáris lazításával, a kínai jegybank kamatcsökkentésével, valamint az olajárak folytatódó csökkenésével magyarázható. A hazai kockázati mutatók közül a CDS-felár nem változott érdemben az elmúlt negyedévben, míg a devizakötvények felára csökkent. A hosszú forintkötvény-hozamok jelentősen csökkentek a szeptemberi Inflációs jelentés megjelenése óta eltelt időszakban. Az elmúlt negyedévben a forint árfolyama erősödött az euróval szemben, ami alapvetően országspecifikus tényezőkhöz köthető. Hazánk sérülékenységét csökkenti a tartósan magas külső finanszírozási képesség, és az ennek nyomán csökkenő külső adósságállomány. A Monetáris Tanács értékelése szerint a nemzetközi pénzügyi környezet bizonytalansága óvatos monetáris politikát indokol.

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik, erősödtek a lefelé mutató inflációs kockázatok.

A szeptemberi Inflációs jelentés helyzetértékeléséhez képest összességében erősödtek a lefelé mutató inflációs kockázatok. A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak. A tartósan alacsonyabb olajárakkal számoló alternatív forgatókönyv feltételezése szerint az olajárcsökkenés döntően kínálati oldali tényezőkhöz kapcsolódik. A mérsékeltebb inflációs környezet összességében az alappályánál lazább monetáris politikai irányultság felé mutat, miközben a gazdasági növekedés kedvezőbb lehet. A tartósan alacsony külső keresletet feltételező forgatókönyv a növekedésre és az inflációra nézve lefelé mutató kockázatot jelent, így az inflációs cél elérését lazább monetáris kondíciók biztosítják. A geopolitikai feszültségek erősödése a külső kereslet visszaesése mellett a kockázati prémium hirtelen, nagymértékű megemelkedését okozhatja, melynek nyomán az árfolyamgyengülés növelheti az inflációs nyomást, így az előrejelzési horizonton az inflációs cél elérését szigorúbb monetáris politika biztosíthatja.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot kihasználatlan kapacitások jellemzik, és az inflációs nyomás középtávon mérsékelt maradhat. A negatív kibocsátási rés a monetáris politika horizontján fokozatosan záródik, így előretekintve a reálgazdaság dezinflációs hatása mérséklődik. A jelenlegi monetáris kondíciók fenntartása mellett, a külső dezinflációs folyamatok ellenére az infláció az előrejelzési horizont második felében a céllal összhangban alakulhat. A jelenleg rendelkezésre álló információk alapján a Monetáris Tanács megítélése szerint az alapkamat aktuális szintje összhangban van az inflációs cél középtávú elérésével és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzésével. Előrejelzéseink feltételeinek teljesülése mellett a középtávú inflációs cél elérése a jelenlegi laza monetáris kondíciók tartós fenntartásának irányába mutat.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2013	2014	2015	2016
	Tény	Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció	3,3	2,2	2,4	3,3
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,5	1,4	2,2	2,8
Infláció	1,7	-0,2	0,9	2,9
Gazdasági növekedés				
Külső kereslet (GDP alapon)	1,0	1,5	1,6	2,3
Háztartások fogyasztási kiadása	0,1	1,8	2,8	2,3
Kormányzat végső fogyasztása	2,6	1,4	-0,5	-1,0
Állóeszköz-felhalmozás	5,2	13,9	1,8	-1,0
Belföldi felhasználás	1,2	4,3	1,8	0,8
Export	5,9	8,1	6,3	6,9
Import	5,9	9,8	6,2	6,1
GDP	1,5	3,3	2,3	2,1
Külső egyensúly[1]				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	4,1	4,2	5,1	6,0
Külső finanszírozási képesség	7,8	7,9	8,0	7,8
Államháztartás[1,5]				
ESA-egyenleg	-2,4	-2,5	-2,4	-1,9
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset	3,4	2,2	3,7	3,1
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,6	5,1	1,0	1,8
Versenyszféra bruttó átlagkereset[2]	3,6	4,2	4,0	4,8
Versenyszféra foglalkoztatottság	0,8	4,8	0,8	0,8
Munkanélküliségi ráta	10,2	7,7	7,6	6,6
Versenyszféra fajlagos munkaköltség[3]	2,0	5,9	1,5	3,0
Lakossági reáljövedelem[4]	1,8	3,0	2,4	1,5

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

1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

Az elmúlt negyedévben tovább bővült a magyar gazdaság, miközben változatlanul alacsony maradt az infláció. A javuló konjunkturális folyamatokkal összhangban a foglalkoztatás bővült, a versenyszféra bérdinamikája pedig továbbra is stabilan alakult. Az inflációs folyamatok az őszi hónapokban elsősorban a jelentősen csökkenő olajárakhoz kötődően érdemben elmaradtak szeptemberi várakozásunktól, így az éves inflációs ráta negatív tartományban maradt.

A következő negyedévekben is rendkívül visszafogott maradhat a költségoldali inflációs nyomás. Az infláció 2014 után 2015-ben is jelentősen a cél alatt alakulhat, és csak az előrejelzési horizont végére érhet a 3 százalékos célérték közelébe. A szeptemberi előrejelzésünknél érdemben alacsonyabb inflációs pályát elsősorban a nyersanyagárak számottevő esése okozza. Az infláció a belföldi kereslet és a bérdinamika élénkülésével, a költségsokkok elsődleges hatásainak kifutása után emelkedhet a cél közelébe. Az inflációs várakozások elmúlt időszakban megfigyelt stabilizálódása hozzájárulhat ahhoz, hogy a belső kereslet élénkülése mellett az árazás és a bérezés középtávon is az inflációs céllal összhangban alakuljon.

A gazdasági növekedés fő hajtóereje a következő években a belföldi kereslet lehet. A javuló munkapiaci folyamatok, a laza monetáris politikai kondíciók és a háztartások pénzügyi kilátásaival kapcsolatos bizonytalanság fokozatos oldódása egyaránt a belső keresletet erősödése irányába hatnak. Emellett a nyersanyagárak jelentős csökkenése mérsékli a vállalatok termelési költségeit, és az alacsony infláció a hazai gazdasági szereplők széles körében növeli a rendelkezésre álló reáljövedelmet. A válságot követő időszakban elsősorban a háztartások magas adóssága határozta meg a fogyasztási döntéseket. Az adósságállomány elmúlt években megfigyelt fokozatos csökkenésével az adósságterhek egyre kevésbé foghatják vissza a fogyasztást, miközben a Kúria által meghozott – lakossági hiteleket érintő – jogegységi nyilatkozatot követő kormányzati intézkedések érdemben hozzájárulnak a fennálló adósság csökkenéséhez. A devizahitelek forintosítása előretekintve csökkenti a lakosság vagyoni és jövedelmi helyzetére vonatkozó bizonytalanságot és az ebből adódó óvatossági megtakarításokat. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, az eurozóna növekedésének elhúzódó gyengélkedése, valamint az orosz-ukrán konfliktus a következő negyedévekben mérsékelheti a hazai kivitel dinamikáját. A nettó export növekedéshez való hozzájárulása 2016-ban erősödhet, a nemzetközi konjunktúra élénkülésével párhuzamosan.

A folytatódó gazdasági növekedéssel a versenyszférában foglalkoztatottak száma is bővülhet. A nemzetgazdasági foglalkoztatás növekedéséhez emellett jelentős mértékben járulhat hozzá a közmunkaprogramok kiterjesztése is. Az erősödő foglalkoztatási folyamatok eredményeként a munkanélküliségi ráta az előrejelzési horizonton tovább csökken. A munkapiaci szabad kapacitások mérséklődése a bérdinamika fokozatos élénkülését okozhatja.

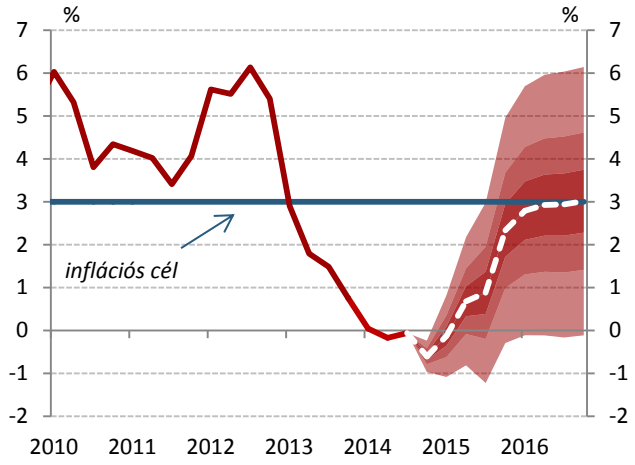
A gazdaság külső finanszírozási képessége a következő években is számottevő maradhat, ami hozzájárul a nettó külső adósság folytatódó csökkenéséhez. A költségvetés hiánya idén és jövőre is a GDP 3 százaléka alatt alakulhat, így a fegyelmezett költségvetési politika folytatódása mellett várhatóan a kormányzati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

Összességében a reálgazdasági környezet a teljes előrejelzési horizonton dezinflációs hatású maradhat, mely két ellentétes folyamat eredménye. Külkereskedelmi partnereink kibocsátása tartósan elmaradhat potenciális szintjétől, ami mérsékli a hazai exportszektor kapacitáskihasználtságát és alacsony importált inflációt eredményez. Ezzel szemben a belső kereslet fokozatosan élénkül az előrejelzési horizonton, mely tompítja a külső környezet dezinflációs hatását. Előrejelzésünk szerint a kibocsátási rés 2016 végére záródhat.

1.1. Inflációs előrejelzésünk

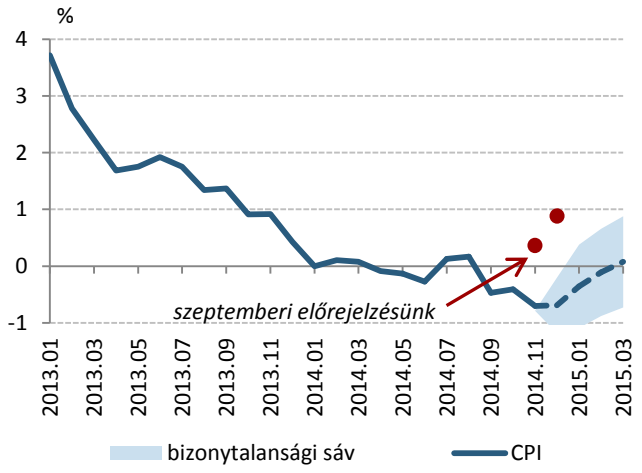
A szeptemberi jelentéshez képest érdemben csökkent a 2015-re vonatkozó inflációs előrejelzésünk, melyet elsősorban a nyersanyagárak számottevő csökkenése okoz. A lassuló világgazdasági és eurozóna növekedés következtében továbbra is alacsony maradhat az importált infláció. A lakossági fogyasztás folytatódó élénkülésével és a bérdinamika lassú emelkedésével fokozatosan emelkedhet a fogyasztóiár-index és az előrejelzési horizont végén érhet a 3 százalékos középtávú célérték 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 2015-ben jelentősen a cél alatt alakulhat, majd az előrejelzési horizont végére érhet az árstabilitást jelentő 3 százalékos célérték közelébe. A magyar gazdaság továbbra is rendkívül kedvező költségkörnyezetben működik. Elsősorban az elmúlt időszakban jelentősen csökkenő olajáraknak köszönhetően az előrejelzési horizont első felében a szeptemberitől alacsonyabb inflációt várunk. A horizont második felében a negatív költségsokkok közvetlen hatásainak kifutásával, valamint az élénkülő belső keresletnek köszönhetően a cél közelébe emelkedő inflációra számítunk (1-1. ábra).

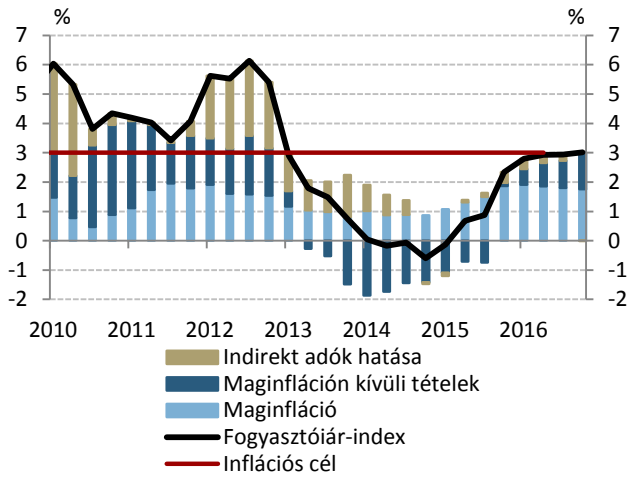
Rövid távú előrejelzésünk szerint az infláció a következő hónapokban még negatív tartományban maradhat, majd 2015 első felétől fokozatosan emelkedik. Összességében az infláció idén – 0,2 százalék, míg jövőre 0,9 százalék körül alakulhat (1-2. ábra).

A jövő évi alacsony inflációt elsősorban költségoldali tényezők magyarázzák. Az olajárak jelentősen csökkentek 2014 végén, továbbá a szabályozott árú termékek és az importált termékek árdinamikája is visszafogott maradhat. Fő külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna inflációja az elmúlt hónapban is mérsékelt dinamikát mutatott, és várakozások szerint a teljes előrejelzési horizonton érdemben az EKB célja alatt maradhat. Ezzel összhangban a külső inflációs hatások mind a feldolgozott, mind a feldolgozatlan termékek esetében rendkívül mérsékeltek maradhatnak. Ezen erős dezinflációs hatásokat csak részben ellensúlyozzák a jövő évi költségvetésben tervezett adóváltozások fokozatos életbe lépése (lásd 1—1. keretes írás). Az éves infláció ütemének emelkedésére jövő év közepétől számítunk.

Az inflációs alapfolyamatokat középtávon leginkább a keresleti feltételek és a gazdasági szereplők várakozásai határozzák meg, amelyek a célhoz fokozatosan közelítő inflációt vetítenek előre. A negatív kibocsátási rés az előrejelzési horizonton fokozatosan záródik. Így a reálgazdasági környezet dezinflációs hatása mérséklődik. A fogyasztási kereslet élénkülését a javuló munkapiaci helyzet mellett az óvatossági megfontolások oldódásán keresztül a devizahiteleseket érintő intézkedések is támogathatják. A háztartások árfolyamkitettsége csökken, ami mérsékli a jövedelmi és vagyoni helyzetükkel

kapcsolatos bizonytalanságot.

1-3. ábra: Inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: MNB

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei

		2014	2015	2016
Maginfláció		2,2	2,4	3,3
Inflációs hozzájárulása		*1,4*	*1,6*	*2,2*
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	–3,9	2,9	4,0
	Járműüzemanyag és piaci energia	–1,7	–7,0	2,4
	Szabályozott árú termékek	–6,6	–0,6	2,2
	Összesen	–4,7	–1,8	2,6
Inflációs hozzájárulása		*–1,6*	*–0,6*	*0,8*
Infláció		–0,2	0,9	2,9

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

A fajlagos munkaköltség az előrejelzési horizont második felében élénkülhet a versenyszektorban. A munkapiaci szabad kapacitások mérséklődése és a munkapiaci feszesség növekedése emeli a bérek dinamikáját. Ezt részben ellensúlyozza, hogy a gazdaság növekedésével párhuzamosan fokozatosan javul a termelékenység. A jegybanki céllal összhangba kerülő inflációs várakozások elősegíthetik az inflációs céllal konzisztens bér- és árdinamika fenntartását.

Az indirekt adóktól szűrt maginfláció jelenlegi alacsony szintjéről fokozatosan emelkedhet a belföldi kereslet élénkülésével és a folyamatosan erősödő bérdinamika mellett. Az előrejelzési horizonton a maginfláció fokozatos emelkedésére számítunk, melyhez hozzájárul a fogyasztási kereslet folytatódó élénkülése, valamint a szabad munkapiaci kapacitások csökkenésével lassan növekvő bérdinamika. A javuló keresleti feltételek mellett a kiskereskedelmi szektor növekvő adóterhei is részben megjelenhetnek a fogyasztói árakban. Ugyanakkor az olajár csökkenése a termelési költségek mérséklődésén keresztül a maginflációs körbe is begyűrűzik, tompítva a maginfláció növekedését (1-3. ábra, 1-1. táblázat).

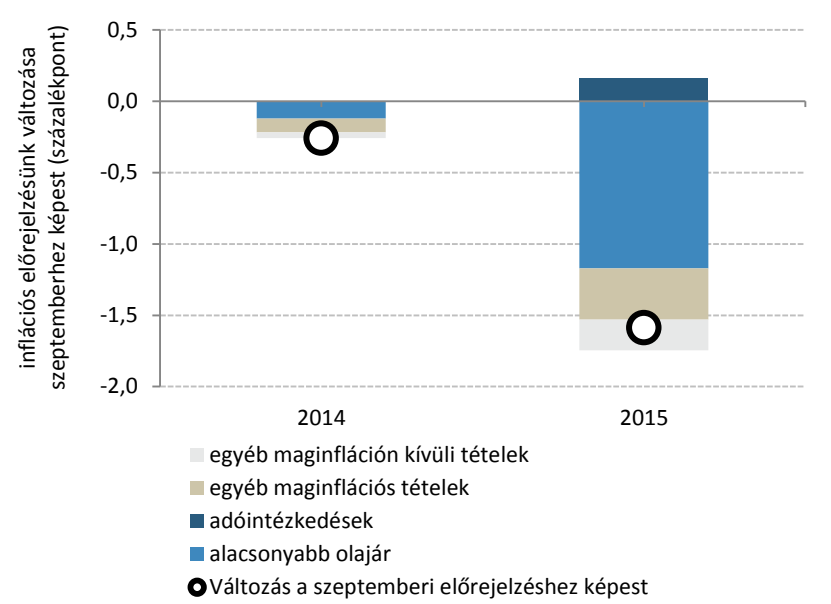
A maginfláción kívüli tételek árindexe a szeptemberi Inflációs jelentés alappályájánál érdemben alacsonyabban alakulhat. A termékkör inflációjának csökkenése irányába mutat az olajárak utóbbi időben bekövetkező jelentős csökkenése. Továbbá a globálisan kedvező élelmiszertermésnek és a bőséges készleteknek köszönhetően rövid távon a nyers élelmiszerárak is dezinflációs hatásúak. A maginfláción kívüli tételek mérsékelt inflációjához továbbra is hozzájárul a szabályozott árak alacsony dinamikája (1-3. ábra, 1-1. táblázat).

A kormányzati intézkedések inflációs hatása a jövő évi új adóintézkedésekkel együtt is mérsékelt maradhat. A 2015-ben fokozatosan életbe lépő, elsősorban a dohány termékeket érintő adóváltozások az infláció emelkedésének irányába mutatnak. Ugyanakkor a szabályozott energiaárak 2014 őszén érvényesített újabb csökkentése mérsékli az árindex dinamikáját. Előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy a horizont végéig nem változnak a szabályozott energiaárak. Az energián kívüli szabályozott árak a mérsékelt inflációs környezettel összhangban alakulhatnak (1-1. táblázat).

1-1. keretes írás: Inflációs előrejelzésünk revíziója mögötti tényezők

Aktuális előrejelzésünkben 2015-re 0,9 százalékos inflációt prognosztizálunk, míg szeptemberben még érdemben magasabb, 2,5 százalékos inflációt vártunk. **A jelentős mértékű revíziónak több oka is van, amelyek között leginkább az előrejelzés külső feltevései játszották a főszerepet** (1-4. ábra).

1-4. ábra: A 2014-2015-ös inflációs előrejelzésünk változása



Forrás: MNB

- **A szeptemberi Inflációs jelentés óta számottevően csökkent az olaj világpiaci ára.** Az Európában irányadó északi-tengeri Brent típusú nyersanyag tőzsdei kereskedési árfolyama szeptember óta dollárban kifejezve 30, míg euróban kifejezve 27 százalékkal csökkent, az Inflációs jelentés lezárásakor 65 dollár közelében alakult. Összességében jövő évi előrejelzésünk változásának nagy részét az alacsonyabb olajár-pálya magyarázza.
- **Az ősz során beérkezett inflációs adatok is alacsonyabbak lettek a vártnál.** A maginflációs körben az eltérést döntően a nagy ingadozást mutató repülőjegyárak szeptemberi, és a feldolgozott élelmiszerek októberi árcsökkenése okozta. Az előbbihez hozzájárulhatott az olajárak csökkenése is, az utóbbiban pedig szerepet játszhatott az orosz embargó. Az őszi árcsökkenések áthúzódó hatása érinti a 2015. évi inflációt is.
- Szeptemberben szintén mérséklődtek a **szabályozott áras** termékkörbe tartozó vezetékes telefon és tankönyvek árai. Mindezeken kívül a jövő évre vonatkozóan visszafogottabb árdinamikával számolunk az energián kívüli szabályozott árak körében, összhangban az általánosan alacsonyabb inflációval.
- Prognózisunk változásában jelentős szerepet játszanak a **jövő évet érintő kormányzati intézkedések is**. 2015 januárjától a nagyobb, fogyasztási cikkeket értékesítő üzletek magasabb élelmiszer felügyeleti díjat kötelesek fizetni. Továbbá új termékekre terjesztik ki a népegészségügyi termékadó és a környezetvédelmi termékdíj körét. Emellett jövő év februárjától a dohánygyáraknak és nagykereskedőknek rendkívüli egészségügyi hozzájárulást kell fizetniük, az év közepétől pedig bevezetik a dohány kiskereskedelmi ellátót. A változtatás értelmében a trafikok kizárólag a központi dohányellátótól szerezhetik be termékeiket. Mindezek mellett szeptemberben még azzal a feltevéssel készítettük előrejelzésünket, hogy az uniós adóharmonizációs szabályoknak[1] megfelelően 2015-ben dohány jövedéki adó emelésre számíthatunk. Azonban erre a jövő évben a korábban várt formájában nem kerül sor. Az intézkedések hatására a jövedéki adó tételes mértéke növekszik, míg az értékadó része csökken. Összességében a kormányzati intézkedések nettó hatásaként enyhén növekszik jövő évi inflációs

[1] Lényege, hogy az uniós tagországoknak, az Európai Uniós irányelveknek megfelelően, a dohánytermékekre vonatkozó jövedéki adószintjüket közelíteniük kell egymáséhoz. A közelítés egyrészről elősegítené az emberi egészség magas szintű védelmének biztosítását, másrészről a csalás és a csempészet Unión belül visszaszorítását az Unión belül.

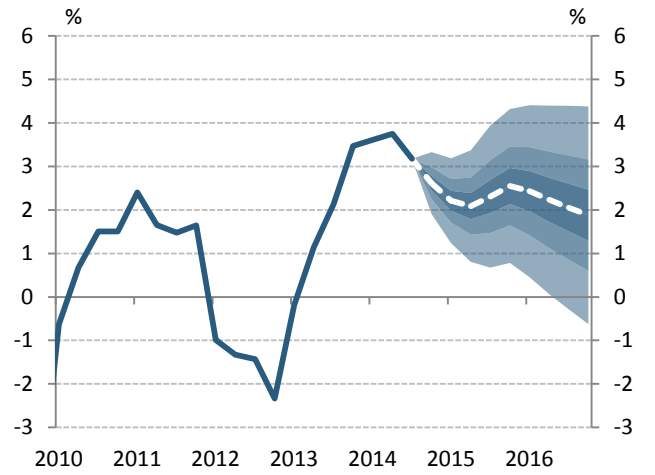
prognózisunk, ami leginkább a dohány termékkört érintő változtatásokhoz köthető. A bejövő adóváltozások legnagyobb hatása 2015 második-harmadik negyedévétől jelentkezhet, mivel a dohány kiskereskedelmi ellátó tevékenysége az év második felében indulhat meg. Így az új intézkedések a 2016. évi inflációs számokat is befolyásolják. Míg a monetáris politika szempontjából kiemelten figyelt **adószűrt infláció** a kibocsátási rés fokozatos záródásával párhuzamosan csak **az előrejelzési horizont végén érheti el a 3 százalékos célt,** addig az adóhatásokat is tartalmazó **fogyasztóiár-index 2016 második felében a cél közelében alakulhat.**

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Az idei év nemzetközi összevetésben is dinamikus növekedését követően mérsékeltebb ütemben folytatódhat a kibocsátás bővülése. A gazdasági növekedést jövőre főként a belső kereslet támogatja, míg a nettó export növekedési hozzájárulása 2016-ban erősödhet. A javuló munkapiaci folyamatok, az alacsony infláció, az alacsony kamatkörnyezet és a fokozatosan oldódó óvatossági megfontolások egyaránt támogatják a belső keresletet. A lakosság eladósodottságának fokozatos csökkenésével az adósságleépítés a korábbiaknál egyre kevésbé foghatja vissza a fogyasztás bővülését. A vállalati beruházások növekedését a kereslet élénkülése mellett a Növekedési Hitelprogram meghosszabbítása is támogatja. Az állami beruházások volumene a jelenlegi magas szintről mérséklődhet, ami a 2007-2013 EU költségvetési ciklusból lehívható források bázishatása miatt a következő két évben érdemben fékezi a gazdasági növekedést. A világgazdaság és az eurozóna mérsékelt növekedése rövidtávon visszafogja a hazai kivitel dinamikáját. A nettó export növekedéshez való hozzájárulása 2016-ban lehet újra pozitív, felvevőpiacaink élénkülésével párhuzamosan.

A gazdasági növekedést jövőre elsősorban a belső kereslet bővülése támogathatja. Leginkább a javuló munkapiaci folyamatok, az alacsony infláció, a laza monetáris kondíciók és a devizahitelek forintosítása következtében fokozatosan oldódó óvatosság támogatják a kereslet növekedését. 2015-ben 2,3 százalékkal, majd 2016-ban 2,1 százalékkal növekedhet a magyar gazdaság (1-5. ábra). **A lakossági fogyasztás a teljes előrejelzési horizonton támogatja a belső kereslet élénkülését és a gazdaság növekedését.** A növekvő foglalkoztatás, az alacsony inflációs környezetben számottevően növekvő reálbérek a fogyasztás élénkülése irányába hatnak. A 2015. évi költségvetési tervezetben szereplő nyugdíjemelés és a várhatóan alacsony infláció együttese a nyugdíjak reálértékének emelkedését valószínűsíti. Így a reáljövedelmek a háztartások széles, az átlagosnál magasabb fogyasztási rátával rendelkező körében növekedhetnek. Ezt a hatást részben ellensúlyozza, hogy egyes szociális transzferek reálértéke csökken, továbbá hogy a béren kívüli juttatások adóterhe emelkedik.

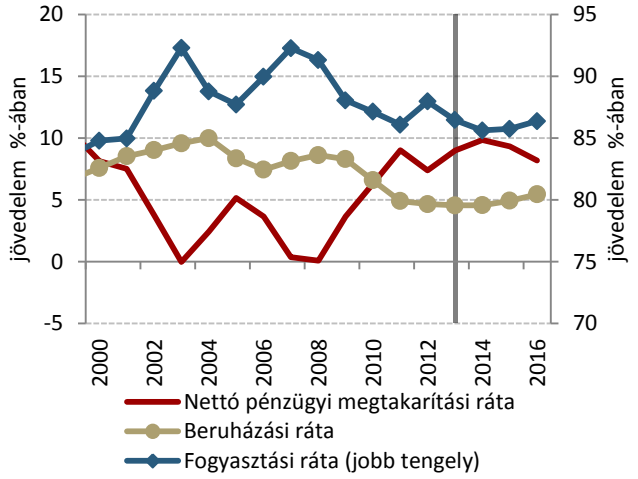
1-5. ábra: GDP előrejelzésünk legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján.
Forrás: MNB

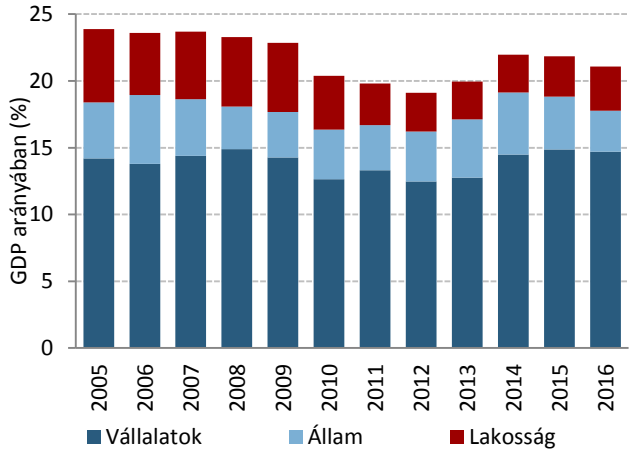
A válságot követő időszakban elsősorban a háztartások magas adóssága határozta meg a fogyasztási döntéseket. Azonban az eladósodottság csökkenésével a nettó hiteltörlesztés mérséklődik, ami önmagában csökkenti a pénzügyi megtakarítási rátát. A Kúria által meghozott – a lakossági hiteleket érintő – jogegységi határozatnak, valamint lakossági devizahitelek forintosításának 2015-ben lehet fogyasztást élénkítő hatása. Az intézkedések növelik a lakosság nettó vagyonát és mérséklik a fennálló hitelek törlesztőterheit, ezzel segítve az adósságleépítés folyamatát. Továbbá a devizahitelek forintosítása

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

1-7. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

csökkentheti a lakosság vagyoni és jövedelmi helyzetére vonatkozó bizonytalanságot, ami az óvatossági célú megtakarítások mérséklődéséhez vezethet. Így a **megtakarítási ráta fokozatosan csökkenhet, bár historikus összevetésben magas maradhat** (1-6. ábra).

A nemzetgazdasági beruházások idén számottevően bővülnek, a beruházási ráta meghaladja a 20 százalékot. A következő évben mérséklődhet a beruházások dinamikája, melyben a magas 2014. évi bázis is szerepet játszik. Az elmúlt negyedévek gyors növekedését elsősorban az uniós források kihasználása, az általános konjunktúra erősödése, a laza monetáris kondíciók és a Növekedési Hitelprogram együttes hatása magyarázhatták. Az uniós források lehívása 2014-ben tetőzik, majd a következő években mérséklődik, csökkentve az állami beruházásokat. A vállalati beruházási aktivitást a belföldi kereslet növekedése mellett a Növekedési Hitelprogram meghosszabbítása támogathatja. Ezzel szemben a bizonytalanabb nemzetközi konjunktúra tompíthatja a feldolgozóipari beruházások dinamikáját. A lakosság reáljövedelmi helyzetének javulása és a tartósan alacsony pénzügyi hozamok fokozatosan növelhetik a háztartások beruházási aktivitását, azonban a folytatódó lakossági adóssságleépítéssel párhuzamosan a szektor beruházási rátájában elhúzódó fordulatra számíthatunk (1-7. ábra).

A vállalati hitelállomány lassú bővülését várjuk az előrejelzési horizont egészén, miközben folytatódhat a lakossági adósságállomány mérséklődése. A Növekedési Hitelprogram kiterjesztésével szeptemberi feltevésünkhöz képest gyorsabban bővülő hitelállománnyal számolunk, így elsősorban a kis- és középvállalkozásokat érintő vállalati hitelállomány fokozatos bővülését várjuk az előrejelzési horizont egészén.

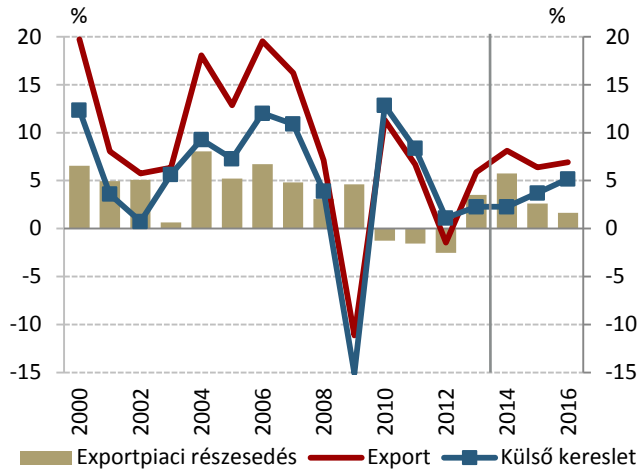
Az export növekedését rövidtávon visszafoghatja a gyenge külső kereslet. A világgazdaság és az eurozóna növekedési kilátásai is romlottak az elmúlt negyedévben. Emellett az orosz-ukrán konfliktus jelentősen visszavetette az érintett országok gazdasági teljesítményét. Ezt részben ellensúlyozhatják az alacsonyabb olajár gazdaságélénkítő hatásai az energiaimportőr országokban (lásd 1—2. keretes írás). Az új járműipari kapacitások üzembe állása az elmúlt negyedévekben számottevően növelte exportpiaci részesedésünket. A következő években ezek hatása fokozatosan kifuthat (1-8. ábra). Ugyanakkor a beszállító ágazatok kapacitásbővítései a következő években is támogathatják a gazdasági növekedést. A kivitel dinamikájának újbóli élénkülésére az előrejelzési horizont második felében számítunk, felvevőpiacaink erősödő keresletével párhuzamosan. Ezzel összhangban a nettó

export 2016-ban nagyobb mértékben támogathatja a gazdasági növekedést (1-9. ábra).

A kibocsátás az előrejelzési horizonton fokozatosan közelít potenciális szintjéhez. A belföldi eredetű inflációs nyomás szempontjából meghatározó lakossági fogyasztás élénkülése folytatódhat, azonban szintje még a következő években is elmaradhat a válságot megelőző értékektől. Legfontosabb exportpiacainkon továbbra is negatív lehet a kibocsátási rés, így az exportra termelő ágazatokban is maradhatnak kihasználatlan kapacitások. A reálgazdaság a teljes előrejelzési horizonton dezinflációs hatású, a kibocsátási rés az előrejelzési horizontunk végére záródhat.

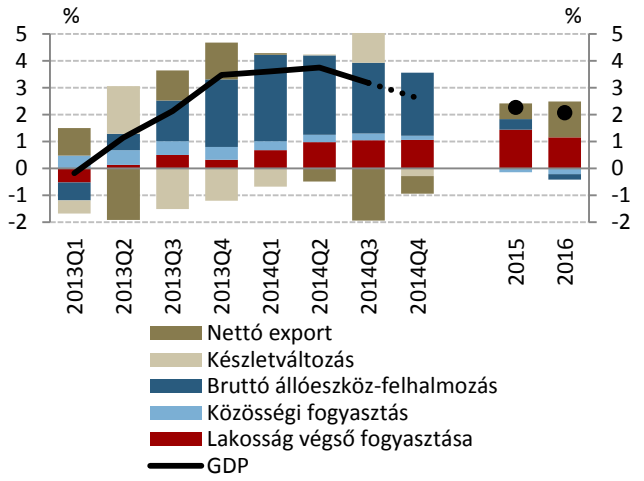
Az aggregált kereslet élénkülése a potenciális növekedésre is kedvezően hat. Ehhez a munkapiaci aktivitás növekedése, a munkanélküliség enyhülése, és a vállalati beruházások növekedése egyaránt hozzájárulhat a következő években. Így a gazdaság bővülését a kibocsátási rés záródása mellett a potenciális növekedés fokozatos élénkülése is támogatja.

1-8. ábra: Az exportpiaci részesedés alakulása



Megjegyzés: Éves változás.
Forrás: MNB

1-9. ábra: A GDP növekedés alakulása



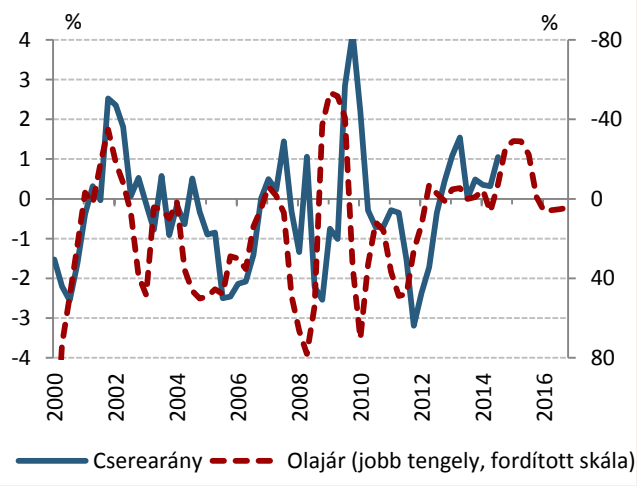
Forrás: KSH, MNB

1-2. keretes írás: Az olajár csökkenésének hatása a reálgazdaságra

Az olajár elmúlt hónapokban megfigyelt csökkenése az infláció mellett a növekedési folyamatokra is hatással lehet. Keretes írásunk bemutatja, hogy a cserearány javulása miként szűrődik át a hazai gazdasági szereplőkhöz, illetve milyen hatásokkal járhat fogyasztásra, beruházásra és kivitelre.

