



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2015

SZEPTEMBER

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2015
SZEPTEMBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

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

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

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

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2015. szeptember 17-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

TARTALOM

A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról.....	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	10
1.1. Inflációs előrejelzésünk	12
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	14
1.3. Munkapiaci előrejelzésünk.....	17
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	21
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	23
3.1. Nemzetközi környezet	23
3.2. Aggregált kereslet	34
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás	40
3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség	43
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója	45
3.6. Költségek és infláció	46
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	49
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	49
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói.....	52
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	55
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	55
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	57
5.3. Költségvetési folyamatok	59
6. Kiemelt témák.....	65
6.1. A Fed lehetséges kivezetési és szigorítási stratégiája	65
6.2. A feltörekvő piacok lassulása, illetve a kínai növekedési és pénzügyi kockázatok.....	71
7. A 2015. és 2016. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	76
Ábrák és táblázatok jegyzéke	77

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink	18
3-1. keretes írás: Az elmúlt időszak nyersanyagár-csökkenésének okai	32
3-2. keretes írás: A lakosság pénzügyi megtakarítási rátájának alakulása	38
3-3. keretes írás: A konjunkturális alapfolyamatokat megragadó mutató alakulása	42
6-1. keretes írás: Hogyan befolyásolja a jegybanki tartalékok szintje a hitelezési hajlandóságot?.....	66

A MONETÁRIS TANÁCS ÁLLÁSFOGLALÁSA A MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOKRÓL ÉS MONETÁRIS POLITIKAI HELYZETÉRTÉKELÉSE

2015. szeptember 23-tól a három hónapos, fix kamatozású jegybanki betét lép érvénybe a Magyar Nemzeti Bank irányadó eszközéül az eddigi kéthetes helyett, így a 2015. szeptember 22-i kamatdöntés során a Monetáris Tanács ezen eszköz kamatának mértékéről hozta meg döntését. A három hónapos eszköz korlátlan mennyiségben áll rendelkezésre, az irányadó kamat futamideje két hétről három hónapra nő. A kéthetes jegybanki betét az eszköztár része marad, azonban az eszköz mennyiségi korlátozás mellett, aukción kerül értékesítésre. A kéthetes betéti állomány mennyiségi korlátozásának első lépésére 2015. szeptember 23-án kerül sor, az állomány ezt követően fokozatosan az év végéig csökken a kitűzött 1000 milliárd forintra.

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

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

A világgazdaság változatlanul visszafogott teljesítményt mutatott az elmúlt hónapokban, az infláció globálisan alacsony szinten maradt.

Az egyes régiók gazdasági növekedése között továbbra is jelentős különbségek állnak fenn. A fejlett régiók közül az euroövezet gazdasága 2015 második negyedévében enyhén tovább bővült, az Egyesült Államokban pedig érdemi bővülés volt megfigyelhető. A legtöbb nagy feltörekvő gazdaság lassuló növekedést mutat. Az alacsony olaj- és nyersanyagárakkal, valamint a gyenge keresleti környezettel összhangban a globális inflációs folyamatok és az inflációs nyomás előretekintve is mérsékeltek maradhatnak. A globális jelentőségű jegybankok monetáris politikai irányultsága nem változott, ugyanakkor továbbra is eltérően alakult az elmúlt hónapokban: az EKB és a Japán Jegybank eszközvásárlása változatlanul folytatódott, míg a Fed esetében a piaci várakozásnál későbbre tolódo kamatemelési ciklus megfelelő időzítésének és mértékének előkészítése zajlott. Összességében a monetáris kondíciók változatlanul lazának tekinthetők, így a globális kamat- és likviditási környezet továbbra is támogató.

A Monetáris Tanács szerint az infláció idén és jövőre is elmaradhat az inflációs céltól, és csak 2017 második felében kerülhet a 3 százalékos cél közelébe.