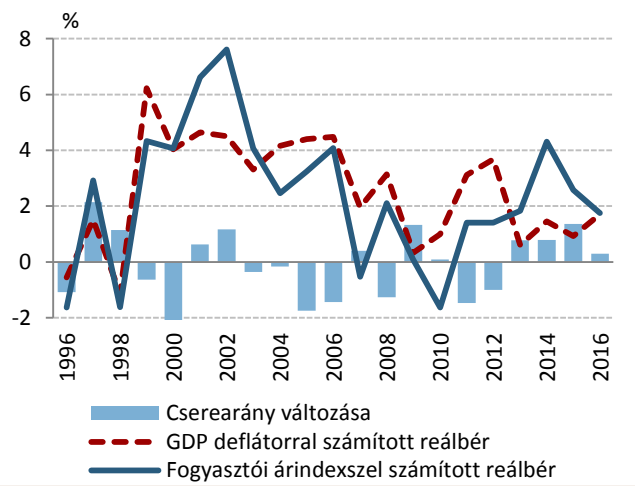
A mérséklődő olajár javítja az energiaimportőr országok cserearányát (az export és az import relatív árát). Magyarországon is szoros a kapcsolat a cserearány és az olajár alakulása között (1-10. ábra). Ennek oka, hogy Magyarország jelentős energiaimportra szorul. Nettó energiaimportunk 2013-ban a GDP 6,4 százalékát tette ki, melynek felét a kőolaj és finomított termékek, másik felét pedig a földgáz és egyéb energiahordozók kereskedelme adta.

1-10. ábra: Az olajár* és a magyar cserearány alakulása



Megjegyzés: Éves változás. * Brent kőolaj ára dollárban, 2015-2016-ra határidős jegyzések alapján.
Forrás: KSH, MNB

1-11. ábra: Reálbérek és a cserearány alakulása



Megjegyzés: bruttó átlagkereset a versenyszférában, különböző árindexekkel deflálva.
Forrás: KSH, MNB

Az olajár csökkenése mérsékli a vállalatok termelési költségeit, ami javítja jövedelmezőségüket. A költségcsökkenés egy részét a cégek **árcsökkentés** formájában továbbháríthatják a háztartásoknak. Emellett a **bérezésben** is nő a vállalatok mozgástere: nagyobb nominális béremelésre nyílik lehetőségük anélkül, hogy jövedelmezőségük romoljon. A vállalati jövedelmezőség alakulásáról a hozzáadott érték deflátora ad információt. A hozzáadott érték implicit deflátora (P_Y) a folyó áras (Y_{nom}) és a változatlan áras (Y_{real}) hozzáadott érték hányadosaként adódik. Maga a hozzáadott érték pedig a bruttó kibocsátás (GO) és a termelő felhasználás (IC) különbsége:

$$P_Y = \frac{Y_{nom}}{Y_{real}} = \frac{P_{GO}GO - P_{IC}IC}{GO - IC}$$

A hozzáadott érték deflátor lényegében azt méri, hogy adott volumenű kibocsátás mekkora nominális jövedelmet termel a vállalat számára. Ha az olaj ára csökken, a termelő felhasználás árindexe (P_{IC}) mérséklődik, ami önmagában emeli a hozzáadott érték deflátorát.[2] Így a **vállalatok szempontjából releváns, a hozzáadott érték deflátorával számított reálbérköltség előrejelzési horizontunkon historikusan alacsony ütemben növekedhet annak ellenére, hogy a fogyasztók által érzékelt reálbér számottevően bővül** (1-11. ábra).

Az olajár-csökkenés növekedési hatásai a reálbérek változásán túl attól is függnek, hogy a **háztartások milyen arányban fogyasztják el többletjövedelmüket**. Ha az olajár csökkenését tartósnak gondolják, akkor a többletjövedelem nagyobb hányadát fogyaszthatják el. Másfelől előrejelzési horizontunkon a **túladósodott háztartások számára elsőbbséget élvezhet tartozásaik további csökkentése**. Ezért a cserearány-javulásból fakadó extra jövedelmet adósságuk csökkentésére is fordíthatják, ami rövidtávon gyengébb fogyasztási hatást eredményezhet.

[2] Természetesen az olajár-csökkenés fogyasztók felé továbbhárításával a kibocsátás árindexe (P_{GO}) is csökken. De mindaddig, amíg áthárítás mértéke elmarad a 100 százaléktól, a hozzáadott érték deflátora emelkedni fog.

A **beruházási hatások** alapvetően egyrészt attól függnek, hogy az olajár-csökkenés a kereslet tartós fellendülését eredményezi-e. Másrészt az olcsóbb energia csökkentheti az energiahatékonyság javítását célzó beruházásokat. Végül az **exportra** gyakorolt hatás alapvetően attól függ, hogy a világgazdasági növekedést miként érinti az olajár csökkenése.

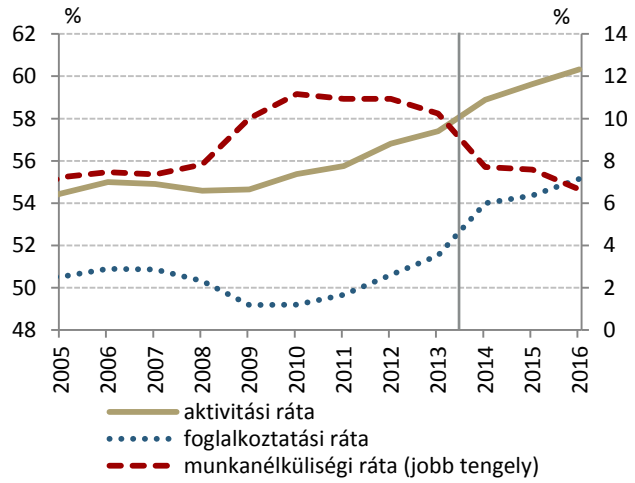
Empirikus becslések azt mutatják, hogy **az olajár kínálati okok miatti csökkenése élénkítheti az energiaimportőr gazdaságokat (köztük az eurozónát és Magyarországot is), ugyanakkor visszaveti az energiaexportőrök teljesítményét**. E két ellentétes hatás eredője a világgazdasági növekedésre nézve pozitív lehet. Másfelől ha a világgazdasági aktivitás gyengülése áll az olajár-csökkenés mögött, akkor az energiaimportőrök és – exportőrök gazdasági teljesítménye egyaránt romlik.[3] Az elmúlt hónapok árcsökkenésében feltehetően kínálati és keresleti okok egyaránt szerepet játszottak, az egyes tényezők hozzájárulásának mértéke nehezen számszerűsíthető.

Ám a válság utáni időszakban egy olajár-csökkenés kevésbé élénkítheti a gazdaságot, mint a korábbi években. Jelenleg a jelentősen eladósodott háztartások fogyasztás helyett inkább adósságuk leépítésére fordíthatják az olajár csökkenéséből fakadó többletjövedelmüket. Így a rövid távú növekedési hatás hazánkban és a fejlett gazdaságokban is mérsékeltebb lehet, mint ahogy a válság előtti időszak adatain végzett becslések sugallják.

1.3. Munkapiaci előrejelzésünk

Előrejelzési horizontunkon folytatódhat az aktivitás és a nemzetgazdaság foglalkoztatás emelkedése. A folytatódó gazdasági növekedéssel a versenyszférában foglalkoztatottak száma is bővülhet, míg a nemzetgazdasági foglalkoztatáshoz jelentős mértékben hozzájárul a közmunkaprogramok kiterjesztése is. A munkapiaci szabad kapacitások fokozatosan mérséklődnek, a munkanélküliségi ráta az előrejelzési horizont végére 7 százalék alá csökkenhet. Az egyre feszesebbé váló munkapiac hozzájárul a nominális bérek dinamikájának emelkedéséhez. Ugyanakkor a stabilizálódó inflációs várakozások elősegítik, hogy monetáris politika időhorizontján az inflációs céllal konzisztensen alakuljanak a bérek és az árak.

1-12. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

Előrejelzési horizontunkon tovább emelkedik az aktivitási ráta. Az aktivitás a válságot követő években dinamikusan növekedett, elsősorban a munkakínálat élénkítését célzó intézkedések hatására. A következő években e hatások fokozatosan enyhülnek. Ugyanakkor a gazdaság növekedésével bővülő munkakereslet elősegítheti azon csoportok (az ún. reményvesztett munkanélküliek) visszatérését a munkapiacra, akik a válság során váltak inaktívvá (1-12. ábra).

A foglalkoztatás növekedését a versenyszféra foglalkoztatásának bővülése mellett a közfoglalkoztatás tervezett kiterjesztése is támogathatja. Előrejelzési horizontunkon a versenyszférában foglalkoztatottak száma mérsékelten növekedhet. Ehhez továbbra is hozzájárulhat a részmunkaidős foglalkoztatás formák térnyerése. Így a ledolgozott munkaóratömeg a foglalkoztatottak számánál lassabb ütemben emelkedhet. A nemzetgazdaság foglalkoztatásának növekedésében a következő években meghatározó marad a közfoglalkoztatottak létszámának tervezett bővítése. Az erre vonatkozó kormányzati bejelentések alapján a közfoglalkoztatásban részt vevők

[3] Lásd pl. Peersman, G. – Van Robays, I. (2012): Cross-Country Differences in the Effects of Oil Shocks, *Energy Economics*, vol. 34 no. 5, pp. 1532-1547. A szerzők a négy legnagyobb eurozóna tagra végeztek becsléseket. Ezek súlyozott átlagát véve egy permanens, 10 százalékos, kínálati oldal által magyarázott olajár-csökkenés hatására kb. 0,3 százalékkal nőhet az eurozóna GDP-je az árcsökkenést követő kb. négy év alatt.

száma 2016-ra közel 260 ezer körüli szintre emelkedhet.

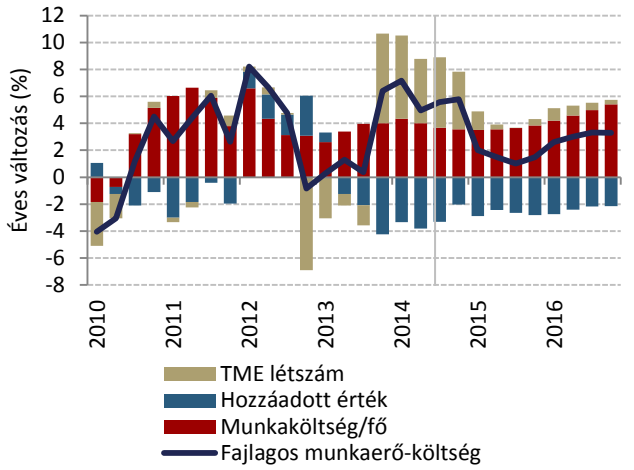
A kedvező foglalkoztatási folyamatok eredményeként fokozatosan feszesebbé válhat a munkapiac. Előrejelzési horizont végére 7 százalék alá mérséklődhet a munkanélküliségi ráta. A csökkenést elsősorban a foglalkoztatás bővülése magyarázza, melyet részben ellensúlyoz az aktivitás további növekedése (1-12. ábra).

A munkapiaci szabad kapacitások mérséklődése a bérdinamika élénkülése irányába hat. Azonban 2015-ben az alacsony infláció hatására a versenyszektor bérdinamikája visszafogott maradhat**.** Erre utalnak a Hay Group 2014. decemberi felmérésének eredményei is. A megkérdezett – döntő többségben nagyvállalatok – jövőre 2 százalék körüli bérnövekedéssel számolnak, ami a 2014-ben ténylegesen megvalósulthoz hasonló mérték. 2015-re a vállalatok több mint fele tervez béremelést, míg 14 százalékuk még nem döntötte el, hogy emeli-e alkalmazottai bérét. A béren kívüli juttatások növekvő adóterhei közrejátszhatnak abban, hogy a megkérdezett vállalatok a cafeteria keretösszegének csökkenésével számolnak.

Előrejelzési horizontunkon emelkedhet a fajlagos munkaköltség növekedési üteme (1-13. ábra). A nominális bérek élénkülését részben ellensúlyozhatja a javuló munkatermelékenység. Emellett a nyersanyagárak esése mérsékli a vállalatok termelési költségeit, így magasabb fajlagos munkaköltség mellett sem romlik a szektor jövedelmezősége (bővebben lásd az 1–2. keretes írást). Az inflációs várakozások alkalmazkodása elősegítheti, hogy a versenyszféra bérezése és áralakulása a monetáris politika horizontján az inflációs céllal összhangban alakuljon.

A nemzetgazdasági bérindex dinamikáját a közfoglalkoztatottak számának növekedése és az állami bérek lassú emelkedése fogja vissza. A közmunkaprogram kiterjesztése és az állami bérek érdemben befolyásolják a nemzetgazdasági bérindex alakulását. A közmunkások alacsony bérszintje összetételhatáson keresztül csökkenti a nemzetgazdasági bérindexet.

1-13. ábra: A fajlagos munkaköltség alakulása a versenyszektorban



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás.

1-3. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink

Magyarország kis nyitott gazdaság, így a legfontosabb makrogazdasági változókra készített előrejelzéseinket alapvetően befolyásolja a külső tényezők alakulása és az azokra készített feltevések változása. A jegybank prognózisának átláthatóbbá tételét segíti az előrejelzési fejezetben publikálásra kerülő külső feltevésekre vonatkozó változások rövid bemutatása (1-2. táblázat).

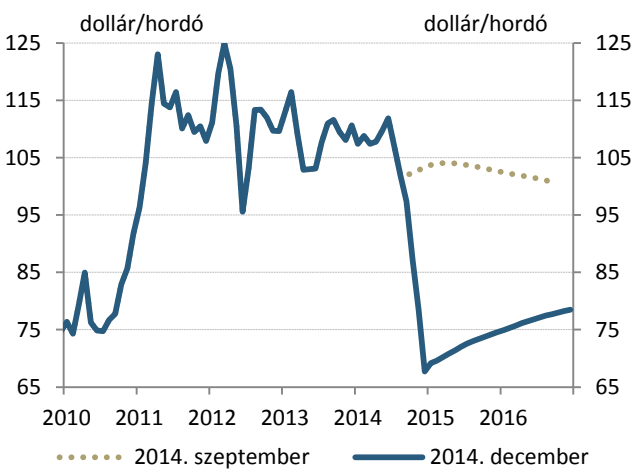
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Alapfeltevéseink	2014		2015		2016	Változás	
	Szeptember	December	Szeptember	December	December	2014	2015
Olajár (USD/hordó)	106,0	99,4	103,6	72,1	76,9	-6,2%	-30,4%
Élelmiszerárak							
Búza (USD/véka)	5,93	5,83	5,98	5,73	6,02	-1,7%	-4,2%
Kukorica (USD/véka)	4,16	4,14	3,94	3,98	4,26	-0,5%	1.0%
USD/EUR	1,347	1,330	1,315	1,237	1,237	-1,3%	-5,9%
Eurozóna infláció (%)	0,6	0,4	1,1	0,7	1,4	-0,2 szp.	-0,4 szp.
Felvevőpiacaink növekedése (%)	1,7	1,5	2,0	1,5	2,2	-0,2 szp.	-0,5 szp.

Megjegyzés: 21 legfontosabb export célországunk növekedési üteme, az exportból vett részaránnyal súlyozva.
Forrás: CBT, Bloomberg, OECD, Consensus Economics, MNB számítások

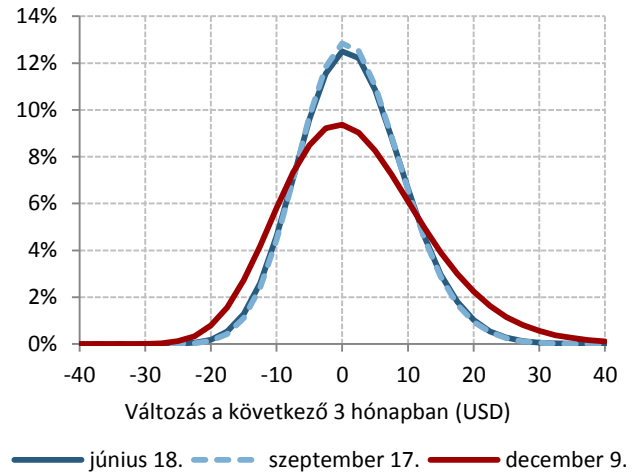
A szeptemberi előrejelzés óta a nyersanyagárak számottevően mérséklődtek, a legjelentősebb visszaesés az olajárban következett be. A csökkenéshez mind keresleti, mind kínálati oldali tényezők hozzájárulhattak. A világgazdaság növekedésének általános lassulása és a legfontosabb olajexportőr országok olajtermelésének növelése összességében azt eredményezte, hogy az olajárra vonatkozó feltevésünk aktuálisan szeptemberhez képest jelentősen alacsonyabb (1-14. ábra). Ugyanakkor az árcsökkenéssel párhuzamosan **a jövőbeli olajárral kapcsolatos bizonytalanság is számottevően nőtt**. Az olajárra vonatkozó opciós jegyzések és az elemzői várakozások szóródása egyaránt emelkedett szeptember óta (1-15. ábra).

1-14. ábra: A Brent kőolaj azonnali és határidős árának alakulása



Forrás: Bloomberg

1-15. ábra: Az olajár következő három hónapban várható változásának valószínűségi eloszlása



Megjegyzés: WTI olajárra vonatkozó opciós jegyzések alapján
Forrás: Bloomberg

A feldolgozatlan élelmiszerek határidős jegyzése tovább csökkent a szeptemberi feltevésünkhöz képest, ez elsősorban a kedvező termésadatokkal magyarázható, így teljes előrejelzési horizontunkon alacsonyabb élelmiszerárakkal számolunk.

A világgazdaság lassulásával párhuzamosan az eurozóna gazdasági növekedésére vonatkozó várakozások is csökkentek. Az európai növekedést a változatlanul magas magán és állami eladósodottság mellett a fejlődő gazdaságok lassulása és az orosz-ukrán konfliktus is fékezi. Ezt részben ellensúlyozhatja a csökkenő olajár és az EKB monetáris élénkítő intézkedései. Az elhúzódó kilábalás a régiós országok növekedését is visszafoghatja (1-3. táblázat).

1-3. táblázat: Főbb külkereskedelmi partnereink GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések

	2014		2015	
	Szeptember	Aktuális	Szeptember	Aktuális
Eurozóna (55,5%)	0,9	0,8	1,4	1,1
Románia (5,6%)	2,5	2,1	3,2	2,9
Egyesült Királyság (3,9%)	3,1	3,0	2,6	2,6
Lengyelország (3,9%)	3,2	3,2	3,4	3,2
Csehország (3,8%)	2,6	2,4	2,6	2,5
Oroszország (3,1%)	0,1	0,3	0,8	0,1
USA (3,0%)	2,1	2,3	3,1	3,0
Ukrajna (2,4%)	-6,5	-7,3	0,6	-1,2
Kína (1,8%)	7,4	7,3	7,2	7,0

Megjegyzés: A zárójelben a számok a 2013. évi magyar áruexportból vett részesedést jelzik.
Forrás: Consensus Economics

A nyersanyagárak jelentős visszaesése, az alacsony növekedési várakozások és a gyenge belső kereslet következtében előrejelzési horizontunkon az eurozóna inflációja is alacsony marad, ami miatt az elemzői várakozások szerint az EKB hosszabb távon is fenntarthatja a laza monetáris kondíciókat. A Fed és az EKB monetáris politikai irányultságában meglévő különbség továbbra is fennmarad. Ezt tükrözi az is, hogy alapfeltevéseinkben az euro árfolyama gyengült a szeptemberi feltevésünkhöz képest.

1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest

	2013	2014		2015		2016
	Tény	Előrejelzés				
		Szeptember	Aktuális	Szeptember	Aktuális	Aktuális
Infláció (éves átlag)						
Maginfláció	3,3	2,4	2,2	2,9	2,4	3,3
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,5	1,6	1,4	2,7	2,2	2,8
Infláció	1,7	0,1	-0,2	2,5	0,9	2,9
Gazdasági növekedés[6]						
Külső kereslet (GDP alapon)	1,0	1,5	1,5	1,6	1,6	2,3
Háztartások fogyasztási kiadása	0,1	2,2	1,8	2,6	2,8	2,3
Kormányzat végső fogyasztása	2,6	0,8	1,4	0,1	-0,5	-1,0
Állóeszköz-felhalmozás	5,2	12,5	13,9	2,6	1,8	-1,0
Belföldi felhasználás	1,2	3,6	4,3	2,1	1,8	0,8
Export	5,9	6,5	8,1	5,9	6,3	6,9
Import	5,9	7,1	9,8	6,0	6,2	6,1
GDP	1,5	3,3	3,3	2,4	2,3	2,1
Külső egyensúly[1]						
Folyó fizetési mérleg egyenlege	4,1	3,1	4,2	3,1	5,1	6,0
Külső finanszírozási képesség	7,8	7,0	7,9	6,2	8,0	7,8
Államháztartás[1,5]						
ESA-egyenleg	-2,4	-2,8	-2,5	-2,6	-2,4	-1,9
Munkapiac						
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset	3,4	3,2	2,2	3,4	3,7	3,1
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,6	4,4	5,1	0,2	1,0	1,8
Versenyszféra bruttó átlagkereset[2]	3,6	4,2	4,2	4,0	4,0	4,8
Versenyszféra foglalkoztatottság	0,8	4,2	4,8	0,1	0,8	0,8
Munkanélküliség	10,2	8,1	7,7	7,8	7,6	6,6
Versenyszféra fajlagos munkaköltség[3]	2,0	4,4	5,9	0,7	1,5	3,0
Lakossági reáljövedelem[4]	1,8	3,9	3,0	1,9	2,4	1,5

[1] A GDP arányában. A szeptemberi előrejelzés még nem tükrözi a szeptember végén végrehajtott módszertani váltás hatását.
[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.
[6] A szeptemberi előrejelzés nem konzisztens az aktuális előrejelzés eredményeivel az ESA2010-es módszertani váltás miatt.
Forrás: MNB

1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

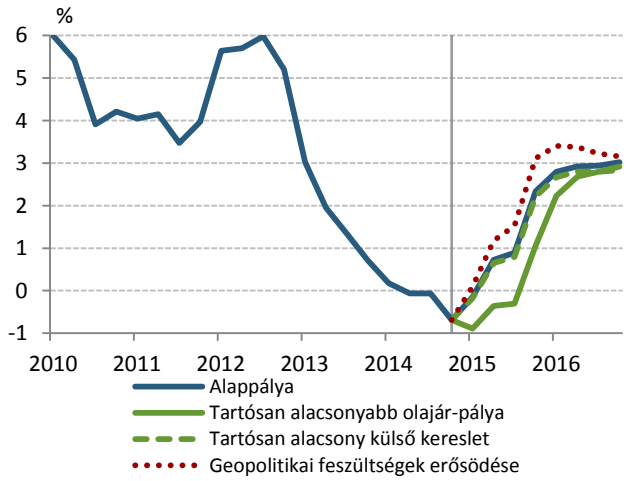
	2014	2015	2016
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2014. december)	-0,2	0,9	2,9
Consensus Economics (2014. november)[1]	-0,1 - 0,0 - 0,3	1,4 - 2,0 - 2,9	-
Európai Bizottság (2014. november)	0,1	2,5	3,0
IMF (2014. október)	0,3	2,3	3,0
OECD (2014. november)	-0,1	2,0	3,0
Reuters-felmérés (2014. december)[1]	-0,2 - (-0,1) - 0,0	1,0 - 1,5 - 1,8	2,4 - 2,7 - 3,2
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2014. december)	3,3	2,3	2,1
Consensus Economics (2014. november)[1]	3,0 - 3,3 - 3,5	1,6 - 2,2 - 2,9	-
Európai Bizottság (2014. november)	3,2	2,5	2,0
IMF (2014. október)	2,8	2,3	1,8
OECD (2014. november)	3,3	2,1	1,7
Reuters-felmérés (2014. december)[1]	3,2 - 3,3 - 3,4	1,6 - 2,2 - 2,8	-
Folyó fizetési mérleg egyenleg[3]			
MNB (2014. december)	4,2	5,1	6,0
Európai Bizottság (2014. november)	4,3	4,3	4,3
IMF (2014. október)	2,5	2,0	1,2
OECD (2014. november)	3,9	4,4	4,7
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint)[3,4]			
MNB (2014. december)	2,5	2,4	1,9
Consensus Economics (2014. november)[1]	1,7 - 2,8 - 3,0	2,2 - 2,7 - 3,1	-
Európai Bizottság (2014. november)	2,9	2,8	2,5
IMF (2014. október)	2,9	2,8	2,8
OECD (2014. november)	2,9	2,6	2,5
Reuters-felmérés (2014. december)[1]	2,5 - 2,8 - 2,8	2,2 - 2,7 - 2,9	-
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2014. december)	2,2	3,7	5,2
Európai Bizottság (2014. november)[2]	3,3	4,0	5,4
IMF (2014. október)[2]	3,3	4,2	-
OECD (2014. november)[2]	3,4	3,7	4,8
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2014. december)	1,5	1,6	2,3
Európai Bizottság (2014. november)[2]	1,5	1,7	2,2
IMF (2014. október)[2]	1,3	1,8	-
OECD (2014. november)[2]	1,6	1,7	2,2

[1] A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középső érték) azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében.
[2] MNB által számított értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Bizonyos intézmények nem minden partnerországra készítenek előrejelzést.
[3] A GDP arányában.
[4] A szabad tartalékok teljes törlésével.
Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. (London), 2014. november); European Commission Economic Forecasts (2014. november); IMF World Economic Outlook Database (2014. október); Reuters-felmérés (2014. december); OECD Economic Outlook No. 94 (2014. november).

2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak. A tartósan alacsonyabb olajárakkal számoló forgatókönyv feltételezése szerint az olajárcsökkenés döntően kínálati oldali tényezőkhöz kapcsolódik. A mérsékeltebb inflációs környezet összességében az alappályánál lazább monetáris politikai irányultság felé mutat, miközben a gazdasági növekedés kedvezőbb lehet. A tartósan alacsony külső keresletet feltételező forgatókönyv a növekedésre és az inflációra nézve lefelé mutató kockázatot jelent, így az inflációs cél elérését lazább monetáris kondíciók biztosítják. A geopolitikai feszültségek erősödése a külső kereslet visszaesése mellett a kockázati prémium hirtelen, nagymértékű megemelkedését okozhatja, melynek nyomán az árfolyamgyengülés megnöveli az inflációs nyomást, így az előrejelzési horizonton az inflációs cél elérését szigorúbb monetáris politika biztosítja.

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



Forrás: MNB

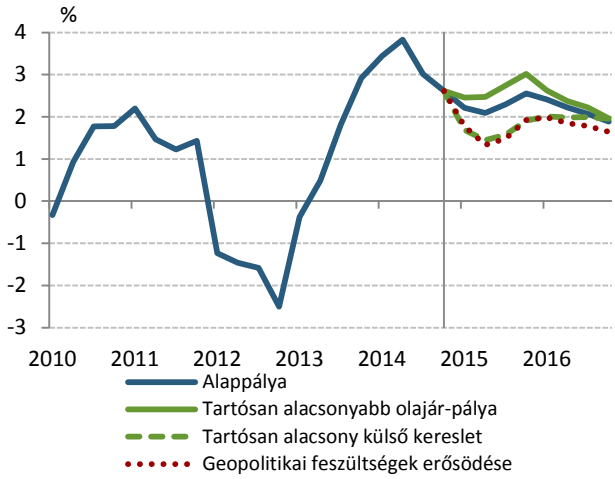
Tartósan alacsonyabb olajár-pálya

Az elmúlt félév során folyamatosan csökkent a kőolaj világpiaci ára. December elejére a Brent hordónkénti olajára 70 dollár alá süllyedt. Az elmúlt időszakban az olaj árának csökkenésének irányába hatott az olajpiaci kereslet és kínálat, a szállítási és tárolási költségek mérséklődése, illetve a pénzpiaci folyamatok alakulása. A nemzetközi konjunktúra gyengülésének következtében a legnagyobb nettó olaj importőr országok kereslete visszaesett. Kínálatoldali tényezők között említhető, hogy az USA egyre nagyobb mértékben váltja ki importkeresletét belső forrásokkal. Az észak-amerikai palaolaj kitermelés jelentősen felfutott, miközben az OPEC országok kitermelése is növekedett. Az előrejelzés alappályájában használt határidős olaj jegyzésárak a jövő évre enyhén emelkedő, de mérsékelt szintű pályát vetítenek előre.

Ezen alternatív forgatókönyv feltételezése szerint az olajtermelés emelkedésének következtében az olajárak tartósan alacsonyabban alakulhatnak. Ez kedvezően érintheti az energiaimportőr országok vállalatait a termelési költségek csökkenése révén, míg a háztartások rendelkezésre álló jövedelme növekedhet. Mindez kedvezően hathat fő külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna növekedési kilátásaira is, ami a hazai növekedést is támogathatja.

Ez az alternatív forgatókönyv az alappályához képest tartósan alacsonyabb olajárral és enyhén kedvezőbb külső kereslettel számol. Az alacsonyabb olajárak a hazai termelési feltételekre és külső keresletre gyakorolt kedvező hatás miatt a GDP gyorsabb növekedéséhez vezetnek. Emellett az alacsonyabb olajár tovább mérsékli az inflációt. A gazdasági aktivitás növekedése miatt emelkedő maginflációt a monetáris politika jobban tolerálhatja, mivel az olajárak tartós elmozdulása megváltoztatja a hazai inflációs céllal konzisztens relatív árakat. **Mindezek fényében a középtávú inflációs cél elérése a lefelé mutató inflációs kockázatok miatt a monetáris kondíciók lazításának irányába mutat.**

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



Forrás: MNB

Tartósan alacsony külső kereslet

Az elmúlt negyedévben tovább mérséklődött a külső infláció, ami leginkább a változatlanul gyenge keresletet és a nyersanyagárak mérsékelt alakulásának együttes hatását tükrözi. Az őszi hónapokban folytatódott az eurozóna inflációjának csökkenése, miközben a növekedési adatok a várakozásoknál kedvezőtlenebbül alakultak. Az elmúlt hetekben megfigyelt jelentős olajárcsökkenés további lefelé mutató kockázatot jelent a nemzetközi inflációs folyamatokra nézve. Ezen hatások eredőjeként az eurozóna esetében erősödhettek a deflációs kockázatok.

A tartósan magas adósságszint mellett a fejlődő országok növekedési kilátásainak romlása, valamint az orosz-ukrán konfliktus is visszafoghatja az eurozóna növekedését. A gyenge konjunktúra és a várakozásoktól folyamatosan elmaradó, alacsony infláció felvetik annak a kockázatát, hogy az euroövezetben az alappályában feltételezettnél is **nyitottabb a kibocsátási rés**, és előretekintve **a fellendülés lassabb lehet a vártnál.** Ezzel összhangban elképzelhető, hogy Európában tartósan fennmaradhat a rendkívül alacsony inflációs környezet, tovább emelve a defláció kialakulásának veszélyét. Emellett a feltörekvő gazdaságok, főleg Kína lassulása hozzájárulhat a globális konjunktúra gyengüléséhez is, ami a nyersanyagárakon keresztül további dezinflációs hatásokat okozhat. Mindezek következményeképp a hazai importált infláció az alappályában vártnál alacsonyabban alakulhat.

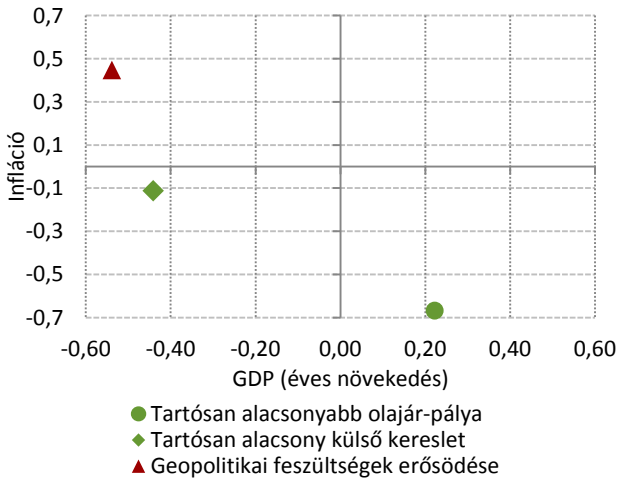
Ezen alternatív forgatókönyvben azzal számoltunk, hogy a feltételezettnél gyengébb külső kereslet erősebb dezinflációs hatást fejthet ki, ami alacsonyabb külső inflációs pályát és a külkereskedelmi csatornán keresztül mérsékeltebb növekedést eredményez. Emellett az alacsony külső infláció következtében a globális jelentőségű jegybankok hosszabb ideig fenntarthatják a laza monetáris kondíciókat. Az erősebb külső dezinflációs hatások következtében ebben a forgatókönyvben az **inflációs cél elérése az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók felé mutat.**

Geopolitikai feszültségek erősödése

Az alappálya feltételezése szerint felvevőpiacaink növekedése lassan élénkülhet a következő évek során. Azonban fennáll annak a kockázata, hogy a geopolitikai feszültségek erősödése nyomán a nemzetközi makrogazdasági környezet tovább romlik, ami külső keresletünkre nézve érdemi lefelé mutató kockázatot jelent.

A geopolitikai feszültségek erősödése több csatornán

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



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

Forrás: MNB

keresztül is érintheti a hazai gazdasági aktivitást. A pénzpiacok működése és a nemzetközi befektetői kockázatvállalási kedv szempontjából meghatározó, hogy a bizalmatlanság általános növekedése és az orosz-ukrán térségből történő tőkekivonás folytatódása a régiós árfolyamok növekvő volatilitását okozhatja és a kockázati prémium emelkedésén keresztül további kedvezőtlen makrogazdasági következményekkel járhat. Emellett az orosz és ukrán gazdaság teljesítményének romlása negatívan hat a hazai kivitel alakulására.

Ebben a forgatókönyvben a geopolitikai feszültségek erősödése a befektetői hangulat romlását okozza, amely az alappályában megjelenítettnél magasabb kockázati prémium pályával konzisztens. A kockázati prémium emelkedése miatt számottevően **gyengül az árfolyam, ami erősíti az inflációs nyomást**. A kockázati pálya feltételezése szerint az orosz gazdasági növekedés jelentős lassulása és az ukrán gazdaság visszaesése az importkereslet csökkenésén keresztül **érdemi lefelé mutató kockázatot jelent külső keresletünk és exportunk** alakulására nézve. A gyengülő árfolyam az infláció emelkedését okozza, így az előrejelzési horizonton **az inflációs cél elérését szigorúbb monetáris politika biztosítja**.

3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

3.1. Nemzetközi környezet

A világgazdaság növekedése visszafogott és változatlanul jelentős regionális eltérést mutat. A feszült geopolitikai helyzet tovább mélyítette az eurozóna egyébként is mérsékelt ütemű növekedését, miközben az Egyesült Államokban és Kínában némileg romlott, de erőteljes maradt a gazdasági teljesítmény. Az olajárak jelentős csökkenésével és a visszafogott kereslettel összhangban a globális inflációs folyamatok változatlanul mérsékelten alakultak. Bár a fejlett országok jegybankjainak monetáris politikai irányultsága az elmúlt hónapokban eltérő pályát mutatott, a támogató kamatkörnyezet továbbra is fennmaradt.

3.1.1. Globális konjunkturális folyamatok

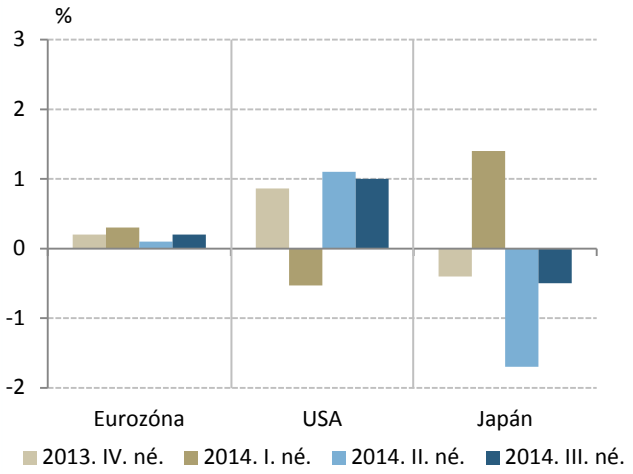
2014 harmadik negyedévében a világgazdaság teljesítménye összességében bővült, azonban továbbra is visszafogottan alakult. A főbb régiók között fennmaradtak a jelentős növekedési különbségek. Az euroövezet gazdasága csak mérsékelt ütemben bővült, míg az Egyesült Államokban továbbra is erőteljes növekedést lehetett megfigyelni, mely előretekintve is fennmaradhat.

A harmadik negyedéves adatok alapján az eurozóna gazdasága mérsékelt ütemben (0,2 százalékkal) bővült negyedéves alapon (3–1. ábra). A növekedés főként a perifériaországok erősödő teljesítményéhez köthető, azonban továbbra is mérsékelt, részben a feszült geopolitikai helyzetnek köszönhetően. A legfontosabb külkereskedelmi partnerünknek számító Németország 0,1 százalékkal bővült az előző negyedévhez képest, melyet a háztartások fogyasztása és az enyhén bővülő külkereskedelmi egyenleg magyarázott. Ugyanakkor a beruházás és a készletek mennyisége mérséklődött az előző negyedévhez képest. Franciaországban a második negyedévi visszaesés után ismét erősödött a gazdasági aktivitás.

Az euroövezet elhúzódó, lassú kilábalása a válságból elsősorban a gyenge fogyasztási és beruházási szintben mutatkozik meg. A visszafogott beruházási aktivitás minden tagországra és minden gazdasági szereplőre egyaránt jellemző. A belföldi kereslet alacsony szintje mögött elsősorban az elhúzódó adóssághalmozási folyamat áll, amely a fő hátráltatója az euroövezet kilábalásának. A gyenge beruházási aktivitásban olyan tényezők is szerepet játszanak, mint például a szigorú hitelkondíciók és az euroövezet növekedési kilátásaival kapcsolatos bizonytalanság, melyek hatása azonban középtávon enyhülhet.

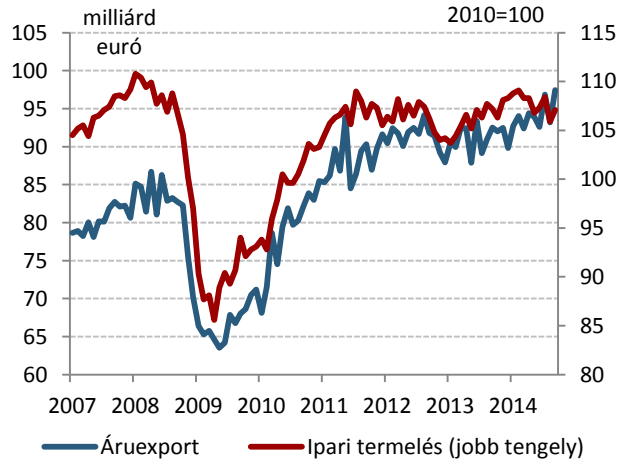
Az előretekintő indikátorok visszafogott teljesítményt vetítenek előre az eurozónában (3–3. ábra). Az üzleti bizalom tovább romlott az euroövezetben a feszült geopolitikai helyzet következtében, mely előretekintve további negatív kockázatot jelenthet. A bizalmi indikátorok

3-1. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a fejlett gazdaságokban



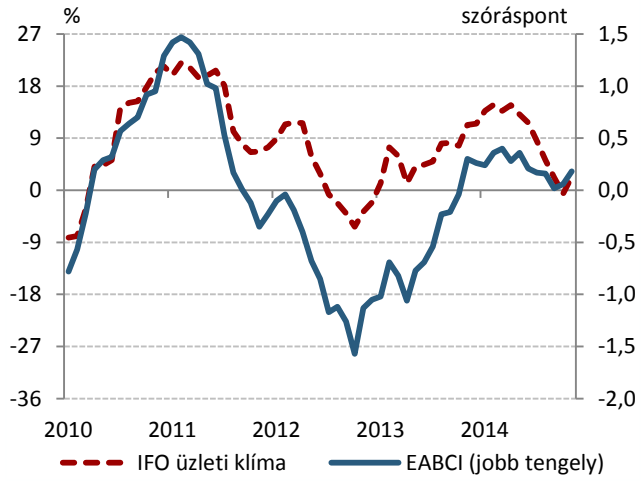
Megjegyzés: Szezonálisan igazított negyedéves változás.
Forrás: OECD

3-2. ábra: Német ipari termelés és áruexport



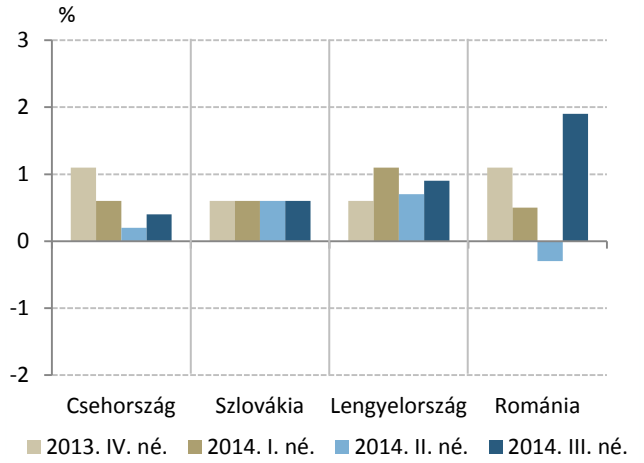
Forrás: Eurostat

3-3. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása



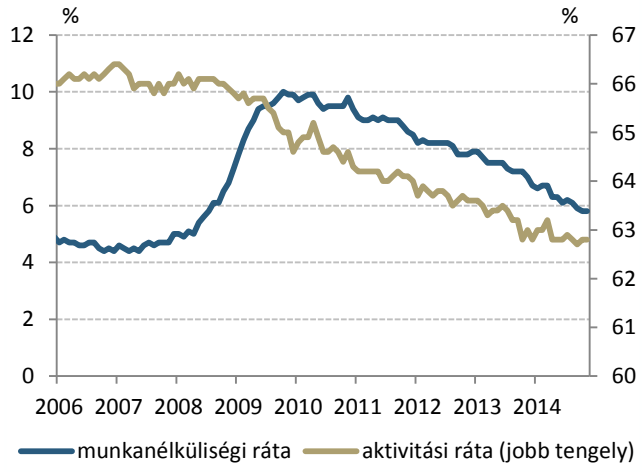
Forrás: Európai Bizottság, IFO

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok
Forrás: Eurostat, Institutul National de Statistica

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



Forrás: Bureau of Labor Statistics (BLS)

a korábban vártnál mérsékeltebb növekedési dinamikát jeleznek. A német ipari rendelések pedig nem tudtak tovább bővülni (3–2. ábra).

Az euroövezet munkanélküliségi rátája a harmadik negyedévben 11,5 százalék volt, amely némileg alacsonyabb az év első felében megfigyelteknél, azonban a munkaerőpiacon változatlanul nem érzékelhetőek a kilábalás jelei.

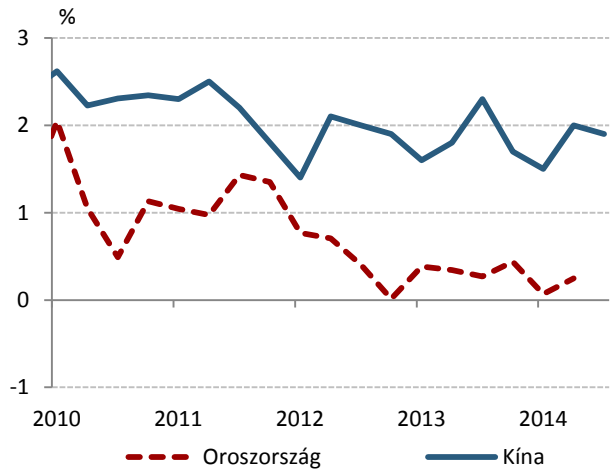
A perifériaországok közül a harmadik negyedévben Görögország (0,7 százalék) és Spanyolország (0,5 százalék) ért el jelentősebb bővülést negyedéves alapon. Portugália veszített a növekedési lendületéből, míg Olaszországban folytatódott a kibocsátás mérséklődése az ipar és a mezőgazdaság teljesítményének romlása következtében.

Az eurozónán kívüli európai országok közül az **Egyesült Királyságban folytatódott a növekedés, negyedéves alapon 0,7 százalékkal bővült a hozzáadott érték**. Felhasználási oldalon a magánszektor fogyasztása járult hozzá leginkább a növekedéshez, míg a nettó export jelentősen visszaesett.

A kelet-közép-európai régió növekedése vegyes képet mutatott, de összességében kedvezően alakult a harmadik negyedévben (3–4. ábra). Szlovákia gazdasága az előző negyedévhez hasonlóan 0,6 százalékkal bővült, míg Lengyelországban az Európai Unió második legnagyobb gazdasági növekedése (0,9 százalék) volt megfigyelhető negyedéves alapon. A legerőteljesebb bővülést (1,9 százalék) a román gazdaság mutatta, mely jelentősen a várakozások felett alakult. A régióban Csehország bővült a leglassabban.

Az Egyesült Államok növekedése némileg elmaradt az előző negyedévtől, de továbbra is erőteljes maradt. Az évesített negyedéves növekedési ütem 3,9 százalék volt. A növekedés az előző negyedévinél kedvezőtlenebb szerkezetben valósult meg. A magánfogyasztás és a lakossági beruházások növekedése lassult, míg a védelmi kiadások bővülése miatt a kormányzati kiadások jelentősen megemelkedtek, melynek következtében továbbra is jelentősen bővülhetett a gazdaság. A negyedik negyedévben a növekedési dinamika fennmaradását eredményezheti az erősödő árfolyam negatív növekedési hatását kompenzáló jelentős olajár csökkenés. A munkaerőpiaci folyamatok kedvezően alakultak a harmadik negyedévben. A munkanélküliségi ráta tovább csökkent, szeptemberben és októberben is 6 százalék alatt volt. Ugyanakkor folytatódott az aktivitási ráta mérséklődése is, ami szintén hozzájárult a munkanélküliségi ráta csökkenését (3–5. ábra).

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



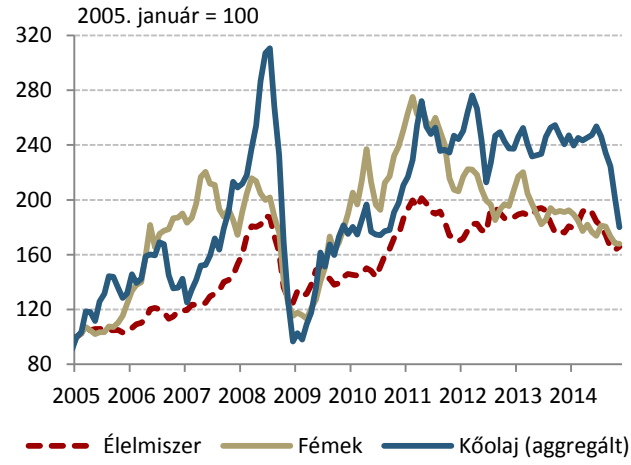
Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.
Forrás: OECD

A Japán gazdaság teljesítménye a harmadik negyedévben tovább csökkent. A visszaesés alacsonyabb mértékű volt a második negyedéves értékhez képest: a kormányzati kiadások és a nettó export bővülése valamelyest kompenzálta az áprilisi áfaemelés következtében csökkenő lakossági fogyasztást. Ugyanakkor a rövid távú konjunktúraindikátorok lassú bővülést vetítenek előre, és a gyengülő jen is segítheti a gazdaság bővülését. A munkaerőpiaci helyzet továbbra is kedvező, a júliusi 3,8 százalékról szeptemberre 3,6 százalékra csökkent a munkanélküliségi ráta.

A fő feltörekvő gazdaságok közül Kínában éves alapon lassult a növekedés (7,3 százalék), főként az ingatlanpiaci szektor visszaesése következtében (3–6. ábra). Az ipari termelés növekedése egyenletes volt a harmadik negyedévben. Felhasználási oldalon a fogyasztás tovább bővült, a nettó export növekedése jelentős volt, míg a beruházásoknak enyhén mérséklődő szerepe van a növekedésben. A GDP-növekedést továbbra is erőteljes hitelexpanzió támogatja, amely fokozza a gazdasági egyensúlytalanságokat és a pénzügyi törékenységet.

Oroszország gazdasága a második negyedévben éves alapon 0,7 százalékkal bővült. Az orosz gazdaság növekedése 2012 első negyedéve óta folyamatosan lassul. A növekedést az orosz-ukrán konfliktusból adódó geopolitikai kockázatok és bevezetett szankciók mellett a beruházási aktivitás csökkenése is visszafogja. Előretekintve a konfliktus továbbra is lefelé mutató kockázatot jelent. 2014-re mindössze 0,3 százalékos, míg 2015 még alacsonyabb, 0,1 százalékos növekedést várnak az elemzők. Továbbá az olajárak esése tovább ronthatja a növekedési kilátásokat az olajból származó jövedelmektől való függőség miatt.

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



Forrás: IMF-IFS

3.1.2. Globális inflációs folyamatok

Az elmúlt hónapokban a nyersanyagárak jelentős mértékben csökkentek (3–7. ábra). A kőolaj világpiaci ára a július eleji 110 dolláros hordónkénti árról szeptember végére 95 dollárra csökkent, majd november végére 70 dollár közelébe esett. Az olajár csökkenését egyfelől az olajkitermelés növekedése magyarázza, mely elsősorban az amerikai palaolaj-kitermelés felfutásának, valamint a líbiai és iraki olajtermelés helyreállásának köszönhető. Emellett Szaúd-Arábia is növelte kitermelését. Másfelől az olaj iránti kereslet is gyengült a lassuló világgazdasági növekedés miatt. Az időszak második felében a dollár felértékelődése is hozzájárult az olajárak további csökkenéséhez. November végén az OPEC-országok képviselői találkozójukon úgy döntöttek, hogy nem csökkentik a kitermelési kvótát, ami még lejjebb nyomja az olajárat. Az olaj árának jelentős

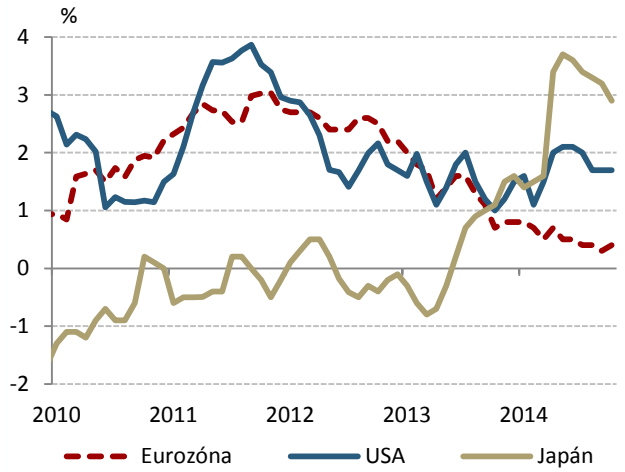
mérséklődése további dezinflációs hatást fejthet ki globálisan.

Az ipari nyersanyagok ára összességében mérséklődött a második negyedévhez képest. A fémek világpiaci árai júliusban még 4,3 százalékkal emelkedtek a csökkenő készletek következtében, azonban az elmúlt hónapokban már csökkenést – főként a vasérc – mutattak a kedvezőtlenebb keresleti kilátások és az erősebb dollár eredményeként. A nyers élelmiszer árak második negyedéves csökkenése folytatódott a harmadik negyedévben is a kedvező kínálati kilátások miatt.

A fejlett országok többségében továbbra is cél alatt vagy annak közelében alakult a fogyasztói árak emelkedésének üteme (3–8. ábra). A fejlett országokat negatív kibocsátási rés jellemzi, emiatt továbbra is mérsékelt a keresletoldali inflációs nyomás. Mivel a nyersanyagárak tovább mérséklődtek, ezért költségoldalról sincs inflációs nyomás. Az Egyesült Államokban a fogyasztóiár-index éves növekedési üteme az elmúlt három hónapban 1,7 százalékon állt. A monetáris politikai szempontból releváns, személyes fogyasztási kiadásokból számított áremelkedés szintén csökkent, egészen a szeptemberi 1,4 százalékig. Az euroövezetben szeptemberben 0,3 százalék, októberben 0,4 százalék, míg novemberben az előzetes adatok alapján ismét 0,3 százalék volt az infláció. Az alacsony inflációhoz a csökkenő nyersanyagárak – különösen az energia és az élelmiszerárak – és a vártnál gyengébb belföldi kereslet járult hozzá. A magországok inflációja némileg csökkent, míg a perifériaországok körében negatív maradt az infláció (3–9. ábra). Japánban a magas infláció az áprilisi forgalmi adó emelés hatásának tudható be, azonban az adóhatásoktól szűrt maginflációs mutató továbbra is alacsony, mindössze 1,3 százalék körül alakult az elmúlt időszakban. A harmadik negyedévben mérséklődés volt megfigyelhető az inflációban, októberre 2,9 százalékra csökkent. Az Egyesült Királyságban a fogyasztói árak éves növekedési üteme szeptemberben a jegybank augusztusi inflációs előrejelzésénél alacsonyabb szintre, 1,2 százalékra mérséklődött.

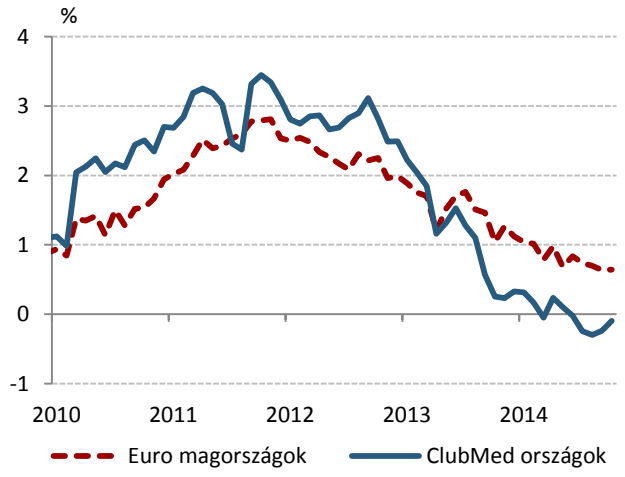
A kelet-közép-európai régióban továbbra is alacsony, cél alatti infláció figyelhető meg (3–10. ábra). A KKE-országokat negatív, azonban fokozatosan záródó kibocsátási rés jellemzi. Csehországban szeptemberben és októberben alacsony, de pozitív (0,7 százalék) szinten tartózkodott az éves infláció. A régióban három ország (Magyarország, Szlovákia, Lengyelország) esetében tartózkodott negatív tartományban az éves infláció szeptemberben. Míg Szlovákiában a fogyasztói árak éves alapon októberben már stagnáltak, addig Lengyelországban

3-8. ábra: Infláció a fejlett gazdaságokban



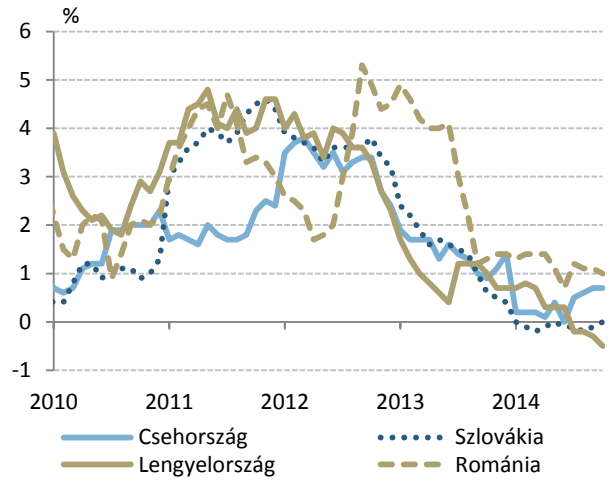
Megjegyzés: Éves változás.
Forrás: OECD

3-9. ábra: Infláció az euroövezetben



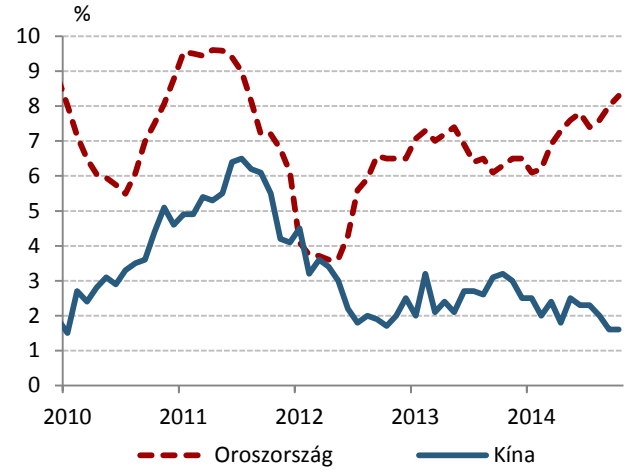
Megjegyzés: Éves változás. Magországok: Németország, Franciaország, Hollandia, Ausztria. Club Med országok: Görögország, Olaszország, Portugália, Spanyolország
Forrás: Eurostat

3-10. ábra: Infláció a közép-kelet-európai országokban



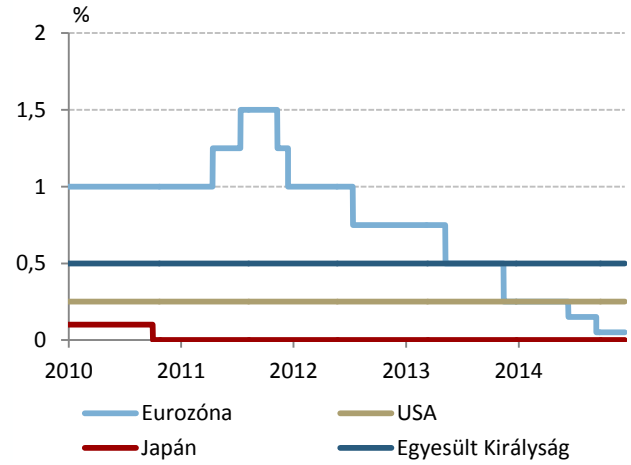
Megjegyzés: Éves változás.
Forrás: OECD, Eurostat

3-11. ábra: Infláció Kínában és Oroszországban



Megjegyzés: Éves változás.
Forrás: OECD

3-12. ábra: A fejlett gazdaságok alapkamatainak alakulása



Forrás: Központi bankok adatbázisa

-0,6 százalékra csökkent az infláció, melyben az élelmiszer- és energiaárak csökkenése, valamint a gyenge külső kereslet játszott szerepet. A régióban továbbra is Romániában a legmagasabb az infláció.

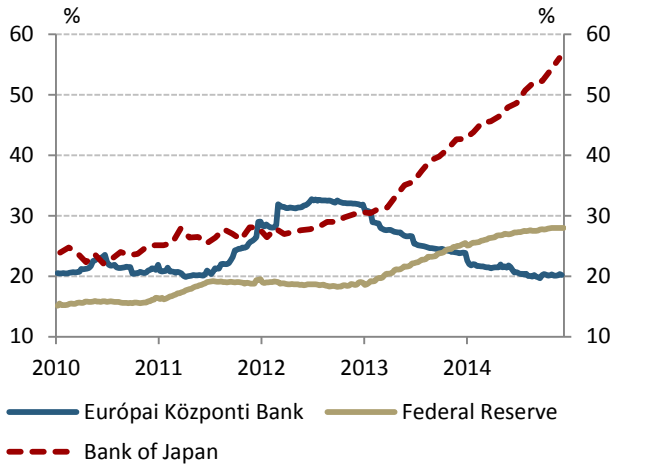
A kínai infláció 1,6 százalékra mérséklődött szeptemberben és októberben, főként az élelmiszerárak csökkenésének köszönhetően. **Oroszországban ezzel szemben októberre 8,3 százalékra emelkedett az infláció** a rubel leértékelődésének és az élelmiszerimportot érintő szankciók következményeként (3–11. ábra).

3.1.3. Monetáris politika és pénzügyi piaci folyamatok

A globális jelentőségű jegybankok fenntartották a laza monetáris kondíciókat az elmúlt hónapokban (3–12. ábra). A legtöbb országban inflációs és kapacitáskihasználtsági oldalról nem látható olyan folyamat, mely rövidtávon a monetáris szigorítás irányába mutatna, sőt egyes országok esetében előretekintve elképzelhető további monetáris lazítás is. Több országban, köztük az USA-ban és az Egyesült Királyságban is az infláció a vártnál alacsonyabban alakult, és elmaradt az inflációs céltól, így előretekintve felmerült a fokozatos monetáris szigorítás korábban feltételezettnél későbbre tolódása. Egyes országokban (Kanada, Svédország, Norvégia) továbbra is jelentősek maradtak a háztartások eladósodottságához, illetve az ingatlanpiachoz kötődő kockázatok, ami a makroprudenciális eszköztár fokozottabb alkalmazását indokolhatja. Amennyiben az nem kellően hatékony, úgy kamatemeléssel oldhatják a jegybankok a stabilitási feszültségeket.

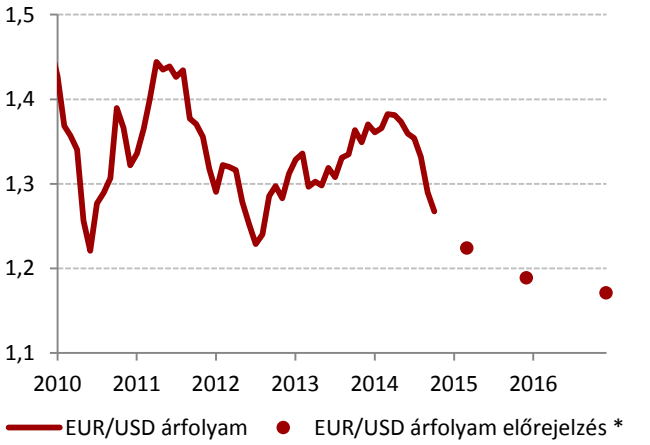
A Fed októberi döntése alapján a várakozásoknak megfelelően leállította eszközvásárlásait, míg első kamatemelésének időpontjára vonatkozó várakozások későbbre tolódtak. Ugyanakkor ez nem jelent monetáris szigorítást, mivel a lejáró kötvényeket és a hozamokat az első kamatemelésig újra befektetik. Így a Fed mérlegfőösszege még huzamosabb ideig magas szinten maradhat (3-13. ábra). Az előretekintő iránymutatás változatlan maradt. Ez alapján az alapkamat még huzamosabb ideig a jelenlegi alacsony szinten maradhat az eszközvásárlások leállását követően is, különösen, ha az infláció a 2 százalékos hosszú távú cél alatt marad. Az utóbbi hónapokban az Egyesült Államokban is lassult az infláció célhoz való közeledése. Előretekintve az infláció alacsonyabb lehet a korábban vártnál, ami hozzájárulhat ahhoz, hogy a Fed hosszabb ideig fenntartsa alkalmazkodó monetáris politikáját. A piaci adatokból számolt implikált kamatpálya alapján a Fed kamatemelésének időpontjára vonatkozó várakozás későbbre tolódott, 2015 második felénél korábban nem várható.

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



Forrás: Központi bankok adatbázisa, IMF, Eurostat

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



Megjegyzés: * 2014. decemberi előrejelzés. A nagyobb érték az euro felértékelődését jelzi.
Forrás: EKB, Consensus Economics

Az EKB szeptemberben 0,05 százalékra csökkentette az alapkamatot, azóta nem változtatott a kondíciókon. Ugyanakkor megkezdődtek a nyáron bejelentett nemkonvencionális mennyiségi lazításnak tekintett eszközvásárlási programok. Az EKB célzott hosszú lejáratú refinanszírozási eszközének első tenderét vegyesen értékelték. Október második felében megkezdődött a fedezett kötvényvásárlási program (CBPP – covered bond purchasing program), mely várhatóan hozzájárul a kis- és középvállalatok hitelezésének erősödéséhez, illetve a transzmissziós mechanizmus helyreállításához. Az eszközfedezetű értékpapír-vásárlási program (ABSPP – asset backed securities purchasing program) novemberben szintén elindult. A jegybankelnök többször is kiemelte, hogy a monetáris politika nem képes egyedül beindítani a gazdasági növekedést és az alacsony inflációt célra emelni, összehangolt strukturális reformokra van szükség e problémák kezelésére. Az EKB által bejelentett intézkedések nyomán az euro árfolyama gyengült a dollárhoz képest (3-14. ábra).

A Bank of England fenntartotta a munkanélküliségi küszöbérték elérése miatt módosított iránymutatását. Ebben azt hangsúlyozzák, hogy a kamatemelésre várhatóan csak fokozatosan kerülhet sor. 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 az első kamatemelés várható ideje 2015 júliusára tolódott. Ugyanakkor több döntéshozó is jelezte, hogy a jelenlegi alacsony kamatszint további fenntartása veszélyeztetné a gazdaság kiegyensúlyozott fellendülését.

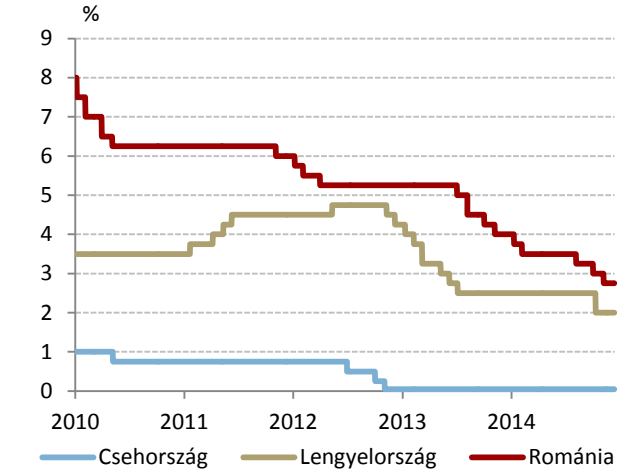
A japán jegybank októberben bővítette a mennyiségi és minőségi lazítás programjának keretét. A Bank of Japan a vásárolni kívánt állampapírok mennyiségét 50 ezer milliárd jenről 80 ezer milliárd jenre növelte, miközben a lejárati szerkezetet átlagosan 3 évvel tervezik meghosszabbítani (3-13. ábra). A japán döntéshozók többsége úgy ítélte meg, hogy a gyengülő japán gazdasági dinamika és az emelkedő energiaárak miatt további monetáris politikai élénkítésre van szükség az inflációs cél eléréséhez.

A feltörekvő országok jegybankjai közül a kínai központi bank szeptemberben és novemberben is csökkentette a 14 napos repo rátát, illetve novemberben az egyéves betéti és hitelkamatokat is. Mindegyik döntést a kínai és a világgazdaság elmúlt hónapokban tapasztalt lassulása miatt, a hazai növekedés élénkítése érdekében hozták meg. Az orosz jegybank áprilist követően októberben ismét interveniált a rubel árfolyamának védelme érdekében. Azonban a jelentős mértékű intervenciók ellenére az

árfolyam historikus mélypontjára gyengült. Emiatt és a megemelkedett inflációs kockázatok miatt október végén 150 bázispontos kamatemelést hajtott végre a jegybank. Novemberben pedig az árfolyamsávot eltörölve áttért szabadon lebegő árfolyamrendszerre, ami lehetővé teheti, hogy jövő év elejétől bevezethessék az inflációs célkövetést.

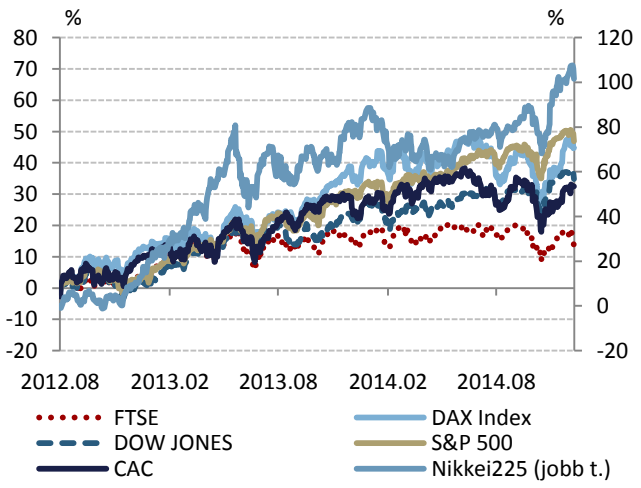
A kelet-közép-európai régió jegybankjai szintén fenntartották a laza monetáris kondíciókat (3–15. ábra). A lengyel jegybank októberi ülésén 2 százalékra csökkentette az irányadó kamatot. A döntést a gazdaság lassulására és a középtávon növekvő valószínűséggel cél alatti inflációra alapozva hozták meg. Novemberben nem változtattak az irányadó rátán, azonban a közlemény alapján a döntéshozók nem zárják ki a további kamatcsökkentés lehetőségét, ha a beérkező adatok a gazdasági kilátások kedvezőtlenebbé válását jelzik. A román jegybank az alacsony infláció miatt a várakozásoknak megfelelően 25-25 bázisponttal csökkentette az alapkamatot szeptemberben és novemberben. 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 első negyedévéig fennmaradhat. Egy év elteltével értékelték az árfolyam monetáris politikai eszközként való alkalmazásának eredményeit. A defláció, illetve ezzel összefüggésben a hosszabb recesszió veszélye annál is nagyobb volt, mint amekkorának azt egy évvel ezelőtt ítélték. Azonban az árfolyamszint melletti elköteleződésnek köszönhetően a defláció kockázata csökkent, az infláció jövőre a 2 százalékos célra emelkedhet.

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



Forrás: Központi bankok adatbázisa

3-16. ábra: Főbb tőzsdeindexek



Forrás: Bloomberg

Az elmúlt időszakban alapvetően kedvezően alakult a globális piaci hangulat, noha október közepén több tényező együttes hatására világszerte egy megingás következett be a kockázatvállalási hajlandóságban, amely a tőzsdeindexek zuhanásával, és a fejlett kötvények iránti kereslet növekedésével járt együtt. Október végétől azonban a piaci hangulat ismét kedvezőre fordult, és a főbb tőzsdeindexek historikus csúcsaik közelében mozogtak (3-16. ábra). A fejlett országok jegybankjainak bejelentéseire továbbra is pozitívan reagáltak a befektetők. A feltörekvő devizák a dollárral szemben általánosságban leértékelődtek, ennek mértéke azonban igen eltérő volt. A kelet-közép-európai régióban kismértékű leértékelődés, illetve stagnálás volt jellemző az euróval szemben. Emellett a régióban általános hozamcsökkenés volt megfigyelhető szeptember közepe óta. A 10 éves hozamok átlagosan 25-70 bázisponttal csökkentek.

3.2. Aggregált kereslet

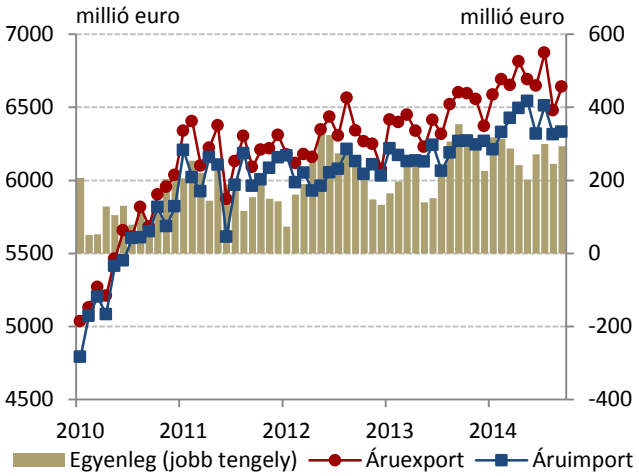
A harmadik negyedévben tovább folytatódott a bruttó hazai termék bővülése. A növekedést keresleti oldalról elsősorban a beruházások, valamint a lakossági fogyasztás emelkedése magyarázta. A nettó export negatív növekedési hozzájárulását a belföldi kereslet élénkülésével dinamizálódó import magyaráz.

2014 harmadik negyedévében 3,2 százalékkal bővült a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva. A második negyedévhez képest 0,5 százalékkal élénkült a gazdaság teljesítménye. A lakossági fogyasztás, a magán- és állami beruházások, valamint az export egyaránt bővült, a növekedés szerkezetében a belföldi keresleti komponensek hozzájárulása hangsúlyosabbá vált.

3.2.1. Külkereskedelem

A harmadik negyedévben éves összevetésben folytatódott a külkereskedelmi forgalom bővülése. Az áruexport mérséklődött, míg a szolgáltatások külkereskedelme növekedett az előző negyedévhez viszonyítva. Az áruexport visszaesését a kedvezőtlen ipari kibocsátás magyarázta a harmadik negyedévben (3-17. ábra). Októberben az ipar teljesítménye továbbra is visszafogottan alakult, amellyel párhuzamosan a kivitel volumenének csökkenése is folytatódott. A szolgáltatásexport bővülését elsősorban a turisztikai kereslet élénküléséhez volt köthető. A növekedéshez továbbá a szállítási szolgáltatások, valamint a szintén jelentős üzleti szolgáltatások is hozzájárultak. A szolgáltatásegyenleg összességében tovább javult az év eleje óta.

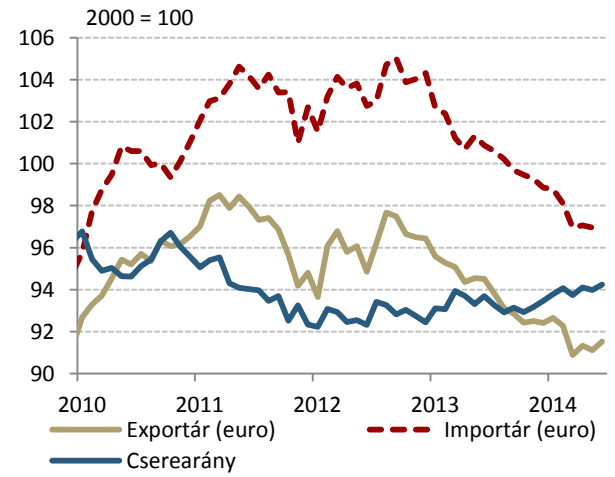
3-17. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom értéke és egyenlege



Forrás: KSH

Az import növekedéséhez az élénkülő belső kereslet mellett egyedi hatás, a gáztározók feltöltése is hozzájárult a harmadik negyedévben. Így a nettó export növekedési hozzájárulása negatív volt.

3-18. ábra: A cserearány változása



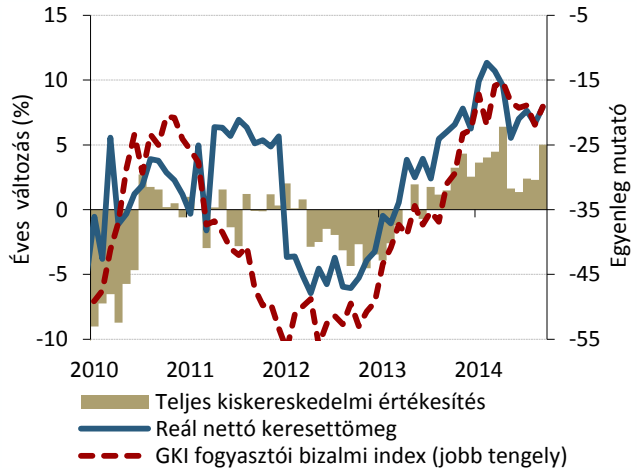
Forrás: KSH

A cserearány javult 2014 harmadik negyedévében az euróban kifejezett export- és importárak csökkenése mellett (3–18. ábra). A cserearány emelkedését támogatta a hazai kivitel összetételében a magasabb értékű termékek felé történő elmozdulás. Másfelől a visszafogott külső infláció és a kedvező nyersanyagárak által támogatott importárak is hozzájárultak a javuló cserearányhoz. Előretekintve, a negyedik negyedévben a cserearány erőteljes javulását vetíti előre az olajárak négyéves mélypontra csökkenése. (A cserearány-javulás reálgazdaságra gyakorolt hatásával foglalkozik részletesebben a 1–2. keretes írásunk.)