A Monetáris Tanács megítélése szerint rövid távon az infláció jelentősen elmaradhat az inflációs céltól. Az utóbbi hónapokban beérkezett adatok alapján az alapfolyamatok összességében megfeleltek a júniusi Inflációs jelentésben bemutatott előrejelzésnek, a fogyasztóiár-index esetében tapasztalt eltérést elsősorban az alacsonyabb üzemanyagárak magyarázzák. Az infláció az év végén már stabilan pozitív tartományban alakulhat. Az alacsony költségek elhúzódó, lassú emelkedésével, illetve az élénkülő belső kereslet és az emelkedő bérek eredményeként a maginfláció fokozatosan emelkedhet. Ugyanakkor a tartósan alacsony költségkörnyezet és az előretekintve némileg alacsonyabb inflációs alapfolyamatok következtében a korábbi előrejelzésünkhöz képest közel fél évvel kitolódott az inflációs cél elérésének horizontja, így az infláció csak 2017 második felében kerülhet a 3 százalékos cél közelébe. Az inflációs várakozások cél körül történő stabilizálódása hozzájárulhat ahhoz, hogy a belső kereslet erősödése mellett az árazás és a bérezés középtávon is a jegybanki inflációs céllal összhangban alakuljon.

A hazai gazdaság növekedése tovább folytatódhat, amihez a belső és a külső kereslet fokozatos élénkülése is hozzájárul.

Az elmúlt időszakban tovább folytatódott a hazai gazdaság bővülése. A növekedésben egyre markánsabb szerephez juthat a belföldi kereslet erősödése. A gazdaság bővülését a felvevőpiacaink növekedése révén emelkedő exportteljesítmény is támogathatja. A javuló munkaerő-piaci folyamatok és az alacsony inflációs környezet növelik a lakosság reáljövödelmét, ami elősegítheti a lakossági fogyasztás élénkülését. A devizahitelek forintosítása mérsékli a háztartási szektor sérülékenységét, amely támogathatja a fogyasztókat jellemző óvatosság fokozatos oldódását. A lakosság beruházási aktivitása az élénkülő lakáspiaci helyzetnek és a lakástámogatási rendszer kiterjesztésének köszönhetően bővíthet előrejelzési horizontunkon. Ellenkező irányba hat az EU-források beáramlásának mérséklődése. A gazdasági növekedés

2016 év elején az EU-források kifutásával mérséklődhet, ugyanakkor a jövő év második felétől a hitelezési aktivitás erősödésével és az EU-források ismételt elindulásával javulhat a gazdaság teljesítménye. A negatív kibocsátási rés az előrejelzési horizont végén záródhat, mely így dezinflációs hatású marad a következő negyedévekben.

Folytatódhat a gazdaság külső sérülékenységének csökkenése.

2015 elején tovább emelkedett a gazdaság külső finanszírozási képessége, amiben továbbra is a külkereskedelem és a transzferegyenleg többlete a meghatározó. A külső finanszírozás szerkezetét tekintve folytatódott az adósság típusú források kiáramlása, aminek hatását mérsékelte a kamatok csökkenése és a dollár erősödése miatti ártértékelődés, így a külső adósságráták nem változtak érdemben. Az előrejelzési horizonton markáns külső finanszírozási képességre lehet számítani, amely 2015-ben meghaladhatja a GDP 9 százalékát. 2015-2016-ban tovább emelkedhet a nettó export, amiben a várhatóan az olajár-csökkenés cserearányokat javító hatása és a kedvező külső kereslet tükröződhet. 2016-ban a finanszírozási képesség továbbra is magas maradhat, azonban az EU-transzferek csökkenése miatt kis mértékben mérséklődhet. A jövedelemegyenleg hiánya várhatóan stabilizálódik, ami a csökkenő adósságpálya mellett mérséklődő kamatkiadásoknak, valamint a gazdasági növekedéssel párhuzamosan emelkedő vállalati profitnak köszönhető. A továbbra is igen jelentős külső finanszírozási többlet mellett a külső tartozásmutatók további mérséklődését a jegybank önfinszírozási programja, és a devizahitelek forintosítása is támogatja.