3.2.2. Lakossági fogyasztás

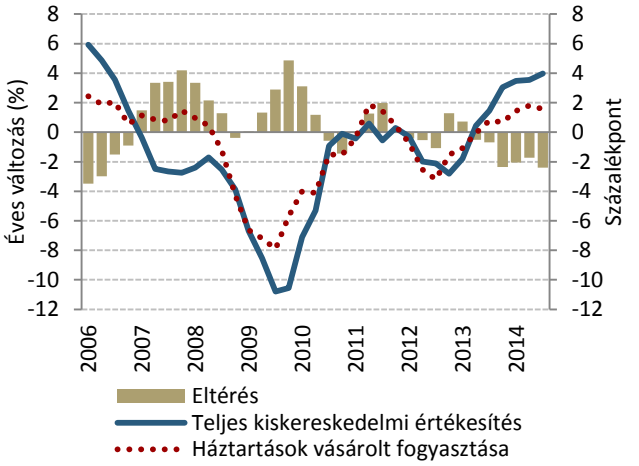
A háztartások fogyasztási kiadása tovább bővült a harmadik negyedévben, amelyet a javuló munkaerőpiaci helyzet és az alacsony infláció következtében bővülő

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



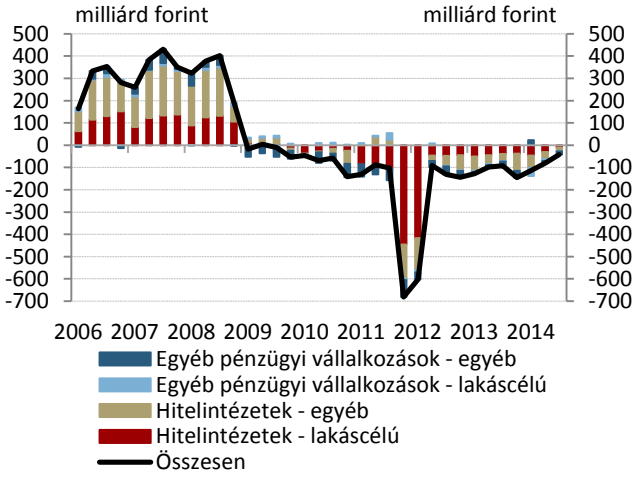
Forrás: GKI, KSH

3-20. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és a nemzeti számlás vásárolt fogyasztás alakulása



Forrás: KSH

3-21. ábra: A háztartási szektor belföldi hiteleinek tranzakciói hitelcél szerint



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

reálkeresetek, valamint a kiskereskedelmi forgalom élénkülése magyaráz (3–19. ábra). A lakosság fogyasztási kiadásának előző év azonos időszakához viszonyított 1,0 százalékos növekedése azonban elmarad az előző negyedévben tapasztalt dinamikától. A kiskereskedelmi áruforgalom és a háztartások fogyasztási kiadása közötti elnyílást elsősorban a NAV-pénztárgépek aktiválásából eredő fehéredési hatás indokolhatja. Emellett a harmadik negyedévben tapasztalt eltérő dinamikához a kedvező nyári turisztikai forgalom is hozzájárulhatott: a nem-rezidensek magyarországi vásárlásai is emelhették a kiskereskedelmi forgalmat (3-20. ábra). A megtakarítási ráta továbbra is magas, azonban az óvatossági célú megtakarítások fokozatosan oldódhatnak. Ezt támaszthatja alá, hogy a kiskereskedelem szerkezete a reáljövedelmekre érzékenyebb keresletű termékcsoportok (pl. élelmiszer, nem tartós iparcikkek) felé tolódott el. A fogyasztói bizalom a válságot megelőző évekhez hasonlóan magas szinten stabilizálódott az elmúlt időszakban.

A háztartások nettó pénzügyi vagyonának bővülése a harmadik negyedévben is folytatódott. A jövedelemarányos pénzügyi vagyon a historikus csúcsáról tovább növekedett. A pénzügyi eszközök állománynövekedése mellett a háztartások adósságállománya fokozatosan csökken.

2014 harmadik negyedévében tovább folytatódott a pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hiteleinek mérséklődése, összesen 42 milliárd forint értékben (3–21. ábra). Bár a megfigyelt csökkenés a devizahitelek folytatódó leépülését tükrözi, a forinthitelezés összességében élénkült a vizsgált időszakban. Kínálati oldalon a bankok hitelezési feltételei enyhültek a fogyasztási hitelek esetében, míg a lakáscélú termékek kondíciói változatlanok maradtak. A növekvő reálbérek és csökkenő hitelkamatok mellett azonban élénkült a lakáscélú hitelek iránti kereslet, amely az új hitelkihelyezések volumenében is tetten érhető volt.

3.2.3. Magánberuházás

A harmadik negyedévben a nemzetgazdasági beruházások tovább bővültek. A hazai beruházási aktivitást jellemzően a keresleti környezet élénkülése, az uniós források gyorsuló ütemű felhasználása, valamint a Növekedési Hitelprogram (NHP) következtében javuló hitelfeltételek együttesen élénkítették. A bruttó állóeszköz-felhalmozás a harmadik negyedévben 13,2 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. Így a nemzetgazdasági beruházási ráta tovább

emelkedett, elérve a 23 százalékot.

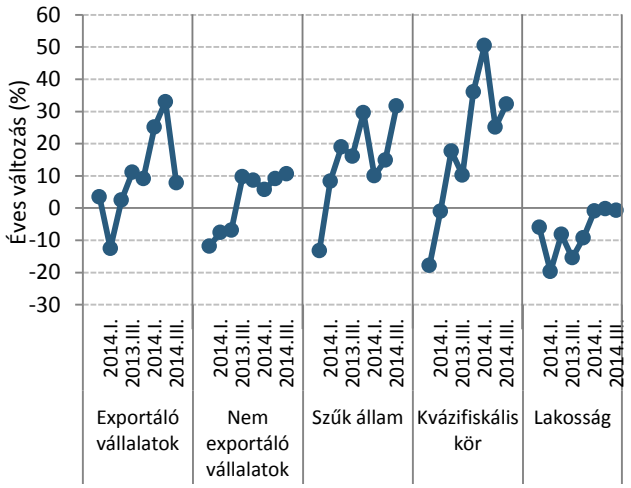
A vállalati körben az exportorientált ágazatok mellett a kvázifiskális szektor beruházási aktivitása volt meghatározó (3-22. ábra). A feldolgozóipari beruházások növekedését a járműgyártáshoz kapcsolódó beszállítói ágazatok magyarázták, mely a járműipari nagyberuházások tovagyűrűző hatásának erősödésére utalhat. Ugyanakkor a feldolgozóipari beruházások dinamikája az elmúlt negyedévekhez képest mérséklődött. Jelentős mértékben emelkedtek továbbá a mezőgazdasági beruházások is, amelyben meghatározó lehetett az NHP forrásainak felhasználása.

A jellemzően nagyméretű, állami tulajdonú vállalatok által dominált kvázifiskális szektorok beruházási aktivitásának jelentős bővülése elsősorban a városi tömegközlekedés fejlesztésével, illetve vízgazdálkodáshoz kapcsolódó beruházásokkal magyarázható. A projektek felfutása jellemzően az uniós források felhasználásához köthető. A belföldre termelő ágazatok közül az építőipari és kereskedelmi ágazatok beruházásai növekedtek a harmadik negyedévben, míg a pénzügyi, biztosítási tevékenység ágazatban mérséklődést regisztráltak.

A háztartások beruházási aktivitása bővült a harmadik negyedévben. A lakásberuházások mélypontról történő elmozdulását a reáljövedelmek emelkedése mellett az alacsony kamatszint is támogathatja. A háztartási beruházások növekedéséhez hozzájárulhattak a válság éveiben elhalasztott, most bepótolt lakásfelújítások is.

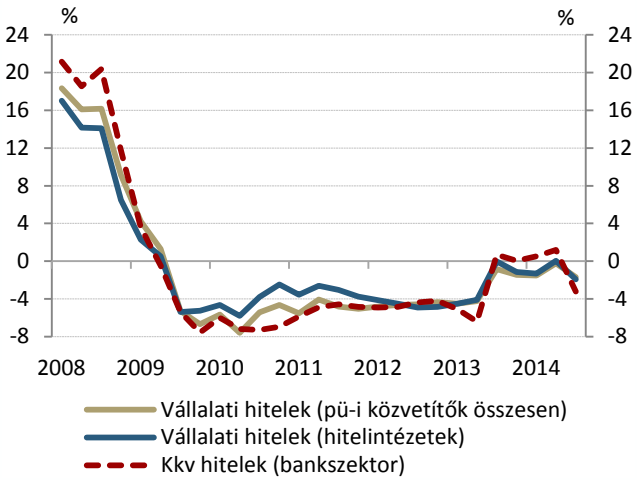
2014 harmadik negyedévében összesen 108 milliárd forinttal bővült a hazai pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelezése. A hitelállomány bővülése döntően a forinthitelek növekedésének tudható be. A nagymértékű negyedéves bővülés ellenére éves alapon a teljes vállalati hitelállomány összességében 1,7 százalékkal csökkent, összetételében a bankszektor kkv hiteleinek állománya a tranzakciók hatására 3,2 százalékkal esett vissza (3–23. ábra). Ez a visszaesés azonban a Növekedési Hitelprogram első szakaszán belül egy évvel korábban megvalósult, nagy volumenű hitelkiáramlás erős bázishatására vezethető vissza. A vállalati hitelkeresletre kedvezően hathatott, hogy az NHP-n kívül megvalósult új vállalati hitelek esetében tovább mérséklődtek a finanszírozási költségek, továbbá csökkent a hitelek átlagos kamatfelára is a vizsgált negyedévben. Kínálati oldalon egyelőre nem tapasztalhatók hasonló élénkülés jelei: a hitelezési felmérés alapján a vállalati hitelek feltételei nem változtak érdemben, és előretekintve sem várható érdemi.

3-22. ábra: Szektorális beruházások alakulása



Forrás: KSH

3-23. ábra: A teljes vállalati és a kkv szektor hitelállományának éves növekedési üteme



Megjegyzés: A vállalati szektor idősora tranzakciók alapján, míg a kkv idősor 2013 negyedik negyedévtől becsült tranzakciók alapján.
Forrás: MNB

3.2.4. Kormányzati kereslet

Az előző negyedévekhez hasonlóan a fiskális politikát kettősség jellemezte. Egyrészt a 2007-2013-as uniós költségvetési ciklus fokozatos kifutásával élénkülő forrásfelhasználás révén az állami szektor beruházási kereslete a harmadik negyedévben is bővült. Ugyanakkor a költségvetési politika továbbra is elkötelezett az alacsony államháztartási hiány fenntartása mellett. A kormányzati transzferek folyó áron mért növekedése jellemzően az oktatás és egészségügy ágazatok béremeléseihez kötődött.

3.2.5. Készletváltozás

A nemzetgazdasági készletek pozitívan járultak hozzá a bruttó hazai termék növekedéséhez a harmadik negyedévben. Ehhez jelentősen hozzájárulhatott a hazai gáztározók ukrán-orosz konfliktus miatti feltöltése. Emellett a termelő ágazatok szélesebb körében is emelkedett a készletek szintje.

3-1. keretes írás: Miként hatott a Növekedési Hitelprogram első szakasza a beruházásokra? Mérési lehetőségek vállalati adatok segítségével

Az elmúlt negyedévek erősödő beruházási folyamatait érdemben befolyásolhatta a 2013-ban meghirdetett Növekedési Hitelprogram (NHP), amely a kis- és középvállalati szektor finanszírozási korlátainak oldását célozta. Az NHP beruházásra gyakorolt hatását eddig csak makrogazdasági adatokon keresztül vizsgáltuk.[4] A program hatásának pontosabb vizsgálatához vállalati szintű adatokra van szükség. Keretes írásunk bemutatja, miként lehet vállalati szintű adatokon megmérni az NHP első szakaszának beruházás-élénkítő hatását.

A KKV szektor vállalatainak 2013-as pénzügyi beszámolóit felhasználva vizsgálható az NHP első szakaszában részt vevő vállalatok beruházási aktivitása. Az adatbázisban a vállalatok beruházása közvetlenül nem megfigyelhető, de értéke közelíthető a tárgyieszköz-változás és az amortizáció összegével. Fontos megjegyezni, hogy a pénzügyi beszámolók alapján definiált beruházás akkor jelenik meg makrogazdasági szinten is beruházásként, ha új eszköz vásárlása áll mögötte.

3-1. táblázat: Átlagos beruházás a KKV szektorban (2013. évi áron, millió forint)

	NHP-ban részt nem vevők		NHP résztvevők		beruházási NHP résztvevők	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
összes KKV	3,8	4,6	47,7	66,0	43,1	95,3
mikrovállalat	1,4	2,3	20,3	33,3	18,0	50,0
kisvállalat	15,5	16,9	49,8	70,1	49,2	108,4
középvállalat	109,6	113,3	146,9	182,2	146,8	274,6

Megjegyzés: Vállalati mérlegadatokból becsült átlagos tényberuházás 2012-ben és 2013-ban a KKV szektorban. A beruházási átlagokat a táblázat vállalatméret és programrészvétel szerint bontja meg.
Forrás: MNB

Az 3—1. táblázat a vállalati adatokból számolt átlagos vállalati beruházásokat mutatja az NHP-ban való részvétel és vállalatméret szerint. A számokból látható, hogy **az NHP-ban résztvevők átlagos beruházása jelentősen növekedett 2013-**

[4] Lásd: Jelentés az inflációs alakulásáról, 2013. június, 6.1. fejezet (A Növekedési Hitelprogram reálgazdasági hatásai előrejelzésünkben)

ban 2012-höz képest. Az átlagos beruházási adatok méret szerinti bontása alapján az is megállapítható, hogy az NHP-ban résztvevők relatív beruházás-növekedése fordítottan arányos a vállalatmérettel. A legnagyobb növekedés a mikro vállalatoknál tapasztalható. A 3—1. táblázat eredményei alapján megállapítható az is, hogy az NHP első szakaszában részt vevő vállalatok átlagosan nagyobb értékű beruházást valósítottak meg, mint az NHP-ban részt nem vevők. Ez az eredmény összhangban van korábbi elemzésünkkel: az NHP I. szakaszának résztvevői az átlagosnál jobb, termelékenyebb kis- és középvállalatok.[5]

A vállalatok eltérő deklarált céllal vettek fel NHP hitelt. Egy beruházási célra felvett hitelnek nagyobb lehetett a beruházásokra gyakorolt hatása, mint a forgóeszköz finanszírozásra, vagy korábbi hitel kiváltására felvett hiteleké. A 3—1. táblázat utolsó két oszlopa e csoport átlagos beruházását mutatja idő és vállalatméret szerint. A programban beruházási céllal részt vevő vállalatok esetében a beruházás növekménye meghaladta az átlagos beruházás növekedést. Másrészt e körben is a kisebb vállalatok növelték nagyobb arányban beruházásaikat.

Az NHP-s vállalatok beruházás növekedése részben a program, részben pedig az általánosan javuló keresleti feltételek eredménye lehet. A programhatás pontos meghatározásához össze kellene vetni a tényleges beruházást azzal a beruházással, ami a program hiányában megvalósult volna. Feltehető, hogy a makrogazdasági helyzet általános javulásával számos vállalat az NHP nélkül is növelte volna beruházásait. Ám e vállalatok nagyobb valószínűséggel vehették igénybe az NHP nyújtotta lehetőségeket. Ahhoz, hogy a program valódi hatásáról pontosabb képet kapjunk, korrigálni szükséges ezzel az önszelekciós hatással. Az önszelekció és a **valódi programhatás becslésének részletes eredményeit Lieli és szerzőtársainak [2014] elemzése mutatja majd be.**[6]

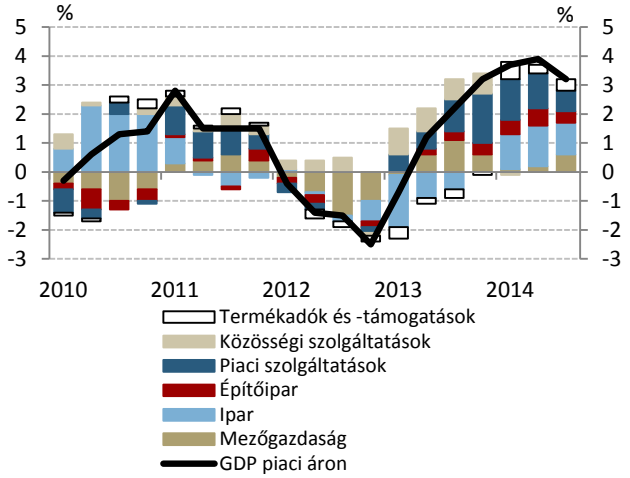
[5] MNB (2014): A Növekedési Hitelprogram első szakaszában résztvevő vállalatok elemzése: Leíró statisztikák mikro adatok alapján, Magyar Nemzeti Bank, 2014. április

[6] Lieli R. – Endrész M. – Harasztosi P. (2014): Az NHP I. szakaszának hatása a vállalati beruházásokra a 2013-as cégszintű adatok tükrében, MNB kézirat.

3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

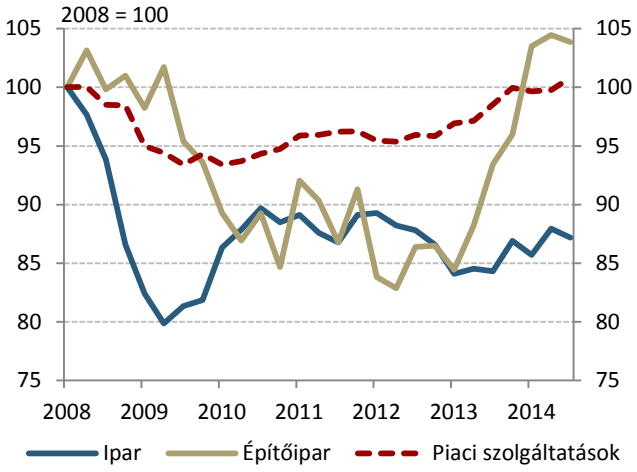
2014 harmadik negyedévében éves alapon az ágazatok széles körében bővült a hazai kibocsátás. A növekedés elsősorban az ipar, építőipar és mezőgazdaság ágazatokhoz kötődött. Ugyanakkor az előző negyedévhez viszonyítva az ipar és az építőipar hozzáadott értéke is csökkent. A potenciális kibocsátás fokozatos élénkülésére utal a növekvő beruházási ráta mellett a bővülő munkaerőpiaci aktivitás is.

3-24. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP növekedéshez való hozzájárulása



Forrás: KSH

3-25. ábra: Bruttó hozzáadott érték alakulása a versenyszférában



Megjegyzés: Szezonálisan igazított és kiegyensúlyozott adatok.
Forrás: KSH

2014 harmadik negyedévében is folytatódott a hazai kibocsátás bővülése. A növekedés mértéke a szeptemberi Inflációs jelentéssel összhangban állt. A kibocsátás bővülése az ágazatok széles körében megfigyelhető volt, a legnagyobb növekedési hozzájárulást az ipar adta éves alapon (3–24. ábra).

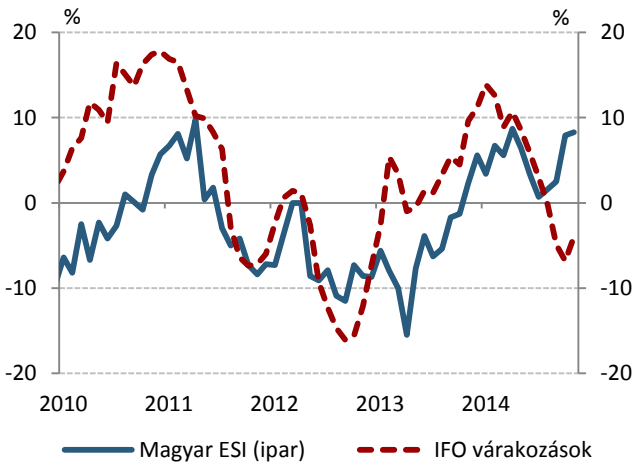
Az ipari konjunktúra lassult az utóbbi hónapokban. A szektor harmadik negyedévi hozzáadott értéke 0,9 százalékkal maradt el a második negyedévi teljesítménytől (3-25. ábra). Augusztusban a kibocsátás az ágazatok széles körében visszaesett, amelyet csak mérsékelt korrekció követett szeptemberben. Az októberi adatok pedig az ipar teljesítményének további gyengülését jelzik, az előző hónaphoz képest 2,6 százalékkal csökkent a kibocsátás.

A járműgyártás ágazat teljesítményét átmeneti gyárleállások, valamint a szokásostól eltérő időzítésű németországi szabadságolások is magyarázhatták a harmadik negyedévben. A hazai járműgyártók németországi anyavállalatainak otthont adó tartományokban a nyári tanítási szünet és az ehhez kapcsolódó szabadságolások az előző évhez viszonyítva július helyett inkább augusztusra tolódtak. Emellett az orosz és ukrán piac felé nagyobb kitettséggel bíró ágazatok (vegyipar, fémipar) teljesítménye is visszafogottabban alakult a harmadik negyedévben.

Az előretekintő indikátorok eltérő jelzéseket adnak a rövid távú kilátásokat tekintetve. A fejlődő országok törékeny növekedési kilátásai, a vártnál visszafogottabb európai konjunktúra, valamint az orosz-ukrán konfliktus és az ennek hatására bevezetett gazdasági szankciók kedvezőtlen hatásai negatív kockázatot jelentenek. Ezzel szemben a magyar ipari termelésre vonatkozó bizalmi indikátor értéke emelkedett az elmúlt hónapokban (3–26. ábra).

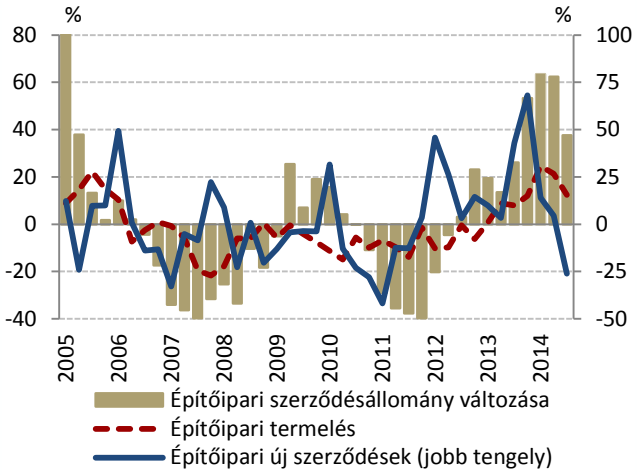
Az építőipari termelés felfutása a végéhez közeledhet, amelyet a kibocsátás negyedéves alapú visszaesése is jelez (3-25. ábra). A szektor a megelőző időszak negyedéves alapú növekedéseit követően 0,6 százalékkal mérséklődött a második negyedévhez viszonyítva. Az ágazat teljesítményét továbbra is elsősorban az EU-forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházások támogatják. Ugyanakkor a bővülés dinamikája előretekintve visszafogottabban alakulhat, összhangban az

3-26. ábra: Ipari konjunktúraindikátorok alakulása



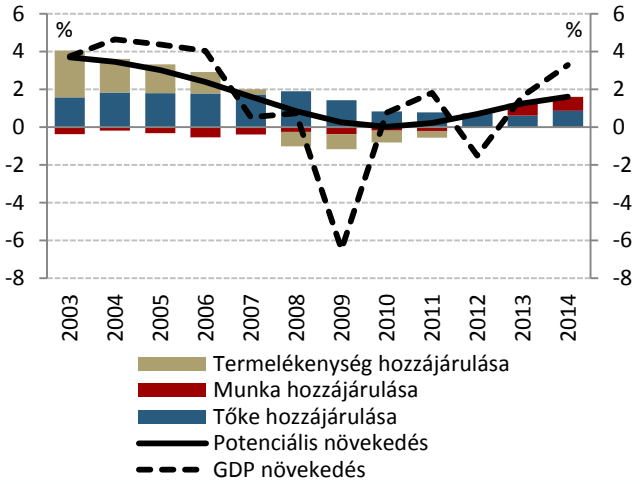
Forrás: Eurostat, CESIfo

3-27. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása



Forrás: KSH

3-28. ábra: Potenciális kibocsátás növekedése és a növekedési hozzájárulások



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.
Forrás: MNB számítások

uniós költségvetési ciklus kifutásával. Az újonnan kötött szerződések harmadik negyedévi csökkenése is mérsékeltebb kibocsátást vetít előre a következő negyedévekben (3-27. ábra).

Az előzetes terméseredmények alapján kedvező volt az idei évben a mezőgazdaság teljesítménye. 2013-hoz viszonyítva tovább tudott bővülni a kibocsátás. A mezőgazdasági számlák 2014-re vonatkozó becslése alapján a bruttó hozzáadott érték 21 százalékkal haladta meg az előző évi szintet. A növekedést elsősorban a gabonafélék magyarázzák, a kukorica termesztésének volumene harmadával emelkedett tavalyhoz viszonyítva.

Folytatódott a szolgáltatások hozzáadott értékének bővülése a harmadik negyedévben (3-25. ábra). Az ágazatok széles körében nőtt a kibocsátás. A kiskereskedelmi értékesítések stabilan növekedtek az elmúlt időszakban, az eladások bővülése a termékek széles körében jelentkezett. A növekedést a bővülő hazai fogyasztási kereslet támogatta. Emellett a NAV-pénztárgépek aktiválásából eredő fehéredési hatás is szerepet játszhatott a statisztikák által mért kiskereskedelmi forgalom élénkülésében. Októberben tovább folytatódott a kiskereskedelmi értékesítések bővülése. A vendéglátás és turizmus ágazatok hozzáadott értéke a harmadik negyedévben is növekedett. Mind a vendégéjszakák száma, mind a vendéglátóhelyek forgalma bővült. Az idegenforgalom élénkülése egyfelől a háztartások javuló jövedelmi helyzetére, másfelől a hazai turizmust élénkítő béren kívüli juttatások növekvő felhasználására vezethető vissza.

A pénzügy és ingatlanügyletek ágazatok teljesítménye továbbra is mérsékelten alakult. A visszafogott hitelaktivitással összhangban a pénzügy ágazat teljesítménye továbbra is elmaradt az előző negyedévétől. Előretekintve a devizahitelek forintosítása következtében csökkenő kamatbevételek 2015 első félévében tovább mérsékelhetik a szektor hozzáadott értékét. Az ingatlanügyek ágazat esetében mérsékelt korrekció azonosítható a harmadik negyedévben. Előretekintve azonban a lakástranzakciók válság óta legkedvezőbb alakulása, valamint az építési engedélyek számának növekedése pozitív folyamatokra enged következtetni.

A potenciális kibocsátás növekedése fokozatosan gyorsulhatott az elmúlt években, melyhez a keresleti feltételek javulása is hozzájárulhatott. A gazdaság termelő kapacitásait növelhette egyfelől a harmadik negyedévben tovább bővülő munkaerőpiaci aktivitás, másfelől az emelkedő beruházási ráta is (3–28. ábra). Az

ESA2010 keretében bevezetett módszertani változások eredményeképp a beruházási ráta szintben felfelé tolódott, amely átvezetése a potenciális kibocsátást szintben és dinamikában is emelte.

3-2. keretes írás: A Nemzeti Számlák módszertani változásainak hatásai

A 2013-as Nemzeti Számlák megjelenésével a Központi Statisztikai Hivatal áttért az Eurostat által előírt ESA2010 módszertan alkalmazására, így a szokásos éves felülvizsgálatnál jelentősebb mértékben, visszamenőleg változtak a Nemzeti Számlák adatai. A GDP szintje a teljes időhorizonton feljebb került, ezzel egyidejűleg a bruttó állóeszköz felhalmozás és így a beruházási ráta is érdemben növekedett. A nominális GDP szintjének emelkedésével a GDP-arányos államadósság szintje is mérséklődött. A fizetési mérleget érintő változások közül a jövedelemegyenleg (és ezen keresztül a GNI) javulása számottevő, amelyet a külföldön dolgozók hazautalt jövedelmeinek jobb számbavétele magyaráz. Keretes írásunkban röviden bemutatjuk az ESA2010 bevezetése miatti főbb módszertani változásokat, a GNI felülvizsgálatát és nemzetközi összehasonlításban értékeljük az idősorokban történt változásokat.

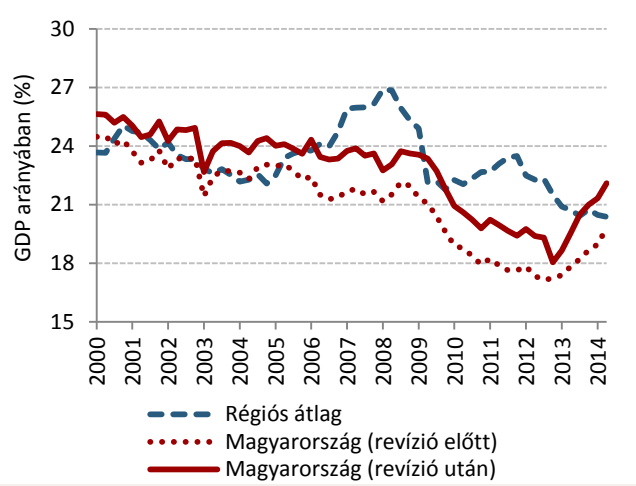
A Nemzeti számlák adatainak változását három csoportba sorolhatjuk. Egyrészt történtek az ESA2010 bevezetésével összefüggő revíziók. Másrészt uniós ajánlások alapján változott a GNI számítási módszertana. Végül az adatjavításokból származó szokásos statisztikai revízió is történt.

Jelentősebb hatású ESA2010 revíziók

A módszertani változtatások döntően a nemzetgazdasági beruházások volumenét emelték, elsősorban nem tárgyi jellegű eszközök folyó termelő felhasználásból történő átemelésével. A GDP-arányos beruházási ráta az időszak egészén mintegy 1,5-2 százalékponttal került feljebb. A legnagyobb horderejű változás, hogy a **kutatás-fejlesztési tevékenységet** (K+F) az új módszertan alapján a továbbiakban nem folyó kiadásnak, hanem termelt eszköznek kell tekinteni. A változtatás hatására a folyóáras GDP, illetve a beruházási ráta körülbelül egy százalékponttal került magasabb szintre. További jelentős revíziót okozott a **kis értékű eszközök**[7] illetve **a saját termelésű szoftverek és adatbázis**ok elszámolása, amely évente kb. 0,5-0,7 százalékkal emelte a folyóáras GDP szintjét illetve a beruházási rátát (3-29. ábra).

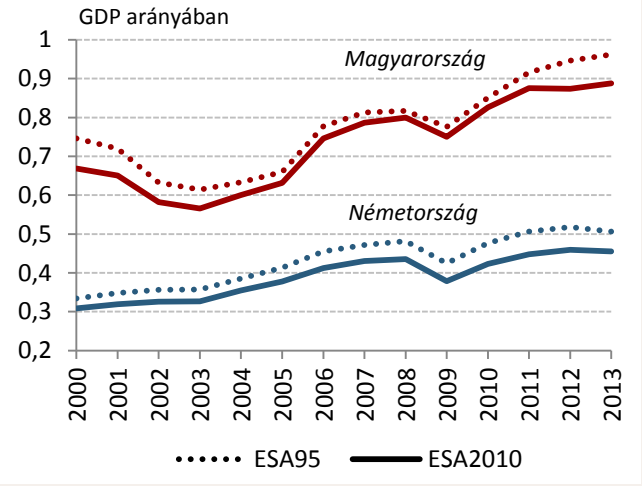
3-29. ábra: Egyes GDP tételek változása a nemzeti számlák revíziója során

Beruházási ráta



Forrás: Eurostat

Export/GDP arány



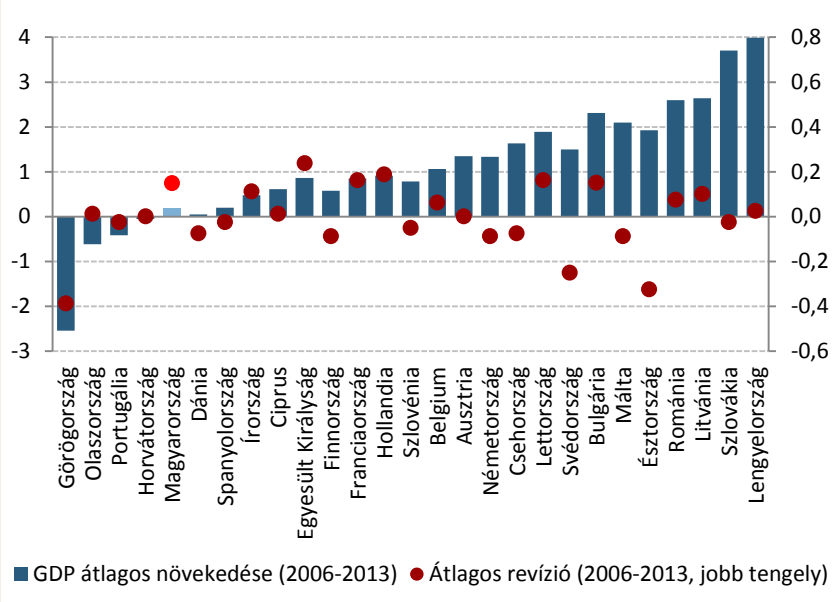
Forrás: Eurostat

[7] E kategóriába tartoznak az egy összegben elszámolható, adott értékhatár alatti, egyedi beszerzési, előállítási értékű tárgyi eszközök, vagyoni értékű jogok, szellemi termékek. A revízió csökkentette az értékhatárt, így e kör nagyobb hányada minősül bruttó állóeszköz-felhalmozásnak, és kisebb része számít termelő felhasználásnak.

Az ESA2010 előírásai szerint a **bérmunkát nettó módon kell értékelni**, azaz a bérmunkára beszállított/kiszállított anyag a továbbiakban nem minősül külkereskedelmi áruforgalomnak. Ehelyett csak a bérmunka díjat kell szolgáltatásexportként vagy -importként elszámolni. A változásnak nincs hatása a GDP-re, viszont a külkereskedelmi forgalom export és import adatait jelentősen csökkentette. Hasonlóan érdemi változást láthattunk más európai országok esetében is, legfőbb külkereskedelmi partnerünk Németország viszonylatában is érdemben mérséklődött a kereskedelem/GDP arány (3-29. ábra).

Az adatrevíziók a hazai GDP volumenének növekedési ütemét átlagosan 0,1 százalékkal emelték 1995 és 2013 között (3-30. ábra). A 2011-2013 közti időszak számai változtak jelentősebb mértékben, a 2013. évi növekedés például 0,4 százalékponttal, 1,5 százalékra emelkedett. Az utóbbi évek növekedési számait a módszertani változások mellett a szokásos statisztikai revíziók is emelték.

3-30. ábra: A bruttó hazai termék változása az ESA2010 módszertanra történő átállás után



Forrás: Eurostat

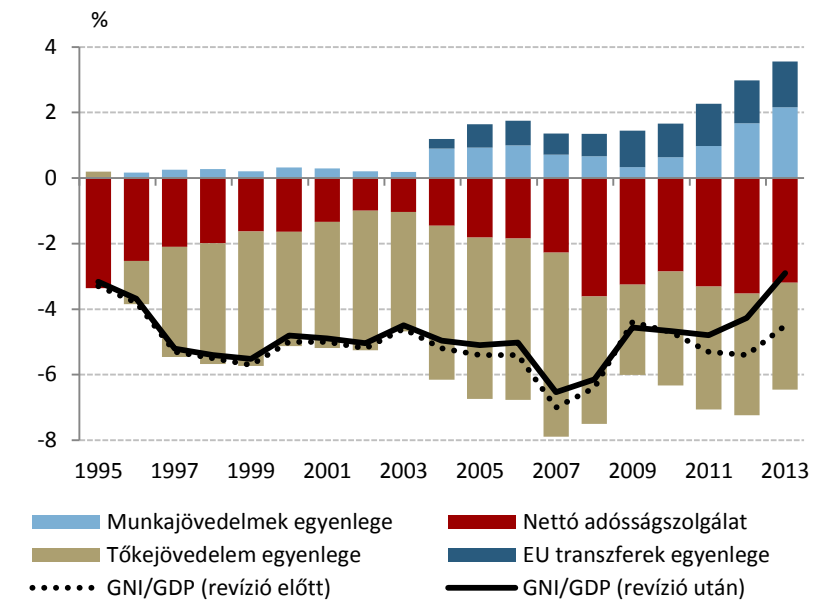
GNI adatok felülvizsgálata

A KSH az uniós ajánlásoknak megfelelően revideálta a GNI jövedelemmel kapcsolatos adatokat is. Kiemelt jelentőségű a külföldről kapott munkavállalói jövedelem becslésénél használt forrásadatok változása.[8] A régi módszertan szerinti munkajövedelem adatok nem tükrözték vissza, hogy az elmúlt években jelentősen nőtt a külföldön dolgozó magyarok száma.[9] Az új módszertan alapján készült idősor azonban már összhangban áll a friss migrációs trendekkel. Így a módszertani változás a GNI szintét, valamint a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét is emelte (3-31. ábra).

[8] A külföldön foglalkoztatottak létszámára vonatkozó nemzetgazdasági munkaerőmérleg-adatokat felváltották a munkaerőköltség-felmérés adatai. A bruttó átlagkereset megállapításához eddigi ILO adatbázis helyett az Eurostat adatbázisa került felhasználásra.

[9] Lásd pl. Bodnár K. – Szabó L. (2014): A kivándorlás hatása a hazai munkaerőpiacra, MNB-Tanulmányok 114.

3-31. ábra: A bruttó nemzeti jövedelem alakulása



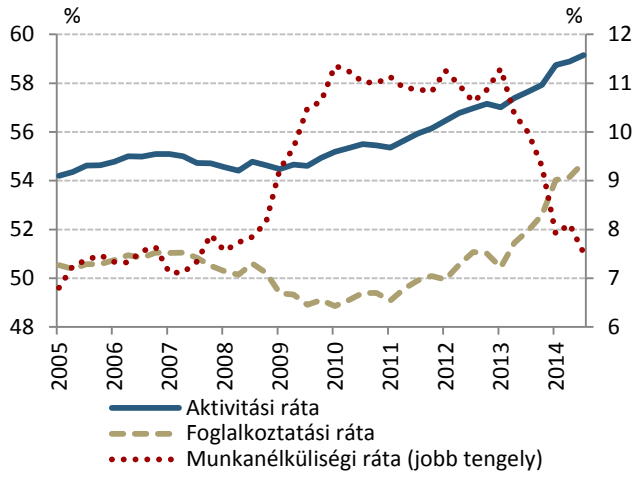
Forrás: KSH

A módszertani változások fő célja minden esetben az, hogy a statisztikák megbízhatóbb képet adjanak a gazdasági folyamatokról. A revideált adatok alapján a magyar gazdaság elmúlt években mért teljesítménye kedvezőbb volt korábbi ismereteinknél. A középtávú növekedési kilátások szempontjából kedvező jel, hogy a beruházási ráta emelkedett, már 2013-ban elérte a 20 százalékot.

3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség

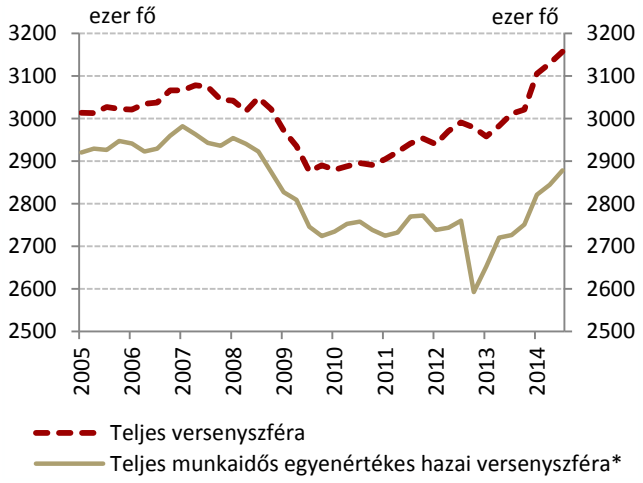
A harmadik negyedévben tovább bővült a versenyszférában foglalkoztatottak létszáma, mely főként a piaci szolgáltató szektor javuló foglalkoztatottságához köthető. A munkanélküliségi ráta csökkent az előző negyedévhez képest. A munkapiac feszesedésének irányába hathat a versenyszféra utóbbi negyedévekben jelentkező emelkedő munkakereslete, illetve a munkanélküliség alacsony szintje is.

3-32. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH

3-33. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása



Megjegyzés: * Külföldi telephelyen dolgozók nélkül
Forrás: KSH

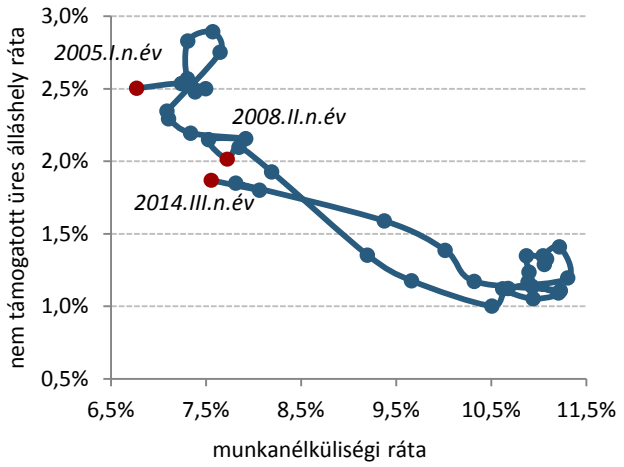
2014 harmadik negyedévében a korábbi hónapokhoz hasonlóan kis mértékben emelkedett az aktivitási ráta. A foglalkoztatottak számának növekedése meghaladta az előző hónapok dinamikáját. A közfoglalkoztatás májusban tapasztalt átmeneti megtorpanását követően újból felfutott. Ez elősegíthette a munkanélküliek számának mérséklődését az őszi hónapokban. A harmadik negyedévben a 15-74 éves korosztályra vonatkozó aktivitási ráta 59,2 százalék volt (3–32. ábra).

A nemzetgazdaság foglalkoztatottsága emelkedett a harmadik negyedévben, amihez mind a versenyszféra, mind pedig az államháztartás foglalkoztatottságának bővülése hozzájárult. Az államháztartásban foglalkoztatottak számának emelkedését a közmunkaprogram kibővítése támogatta. A versenyszférában dolgozók számának növekedése főként a piaci szolgáltató szektor javuló foglalkoztatottságának tulajdonítható. A feldolgozóipar létszáma stagnált a harmadik negyedévben, összhangban az ágazat mérséklődő konjunktúrájával. A versenyszférában dolgozók által ledolgozott munkaóratömeg a második negyedévi csökkenés után ismét emelkedett és visszatért év eleji szintjéhez (3–33. ábra).

A Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat által nyilvántartott álláskeresők, valamint a Munkaerő-felmérés adataiból számolt munkanélküliség egyaránt csökkent a harmadik negyedévben. A nem támogatott új álláshelyek száma a második negyedéves csökkenést követően ismét emelkedett, összhangban a versenyszektor növekvő munkakeresletével. A Beveridge-görbe alapján a munkapiac feszesebbé vált (3–34. ábra). Noha a havonként bejelentett új álláshelyek száma még nem érte el a válság előtti szintjét, a rendelkezésre álló betöltetlen álláshelyek állománya már megközelítette azt. Így a vállalatok munkakeresletén túl a munkapiac feszességét az is befolyásolhatja, hogy a munkapiac keresletének és kínálatának szerkezete eltérhet egymástól.

A munkakereslet élénkülése esetén a KSH által definiált munkakeresőkön túl lehetnek olyan csoportok, akik beléphetnek a munkapiacra, enyhítve a munkapiaci feszességet. A feszesebbé váló munkapiac középtávon a jelenleg visszafogott infláció emelkedésének irányába hathat, különösen a munkaintenzívebb ágazatokban. (A

3-34. ábra: Beveridge-görbe alakulása



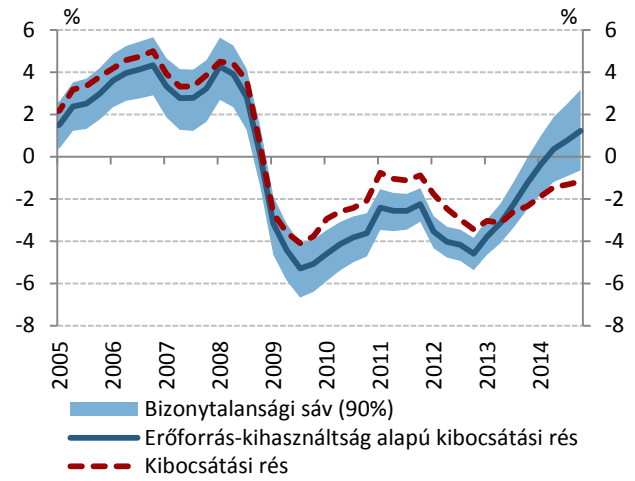
Megjegyzés: A nem támogatott üres álláshely ráta a negyedév folyamán rendelkezésre álló nem támogatott üres álláshelyeket az aktívak arányában
Forrás: NFSZ, KSH adatok alapján MNB számítás

feszesség és a munkaerő-tartalék kapcsolatáról részletesebben lásd 6.1. kiemelt téma.)

3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

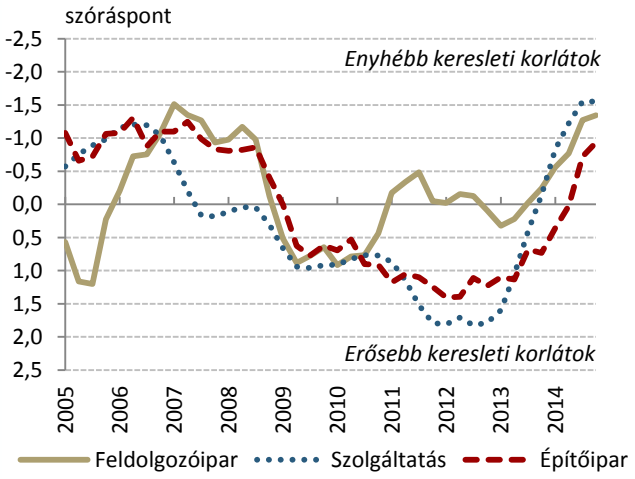
A reálgazdaság oldaláról jelentkező inflációs nyomás továbbra is mérsékelt. Ennek okaként a felvevőpiacaink gyenge ciklikus pozíciója, illetve az egyensúlyi szintjétől továbbra is elmaradó belföldi kereslet jelölhető meg. A kereslet élénkülésével párhuzamosan azonban a kibocsátási rés fokozatosan záródhat, amit az erőforrás-kihasználtságot mérő indikátorok is alátámasztanak.

3-35. ábra: Kibocsátási rés mutatók



Megjegyzés: Az erőforrás-kihasználtság alapú kibocsátási rés különböző vállalati kapacitáskihasználtságra vonatkozó indikátorok információtartalmát sűríti egyetlen indikátorba. A bizonytalansági sáv e 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

3-36. ábra: A kereslet mint termelést korlátozó tényező az ESI felmérésben



Megjegyzés: Standardizált adatok, fordított skála. 3 negyedéves mozgóátlagok.
Forrás: Európai Bizottság

A visszafogott inflációs alapfolyamatok arra engednek következtetni, hogy nem csupán a kedvező költségsokkok miatt alacsony az infláció, hanem a reálgazdaság oldaláról is gyenge lehet az inflációs nyomás. A kibocsátási rés becslésünk szerint változatlanul negatív (3–35. ábra).

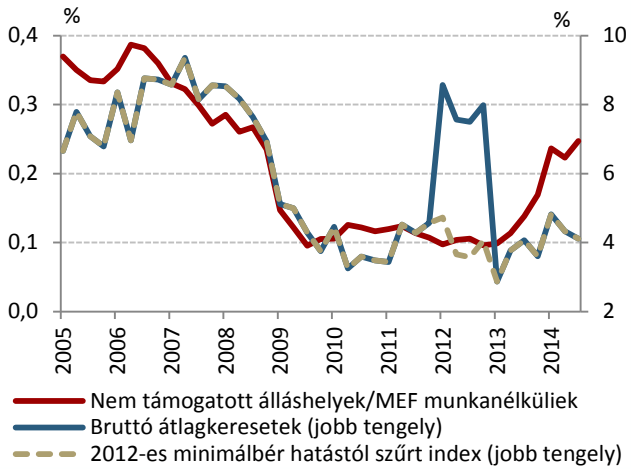
A konjunktúra élénkülésével párhuzamosan számos vállalati felmérésen alapuló indikátor és munkaerőpiaci mutató a kibocsátási rés záródására utal. A bizalmi indikátorok tovább javultak az elmúlt hónapokban, így a harmadik negyedévben megközelítették a válság előtti szintjüket. A kereslet élénkülése magyarázhatja az egyre intenzívebbé váló kapacitáskihasználtságot, amelyet az is alátámaszt, hogy a felmérésekben a vállalatok már egyre kisebb arányban jelölik meg a keresletet, mint a termelést korlátozó tényezőt (3–36. ábra). Az erőforrás-kihasználtság alapú kibocsátási rés mutató magasabb szintjét az indokolja, hogy a kapacitások nagyobb mértékű kihasználása elsősorban az aggregált inflációs nyomás szempontjából kevésbé meghatározó szektorok (ipar, építőipar) esetén jellemző.

A beérkezett adatok alapján a magyar gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése a szeptemberi Inflációs jelentés óta érdemben nem változott. A gazdaság ciklikus pozícióját az egyensúlyi szintjétől továbbra is elmaradó belső kereslet, továbbá a világgazdaság felől jelentkező dezinflációs hatások indokolhatják. Ugyanakkor a hazai lakossági fogyasztás fokozatos élénkülése a kibocsátási rés záródásának irányába mutat.

3.6. Költségek és infláció

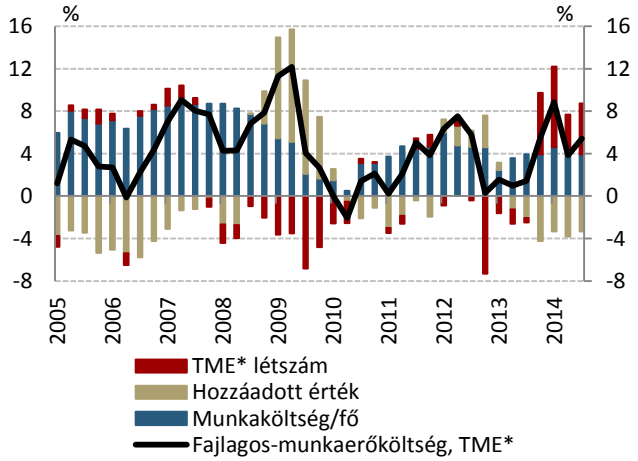
Az infláció az elmúlt hónapokban változatlanul enyhén negatív tartományban alakult. A mérsékelt inflációhoz a visszafogott kereslet, az olajár számottevő csökkenése, az alacsony importált infláció, illetve a szabályozott árak több lépcsőben végrehajtott csökkentése egyaránt hozzájárult. A versenyszféra bérindexe az év elején tapasztalt megugrást követően a korábbi negyedévhez hasonló szinten alakult.

3-37. ábra: A bruttó átlagkeresetek és a munkapiaci feszesség éves változása



Forrás: KSH

3-38. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása



Megjegyzés: * Teljes munkaidő egyenértékes. Szezonálisan igazított adatok.
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3.6.1. Bérek

A tavalyi évben a munkapiaci feszesség elmozdult a mélypontjáról, ezzel összhangban némileg nőtt a bérdinamika. Ugyanakkor az alacsony infláció, a horgonyozottabbá váló inflációs várakozások elősegíthették, hogy a feszesebbé váló munkapiac csak mérsékelt gyorsulást okozzon a bérek növekedésében (3–37. ábra).

A versenyszektorban 2014 harmadik negyedévében stabil maradt a bérek növekedési üteme. Mind a rendszeres keresetek, mind pedig a bruttó átlagkeresetek dinamikája 4 százalék körül alakult. A prémium-kifizetések megegyeztek a harmadik negyedévben szokásos mértékkel. A versenyszférán belül a feldolgozóipari bérek dinamikája továbbra is magasabb, mint a piaci szolgáltatásoké.

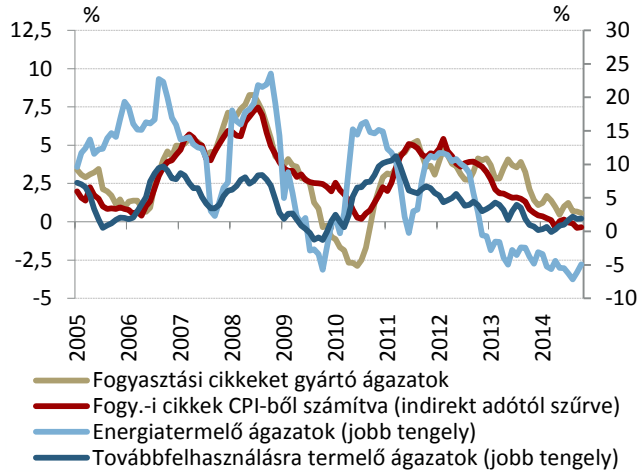
A teljes munkaidő egyenértékes létszámmal számolt fajlagos munkaerőköltség mérsékelten növekedett a harmadik negyedében (3–38. ábra). A fajlagos munkaköltség dinamikájának alakulásához döntően a ledolgozott munkaóratömeg bővülése járult hozzá. A hozzáadott érték lassuló növekedése is a fajlagos munkaerőköltség emelkedésének irányába hatott. Ezzel szemben az egy főre eső munkaköltség dinamikája kis mértékben csökkent a harmadik negyedévben.

3.6.2. Termelői árak

A mezőgazdasági nyersanyagárak felől érkező inflációs nyomás továbbra is visszafogott. Az elmúlt hónapokban a mezőgazdasági termékek termelői árai tovább csökkentek, melyhez döntően a kedvező terméseredmények, az orosz embargó árleszorító hatása, továbbá a takarmányárak esése járulhattak hozzá. A gabona termékek árai enyhén csökkentek az ősz során. Az állati eredetű termékek árszintje mérséklődött, melyet a sertéshús és a tej árának csökkenése magyaráz.

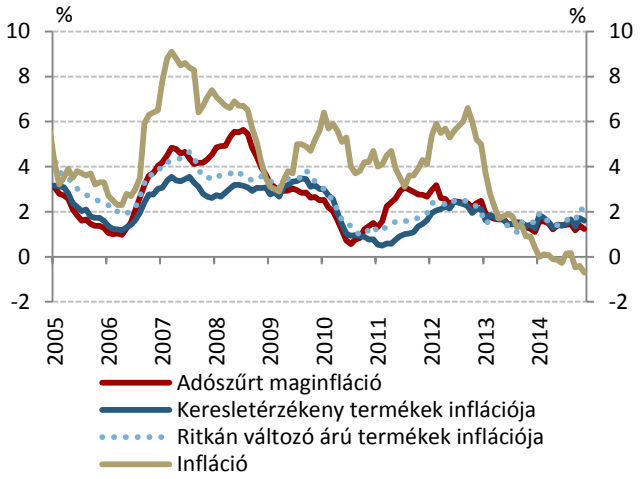
Az ipari termelői árakat az elmúlt hónapokban mérsékelt dinamika jellemezte (3–39. ábra). Ezt a visszafogott kereslet, illetve az alacsony importált inflációs nyomás egyaránt magyarázhatja. A fogyasztási cikkeket gyártó és a továbbfelhasználásra termelő ágazatok árai enyhén növekedtek. Az energiatermelő ágazatok árai tovább mérséklődtek az előző év azonos időszakához képest.

3-39. ábra: Az ipari termelői árak éves változása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-40. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: KSH, illetve KSH adatok alapján MNB számítás

A hazai termelői árak az eurozónában látható folyamatoknak megfelelően alakultak. A termelői árak alakulásának hátterében az energiaárak további mérséklődése, a visszafogott keresletoldali árnyomás, valamint stagnáló inflációs várakozások állnak. Ennek következtében a feldolgozott termékek körében továbbra is alacsony költségoldali inflációs nyomást tapasztalhattunk.

3.6.3. Fogyasztói árak

Az elmúlt hónapokban az infláció változatlanul negatív tartományban alakult. Az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók az elmúlt időszakban 1,5 százalék körül alakultak. A ritkán változó árú termékek inflációjának októberi emelkedését egyedi hatás, az egyéb fel nem sorolt pénzügyi szolgáltatások árának növekedése okozta. **Az alapmutatók visszafogott szintje továbbra is mérsékelt inflációs környezetre utal.** Az indikátorok stabilan a pozitív tartományban tartózkodnak, így a 0 százalék alatti infláció ellenére csekély a valószínűsége defláció kialakulásának (3–40. ábra).

Az iparcikkek árai visszafogottan alakultak az elmúlt időszakban. A termékkör árainak alakulását a továbbra is a gyenge kereslet és az alacsony importárak árleszorító hatása magyarázhatja. Az iparcikkeken belül a tartós termékek árai mérsékelten alakultak. A nem-tartós iparcikkek inflációjához az elmúlt hónapokban hozzájárult a repülőjegyárak esése, azonban a termékkör egyéb tételeinek árai is némileg csökkentek.

A piaci szolgáltatások havi árváltozása összességében mérsékelt maradt. Októberben egyedi hatások is alakították a termékkör árait, amit elsősorban az egyéb pénzügyi szolgáltatások árának emelkedése magyaráz. Egyes bankok változtattak díjaikon, melynek következtében a piaci szolgáltatások éves inflációja emelkedett. Ezen hatástól eltekintve azonban a termékek széles körében mérsékelt árnövekedés volt megfigyelhető. A termékkörre jellemző árazási gyakorlat alapján a következő év eleje lehet meghatározó a piaci szolgáltatások inflációjának alakulása szempontjából.

A mezőgazdasági termelői árakkal összhangban az élelmiszerek árai visszafogottan alakultak. A feldolgozott élelmiszerek árszintje kis mértékben csökkent, melyhez az orosz embargó okozta megnövekedett kínálat is hozzájárulhatott. A feldolgozatlan élelmiszerek árszintjében enyhe csökkenést figyelhettünk meg.

Az üzemanyagárak csökkenésének hátterében javarészben a dollárban kifejezett olajár esése húzódik

meg, melynek hatását kissé tompította a forint dollárhoz viszonyított gyengülése. Szeptember vége és december első napjai között a Brent kőolaj ára több mint 20 százalékkal mérséklődött, míg a forint/dollár árfolyam kb. 2 százalékkal gyengült.

A szabályozott árak csökkentek az utóbbi hónapokban. Az áram és távhő árak őszi (szeptember-októberi) csökkentése megjelent a fogyasztói árakban is, ami további mérséklődést okozott a termékkör inflációjában. Az egyéb szabályozott tételek esetében visszafogott volt az árak alakulása.

Az elmúlt időszak beérkezett inflációs adatai alacsonyabban alakultak a jegybanki várakozásoknál. Az eltérést elsősorban az olajárak mérséklődése okozta. Emellett az eltéréshez az iparcikkek, valamint az élelmiszerek alacsonyabb inflációja is hozzájárult.

Összegezve az elmúlt hónapokat mérsékelt infláció jellemezte. Költségoldalról továbbra is erős dezinflációs nyomást jelentett az olajárak érdemi csökkenése, a mérsékelt nyersanyag- és importárak, valamint az élelmiszerekre kivetett orosz embargó. Ezzel ellentétes irányba hat ugyanakkor a belső kereslet fokozatos élénkülése.

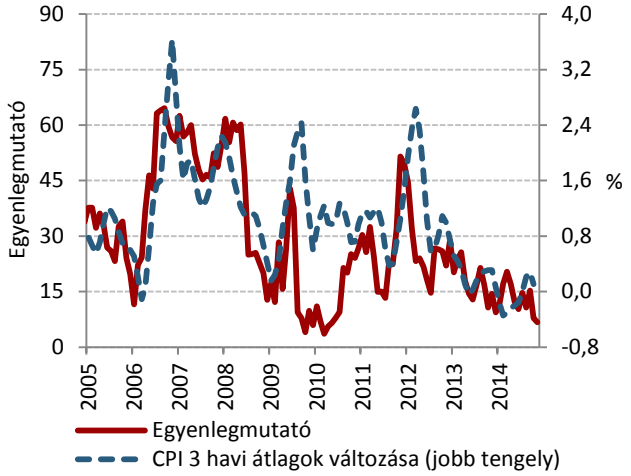
3.6.4. Inflációs várakozások

A kiskereskedelmi szektor értékesítési áraira vonatkozó inflációs várakozások tovább csökkentek. Ez arra utalhat, hogy a költség- és keresletoldali tényezők összességében továbbra sem indokolnak jelentősebb áremeléseket az előttünk álló hónapokban (3–43. ábra).

A magyar lakosság inflációs várakozásai az elmúlt hónapokban a korábban tartósan alacsony inflációs várakozásokkal jellemezhető országok (Csehország, Lengyelország) szintjén stabilizálódtak. Ez a szint az inflációs céllal konzisztens várakozásoknak felelhet meg. A lakossági várakozások az elmúlt év folyamán folyamatosan mérséklődtek az infláció csökkenésével párhuzamosan (3–44. ábra).

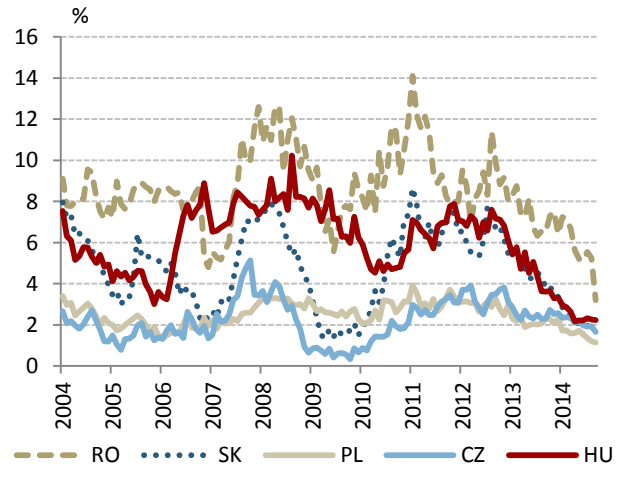
Az inflációs várakozások utóbbi években megfigyelt alkalmazkodása elősegítheti, hogy gazdasági szereplők árazási és bérezési döntései középtávon is az inflációs céllal összhangban alakuljanak.

3-41. 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

3-42. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: EU Bizottság adatai alapján MNB számítás

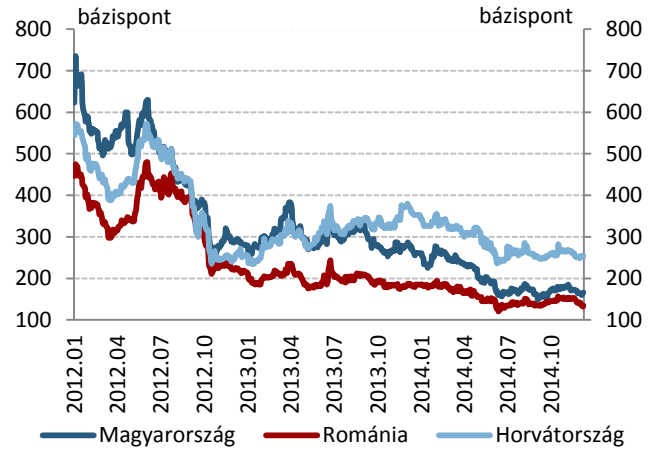
4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt három hónapban összességében pozitív befektetői hangulat és változatlanul erős kockázatvállalási hajlandóság jellemezte a nemzetközi piacokat, noha a globális növekedéssel, a dezinflációs környezettel, valamint olajárral kapcsolatos aggodalmak továbbra is éreztették hatásukat. Az október második felében a kockázatvállalási hajlandóságban bekövetkező megingás több tényező együttes hatására jelentkezett, és a részvényindexek gyors esése, illetve a fejlett piaci alacsony kockázatú kötvények iránti kereslet emelkedése kísérte. Október végétől azonban a befektetők ismét a kockázatos eszközök felé fordultak, és az időszak végére több fejlett piaci részvényindex is historikus csúcsra ért. A pénzpiacok továbbra is érzékenyen reagáltak a fejlett jegybankok bejelentéseire: a japán jegybank mennyiségi lazítását pozitív piaci reakció követte, és az elemzői várakozások szerint hamarosan elkezdődő eurozónabeli állampapír-vásárlás a japán stimulussal együtt a közeljövőben is támogatja a globális kockázatvállalást.

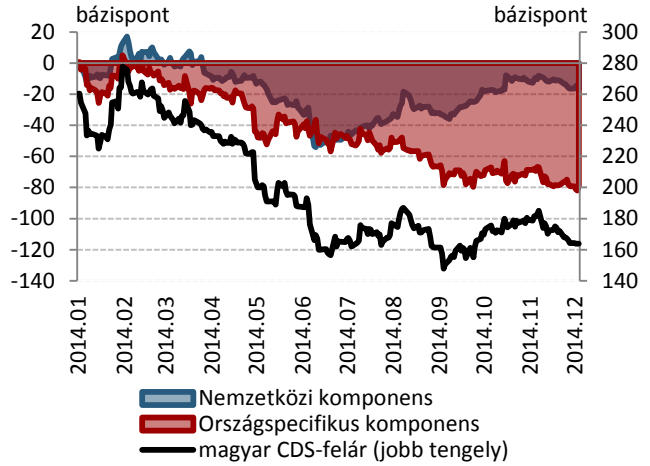
A hazai pénzpiaci folyamatok alapvetően kedvező képet mutattak. Magyarország kedvező kockázati megítélése mind a CDS-felár stabil alakulásában, mind a hosszú hozamok csökkenésében tetten érhető volt. A forintárfolyam az euróval szemben a régiót felülteljesítve több mint másfél százalékkal erősödött, és a dollárral szemben is régiós viszonylatban a legkisebb leértékelődést mutatta. Az állampapírpiacon megindult a rövid hozamok közeledése az alapkamathoz, a hosszú hozamok pedig érdemben mérséklődtek, így a hozamgörbe meredeksége csökkent.

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



Forrás: Bloomberg

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

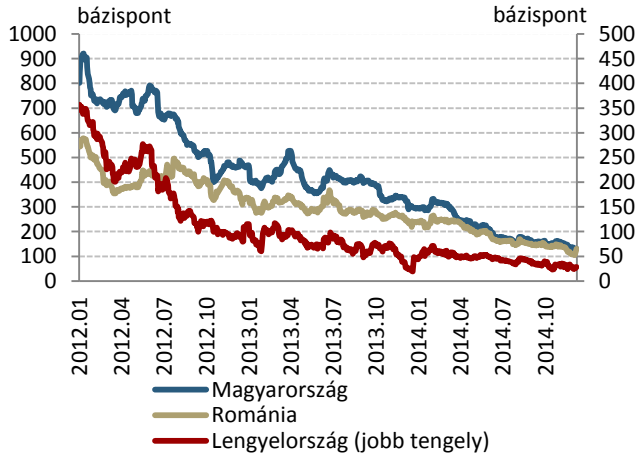
4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

A szeptemberi inflációs jelentés megjelenése óta kedvezően alakultak hazánk kockázati mutatói. A magyar 5 éves szuverén CDS-felár a vizsgált időszak elejéhez képest lényegében nem változott, míg a forintárfolyam a devizahitel-konverzióval kapcsolatos bizonytalanság elmúltával összességében erősödött. Az állampapírpiaci hozamok a rövid szegmensben az időszak első felében kissé emelkedtek, és így közelebb kerültek az alapkamat szintjéhez, majd az időszak végén ismét csökkenni kezdtek; míg a hosszú lejáratokon érdemben, 50-100 bázisponttal lefelé tolódtak a hozamok. A régiós országok esetében hasonló irányú elmozdulások voltak megfigyelhetők a kockázati mutatókban. A globális piaci hangulat megingásai a térség országaiban kevésbé éreztették hatásukat, a régió megítélése – a növekedési aggodalmak és az orosz-ukrán konfliktus ellenére – továbbra is viszonylag kedvező maradt (4-1. ábra).

Hazánk 5 éves CDS-felára a szeptember közepi szinthez képest összességében nem változott. A globális piaci hangulat megingásai a régiós CDS-felárakban viszonylag mérsékelten éreztették hatásukat. A hazai felár átmenetileg 180 bázispontig emelkedett, majd az időszak végére ismét 160 bázispont közelébe csökkent. Az időszak egészét tekintve a régiós felárak hasonló irányú elmozdulást mutattak. A térség megítélése továbbra is kedvezőnek mondható, amelyet az idén alacsony szinten alakuló felárak is alátámasztanak.

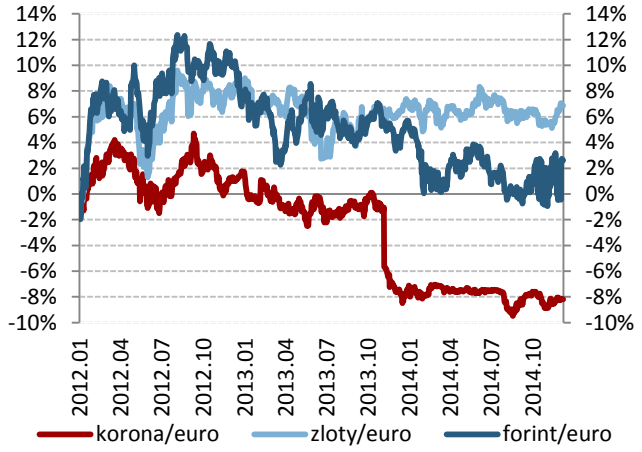
CDS dekompozíciós módszertanunk szerint a magyar felár időszak végi csökkenése nagyobb részt országspecifikus tényezőkhöz köthető, míg az időszak közepén tapasztalt

4-3. ábra: 2018-ban lejáró régiós euróban denominált devizakötvény felárak



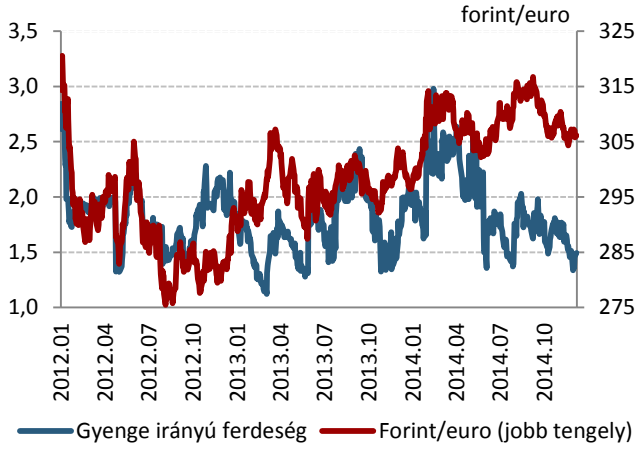
Forrás: Thomson Reuters

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 ferdeségi mutatójának alakulása



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

emelkedésben mind nemzetközi, mind hazai tényezők szerepet játszottak (4-2. ábra). Összességében az év elejéhez képest hazánk kockázati megítélése a régióval összhangban javult, és december elején az 5 éves magyar CDS-felár a válságot követő időszak mélypontja közelében mozgott.

Az euróban denominált magyar kibocsátású devizakötvény-felár mintegy 30 bázisponttal csökkent az elmúlt három hónapban. A hozamcsökkenés eltérő mértékben, de a többi régiós devizakötvények esetében is megfigyelhető volt (4-3. ábra).

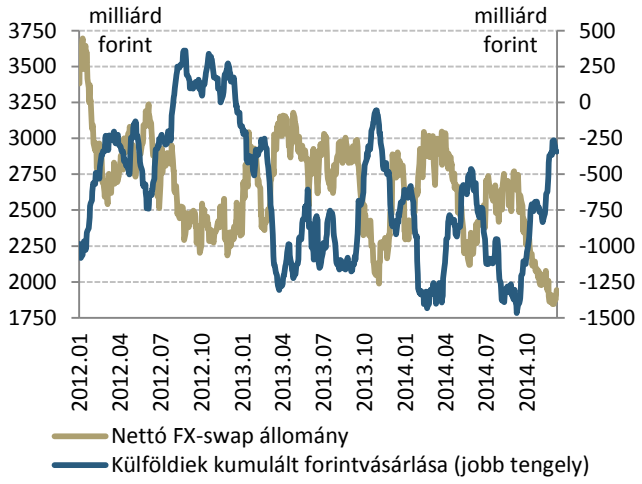
4.1.2. Devizapiaci folyamatok

Az euro/forint keresztárfolyam az előző negyedévhez képest némileg szűkebb tartományban, és kissé erősebb szinteken, 304 és 312 között ingadozott. Az euróval szembeni forintárfolyam az időszak során összességében több mint 1,5 százalékkal erősödött. A forint árfolyamára a hazai események és a kockázatvállalási hajlandóság növekedése is kedvezően hatott. Hazai téren a lakossági devizahitelesek kompenzálásáról és a devizahitelek piaci árfolyamon történő konverziójáról hozott parlamenti döntések, valamint az MNB devizaeladási tenderei, amely révén biztosította a bankrendszernek a konverzióhoz szükséges devizamennyiséget, mind csökkentették a korábbi bizonytalanságot és az árfolyamra nehezedő nyomást. Az előretekintő indikátorok (volatilitás, ferdeség) alakulása az időszak végén a forintárfolyam stabilizálódásának irányába mutatott (4-5. ábra).

A forintárfolyam a régiós devizaárfolyamok között enyhén felülteljesítő volt a szeptember közepe óta tartó időszakban. A térségi devizák közül az euróval szemben a forint és a zloty tudott 1 százalékot meghaladó mértékben erősödni, míg a cseh koron és román lej kismértékben gyengült. Ugyanakkor a dollár folyamatos erősödése miatt a feltörekvő devizák többsége eltérő mértékben, de leértékelődött az amerikai fizetőeszközzel szemben. A forint 3, míg a cseh, lengyel és román deviza 4-6 százalékkal értékelődött le a dollárral szemben a szeptember közepe óta tartó időszakban (4-4. ábra).