A nemzetközi pénzügyi piacokon változékonyan, de összességében kedvezőtlenül alakult a hangulat.

Az időszak során elsősorban a görög adósságproblémákkal kapcsolatos események, a feltörekvő piaci gazdaságok és Kína növekedésével kapcsolatos aggodalmak, a kínai tőkepiaci zavarok, valamint a Fed kamatemelése körüli bizonytalanság járultak hozzá a negatív globális befektetői hangulathoz. A hazai kockázati mutatók közül a CDS-felár enyhén emelkedett, míg a hosszú forintkötvény-hozamok csökkentek a júniusi Inflációs jelentés megjelenése óta eltelt időszakban. Az elmúlt negyedévben a forint árfolyama nem változott érdemben az euróval szemben. A Monetáris Tanács értékelése szerint a nemzetközi pénzügyi környezet alakulásával kapcsolatos bizonytalanság továbbra is óvatos monetáris politikát indokol.

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alappályája mellett két alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak. Az első alternatív forgatókönyv mentén a tartósan alacsony költségkörnyezet és erősödő másodkörös hatások megvalósulása a gazdasági növekedésre felfelé, míg az inflációra lefelé mutató kockázatot jelent. Az inflációs cél így az alappályánál lazább monetáris kondíciókkal érhető el. A második alternatív forgatókönyv mentén a pénzpiaci turbulenciák többek között a kockázati prémium hirtelen, nagymértékű megemelkedését és a külső kereslet visszaesését okozzák. Ebben az alternatív pályában az előrejelzési horizonton az inflációs cél elérését az alappályánál szigorúbb monetáris politika biztosítja.

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

A szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzésének ismeretében a Monetáris Tanács úgy ítéli meg, hogy az alapkamat aktuális szintje és a laza monetáris kondíciók tartósan, a vártnál hosszabb horizonton történő fenntartása összhangban van az inflációs cél középtávú elérésével és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzésével.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA
(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült.)

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

¹ A GDP arányában.

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

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

⁴ MNB-becslés.

⁵ A szabad tartalékok teljes törlésével.

1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

Az elmúlt időszakban a korábbi negyedeknél visszafogottabb ütemben, de tovább folytatódott a gazdaság bővülése. A növekedéshez leginkább a belföldi kereslet erősödése járult hozzá. Az infláció a nyári hónapokban is visszafogott maradt. Az alapfolyamatok a júniusi előrejelzéssel összhangban alakultak, a teljes fogyasztóiár-indexben tapasztalt eltérést az alacsonyabb üzemanyagárak magyarázták. A második negyedévben tovább bővült a versenyszféra foglalkoztatottsága, míg a bérdinamika változatlanul mérsékelt maradt.

Az infláció idén és jövőre is elmaradhat középtávú céljától; a 3 százalékos cél elérése várhatóan még inkább kitolódik. A magyar gazdaságot rendkívül kedvező globális költségkörnyezet jellemzi, melyhez a nyersanyagárak elmúlt hónapokban bekövetkező jelentős mérséklődése is hozzájárult. A kedvező költségkörnyezet a várakozások szerint az előrejelzési horizonton tartósan fennmaradhat. Az éves inflációs ráta a következő hónapokban átmenetileg negatív tartományba is süllyedhet, de az év végéhez közeledve bázishatások miatt fokozatosan emelkedni kezd. A belső hatások esetében a lakossági fogyasztás folytatódó élénk bővülése és a nominális bérdinamika fokozatos emelkedése az inflációs alapfolyamatok emelkedése irányába hat. A fogyasztás élénkülése növelheti a vállalatok árazási mozgásterét, ám ennek inflációs hatása, különösen a mérsékelt költségkörnyezetben, kisebb lehet a válság előtt tapasztaltnál. A fentiek következtében az éves inflációs ráta júniusi prognózisunkhoz képest mintegy fél évvel később, csak 2017 második felében közelítheti meg a középtávú célértéket. Az inflációs várakozások stabilizálódása és egyre inkább horgonyzottá válása hozzájárul ahhoz, hogy az árazási és bérezési döntések a belső kereslet élénkülése mellett is az inflációs céllal összhangban alakuljanak.