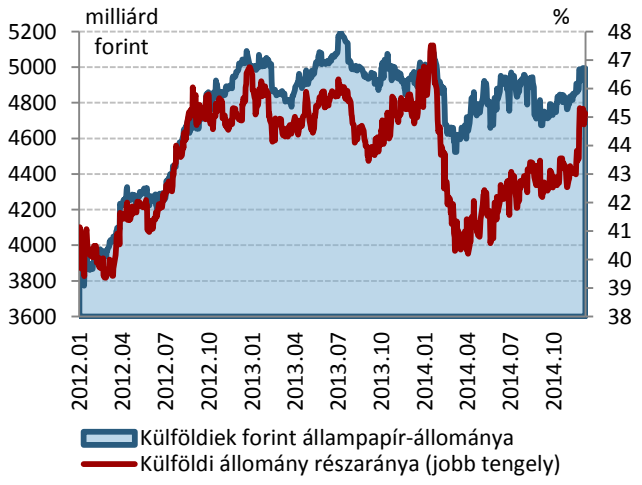
A rövid, hónapon belüli futamidőkön változóan alakultak a swapfelárak az időszak során, jellemzően csak a hónap végi feszültebb időszakokban emelkedtek meg. A jegybanki ON betétállomány mérséklődése is arra utal, hogy a bankok előző negyedévre jellemző óvatos likviditáskezelése oldódott. A közepes (1, 3 és 6 hónapos) futamidőkön az időszak elejét a swapfelárak megemelkedése jellemezte, amelyet egy fokozatos szűkülés követett. December elején az 1 és 2 hónapos,

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



Megjegyzés: Külföldiek kumulált forintvásárlása: 2010. jan.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

már 2015-re áthúzódó lejárattal rendelkező jegyzések utaltak bizonyos mértékű, ilyenkor szokásosnak mondható feszültségre, amely a bankok év végi mérlegkiigazításához köthető. A december elejéig tapasztalt feláremelkedés azonban elmaradt a korábbi években megfigyelt szintektől. A hosszú, éven túli swapokban általános felárcsökkenés következett be.

A külföldi szereplők forint elleni pozícionáltsága csökkent, miközben állampapír-állományuk emelkedett. A nem rezidens szereplők nettó FX-swap állománya az időszak végére 635 milliárd forinttal épült le, miközben kumulált forintvásárlásuk érdemben, 940 milliárddal nőtt. A nem rezidensek forint állampapír-állománya az időszak első felében stabil szinten, 4700 és 4900 milliárd forint között ingadozott, majd az időszak végén emelkedni kezdett, és megközelítette az 5000 milliárd forintot. Összességében az időszak elejéhez mérten 250 milliárd forinttal nőtt az állományuk, amellyel a külföldiek részesedése 42,5 százalékról 45 százalékra nőtt a forintban denominált állampapírok piacán (4-6. ábra).

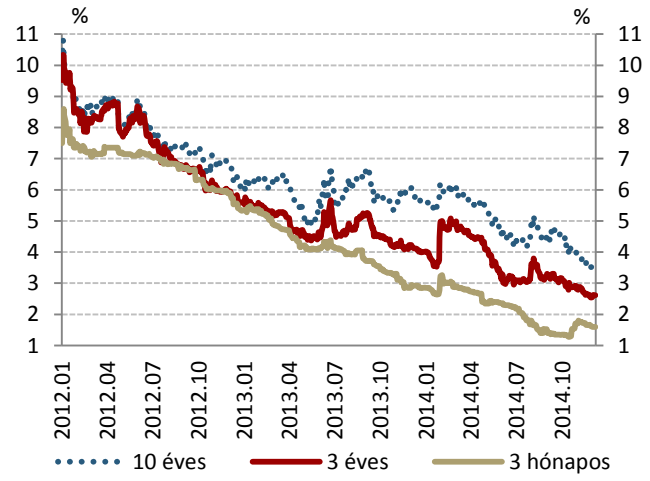
4.1.3. Állampapírpiac és hozamalakulás

Az elsődleges piacon a hosszú kötvények iránt erős, míg a diszkontkincstárjegyek iránt nagyrészt egészséges, azonban egyes esetekben visszaeső volt a kereslet. A 3 hónapos futamidejű diszkontkincstárjegyeket közel 2,5-szeres átlagos lefedettség jellemezte. Ugyanakkor az egyéves DKJ-aukciók fele esetében a meghirdetettnél kevesebb forrást tudott csak az ÁKK bevonni. Az ÁKK az év utolsó heteiben fokozatosan visszafogta a meghirdetett mennyiségeket: míg az év első felében még 60, az év végére már csak 30 milliárdos mennyiségeket kínált eladásra egy-egy aukció alkalmával. A kialakuló aukciós átlaghozamok az időszak első felében historikus mélyponton, jóval a jegybanki alapkamat alatt alakultak, majd az időszak vége felé a DKJ-hozamokban egy lassú normalizálódást lehetett megfigyelni, azonban a hozamszintek továbbra is 40-50 bázisponttal az alapkamat szintje alatt maradtak.

Az állampapírok elsődleges piacán a hosszú lejáratú kötvények iránt is erős, 2,5-3-szoros kereslet mutatkozott, a változó kamatozású 3 éves kötvények pedig átlag 4,5-szeres túlkereslet mellett keltek el. A kibocsátó a kötvények esetében a meghirdetetthez képest 131 milliárddal több államkötvényt értékesített. Az aukciós átlaghozamok az időszak végére 60-100 bázisponttal csökkentek, ezzel a 10 éves papír hozama 3,5 százalék közelébe süllyedt.

A másodpiaci állampapírhozamok a rövid lejáratokon

4-8. ábra: Az állampapírpiaci referenciahozamok alakulása



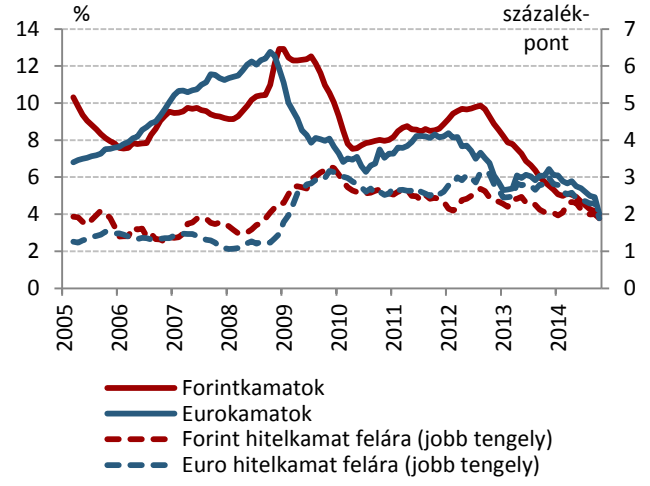
Forrás: ÁKK

összességében emelkedtek, míg a hosszú lejáratokon érdemben csökkentek, így a hozamgörbe meredeksége az időszak elejéhez képest jelentősen mérséklődött. A bankközi hozamok esetében a hosszú futamidőkön volt tapasztalható egy, az állampapírpiacihoz hasonló, jelentős hozamcsökkenés, míg a rövid futamidőkön nem következett be lényegi elmozdulás a hozamokban, azok továbbra is az alapkamat szintje körül ingadoztak (4-8. ábra).

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A megvalósult ügyletek alapján a vállalati és háztartási szegmensben is mérséklődtek a finanszírozási költségek 2014 harmadik negyedévében. A kamatlábak csökkenésének mértéke meghaladta a referenciakamat mérséklődését, így a felár mindkét szegmensben csökkent. A hitelezési felmérésre adott válaszaikban[10] a bankok összességében a vállalati hitelezési feltételek változatlanságáról számoltak be, hasonlóan a háztartási szegmens lakáscélú hiteleihez. Ezzel szemben a háztartási fogyasztási hitelek esetében a hitelezési feltételek enyhülését jelentették. Az egyéves reálkamat az állampapírhozamok csökkenése miatt mérséklődött a negyedév során.

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



Megjegyzés: 3-havi mozgóátlag. A felárak az EURIBOR, illetve BUBOR kamat feletti felárak. Változó kamatozású, vagy maximum 1 évig rögzített kamatok.
Forrás: MNB

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

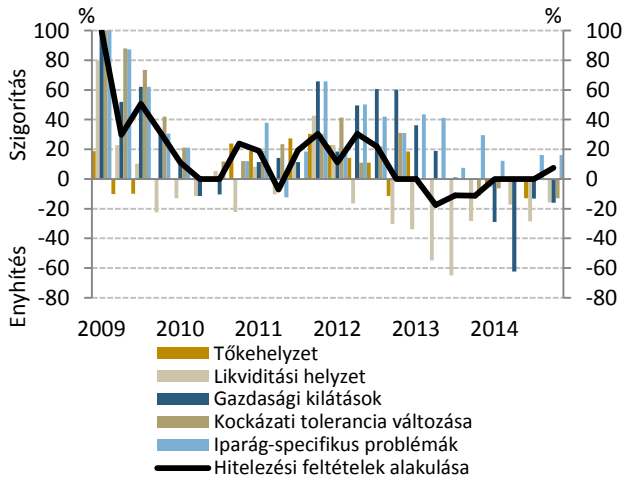
2014 harmadik negyedévében tovább csökkentek a vállalati hitelkamatok. A változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással[11] rendelkező forinthitelek 3 havi mozgóátlaggal simított kamatlába a megvalósult ügyletek alapján a harmadik negyedévben 4,7 százalékról 4,2 százalékra, majd októberben 4,0 százalékra mérséklődött (4-9 ábra). A kamatfelár júliusról októberre mintegy 0,2 százalékponttal csökkent. Ennek eredményeképp a kamatszint és a felár sem számít kirívónak nemzetközi összehasonlításban. A hitelképes kis- és középvállalkozások számára változatlanul a Növekedési Hitelprogram második szakaszának kibővített keretén belül folyósított hitelek kedvezményes, maximum 2,5 százalékos kamatlába jelent kedvező finanszírozási formát.

Az euro alapú hitelek esetében a második negyedévben a kamatszint és a referenciakamat (3-hónapos EURIBOR) feletti felár is csökkent. A 3 havi mozgóátlaggal simított kamatszint júliusról októberre 2,6 százalékról 2 százalékra

[10] A hitelezési felmérés eredményeinek részletesebb elemzése megtalálható az MNB Hitelezési folyamatok című kiadványában: *http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu-hitelezesi-folyamatok/201411/Hitelezesi_folyamatok_201411_HU.pdf*

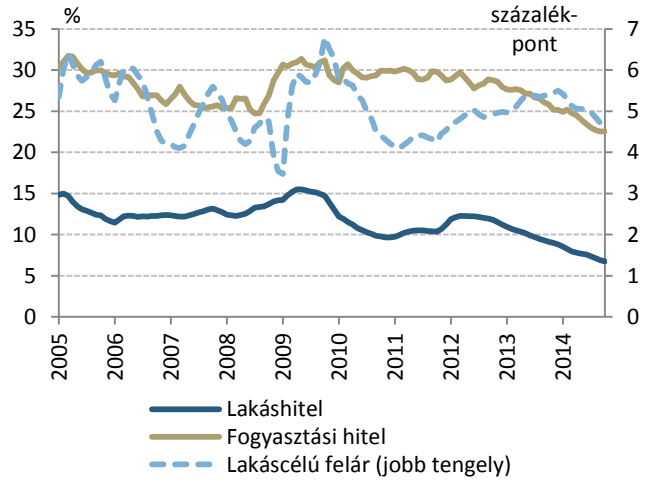
[11] A Növekedési Hitelprogram keretén belül folyósított hitelek többsége éven túli hitel, így az általunk vizsgált kamatlábak elsősorban a piaci folyamatokat tükrözik.

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, a bankok válaszai alapján

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

mérséklődött, míg a felár 2,3 százalékpontról 1,9 százalékpontra csökkent.

A hitelezési felmérés alapján a vállalati hitelfeltételek változatlanok maradtak 2014 harmadik negyedévében, bár a bankok likviditási helyzete, a gazdasági kilátások és a tőkehelyzet is a feltételek enyhítése irányába hatott a vizsgált időszakban. Előretekintve a bankok kis százaléka jelezte, hogy a következő félév során szigorítana a hitelfeltételeken (4-10 ábra).

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A megvalósult lakáscélú jelzáloghitel ügyleteknél a három hónapos mozgóátlaggal simított teljes hitelköltség (THM) tovább mérséklődött, értéke júliusról októberre 7,4 százalékról 6,7 százalékra csökkent (4-11 ábra). A hitelköltség csökkenése meghaladta a 3-hónapos BUBOR azonos időszakban megfigyelhető mérséklődését, így a felár a júliusi 5 százalékpontról 4,6 százalékpontra mérséklődött, folytatva a 2013 decembere óta megfigyelhető csökkenő tendenciáját. A hitelköltség és a felár csökkenése részben a változó kamatozású konstrukciók új kibocsátáson belüli emelkedő arányát tükrözi.

A fogyasztási hitelek 3-hónapos mozgóátlaggal simított teljes hitelköltsége a harmadik negyedévben kis mértékben csökkent (4-11. ábra), a júliusi 23 százalékos értékről júliusra 22,6 százalékra esett.

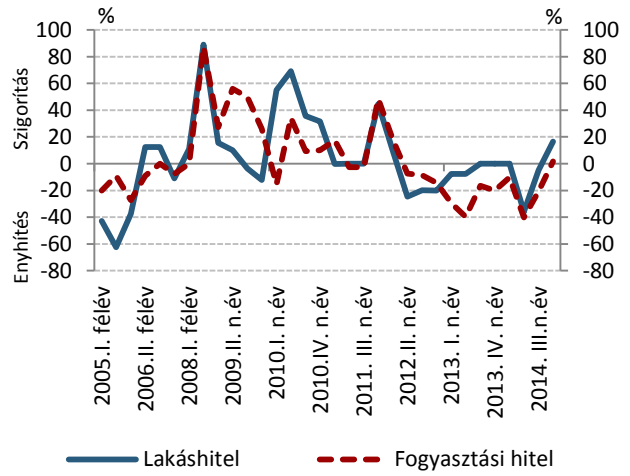
A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok a fogyasztási hitelek feltételein lazítottak, míg a lakáscélú hitelek kondícióin érdemben nem változtattak 2014 harmadik negyedévében. Lakáscélú hitelek esetében nettó értelemben[12] a felmérés keretein belül megkérdezett bankok 5 százaléka, fedezetlen fogyasztási hitelek esetében 20 százaléka számolt be enyhítésről (4-12 ábra). A lakáscélú banki hitelfeltételek változatlanságának eredményeképpen a megvalósuló lakáscélú ügyletek átlagos hitelfedezeti aránya (LTV) a negyedév során 57 százalékos szinten maradt. A következő félévre vonatkozóan a bankok 16,5 százaléka szigorítást tervez a lakáscélú hitelek feltételein, míg a fogyasztási hitelek kondícióin gyakorlatilag nem terveznek további lazítást.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

2014 harmadik negyedévében az egy évre előretekintő reálkamat folyamatosan csökkent mind az 1 éves állampapírhozam alapján, mind a legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok alapján

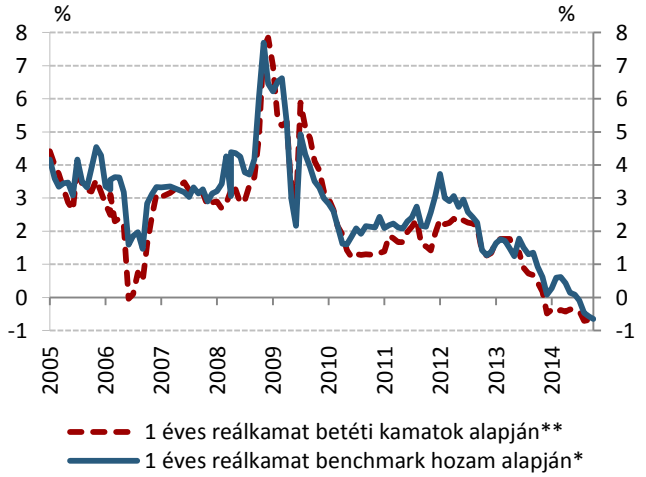
[12] A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

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

4-13. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása



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

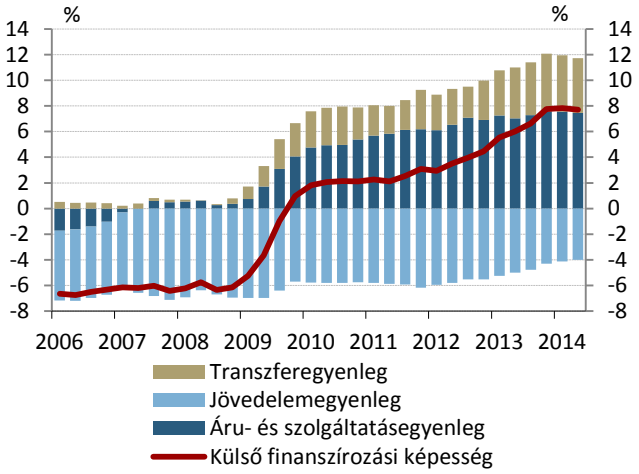
számolva (4-13 ábra). A reálkamatok csökkenését az (állampapírpiaci hozamokból becsült) zérókuponhozam esése okozza. A reálkamat historikus mélyponton van: az 1 éves állampapírhozamok alapján értéke –0,65, míg a legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok alapján -0,8 százalék volt októberben.

5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

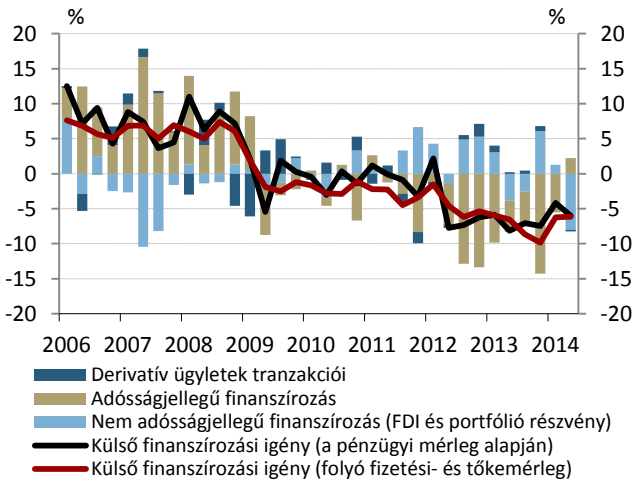
A magyar gazdaság négy negyedéves külső egyensúlyi többlete 2014 II. negyedévében – figyelembe véve a revíziók hatását – historikusan magasan, a GDP 8 százaléka közelében stabilizálódott. A szinten maradó külső egyensúlyi többlet a külkereskedelmi egyenleg és transzferegyenleg csekély mérséklődésének, illetve a jövedelemegyenleg-hiány egyező mértékű csökkenésének az eredménye. A finanszírozási oldalon forráskiáramlás volt tapasztalható, ami kisebb mértékű adósságjellegű forrásbevonásnak és – egyszeri illetve szezonális okokra visszavezethető – nem-adósság jellegű forráskiáramlásnak volt köszönhető. Az ország külső eladósodottsága az állomány átértékelődésének hatására enyhén emelkedett.

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



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, GDP arányában.
Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása (GDP-arányos értékek)



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 pozíciónk alakulása

A reálgazdasági megközelítés szerinti négy negyedéves finanszírozási képesség 2014. II. negyedévében a GDP 8 százaléka körül alakult, a megelőző időszakhoz képest érdemben nem változott (5-1. ábra). A **külkereskedelmi egyenleg** továbbra is magas, a GDP közel 8 százalékát kitevő többletéhez jelentős mértékben hozzájárult az autógyártás új kapacitásokhoz köthető felfutása. A **jövedelemegyenleg** a GDP 4,1 százalékát kitevő hiányának jelentős csökkenése érdemben támogatta az ország külső sérülékenységének a mérséklődését. A **transzferegyenleg** továbbra is magasan tartotta az ország finanszírozási képességét. Az EU transzferek hazai felhasználásának négy negyedéves értéke minimálisan mérséklődött, és mintegy 5,3 milliárd eurót tett ki. A havi bontású előzetes fizetési mérleg adatok alapján a gazdaság külső egyensúlyi többlete tovább emelkedett a III. negyedévben, ami elsősorban a transzferegyenleg emelkedésének köszönhető.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A finanszírozási adatokból számolt nettó megtakarítási pozíció a GDP 6,1 százalékára emelkedett a II. negyedévben (5-2. ábra). A II. negyedévben jelentős nem adósság típusú forrás áramlott ki az országból, miközben adósság típusú nettó forrásbevonás is történt – elsősorban az államháztartási szektor hatására.

A II. negyedévben a nem adósság típusú források jelentősen mérséklődtek. A külföldiek nettó közvetlentőke befektetései közel 2 milliárd euróval estek vissza, miközben a nettó portfolió részvény befektetés nem változott érdemben.

A II. negyedévben 2 milliárd euróval mérséklődtek a külföldiek nettó közvetlentőke befektetései, ami részben a külföldiek (állami felvásárlások miatt) csökkenő magyarországi részvénybefektetéseinek az eredménye. A mérséklődő közvetlentőke befektetés továbbá azzal volt összefüggésben, hogy a vállalati osztalékfizetések hatására csökkentek a külföldiek újrabefektetései. Végül a nettó

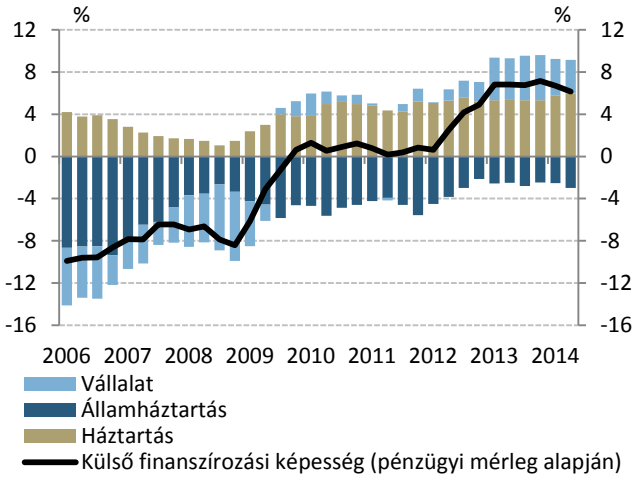
forráskiáramlás irányába hatottak a rezidensek tőke kifektetései is. Az előzetes havi adatok alapján a III. negyedévben a külföldiek közvetlen tőke befektetései ismét bővültek.

A II. negyedévben kisebb mértékben, mintegy 0,5 milliárd euróval emelkedtek az adósság típusú források. A bankrendszer külső adósságának a leépülése érdemben lassult az elmúlt hónapokban. Bár a II. negyedévben – az I. negyedéves emelkedés után – kisebb mértékben csökkent a bankok nettó külső adóssága, ennek mértéke az utolsó másfél évben jellemző, lassabb csökkenést mutató trend folytatódását jelenti. A mérséklődő banki forráskiáramlás összefüggésben lehet a háztartási szektor betétállományának csökkenésével, ami mérsékelhette a bankrendszer adósságtörlesztésre fordítható forrásait. Az időszakban az MNB-vel konszolidált államháztartás több negyedévi csökkenés után közel 1 milliárd euróval növelte külső forrásait. A külföldiek forinteszközeinek a bővülése döntően az állampapír állományuk növekedéséhez volt köthető, amit csak részben ellensúlyozott – az önfinanszírozási program alkalmazkodásának hatására – mérséklődő MNB kötény állomány. Az Európai Bizottság által előfinanszírozott támogatások az államháztartás bruttó adósságát növelték, azonban a nettó mutató emiatt nem változott, mivel a transzferek hatására a devizatartalék is emelkedett. A vállalatok a II. negyedévben kismértékben csökkentették a külső adósságállományát. Az előzetes havi adatok alapján a III. negyedévben újra nagyobb mértékű volt a külső adósság törlesztése, ami elsősorban az állam csökkenő forrásbevonásának az eredménye.

A II. negyedévben magas szinten stabilizálódott a háztartások és a vállalatok nettó pénzügyi megtakarítása (5–3 ábra). A háztartások négy negyedéves finanszírozási képessége a GDP 6 százalékára emelkedett, míg a vállalatok finanszírozási képessége enyhén mérséklődött. Ez utóbbi összefüggésben lehet a Növekedési Hitelprogram igénybevételével. Az államháztartás finanszírozási igénye bár enyhén emelkedett a II. negyedévben, továbbra is alacsony szinten alakul.

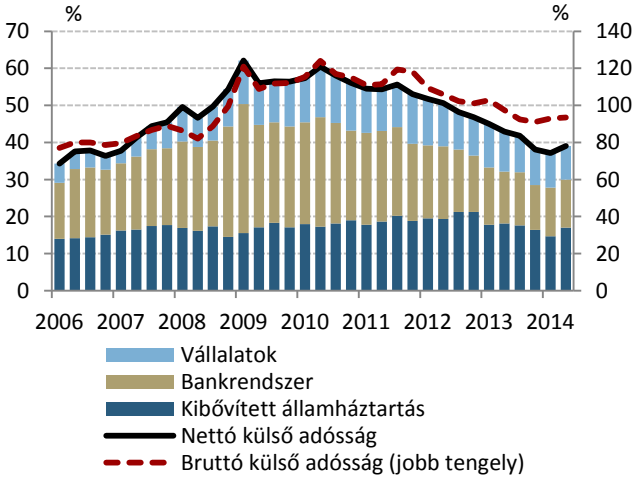
A gazdaság nettó külső adóssága kismértékben emelkedve a negyedév végén a GDP 39 százalékát tette ki (5–4 ábra). A mutató emelkedése nagyobbrészt az állampapírok átárazódásához köthető, ugyanis a mérséklődő állampapírpiaci hozamok növelték a már forgalomban lévő, külföldiek által tulajdonolt állampapírok piaci értékét. Rontotta továbbá a mutató értékét a forint euróval szembeni 1 százalékos gyengülése is.

5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



Megjegyzés: Négy negyedéves GDP-arányos értékek.
Forrás: MNB

5-4. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása

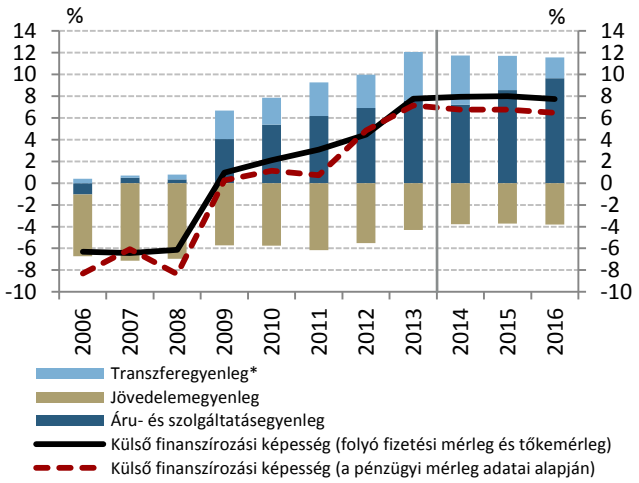


Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül. GDP-arányos értékek.
Forrás: MNB

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciónkra

Magyarország külső finanszírozási képessége az idei év után 2015-16-ban is magas szinten stabilizálódhat. A külkereskedelem többlete – a 2014-es beruházás-növekedés miatt bekövetkező enyhe csökkenés után – a következő két évben az olajárak mérséklődésének és a külső kereslet élénkülésének következtében érdemben erősödhet. Az idei historikus csúcs után 2015-ben csökkenhet a transzferegyenleg többlete, összhangban az EU új költségvetési periódusával. Mindemellett az EU transzferek felhasználása a következő években is érdemben hozzájárul az ország magas finanszírozási képességéhez. A jövedelemegyenleg hiánya az idei kismértékű csökkenést követően – ellentétes folyamatok eredőjeként – szinten maradhat. Az egyes szektorok megtakarítói pozícióját tekintve továbbra is visszafogott államháztartás finanszírozási igény mellett a magánszektor magas finanszírozási képességével számolunk. A beruházások várható emelkedésével a vállalati nettó pozíció 2015-16-ban mérséklődhet, miközben a háztartások fundamentális nettó megtakarítása a bővülő fogyasztás és beruházás mellett mérséklődhet; a válság előtti szintekkel összevetve azonban továbbra is magas szinten alakulhat. A várhatóan továbbra is nagymértékű finanszírozási képesség, illetve a devizahitelek forintosításával kapcsolatos folyamatok mellett a külső adósságmutatók tovább csökkennek.

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



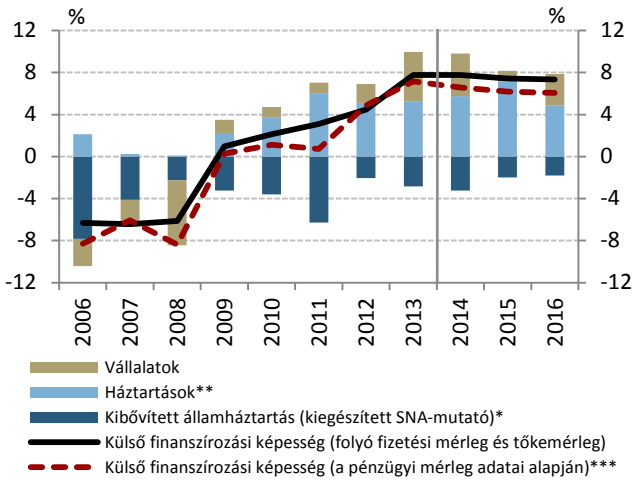
Megjegyzés: * A viszonzatlan folyó átutalások és a tőkemérleg egyenlegének összege.
Forrás: MNB

A következő években a külső egyensúlyi pozíciónk magas szinten történő stabilizálódására számítunk, ami két ellentétes hatás – növekvő nettó export többlet és csökkenő EU transzfer felhasználás – eredője. Bár a beruházások felfutása, az európai konjunktúra lassulása, illetve az orosz-ukrán konfliktus miatt 2014-ben enyhén mérséklődhet a nettó export hozzájárulása a külső finanszírozási képességhez, 2015-ben az olajárak csökkenésével javuló cserearányok hatására ismét emelkedhet a külkereskedelmi többlet. 2016-ban a külső konjunktúra várható felfutásával tovább növekedhet a GDP arányos áru- és szolgáltatásegyenleg többlet. A 2014-ben historikusan magas transzfer egyenleg többlet jövőre az EU új költségvetési periódusából adódóan mérséklődhet, majd 2016-ban is érdemben lassulhat. 2014-15-ben a jövedelemegyenleg hiányának stabilizálódására számítunk, amely ellentétes folyamatok eredőjeként adódik. A külföldi vállalatok profitja – részben az olcsóbb olajár következtében – várhatóan emelkedni fog, míg a csökkenő bruttó adósság kisebb kamatfizetést eredményez. Az enyhén mérséklődő jövedelemegyenleg hiány elsősorban a csökkenő külső adóssággal áll összefüggésben (5-5. ábra).

A szektorok finanszírozási képessége felől vizsgálva a külső egyensúlyi folyamatokat, **a háztartások és a vállalatok magas finanszírozási képessége mellett alacsony maradhat az államháztartás finanszírozási igénye** (5-6 ábra).

A vállalati szektor finanszírozási képessége a Növekedési Hitelprogram által támogatott erősebb beruházási aktivitás következtében 2014-ben mérséklődhet. Az előrejelzési horizonton az emelkedő beruházásoknak, illetve az EU transzferek várható mérséklődésének következtében a vállalati szektor nettó megtakarítói pozíciója további lassú csökkenésnek indulhat. Ezen felül addicionális hatást jelenthet az egyoldalú kamatemelések

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



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

és árfolyamrés miatti banki elszámolás hatása, ami 2015-ben a bankok veszteségén keresztül a GDP mintegy közel 2 százalékával csökkentheti a szektor nettó finanszírozási képességét.

A háztartások nettó megtakarítása az idei évben a bővülő foglalkoztatásból, a reálkeresetek növekedéséből és a továbbra is meghatározó óvatossági motívumból adódóan magas szinten stabilizálódhat. A jövő évben érvényesül az egyoldalú kamatemelések és az árfolyamrés elszámolásának hatása, ami várhatóan megjelenik a pénzügyi számlákban is – az alapfolyamatokat mutató finanszírozási képességet összességében ugyanakkor nem befolyásolja. Ez azzal van összefüggésben, hogy a tőketartozás a GDP közel 2 százalékát kitevő csökkenése egyrészt alacsonyabb tőketörlesztést eredményez, ami forrás oldalon növelheti a nettó hitelfelvételt. Másrészt a magasabb elkölthető jövedelem az eszköz oldalon erősebb bruttó megtakarítást eredményezhet. Az árfolyamkockázat mérséklődésével az óvatossági motívum előretekintve oldódhat. Ezzel összhangban **a háztartások fundamentális nettó pénzügyi megtakarítása 2015-16-ban az emelkedő fogyasztás és beruházás hatására kissé mérséklődhet, de továbbra is magasan alakulhat** (5-1. táblázat).

Az államháztartás visszafogottan alakuló finanszírozási igénye 2014-ben átmenetileg, az SNA módszertan szerint tekintve enyhén emelkedhet, ami a távközlési koncessziókból származó bevételek ESA módszertantól eltérő bevételi elszámolásának tulajdonítható. 2015-16-ban a kibővített államháztartás finanszírozási igénye várhatóan érdemben mérséklődhet, ami többek között a fehéredésből fakadóan emelkedő ÁFA és járulékbevételekhez, illetve a pénzbeli juttatások mérséklődő GDP arányos súlyához köthető.

Az elkövetkező években várhatóan magas finanszírozási képesség tovább mérsékelheti az ország sérülékenysége szempontjából kiemelt jelentőségű nettó külső adósságot. A háztartások devizahiteleinek forintosítása a bruttó külső adósságot – a bankok mérlegalkalmazkodásán keresztül – csökkentheti. Mivel a hitelintézetek a szükséges devizaforrást túlnyomórészt az MNB likviditási eszközén keresztül szerzik meg, vagyis a bruttó külső adósság csökkenése a devizakövetelések leépülésével jár együtt, a nettó külső adósságot a forintosítás nem befolyásolja. A fair bankrendszerről szóló törvény a banki kamatok korlátozásával mérsékli a profitot, míg a bruttó adósság mérséklődésén keresztül a kamatfizetés is csökken. Ezek eredményeképpen a jövedelemegyenleg középtávon tovább mérséklődhet, ami a finanszírozási képesség emelésén keresztül a nettó

külső adósság gyorsabb ütemű csökkenését eredményezheti.

5-1. táblázat: A háztartások fundamentális és pénzügyi számlák szerinti finanszírozási képessége (GDP arányában)

a GDP százalékában	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
I. Nettó finanszírozási képesség a pénzügyi számlákban	**5,2**	**5,3**	**5,3**	**6,0**	**7,1**	**4,9**
a) Egyoldalú kamatemelések és árfolyamrés miatti fogyasztói követelés elszámolásának hatása a megtakarításra					-1,9	
b) Reálhozam fogyasztásra fordított része	0,3					
c) Végtörlesztés miatti megtakarítás-növekedés	-0,6	-0,7				
d) Egyéb hatások		-0,1		-0,3		
II. Alapfolyamatokat mutató nettó finanszírozási képesség (I.+a+b+c+d)	**4,9**	**4,4**	**5,3**	**5,7**	**5,2**	**4,9**
e) Reálhozam megtakarításra fordított része	0,6					
f) Végtörlesztés miatti megtakarítás-növekedés	0,6	0,7				
g) Egyoldalú kamatemelések és árfolyamrés miatti fogyasztói követelés elszámolásának hatása a megtakarításra					1,9	
h) Egyéb hatások		0,1		0,3		
III. SNA-hiánnyal konzisztens nettó finanszírozási képesség (II.+e+f+g+h)	**6,0**	**5,3**	**5,3**	**6,0**	**7,1**	**4,9**

Forrás: MNB

5.3. Költségvetési folyamatok

Előrejelzésünk szerint a költségvetés ESA-hiánya a teljes előrejelzési horizonton a GDP 3 százaléka alatt maradhat. A rendelkezésre álló szabad tartalékok teljes zárolásával 2014-ben 2,5 százalékos, 2015-ben pedig 2,4 százalékos hiány érhető el. 2016-ban szabályalapú előrejelzésünk szerint 2 százalék körül lehet a deficit. A fentiek alapján 2014-ben a GDP 0,4 százaléka lehet a fiskális politika keresletet ösztönző hatása, míg 2015-ben és 2016-ban 0,3-0,3 százalékos keresletszűkítő hatást becslünk. A közgazdasági értelemben a strukturális egyenlegre vonatkozó közelítésnek is tekinthető ciklikusan igazított kiegészített SNA-egyenleg 2015-től a GDP 2 százaléka alá csökken becslésünk szerint, így megközelítheti a Konvergencia programban lefektetett középtávú költségvetési célt. A 2013. év végi, változatlan árfolyamon számított GDP-arányos bruttó államadósság a teljes előrejelzési horizonton csökken, de a tényleges adósságrátát a forint árfolyamának alakulása jelentősen befolyásolja.

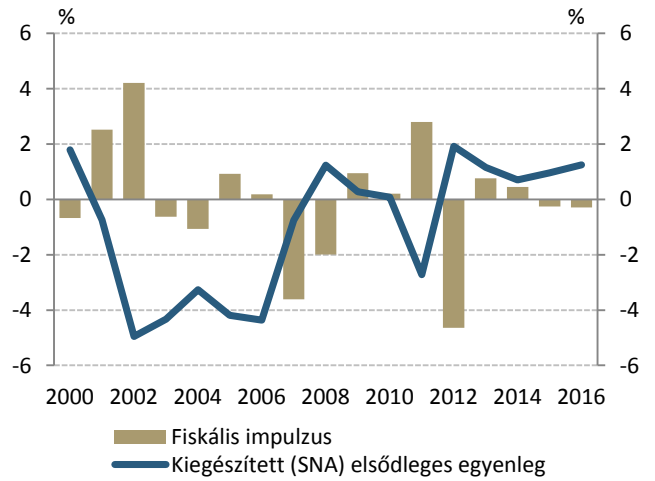
5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában)

	2014	2015	2016
ESA-egyenleg*	–2,5	–2,4	–1,9
Ciklikus komponens (MNB-módszer)	–0,6	–0,5	–0,1
Ciklikusan igazított kiegészített (SNA) egyenleg*	–2,3	–1,8	–1,8
Fiskális keresleti hatás**	0,4	–0,3	–0,3

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

5-7. ábra: A fiskális impulzus (a GDP százalékában)



Megjegyzés: 1. A fiskális impulzus megegyezik a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával. 2. Pozitív előjel keresletbővítést, negatív előjel keresletszűkítést jelent. 3. A költségvetési szabad tartalékok törlését feltételezve 2014-2016-ben.
Forrás: MNB

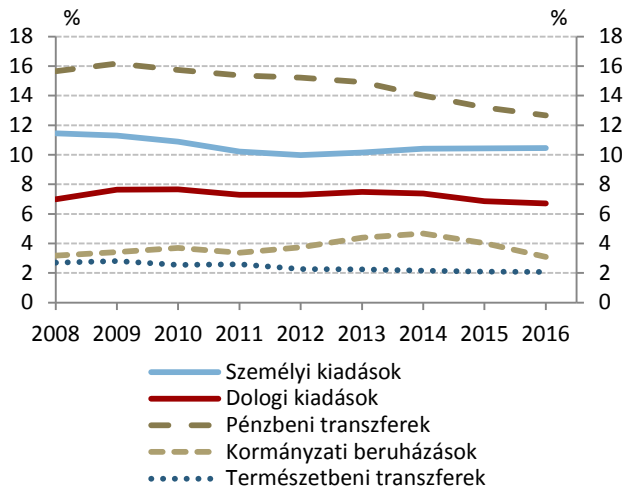
Prognózisunk szerint a szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) teljes zárolása mellett az államháztartás ESA-hiánya 2014-ben a GDP 2,5, míg 2015-ben a GDP 2,4 százaléka lehet (5-2. táblázat), azaz 2014-ben 0,3 százalékkal, míg 2015 tekintetében 0,2 százalékkal csökkent deficitprognózisunk a szeptemberi inflációs jelentéshez képest. Az egyenleg fokozatos javulásához nagymértékben hozzájárul majd a gazdaság ciklikus helyzetének változása, a kibocsátási rés záródása. A gazdaság ciklikus helyzete 2014-ben a GDP 0,6 százalékával járul hozzá a hiányhoz becslésünk szerint, ezt követően pedig két év alatt a költségvetési hiány ciklikus komponense is jelentősen mérséklődik. A becsült ciklikus hatás előző előrejelzésünkhöz képest növekedett, részben a kibocsátási rés részleteinek változása, részben módszertani okok miatt.

A fokozatosan javuló ESA-egyenleghez a fellendülő gazdasági teljesítmény mellett a 2015. évi költségvetési törvény alapján a korábban várttól elmaradó költségvetési kiadásnövekedés is hozzájárul. Emellett az elmúlt években végbement hozamcsökkenés következtében az állami kamatkiadások nominálisan és GDP-arányosan is csökkennek.

A 2013-as keresletnövelés után 2014-ben a költségvetési politika ismét az aggregált kereslet bővítése irányába hat.[13] 2014-ben az alig változó ESA-hiány mellett valósul meg keresletbővítés, amit az elsődleges többlet - kamategyenleg javulása mellett bekövetkező - csökkenése okoz. 2015-ban és 2016-ban fokozatos keresletszűkítésre kerül sor, elsősorban a lakossági pénzbeni transzferek folyamatos mérséklődése révén, amelyben szerepet játszik a nyugdíjkorhatár emelésének hatása is. Ezt ellensúlyozza a fogyasztási és a vállalati jövedelemadók GDP arányában vett csökkenése, amit

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

5-8. ábra: A kormányzati szektor elsődleges kiadásai a GDP százalékában



Forrás: MNB

részben a GDP deflátornál alacsonyabb fogyasztói árindex, részben intézkedések magyaráznak (5-7. ábra).

A költségvetési hiány következő években várható csökkenését jelentős részben a kiadások GDP-arányos mérséklődése eredményezheti. A pénzbeni transzferek GDP-arányos mértékének csökkenéséhez számos tényező hozzájárul. Ezek között legerősebb az, hogy az infláció, amellyel egyes kiadásokat indexálnak (például nyugdíj) alacsonyabb a nominális GDP bővülésénél. A nyugdíjak tekintetében a korhatár fokozatos emelésének is érdemi hatása van. Egyes szociális támogatásoknál a költségvetési kivetítés alapján nominális rögzítéssel számolunk, a munkanélküliséghez kapcsolódó juttatások pedig a közmunka program tervezett bővítése alapján is csökkenhetnek. Továbbá, a devizahitelek kivezetése csökkenti az árfolyamgát révén nyújtott támogatásokat. Az állami bérek, személyi kiadások GDP-arányosan változatlan szinten maradhatnak. Az általánosan visszafogott béremelés hatását ellensúlyozza ugyanis a közoktatási életpályamodell fokozatos kiteljesedése, a rendvédelmi dolgozók illetményemelése és a közmunka program bővítése (5-8. ábra).

A kormányzati beruházások az uniós költségvetési transzferek alakulását követhetik. Az előző uniós költségvetési időszak végén felgyorsult a támogatások lehívása és felhasználása, így a – saját és EU forrásból finanszírozott – állami beruházások historikusan is magas értékre emelkedtek. Az új program-periódus elején ehhez képest csökkenésre, a múltbeli átlaghoz való visszatérésre számítunk. A dologi kiadások és a természetbeni transzferek GDP-arányos szintje a jövőben előrejelzésünk szerint nem változik érdemben, és mindkettő a múltbeli szintje alatt maradhat.

5.3.2. A 2014. évi egyenleg

Az államháztartás 2014-es ESA-hiánya az Országvédelmi Alap törlését feltételező előrejelzésünk szerint a GDP 2,5 százaléka lehet, ami 0,3 százalékponttal kedvezőbb a szeptemberi Inflációs jelentésben közölt előrejelzésünknél (5–3. táblázat). A központi alrendszerben változatlan mértékű, de kissé megváltozó összetételű bevételekre számítunk. A fogyasztást terhelő adókból a GDP 0,1 százalékával várunk kevesebb bevételt, amit az okoz, hogy a következő évre áthúzódó áfavisszatérítések mértéke nagyobb lehet a korábban prognosztizáltnál.[14] A munkát terhelő adókból és járulékokból a többi lakossági befizetéssel együtt a GDP

[14] A pénzforgalmi áfa bevételek kedvezően alakulnak, de a visszatérítések áthúzódásának hatása becslésünk szerint magasabb lehet a korábban vártnál.

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

	Makroadat	*Intézkedés*	*Egyéb*
I. Központi bevételek	0,0	-	-
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,1	-	-
Munkát terhelő adók és járulékok, illetékek	0,1	-	-
II. Központi kiadások	-	-0,2	0,2
Költségvetési szervek nettó kiadásai	-	-0,2	-
EU támogatással kapcsolatos korrekciók	-	-	0,2
III. További hatások	0,1	-	0,2
Helyi önkormányzatok egyenlege	-	-	0,1
Egyéb tételek	-	-	0,1
GDP-revízió	0,1	-	-
Összesen (I.+II.+III.)	0,1	-0,2	0,4

Megjegyzés: A pozitív előjel hiánycsökkentő, a negatív előjel hiánynövelő hatást jelez.
Forrás: MNB

5-4. táblázat: A 2015. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a szeptemberi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)

	Makroadat	*Intézkedés*	*Egyéb*
I. Központi bevételek	0,2	-	-
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,1	-	-
Munkát terhelő adók, járulékok	0,3	-	-
II. Központi kiadások	-	0,1	-0,1
Nyugdíjkiadások	-	-	0,1
Költségvetési szervek kiadásai	-	0,2	-
EU támogatással kapcsolatos korrekciók	-	-	-0,2
Közmunka Program	-	-0,1	-
III. Egyéb tételek	0,2	-	-0,2
Nettó kamatkiadások	0,1	-	-
Egyéb tételek	-	-	-0,2
GDP revízió	0,1	-	-
Összesen (I.+II.+III.)	**0,4**	**0,1**	**-0,3**

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

0,1 százalékával számítunk magasabb éves bevételre az előző hónapok bevételi adatai alapján.

A központi alrendszer kiadási oldalán a költségvetési szervek nettó kiadásait a havi adatok alapján a GDP 0,2 százalékával növeltük az előző előrejelzési fordulóhoz képest. Ennek kétharmadát várhatóan a szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) egy részének felhasználása eredményezi a 2014. évi költségvetés Országgyűlés előtt lévő módosítása alapján. A szabad tartalékok maradék részéről (a GDP 0,2 százaléka) továbbra is azt feltételezzük, hogy azt a kormányzat nem költi el. A helyi önkormányzatok támogatása várhatóan a GDP 0,1 százalékával alacsonyabb lesz a normatív önkormányzati szociális kiadások megfigyelt csökkenése miatt. Az európai uniós támogatásokkal kapcsolatos korrekciók 0,2 százalékpontos egyenlegjavulást okoznak, mert az ún. aszfaltügyben korábban feltételezett megállapodás idén várhatóan már nem valósul meg, ezért az idénre korábban feltételezett bevételcsökkenés is elmarad.

A 2014-es állami részesedésvásárlásokkal kapcsolatos pozitív ESA-híd korrekció feltételezéseink szerint nagyobb mértékű lehet, mint ahogy azt a szeptemberi Inflációs jelentés során feltételeztük. Más kisebb változásokkal együtt ez a nagyobb korrekció összesen a GDP 0,1 százalékának megfelelő egyenlegjavulást indokol. Emellett az előző előrejelzési forduló óta bekövetkezett, az ESA2010 szerinti új számbavételt is tartalmazó GDP-revízió a GDP 0,1 százalékával mérsékli a 2014-es ESA-hiányra vonatkozó előrejelzésünket.

5.3.3. A 2015. évi egyenleg

2015-ben a GDP 2,4 százaléka lehet becslésünk szerint az államháztartás GDP-arányos ESA-hiánya a költségvetési törvényjavaslatban szereplő szabad tartalékok teljes törlése esetén, ami 0,2 százalékponttal kedvezőbb a szeptemberi prognózisunkhoz képest (5–4. táblázat). Az előrejelzésünket befolyásoló legfontosabb új információ a költségvetési törvényjavaslat, amelyet a zárószavazásra benyújtott egységes javaslat alapján vettünk figyelembe. Előrejelzésünk során figyelmen kívül hagytuk a Kormány által az e-útdíj kiterjesztésétől várt, a GDP 0,1 százalékának megfelelő többletbevételt, tekintettel arra, hogy az intézkedés részletei nem ismertek. A munkát terhelő adókra és járulékokra vonatkozó becslésünk növekedését elsősorban a bruttó keresettömegre vonatkozó előrejelzésünk emelkedése indokolja.

Tekintettel arra, hogy a Kormány által az állami tulajdonú ingatlanvagyon és egyéb vagyoni értékű jogok

értékesítéséből várt jelentős bevétellel kapcsolatos részletek nem ismertek, az állami vagyonnal kapcsolatos bevételekre vonatkozó előrejelzésünket a korábbi években tapasztalt állami ingatlan és koncesszió értékesítések átlagos mértéke alapján a GDP 0,3 százalékával emeltük a szeptemberi Inflációs jelentéshez képest, amely így a GDP 0,3 százalékával elmarad a kormányzati várakozástól. A költségvetési törvényjavaslathoz képest ugyanakkor a GDP 0,1 százalékával mérsékeltük előrejelzésünkben a Beruházási Alap kiadásait, ugyanis a költségvetési törvény szerint alacsonyabb tőkebevételek esetén e kiadásokat fognák vissza a költségvetés végrehajtása során.

A kiadási oldalon mérsékeltük a költségvetési szervek nettó kiadásaira vonatkozó előrejelzésünket a 2015. évi költségvetési törvényjavaslat ismeretében, valamint csökkentettük a nyugdíjkiadásokra vonatkozó prognózisunkat, tekintettel arra, hogy a költségvetési törvényjavaslatban szereplő, jövő évi infláció alacsonyabb a szeptemberi Inflációs Jelentésben szereplő előrejelzésünknél. Egyenlegromlást okoz ugyanakkor, hogy a korábban vártnál magasabb lehet a közmunka program keretében foglalkoztatottak száma. Emellett az európai uniós forrásokkal kapcsolatban várható pénzügyi korrekciók egy része a korábban várttól eltérően nem 2014-ben, hanem 2015-ben teljesülhet.

Előrejelzésünk szerint 2015-ben az eredményszemléletű nettó kamatkiadások a GDP 0,1 százalékával lehetnek alacsonyabbak előző prognózisunkhoz képest. A csökkenés oka, hogy a hozamok az idei évben korábban bekövetkezett jelentős lejjebb tolódás után tovább mérséklődtek. Októberben és novemberben a hozamgörbe rövid végén átlagosan enyhe növekedést tapasztalhattunk, míg a hosszú szegmensben nagyobb mértékű csökkenés volt látható, így ez a változás 2015-ben fejt ki érdemi hatást az államháztartás kamatkiadásaira.

A 2015. évi költségvetési törvényjavaslatban kitűzött kormányzati ESA-hiánycél a GDP 2,4 százaléka, amivel megegyezik az előrejelzésünk (5—5. táblázat). Előrejelzésünk szerint ugyanakkor a központi bevételek a GDP 0,3 százalékával elmaradhatnak a törvényjavaslatban szereplő előirányzattól. Ezen belül az általános forgalmi adóból származó bevételek a GDP 0,2 százalékával lehetnek kisebbek, ami elsősorban abból adódik, hogy az előrejelzési módszertanunknak megfelelően nem számolunk többletbevétellel a jövőre bevezetésre kerülő, fehéredést szolgáló intézkedések kapcsán. Emellett a GDP 0,2 százalékával kisebb bevételt várunk az állami

5-5. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2015. évi költségvetési törvényjavaslat előirányzataitól a zárószavazásra benyújtott egységes javaslat alapján (a GDP százalékában)

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	-0,3
Általános forgalmi adó	-0,2
Elektronikus Útdíj	-0,1
Vagyonbevételek és kapcsolódó kiadások	-0,2
Jövedéki adó és pénzügyi tranzakciós illeték	0,1
II. Központi kormányzat kiadásai	0,2
Költségvetési szervek kiadásai	0,2
EU támogatással kapcsolatos korrekciók	-0,1
Kamatkiadások	0,1
III. További hatások	0,1
Tartalékok zárolása	0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,0

Megjegyzés: A pozitív előjel hiánycsökkentő, a negatív előjel hiánynövelő hatást jelez.
Forrás: MNB

vagyonnal kapcsolatos értékesítésekből. Az elmaradó bevételeket ellensúlyozza ugyanakkor, hogy a költségvetés elsődleges kiadásaira vonatkozó prognózisunk a GDP 0,2 százalékával elmarad a törvényjavaslatban szereplő előirányzattól. Ezt elsősorban az okozza, hogy az uniós támogatások tekintetében alacsonyabb támogatásbevonással számolunk, mint a törvényjavaslat, így előrejelzésünk szerint a támogatásokhoz kevesebb saját forrást kell felhasználni, ami mérsékli a költségvetési hiányt. Eltérést jelent továbbá, hogy előrejelzésünk az Országvédelmi Alap teljes törlését feltételezi, ami önmagában a GDP 0,1 százalékával kedvezőbb egyenleget eredményez.

5.3.4. A 2016. évi egyenleg

2016. évi technikai feltételezéseket használó előrejelzésünk 1,9 százalékos GDP-arányos ESA-deficittel számol, ami 0,5 százalékpontos hiánycsökkenést jelent az előző évhez képest. Az eredményszemléletű egyenleg javulásához hozzájárulnak a fellendülő gazdasági teljesítmény következtében növekvő adóbevételek és a költségvetítési kivetítés szerint nominálisan mérsékelt ütemben növekvő elsődleges kiadások GDP-arányos csökkenése. Emellett az elmúlt években végbement hozamcsökkenés mérsékli az államadósság implicit kamatterhét, így az állami kamatkiadások GDP-arányosan tovább csökkennek. 2016-os előrejelzésünk során nem számoltunk az egykulcsos társasági adó bevezetésének hatásaival az intézkedés részleteinek hiányában, valamint az Adócsökkentési és Fejlesztési Alap egyenlegrontó hatásával sem.

5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

2014-ben két fő kockázat merülhet fel, és mindkettő a pénzforgalmi egyenleget módosító ESA-korrekciókhoz kapcsolódik. Egyrészt bizonytalan az uniós támogatások pontos eredményszemléletű pénzügyi korrekciója. Másrészt a kormányzati részesedésvásárlásokkal kapcsolatban feltételeztük, hogy azok pénzügyi tranzakcióként lesznek elkönyvelve, de felmerülhet, hogy egy részük végül hiánynövelő kiadásként valósul meg. Mindkét kockázat a nagyobb hiány irányába mutat.

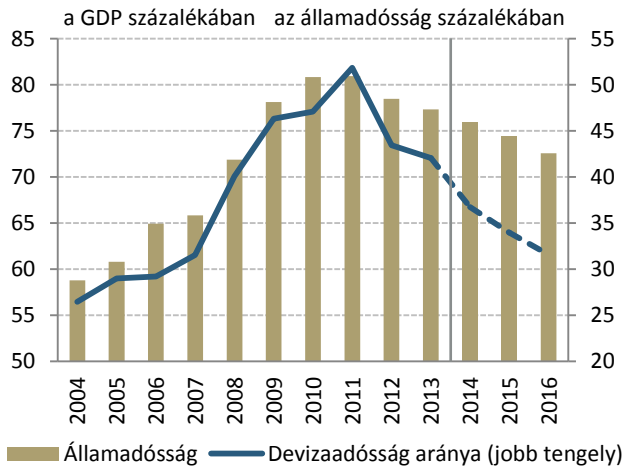
2015-ben a GDP 0,1 százalékát kitevő negatív kockázat jelentkezhet amennyiben az uniós források pénzügyi korrekciójával kapcsolatos visszatérítések nagyobb mértékűek lesznek a vártnál. Szintén negatív kockázatot jelent, ha az uniós források bevonása meghaladja az általunk várt mértéket, mivel ez esetben a költségvetésnek a támogatott projektekhez biztosítandó önrésze is növekszik, így ez növelné a költségvetési kiadásokat és a hiányt. Másfelől azonban ez pozitívan

hatna a gazdasági növekedésre, amelyből többletbevétele származhatna a költségvetésnek.

5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

Az MNB előzetes pénzügyi számlái alapján az államháztartás GDP-arányos bruttó, konszolidált adóssága 83 százalék volt 2014 harmadik negyedévének végén.[15] Az adósságráta több mint 2 százalékpontos javulást mutatott a megelőző negyedév végi (85,1 százalékos) adathoz képest. E számottevő javulás mögött elsősorban a likvid állami betétállomány – első félévi fokozatos növekedését követő – csökkenése áll. Ennek oka, hogy az év első felében végrehajtott kibocsátásokkal már sikerült megteremteni a későbbi lejáratokhoz szükséges fedezet nagy részét, amelyet a stabil kereslet és a historikusan rendkívül kedvező hozamkörnyezet is segített. A finanszírozási tranzakciók pozitív hatása mellett az adósságráta csökkentését az államháztartás központi alrendszerének szufficites harmadik negyedévi pénzforgalmi egyenlege is támogatta, miközben az árfolyamváltozás érdemi hatást nem gyakorolt.

5-9. ábra: Az adósságpálya várható alakulása – előretekintve változatlan, 2013. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

Az év végi adatokat illetően – a 2013 végi árfolyamot rögzítve – a teljes előrejelzési horizonton csökkenő GDP-arányos államadósságot prognosztizálunk, vagyis az Alaptörvény államadósság-szabálya várhatóan teljesül (5-9. ábra). Változatlan árfolyamon számítva 1,4 százalékponttal csökkenhet 2014-ben az adósságráta. E kedvező dinamika – a várhatóan stabil GDP-növekedésnek és a számottevően csökkenő pénzforgalmi hiányszámoknak köszönhetően – a horizont végéig fennmaradhat. A tényleges árfolyam azonban aktuálisan gyengébb a 2013. év véginél, így a devizaadósság átértékelődése önmagában kedvezőtlenül hat az adósságra. A forint/euró árfolyam minden 1 forintos változására a GDP-arányos államadósság 0,1 százalékponttal reagál. A december elején tapasztalható 306 forint/euró árfolyamszint mellett a maastrichti módszertan szerint számított adósságráta enyhe csökkenésére számítunk 2013 végéhez képest, azonban ezt számottevően befolyásolják az adósságkezelési folyamatok és többek között a dollár/euró keresztárfolyam is.

Az előrejelzésben negatív nettó devizakibocsátással számolunk, így a devizaadósság részaránya és ennek köszönhetően az államadósság árfolyamkitettsége, illetve hazánk külső sérülékenysége tovább mérséklődhet.

[15] Megjegyezzük továbbá, hogy az új statisztikai módszertan (ESA2010) szerint számolt GDP-vel a harmadik negyedéves adósságráta mindösszesen 81 százalék körül alakulhatott, mivel az új módszertan szerinti GDP-számok a múltban jellemzően magasabban alakultak az ESA95 szerintieknél.

6. KIEMELT TÉMÁK

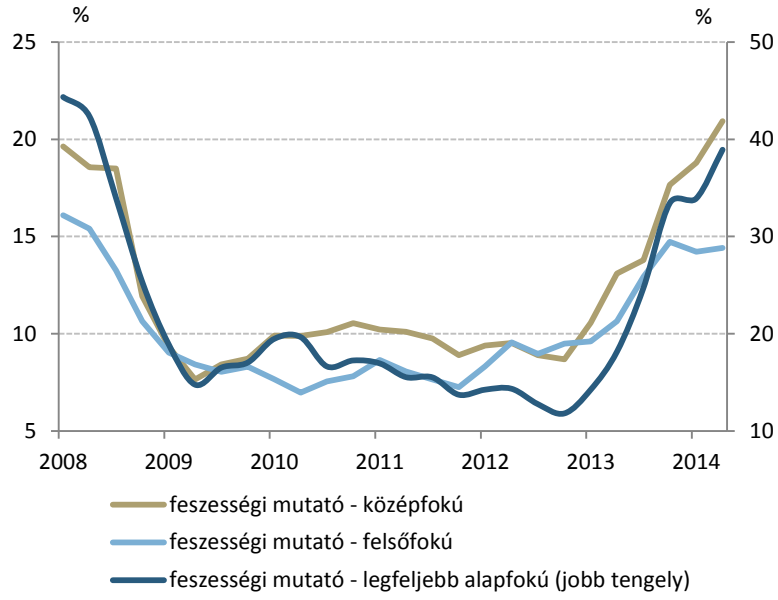
6.1. A munkapiaci feszesség hatása az előrejelzésünkre

Az inflációs célkövető monetáris politika számára a bérek alakulása kiemelt fontosságú változó. A bérek emelkedése ugyanis egyrészt a vállalati költségek növekedésén keresztül beépülhet az előállított termékek, szolgáltatások árába, így költségoldali inflációs nyomáshoz vezethet. Másrészt a lakossági jövedelmek emelkedésén keresztül keresletoldali inflációs nyomást okozhat.

A versenyszféra béreinek alakulását elsősorban a munkakereslet és a munkakínálat egymáshoz való viszonya határozza meg. Ezt leginkább a munkapiaci feszességgel **–** a versenyszféra munkaerőigényének és a kihasználatlan munkaerő-kapacitásnak a relatív mennyiségével **–** ragadhatjuk meg. Feszesebb munkapiaci környezetben ugyanis kevesebben versenyeznek egy adott álláshelyért, így a bértárgyalásokon a munkavállalók alkuereje nő, ami nagyobb bérnövekedéshez vezethet. **A bérdinamika alakulása** tehát **függ a munkapiac feszességétől.**

Mind a munkakereslet, mind a munkakínálat meghatározására számos statisztika áll rendelkezésre. A legkézenfekvőbb feszességi indikátorban a vállalatok munkaerőigényét a rendelkezésre álló, nem támogatott üres álláshelyek számával, a kihasználatlan munkaerő-kapacitást pedig a munkanélküliek számával közelítjük. Ez alapján **2013 eleje óta folyamatosan feszesebbé vált a munkapiac**, melyhez az üres álláshelyek növekedése mellett elsősorban a munkanélküliség csökkenése járult hozzá (6-1. ábra). Vizsgálataink alapján a feszességi mutató emelkedése mindegyik képzettségi szinten (alapfokú, középfokú, felsőfokú) megfigyelhető. Megjegyzendő azonban, hogy a felsőfokú végzettségűeknél a feszesség növekedése az utóbbi negyedévekben megállt, amihez az üres álláshelyek növekedésének megtorpanása járult hozzá.

6-1. ábra: A feszességi indikátor alakulása képzettség szerint



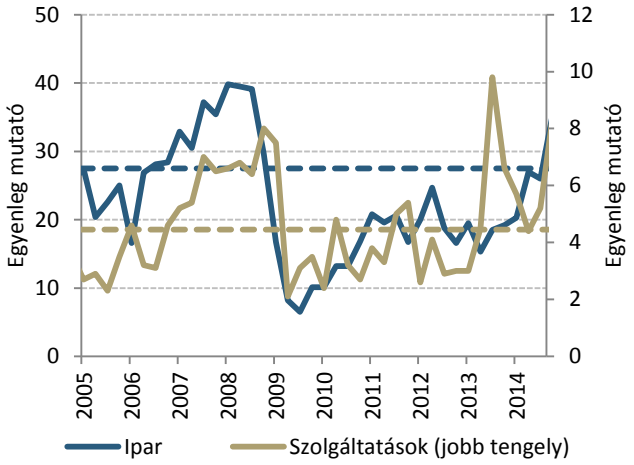
Megjegyzés: Feszességi mutató: rendelkezésre álló nem támogatott álláshelyek a MEF munkanélküliek százalékában.
Forrás: NFSZ, KSH

A feszesség növekedéséhez – a munkanélküliség csökkenésén keresztül – a 2013 eleje óta megnövekedett közfoglalkoztatás is érdemben hozzájárulhatott, legfőképp az alap- és középfokú végzettségűek körében. A munkapiaci feszesség képzettség szerinti vizsgálata azonban azt mutatja, hogy **a munkapiac feszesedése nem kizárólag a közfoglalkoztatás nagymértékű kiterjesztéséből ered**.

A munkaerő kapacitáskihasználtságának növekedését – azaz a munkapiaci feszesség erősödését – egyéb munkapiaci mutatók is jelzik. Egyrészt az ESI (Economic Sentiment Indicator) felmérés alapján egyre több vállalat jelöli meg a munkaerőhiányt a termelés fő korlátjaként, mind a feldolgozóiparban, mind a szolgáltató szektorban. Másrészt a túlórák száma az utóbbi években folyamatosan növekedett a versenyszféra vállalatainál (6-2. ábra).

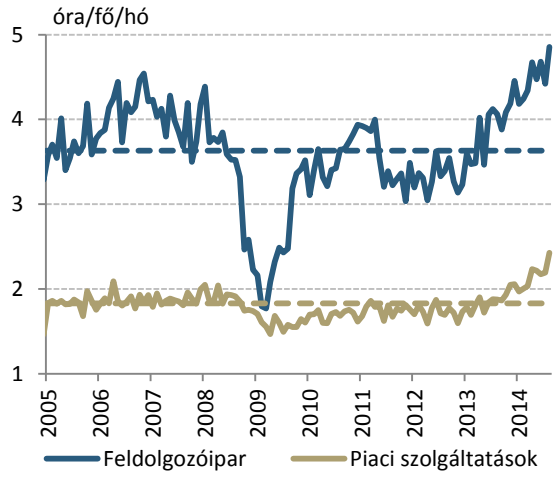
6-2. ábra: A munkaerő kapacitáskihasználtságának alternatív mutatói

Munkaerőhiány mint a termelés fő korlátja



Forrás: ESI

Ledolgozott túlórák alakulása



Forrás: KSH

A munkapiaci feszesség mélypontról való elmozdulását a versenyszféra bérdinamikájának élénkülése is kísérte. Ökonometriai vizsgálataink szerint szignifikáns, egyidejű kapcsolat áll fenn a munkapiac feszessége és a bérezés között.[16] A feszesség növekedése tehát már az elmúlt negyedévekben is hatással lehetett a bérezésre, azaz a munkapiac felől érkező inflációs nyomásra. Azonban annak ellenére, hogy a munkapiai feszesség megközelíti a válság előtti szintjét, a bérdinamika egyelőre mérsékelt maradt. Ez alapján bérelőrejelzésünk legfőbb dilemmája, hogy a munkapiaci feszesség további növekedése középtávon erőteljesebb bérdinamikát okoz-e.

6.1.1. Az egyéb, termelésbe bevonható csoportok hatása

A feszességi indikátorok felülbecsülhetik a munkaerő kapacitáskihasználtságát, mivel a munkanélküliség nem tükrözi teljes körűen a kihasználatlan munkaerő-kapacitást.[17] A Nemzetközi Munkaügyi Szervezet (International Labour Organisation, ILO) definíciója alapján ugyanis azok tekinthetőek munkanélkülinek, akik megfelelnek a következő három kritérium mindegyikének: nincs fizetett munkájuk, képesek lennének munkába állni és keresnek munkát. A munkapiac feszességének megítélésekor azonban a kihasználatlan munkaerő-kapacitás alatt mindazokat értjük, akik a termelésbe rövidtávon potenciálisan bevonhatóak.

A munkaerő kapacitáskihasználtságáról alkotott jelenlegi képünket erőteljesen befolyásolja az a bizonytalanság, hogy a közfoglalkoztatási programokban részt vevők tekinthetők-e kihasználatlan munkaerő-kapacitásnak. Különböző friss felmérések[18] arra utalnak, hogy **a közfoglalkoztatásban résztvevők zöme rövidtávon nem vonható be a versenyszféra termelésébe.** Emellett a Munkaerő-felmérés mikroadatai alapján elvégzett elemzéseink azt mutatják, hogy a mindenkori közfoglalkoztatottak közel 40 százaléka a megelőző negyedévben inaktív volt. Ezek alapján a közfoglalkoztatottak többsége egyelőre nem tekinthető kihasználatlan munkaerő-kapacitásnak.

A szűken vett munkanélkülieken kívül az inaktívak és a foglalkoztatottak egyes csoportjai körében azonban jelentős, potenciálisan mozgósítható tartalékok lehetnek. A következő csoportokat tekinthetjük még kihasználatlan munkaerő-kapacitásnak:

[16] Többféle feszességi és bérmutatóra elvégeztük a vizsgálatot, hasonló eredményekkel:
– A feszesség és a bérindex közti egyidejű korreláció erős, 0,5-0,7 közötti.
– A munkapiaci feszesség Granger-okozza a bérdinamikát (azaz segíti annak előrejelzését), míg a fordított irányú kapcsolat nem szignifikáns.
– Végül a feszesség együtthatója szignifikáns volt olyan egyszerű regressziókban, amelyek a nominális bérek növekedési ütemét a feszességgel, valamint a termelékenység és az infláció alakulásával magyarázták.

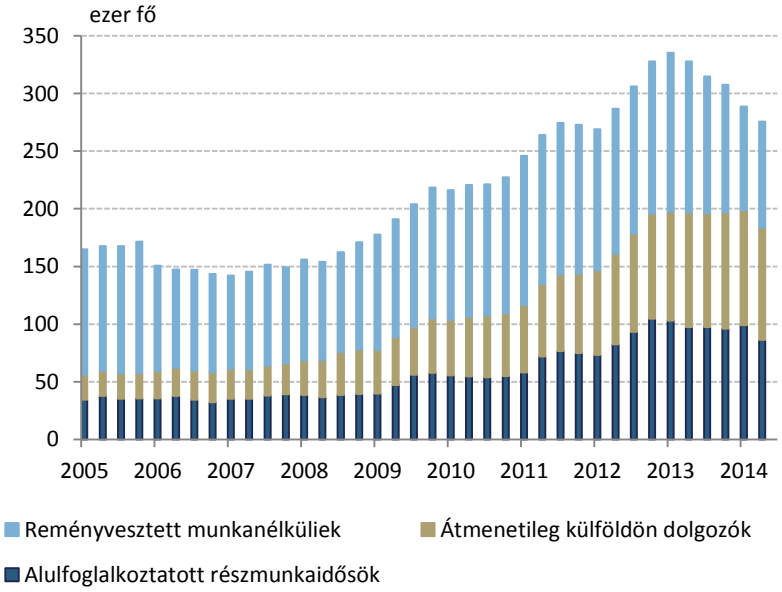
[17] Erről bővebben lásd a 2014. júniusi Inflációs jelentés 6.2. fejezetét (A munkaerő kihasználtságának mérőszámai).

[18] Pl.: Bakó T. – Cseres-Gergely Zs. – Kálmán J. – Molnár Gy. – Szabó T. (2014): A munkaerőpiac peremén lévők és a költségvetés, Magyar Tudományos Akadémia, Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont, Közgazdaság-tudományi Intézet.

- **Reményvesztett munkanélküliek**: Azok az inaktívak, akik ugyan szeretnének dolgozni, ám rövidebb-hosszabb eredménytelenség után feladták a munkakeresést, és kivonultak a munkapiacról. Ők tehát azért nem keresnek munkát, mert úgy gondolják, hogy az adott munkapiaci helyzetben úgysem tudnának elhelyezkedni. A munkakereslet élénkülése hatására azonban visszatérhetnek a munkapiacra.
- **Alulfoglalkoztatott részmunkaidősök**: Azok a részmunkaidőben foglalkoztatottak, akik saját bevallásuk szerint szeretnének magasabb munkaidőben dolgozni. A munkaerő kapacitáskihasználtságának növekedéséhez a vállalatok leggyorsabban úgy tudnak alkalmazkodni, hogy növelik a részmunkaidőben foglalkoztatottak ledolgozott munkaóráit.
- **Átmenetileg külföldön dolgozók**: Azok a legfeljebb egy éve külföldön foglalkoztatottak, akik Magyarországon lakó háztartás tagjai. Egy részük ciklikus okok miatt dolgozhat külföldön, így a hazai munkakereslet bővülésekor elképzelhető, hogy újra belföldön keresnek munkát.

Ezen csoportok létszáma a válságot követően jelentőssé vált, jelenleg közel 300 ezer főt tesz ki. Ugyanakkor számuk 2013 eleje óta, a növekedés és a munkakereslet élénkülésével párhuzamosan csökkenni kezdett (6-3. ábra). Ehhez azonban a reményvesztett munkanélküliek esetében a közfoglalkoztatás 2013-as kiterjesztése is érdemben hozzájárulhatott.

6-3. ábra: A munkanélkülieken kívüli kihasználatlan munkaerő-kapacitás alakulása



Forrás: KSH

Nemzetközi és hazai tapasztalatok is arra utalnak, hogy **a munkapiac feszesebbé válása esetén e csoportok nagyobb eséllyel léphetnek be a hazai álláskeresők közé, ezáltal oldhatják a növekvő munkapiaci feszességet.**[19] Így a munkapiaci feszesség növekedése mellett is mérsékelt maradhat a bérdinamika.

6.1.2. Inflációs várakozások hatása

A nominális bérek alakulását a munkapiac feszessége mellett az inflációs várakozások is befolyásolják. A szakszervezetek ugyanis a munkavállalók inflációs várakozásait is figyelembe veszik a bérköveteléseik meghatározásakor. Magasabb inflációs várakozások esetén olyan nominálbért igyekeznek kiharcolni, ami legalább a bérek vásárlóértékének

[19] Széles nemzetközi irodalom foglalkozik a témával, pl. Blundell, R., J. Ham, and C. Meghir (1998): Unemployment, discouraged workers and female labour supply. Research in Economics, 52, 103–131. Magyar adatokon hasonló eredményeket talált Ónozó L. (2014): A reményvesztett munkanélküliségi hatás Magyarországon, avagy az állástalálás valószínűségének hatása a munkakínálatra. MA szakdolgozat, BCE Közgazdaságtudományi Kar, Statisztika Tanszék. Friss amerikai adatokon több vizsgálat mutatja ki a munkanélkülieken túli munkaerő-tartalék bérleszorító hatását. Lásd pl. Smith, C. L. (2014): The Effect of Labor Slack on Wages: Evidence from State-Level Relationships, FEDS Notes, June 2, Board of Governors of the Federal Reserve System.

megőrzését biztosítja. Ez viszont a növekvő bérköltségek miatt az árak további emelésére sarkallhatja a vállalatokat, ami ár-bér spirál kialakulásához vezethet.

Az inflációs várakozások jelentősen mérséklődtek a válságot követően. Az elmúlt években jelentkező erős negatív költségsokkok ugyanis az infláció tartós mérséklődését okozták, ami azt eredményezte, hogy a korábban magas inflációs várakozások a középtávú inflációs céllal konzisztens szintre csökkentek. A jelenlegi, mérsékelt szinten horgonyzott inflációs várakozások esetén érdemben csökkenhetett az ár-bér spirál kialakulásának esélye, ami elősegítheti a mérsékelt bérdinamika fennmaradását a munkapiac feszesedése mellett is.

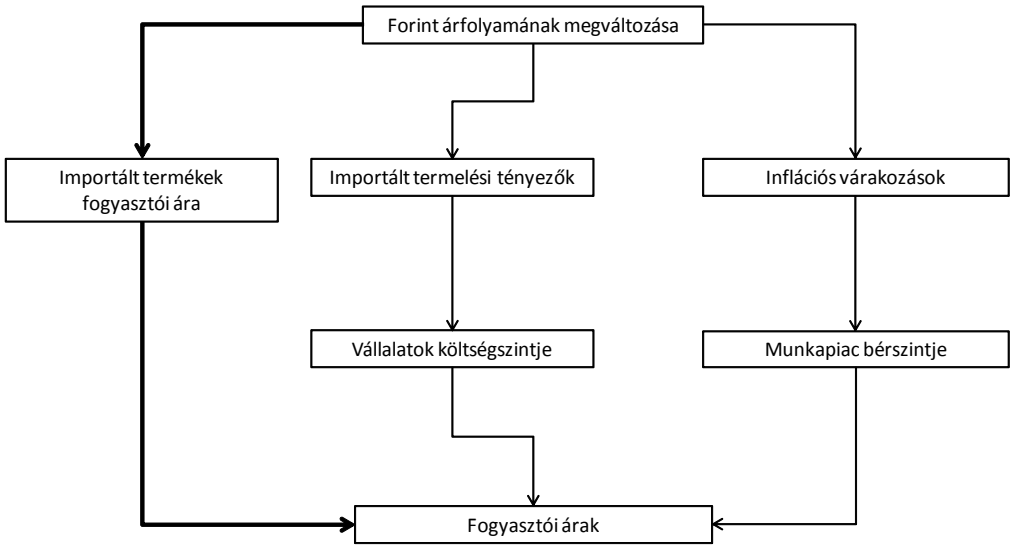
6.1.3. Összegzés

Összességében tehát a jelenlegi feszesedő munkapiaci környezetben a válság után inaktívvá vált vagy külföldre távozott csoportok visszatérhetnek a munkapiacra. Emellett a részmunkaidőben foglalkoztatottak munkaóráinak növelésében is lehetnek tartalékok. Így e csoportok oldhatják az élénkülő kereslet miatt növekvő munkapiaci feszességet. Ezáltal pedig a munkakereslet élénkülése mellett is mérsékelt maradhat a bérdinamika. Emellett az alacsonyan horgonyzott inflációs várakozások is a mérsékelt bérdinamika fennmaradását támogatják. Ugyanakkor kockázatot jelent, hogy a munkaerő-tartalék nem feltétlenül képes kielégíteni a vállalatok munkaerőigényét, például a munkakereslet-kínálat szerkezeti (képzettségi, foglalkozási, földrajzi) eltérései miatt. Ebben az esetben a kihasználatlan munkaerő-kapacitás nehezebben mozgósítható, a munkapiac feszesedése pedig erőteljesebb hatással lehet a bérezésre.

6.2. Válság előtt, válság után: az árfolyam-begyűrűzés mértéke Magyarországon

Kis nyitott gazdaságokban az árfolyam változása számos csatornán befolyásolja a fogyasztói árakat, ezért a monetáris politika szempontjából lényeges kérdés az árfolyam inflációra gyakorolt hatásának vizsgálata (6-4. ábra). A forint árfolyamának gyengülése az importtermékek drágulásán keresztül emeli a fogyasztói árakat. A hatás egy része közvetlenül az importált fogyasztási cikkek drágulásán keresztül jelentkezik, másik része pedig közvetetten, a belföldi vállalatok importált termelési tényezőin keresztül hat az inflációra. Ezen kívül az importtermékekkel versenyző hazai termékek árazását is érintheti. Az árfolyam leértékelődésének másodkörös hatásai is lehetnek, azaz a magasabb infláció a bérekbe begyűrűzve a fogyasztóiár-index további emelkedését eredményezheti.

6-4. ábra: Árfolyam csatorna működése kis nyitott gazdaságban

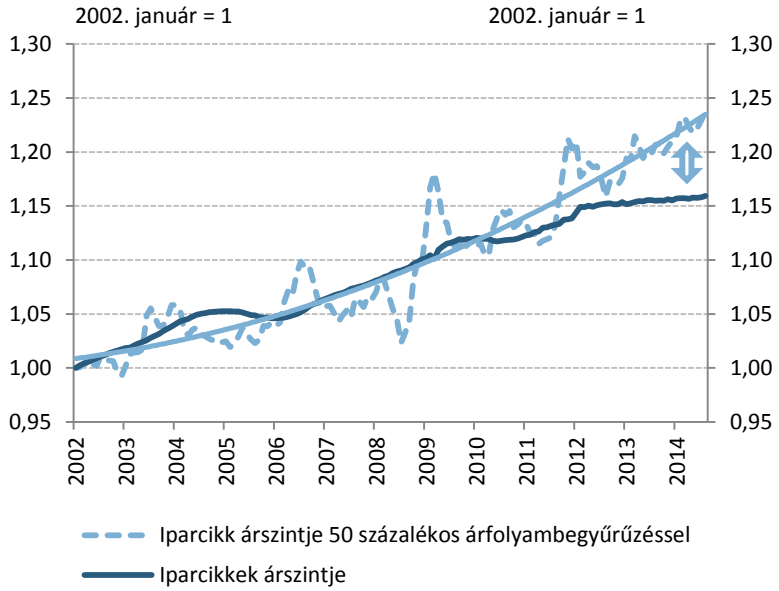


6.2.1. Árfolyam-begyűrűzés a válság előtt és után

Hazai adatokat vizsgálva, a 2007-2008-as válság előtt időszakban két év alatt nagyjából az árfolyamgyengülés 30 százaléka jelenhetett meg a fogyasztói árakban, illetve a maginflációban. Azaz két éves horizonton 1 százalékos árfolyam értékelődés esetén 0,3 százalékkal nőtt az árszint. Az elmúlt időszakban viszont azt tapasztalhattuk, hogy az árak kisebb mértékben emelkedtek az árfolyam gyengülését követően, mint ami a válság előtt becsült összefüggésekből következne. Ez a változás érdemben befolyásolta az iparcikk infláció alakulását (6-5. ábra). Ezért érdemes felülvizsgálni a korábbi becslések eredményeit. Emellett elemzésünk[20] azt vizsgálja, hogy az árfolyam begyűrűzés esetleges megváltozását milyen tényezők okozták, ezek mennyire lehetnek átmenetiek vagy tartósak.

[20] Ezt a kérdést bővebben tárgyalja egy a közeljövőben megjelenő MNB tanulmány: Hajnal et al. (2014): Exchange rate pass-through after the crisis: the Hungarian experience, kézirat

6-5. ábra: Iparcikkek árszintjének alakukása (2002 jan. = 1)



Megjegyzés: Iparcikkek árszintje az eurozónában korrigálva a HUF/EUR árfolyammal (50 százalékos azonnali begyűrűzést feltételezve, kék vonal) és az iparcikkek árszintje Magyarországon (sötét vonal).
Forrás: MNB számítás KSH adatok alapján

Aktuális becsléseink szerint a középtávú begyűrűzésének mértéke csökkent a 2007/2008-as válságot követően. Az árfolyam 1 százalékos megváltozása két éves időhorizonton a válság előtti érték kb. felének megfelelő mértékben (0,1-0,2 százalékkal) módosíthatja a fogyasztói árakat.[21] Az aktuális számítások megfelelnek a régió többi országában készített becsléseknek, míg a korábbi magasabb szám nemzetközi összehasonlításban magasnak számított.

6.2.2. A csökkenő árfolyam-begyűrűzés okai

A mérséklődő árfolyam-begyűrűzésre több magyarázat is létezik:

- A recesszió során visszaeső **aggregált kereslet** (és ezzel párhuzamosan kinyíló kibocsátási rés) következtében a vállalatok kevésbé voltak képesek az árfolyam változását áraikban érvényesíteni.
- Ezen túl az **infláció általános szintjében** bekövetkező csökkenés is a begyűrűzés mérséklődését okozhatta. Az alacsonyabb inflációs környezethez a lakossági várakozások is alkalmazkodtak, aminek a tartós fennmaradása mellett a költségsokknak is kisebb lehet az inflációs hatása.
- Végül az **árfolyam megnövekedett volatilitása** is befolyásolhatja begyűrűzést. Az árak kisebb mértékben reagálnak, amennyiben az árfolyam volatilitása nagyobb, hiszen ekkor átmenetinek ítélhetik meg a gazdasági szereplők az árfolyam elmozdulását, így ennek hatását a vállalatok nem építik az áraikba.

Az üzleti ciklus és az infláció szintjének árfolyam begyűrűzésre gyakorolt hatását több rezsimes vektor-autoregresszív (VAR) modellben vizsgáltuk. A módszer lényege, hogy a változók közötti dinamikus kapcsolatokat becsüljük meg, tehát például azt, hogy milyen kapcsolat van az árak és a nominális árfolyam különböző időbeli késleltetései között. Feltevésünk szerint 2 rezsim van, és a küszöbváltozó (q_t) értéke határozza meg, hogy mely rezsimben van a folyamat:

$$y_t = \begin{cases} \alpha_1 + A_1(L)y_t + \varepsilon_{1t}, & q_t \leq \gamma \\ \alpha_1 + A_2(L)y_t + \varepsilon_{2t}, & q_t > \gamma \end{cases}$$

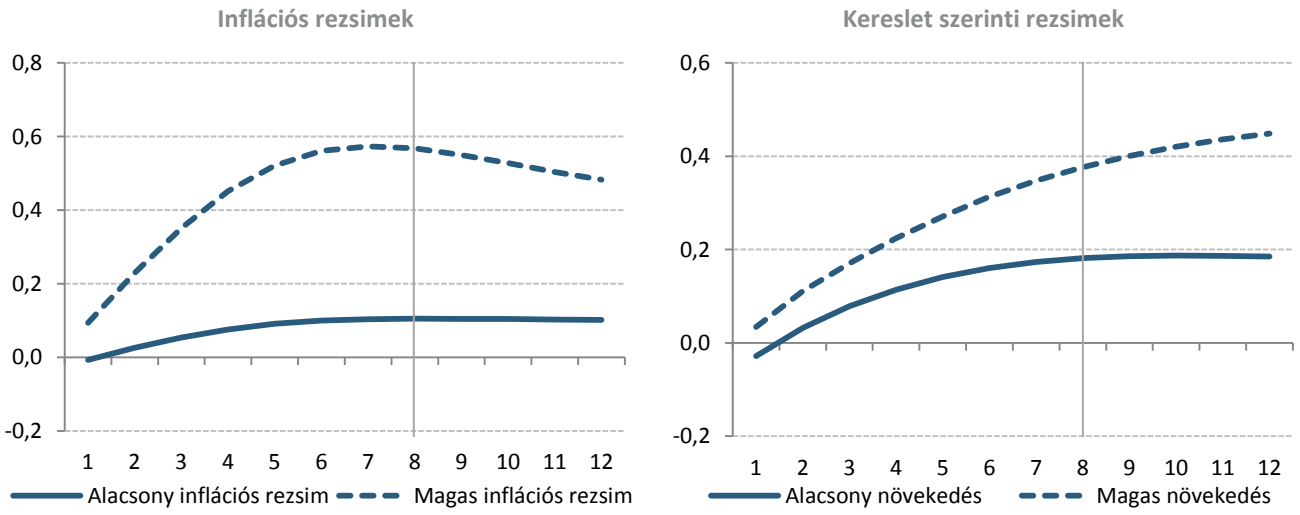
[21] Több módszer szerint értékeltük az árfolyam fogyasztói árakba való begyűrűzésének mértéket, illetve az időbeli változását. Mozgó ablakos regressziót, vektor-autoregresszív modellt, és hibakorrekciós modellt is alkalmaztunk.

A modell három változót tartalmaz: kibocsátás, nominális effektív árfolyam és árak. A becslést 2001 harmadik negyedéve (az inflációs célkövetés bevezetése) és 2014 második negyedéve közti adatokon végeztük el.

Az eredmények szerint, amikor az adószűrt maginfláció[22] éves változása alacsonyabb, mint 1,8 százalék akkor megváltozik a változók közötti dinamikus kapcsolat.[23] A két rezsim impulzus válasz függvénye alapján megállapítható, hogy **az infláció szintje érdemben befolyásolja az árfolyam begyűrűzés mértékét** (3. ábra). Ez az eredmény összhangban van Taylor (2000) eredményeivel, miszerint az árfolyam begyűrűzés mértéke kisebb az stabilan alacsony inflációs környezettel jellemezhető periódusokban/országokban. A becslés alapján Magyarországon az EU csatlakozást követően és a világgazdasági válság mélypontja körül huzamosabb ideig volt a küszöbérték alatt az infláció, illetve az elmúlt negyedévekben is mérsékelt maradt az infláció. Becslésünk szerint alacsony infláció mellett két év alatt nagyjából az árfolyamgyengülés 10 százaléka jelenhet meg az adószűrt maginflációban.

Az üzleti ciklusnak az árfolyam begyűrűzésre gyakorolt hatását is megvizsgáltuk. Eredményeink szerint **a visszafogott aggregált kereslet is hozzájárulhatott a kapcsolat gyengüléséhez** (6-6. ábra). Alacsonyabb (kb. 2 százalék alatti) gazdasági növekedés esetén gyengül a kapcsolat, mert a vállalatok kevésbé képesek az árfolyam változását áraikban érvényesíteni. E küszöbérték szerint a kereslet elmúlt negyedévekben megindult helyreállásával elérhette azt a szintet, ahol ismét nő a vállalatok mozgástere az árfolyamváltozások áthárítására. Ugyanakkor az eredmények értelmezésénél érdemes számon tartani, hogy a küszöbváltozó definiáláskor a begyűrűzést befolyásoló tényezők közül csak az egyikre kontrollálunk, pedig a változók között kapcsolat számos tényező együttes függvénye. Így például az inflációs várakozások jobb horgonyzottsága segíthet abban, hogy előretekintve is fennmaradjon az alacsonyabb begyűrűzéssel járó alacsony inflációs rezsim.

6-6. ábra: Árfolyam begyűrűzés: rezsim és küszöbváltozó szerint



Megjegyzés: Küszöbváltozó: Adószűrt maginfláció
Forrás: MNB

Megjegyzés: Küszöbváltozó: GDP
Forrás: MNB

6.2.3. Összegzés

A vizsgálatok alapján megállapítható, hogy az árfolyam változásának fogyasztói árakba való középtávú (2 éves időhorizonton vett) begyűrűzésének mértéke csökkent a válságot követően. A mérséklődés mögött ciklikus okok is azonosíthatóak. Így **középtávon, a kibocsátási rés záródásával az árfolyam begyűrűzés mértéke a jelenleg becsült 0,1-0,2 százalékos tartomány felső felében alakulhat**. Aktuális eredményeink megfelelnek a régió országaiban az elmúlt időszakban elkészített hasonló becslések értékeinek. Azonban érdemes figyelembe venni, hogy a begyűrűzés mértéke a jövőben is változhat.

[22] Árváltozóként az adószűrt maginflációt használjuk, azaz a piaci árazású termékek inflációját vettük figyelembe, eltekintünk az indirekt adók és a szabályozott árak változásának, illetve a volatilis termékek áralakulásának hatásától.

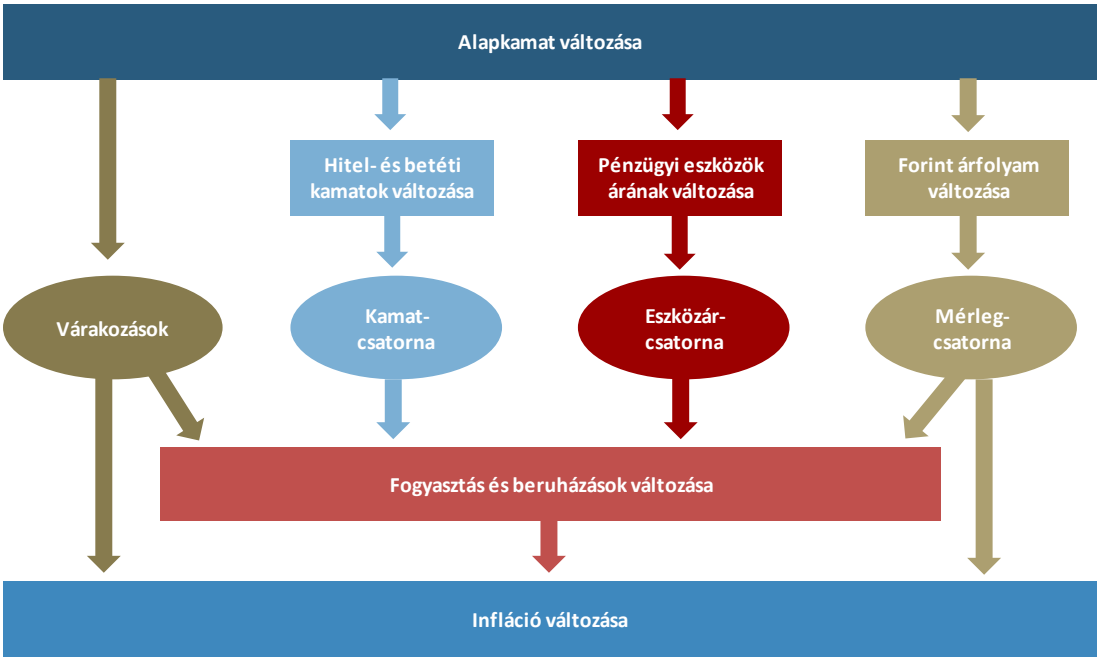
[23] Mivel az előző negyedévhez mért változás rendkívül volatilis, ezért küszöbváltozóként az eredeti változók négy negyedéves mozgóátlagát vesszük. A modell becslésénél viszont az eredeti változókkal dolgozunk.

6.3. A lakossági devizahitelek forintosítása és a monetáris transzmisszió változása

Monetáris transzmissziónak azt a folyamatot nevezzük, amelynek során a **jegybank monetáris politikai lépései** (elsősorban az alapkamat megváltozása) **különböző csatornákon keresztül** befolyásolják a magánszektor fogyasztási és beruházási döntéseit – azaz az aggregált keresletet –, és ezáltal, végső soron **az infláció alakulására hatnak**. A monetáris transzmissziós mechanizmus megfelelő működése **elsődleges fontosságú egy jegybank szempontjából**, hiszen annak anomáliái, megnehezítik, hogy elsődleges célját, az árstabilitást biztosítsa.

A válság előtti években felhalmozott devizaadósság megnövelte a háztartások árfolyamkitettségét, amely egyrészt **megváltoztatta a monetáris transzmisszió mechanizmusát**, másrészt nagymértékű pénzügyi stabilitási kockázatot jelentett. A pénzügyi stabilitási kockázat mindenki számára nyilvánvaló módon csak 2008 után manifesztálódott, de a transzmissziós mechanizmus változása már 2008 előtt is **szűkítette a monetáris politika mozgásterét**.

6-7. ábra: A jegybanki alapkamat hatása a lakossági fogyasztásra



Forrás: MNB

A **lakossági devizaadósság felhalmozódása akadályozta a jegybankot** abban, hogy befolyásolja a háztartások fogyasztási viselkedését, ugyanis a **monetáris transzmissziónak meggyengült ez a szegmense**. Amint azt a 6-7. ábra mutatja a jegybanki alapkamat alapvetően három módon hat a háztartások fogyasztására. Ezek közül az eszközár csatorna Magyarországon kevésbé fontos, a monetáris politika döntően **a kamatcsatornán** és a **mérlegcsatornán** keresztül képes a fogyasztást befolyásolni. Ezek közül a **kamatcsatornának direktebb** a hatása, mert a hitel és betéti kamatok viszonylag gyorsan követik a jegybanki alapkamat mozgását. Ezzel szemben, rövidtávon az **alapkamat** és az **árfolyam között kevésbé erős** a kapcsolat. Hosszútávon az alapkamat pályája a fedezetlen kamatparitáson keresztül determinálja a nominális árfolyam alakulását. Azonban rövidtávon egyéb tényezők – például a kockázati prémium ingadozása – jelentős mértékben eltéríthetik az árfolyamot ettől a pályától.

Mindezek alapján látható, hogy **a devizahitelek elterjedése** miként **gyengítette a monetáris transzmissziót**: A devizahiteles háztartások számára releváns kamatok (Euro, CHF, japán jen) nem álltak kapcsolatban a jegybanki alapkamattal. Ezzel szemben a **háztartások sokkal árfolyam érzékenyebbek lettek**, viszont a forint árfolyamára a monetáris politika kevésbé volt képes hatni.

A **2008-as válság** a meggyengült hatású **monetáris politika mozgásterét jelentősen leszűkítette**, mivel a válság utáni periódusban a jegybanki alapkamat csökkentésének nagy volt a pénzügyi stabilitási kockázata: a likviditás hiányos, ideges pénzügyi környezetben egy alapkamat csökkentés mellett nagy volt az árfolyam leértékelődésének a kockázata, ami hátrányosan érintette volna a háztartásokat, és a nemfizetési kockázat növekedésén keresztül a bankrendszert is. A

nemzetközi pénzpiacok konszolidálódása hatására, később már volt lehetőség kamatcsökkentésre, továbbá **a monetáris politika mozgásterét az egyszeri végtörlesztés majd az árfolyamgát bevezetése is növelte.**

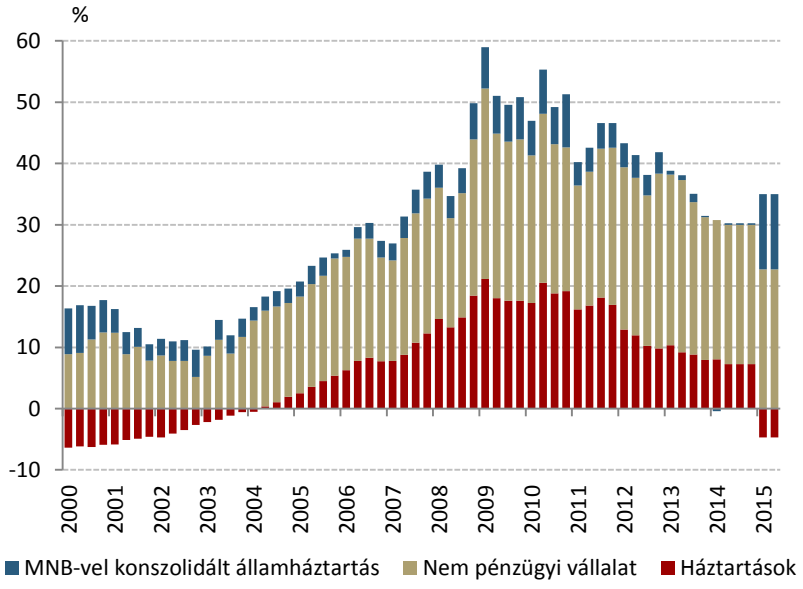
A végtörlesztés és az árfolyamgát tehát – a lakosság válság óta történő fokozatos adósságleépítésével párhuzamosan – jelentősen hozzájárulhatott a háztartások árfolyamkitettségének csökkentéséhez, bár azt teljesen nem szűntette meg. Azonban **a jövő év első felében forintosításra kerül a lakosságnál lévő deviza és devizaalapú jelzáloghitelek túlnyomó része, melynek eredményeképpen a még meglévő lakossági árfolyamkitettség szinte teljesen eltűnik, sőt a lakosság nyitott devizapozíciója negatív lesz** (6-8. ábra).

Ennek hatására **a monetáris transzmisszió kamatcsatornája erősödik**: a forintosítás után az MNB jövőbeli kamatpolitikája sokkal **közvetlenebbül hat a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseire**, mint a háztartási devizahitelek megléte mellett. A háztartások fogyasztási döntéseiben ismét fontosabb szerepet fognak játszani a forint betéti- és hitelkamatok, mint a forint árfolyama. Ennek eredményképpen **a jegybanki alapkamat alakulásának direktebb lesz a hatása az aggregált fogyasztásra, és ezen keresztül az inflációra**, mint az elmúlt években, mivel a forint kamatok szorosabban együtt mozognak az alapkamattal, mint a nominális árfolyam.

A forintosítás további két módon befolyásolja a háztartások fogyasztási és megtakarítási döntéseit:

- Egyrészt, a devizahitelekhez kapcsolódó intézkedések befolyásolják a háztartások vagyonát. Ugyan a háztartások adósságának az átváltása a jelenlegi piaci árfolyamon fog megtörténni, így nem befolyásolja jelentősen a forintban kifejezett adósságuk nagyságát[24], ám **az árfolyamrés és a tisztességtelen szerződésmódosítások elszámolása** miatt a bankok kompenzálni fogják a háztartásokat. Az **árfolyamrés és a tisztességtelen szerződésmódosítások elszámolása után devizahitel-állomány megközelítőleg 5-600 milliárd forinttal fog csökkenni**. Ez **érdemben javítja a háztartások vagyoni helyzetét.**

6-8. ábra: Az egyes gazdasági szektorok nyitott devizapozíciója (a GDP arányában)



Forrás: MNB

- **Másrészt, a forintosítás eredményeként változni fog az eladósodott háztartások törlesztőrészlete. Ennek mértéke függ a forint és a devizakamatok viszonyától.** A törlesztőrészletek változásának várható értéke mellett lényeges kérdés, hogy miként alakul a jövőbeni törlesztőrészletek körüli bizonytalanság. A devizahitelek esetében a legfontosabb bizonytalansági tényező az árfolyamok volatilitásából adódik. Mivel a forintosítás ezt a tényezőt

[24] Az adós számára a forintosítás lényegében a fennálló tőkén elszenvedett árfolyamveszteség realizálását jelenti, ami elvileg mérsékelheti a programban való részvételi szándékot. Azonban a programból való kimaradást érdemben korlátozhatja, hogy a jelenlegi információk alapján azon adósoknak, akik nem szeretnék forintra váltani a hitelüket, meg kell felelniük a jövedelemarányos törlesztőrészlet mutatóra, illetve hitelfedezeti mutatóra előírt, 2015 januárjától hatályos szabályoknak. Ez alapján, a programból kimaradók potenciális köre mindössze az állomány 10-20 százaléka között mozoghat.

kiiktatja, és a hitelek forint kamata több évre rögzítve lesz a fair bankrendszerről szóló szabályozás következtében. Ezért **a háztartások bizonytalansága jelentős mértékben csökkenni fog**. Mindez várhatóan pozitívan fog hatni a fogyasztásukra. Egyúttal a **monetáris transzmisszió mérlegcsatornája gyengül**, mert a jövőbeli árfolyamváltozások kevésbé befolyásolják majd a háztartások fogyasztását: például egy leértékelődés fogyasztást visszafogó (és ezen keresztül az inflációt mérséklő) hatása enyhül.

A fentiekben leírt hatások **pontos számszerűsítését nehezíti**, hogy a háztartások nem egységesen reagálnak rájuk. Egyrészt, nem minden háztartást érint a forintosítás. Másrészt, a devizahiteles háztartások is **különbözőképpen reagálnak** rá **vagyoni helyzetüktől**, és **kockázatkerülési attitűdjüktől** függően.

Bár az **árfolyamrés és a tisztességtelen szerződésmódosítások elszámolása**, szignifikáns terhet jelent a bankrendszer számára, a devizahitelek forintosítása a bankok számára is egy **kiszámíthatóbb környezet teremt**. Ugyanis, bár a devizahitelek **árfolyamkockázatát elsődlegesen a lakosság viselte**, a kedvezőtlen árfolyammozgások miatt **fizetésképtelenné váló hitelekből adódó veszteségek a bankokat terhelték**. Mivel a forintosítás után a forint árfolyam alakulása nem lesz hatással a jelzáloghitelek teljesítésre **a bankrendszer is megszabadul egy kockázattól**, aminek hatására tervezhetőbbé válik a kamatpolitikájuk, ami végső soron **szintén kedvező hatással lesz a monetáris transzmisszióra**.

Végül szólnunk kell arról, hogy **nemzetgazdasági szinten** természetesen **nem tűnik el a lakosság nyitott devizapozíciója, ezt az államháztartás vállalja át**. Viszont az államháztartás, mind a méretéből, mind tágabb lehetőségeiből adódóan **jóval hatékonyabban tudja ennek a nyitott pozíciónak a kockázatait kezelni**, mint az egyedi háztartások.

7. A 2014. ÉS 2015. ÉVI ÁTLAGOS FOGYASZTÓIÁR-INDEX FELBONTÁSA

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

	Inflációs hatás 2014-re			Inflációs hatás 2015-re		
	Áthúzódó hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzódó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	-1,0	-0,2	-1,3	-0,3	0,2	-0,1
Piaci	-0,2	0,7	0,5	-0,8	1,7	0,9
Indirekt adók és intézkedések	0,7	-0,1	0,5	0,0	0,2	0,1
Infláció	-0,6	0,4	-0,2	-1,0	2,0	0,9

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az ún. áthúzódó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik (amelynek 2014. évi mértéke érzékeny a 2013. decemberi inflációs adatra), míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódó 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 áthúzódó és bejövő hatásra

	2014					2015				
	Átlagos áthúzódó hatás	Áthúzódó indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzódó hatás	Áthúzódó indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	-1,8	0,0	1,2	0,0	-0,7	-1,4	0,0	3,4	0,0	1,9
nem feldolgozott	-6,0	0,0	2,6	0,0	-3,6	-2,8	0,0	5,9	0,0	2,9
feldolgozott	0,2	0,0	0,5	0,0	0,7	-0,8	0,0	2,2	0,0	1,4
Ipari termékek	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2	0,1	0,0	0,8	0,0	0,9
tartós	-0,6	0,0	0,1	0,0	-0,5	-0,8	0,0	-1,8	0,0	-2,6
nem tartós	0,3	0,0	0,2	0,0	0,5	0,1	0,0	2,0	0,0	2,0
Piaci szolgáltatások	1,1	1,0	2,0	-0,8	3,4	1,4	-0,1	2,5	0,0	3,8
Piaci energia	-0,6	0,0	-0,7	0,0	-1,3	0,6	0,0	1,5	0,0	2,1
Alkohol, Dohány	0,0	4,9	0,9	0,3	6,2	0,5	0,0	1,8	1,6	4,0
Benzin	-1,8	0,0	-0,4	0,0	-2,2	-10,4	0,0	2,8	0,0	-7,9
Szabályozott árak	-5,4	0,0	-1,2	0,0	-6,6	-1,4	0,0	0,9	0,0	-0,5
Infláció	-1,2	0,7	0,5	-0,1	-0,2	-1,0	0,0	1,9	0,2	0,9
Maginfláció	0,4	1,0	1,0	-0,2	2,2	0,4	0,0	1,8	0,2	2,4

Megjegyzés A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az ún. áthúzódó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik (amelynek 2014. évi mértéke érzékeny a 2013. decemberi inflációs adatra), míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódó 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: A 2014-2015-ös inflációs előrejelzésünk változása 13
1-5. ábra: GDP előrejelzésünk legyezőábrája 14
1-6. ábra: Lakossági jövedelmek felhasználása 15
1-7. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként 15
1-8. ábra: Az exportpiaci részesedés alakulása 16
1-9. ábra: A GDP növekedés alakulása 16
1-10. ábra: Az olajár* és a magyar cserearány alakulása 17
1-11. ábra: Reálbérek és a cserearány alakulása 17
1-12. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban 18
1-13. ábra: A fajlagos munkaköltség alakulása a versenyszektorban 19
1-14. ábra: A Brent kőolaj azonnali és határidős árának alakulása 20
1-15. ábra: Az olajár következő három hónapban várható változásának valószínűségi eloszlása 20
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre 24
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP előrejelzésünkre 25
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre 26
3-1. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a fejlett gazdaságokban 27
3-2. ábra: Német ipari termelés és áruexport 27
3-3. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása 28
3-4. ábra: Negyedéves növekedés a kelet-közép-európai országokban 28
3-5. ábra: Munkanélküliségi és aktivitási ráta az USA-ban 28
3-6. ábra: Negyedéves GDP növekedés Kínában és Oroszországban 29
3-7. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (USD-ben) 29
3-8. ábra: Infláció a fejlett gazdaságokban 30
3-9. ábra: Infláció az euroövezetben 30
3-10. ábra: Infláció a közép-kelet-európai országokban 31
3-11. ábra: Infláció Kínában és Oroszországban 31
3-12. ábra: A fejlett gazdaságok alapkamatainak alakulása 31
3-13. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban (a GDP arányában) 32
3-14. ábra: Az euro dollárral szembeni árfolyamának alakulása 32
3-15. ábra: A kelet-közép-európai országok alapkamatainak alakulása 33
3-16. ábra: Főbb tőzsdeindexek 33
3-17. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom értéke és egyenlege 34
3-18. ábra: A cserearány változása 34
3-19. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása 35
3-20. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és a nemzeti számlás vásárolt fogyasztás alakulása 35
3-21. ábra: A háztartási szektor belföldi hiteleinek tranzakciói hitelcél szerint 35
3-22. ábra: Szektorális beruházások alakulása 36
3-23. ábra: A teljes vállalati és a kkv szektor hitelállományának éves növekedési üteme 36
3-24. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP növekedéshez való hozzájárulása 39
3-25. ábra: Bruttó hozzáadott érték alakulása a versenyszférában 39
3-26. ábra: Ipari konjunktúraindikátorok alakulása 40
3-27. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása 40
3-28. ábra: Potenciális kibocsátás növekedése és a növekedési hozzájárulások 40
3-29. ábra: Egyes GDP tételek változása a nemzeti számlák revíziója során 41

3-30. ábra: A bruttó hazai termék változása az ESA2010 módszertanra történő átállás után 42
3-31. ábra: A bruttó nemzeti jövedelem alakulása 43
3-32. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban 44
3-33. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása 44
3-34. ábra: Beveridge-görbe alakulása 45
3-35. ábra: Kibocsátási rés mutatók 46
3-36. ábra: A kereslet mint termelést korlátozó tényező az ESI felmérésben 46
3-37. ábra: A bruttó átlagkeresetek és a munkapiaci feszesség éves változása 47
3-38. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása 47
3-39. ábra: Az ipari termelői árak éves változása 48
3-40. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása 48
3-41. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tény infláció 49
3-44. 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: 2018-ban lejáró régiós euróban denominált devizakötvény felárak 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: Az állampapírpiaci referenciahozamok alakulása 53
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 előretekintő reálkamatlábak alakulása 55
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei 56
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása (GDP-arányos értékek) 56
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint 57
5-4. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása 57
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (GDP arányában) 58
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (GDP arányában) 59
5-7. ábra: A fiskális impulzus (a GDP százalékában) 61
5-8. ábra: A kormányzati szektor elsődleges kiadásai a GDP százalékában 62
5-9. ábra: Az adósságpálya várható alakulása – előretekintve változatlan, 2013. végi árfolyamon számítva 66
6-1. ábra A feszességi indikátor alakulása képzettség szerint 67
6-2. ábra A munkaerő kapacitáskihasználtságának alternatív mutatói 68
6-3. ábra: A munkanélkülieken kívüli kihasználatlan munkaerő-kapacitás alakulása 69
6-4. ábra Árfolyam csatorna működése kis nyitott gazdaságban 71
6-5. ábra Iparcikkek árszintjének alakukása (2002 jan. = 1) 72
6-6. ábra Árfolyam begyűrűzés: rezsim és küszöbváltozó szerint 73
6-7. ábra A jegybanki alapkamat hatása a lakossági fogyasztásra 74
6-8. ábra Az egyes gazdasági szektorok nyitott devizapozíciója (a GDP arányában) 75

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei 12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása 20
1-3. táblázat: Főbb külkereskedelmi partnereink GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések 21
1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest 22
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal 23
3-1. táblázat: Átlagos beruházás a KKV szektorban (2013. évi áron, millió forint) 37
5-1. táblázat: A háztartások fundamentális és pénzügyi számlák szerinti finanszírozási képessége (GDP arányában) 60
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában) 61
5-3. táblázat: A 2014. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (szeptemberi jelentéshez képest; a GDP százalékában) 63
5-4. táblázat: A 2015. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a szeptemberi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában) 63
5-5. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2015. évi költségvetési törvényjavaslat előirányzataitól a zárószavazásra benyújtott egységes javaslat alapján (a GDP százalékában) 64
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra 77
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra 77

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 adókivetések 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 bevételét emelhessék, 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

2014. december

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

© MAGYAR NEMZETI BANK 2014
1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.

mnb.hu