A következő években az elmúlt időszaknál lassabb tempóban, de tovább folytatódik a hazai gazdaság kiegyensúlyozott szerkezetű bővülése. Az idei évben élénk, 3 százalékot meghaladó növekedés várható, ugyanakkor a mezőgazdasági teljesítmény időben rendkívüli ingadozást mutat, így egy kedvezőtlen terméseredmény lefelé mutató kockázatot jelenthet az idei növekedésre vonatkozóan. A növekedési dinamika 2016 első felében bázishatások, valamint a Növekedési Hitelprogramból és az EU-s alapokból származó finanszírozási források csökkenésével mérséklődik. Ugyanakkor a gazdasági teljesítmény a jövő év második felétől a hitelezési aktivitás erősödésével, az EU-források gyorsuló lehívásával, valamint a külső kereslet élénkülésével újból dinamikusabbá válhat. A növekedésben az előző évekhez képest egyre markánsabb szerephez jut a belföldi kereslet erősödése. A feltörekvő gazdaságok romló növekedési kilátásai felvevőpiacaink várható keresletét is mérséklik, ám ennek negatív hatásait az alacsony nyersanyagárak mellett élénkebbé váló európai növekedés hatása korrigálhatja. Az alacsony nyersanyagárak mellett az EKB eszközvásárlási programja is támogatja a legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna gazdasági teljesítményét. Ezzel összhangban a hazai export továbbra is élénk bővülést mutathat.

A javuló munkaerő-piaci folyamatok mellett az alacsony infláció és a személyi jövedelemadó kulcsának jövő évi további csökkentése egyaránt emeli a háztartási jövedelmek vásárlóértékét. Az elmúlt években a háztartások adósságállománya fokozatosan csökkent, így az adósság leépítése egyre kevésbé foghatja vissza a fogyasztás élénkülését. Ezen túl a devizahitelek forintosítása érdemben csökkentheti a háztartások árfolyamra való érzékenységét, ami az óvatossági megfontolások mérséklődéséhez és a mérlegalkalmazkodási kényszer oldódásához is hozzájárul. Így előrejelzési horizontunkon az emelkedő reáljövedelmek mellett a magas szintjéről fokozatosan csökkenő pénzügyi megtakarítási ráta is támogatja a lakossági fogyasztás élénkülését. A következő években a nemzetgazdasági beruházások aránya a kibocsátáson belül stabilan 20 százalék körül alakulhat, ám szerkezete érdemben átalakul. Az állami beruházások az EU-forrásbeáramlás erőteljes csökkenésével párhuzamosan mérséklődnek, míg a magánberuházások esetében fokozatos élénkülésre számítunk. A vállalati beruházások bővülését a hitelezési aktivitás erősödése mellett a javuló keresleti kilátások segíthetik, míg a háztartások beruházási aktivitása a stabilabb hosszabb távú jövedelemvárakozások és a historikusan alacsony hozamkörnyezet következtében erősödhet.

Folytatódhat a nemzetgazdasági foglalkoztatottság bővülése, amelyhez a közfoglalkoztatás kiterjesztése mellett a versenyszféra létszámbővülése is hozzájárul. A vállalatok munkakereslete az élénkülő konjunkturális folyamatok következtében tovább emelkedhet, így a munkanélküliségi ráta az aktivitás bővülése mellett is csökken. Az egyre feszebbé váló munkapiac, a vállalati jövedelmezőség és a termelékenység javulása egyaránt a reálbérek emelkedése irányába hatnak. Előrejelzési horizontunk első felében a versenyszférában továbbra is mérsékelt béremelésekre számítunk az elmúlt időszakban tapasztalt alacsony inflációs környezethez alkalmazkodó inflációs várakozások következtében.

A horizont második felében az inflációs ráta emelkedésével ugyanakkor az inflációs céllal konzisztens értékre erősödő versenyszféra-bérezést várunk.

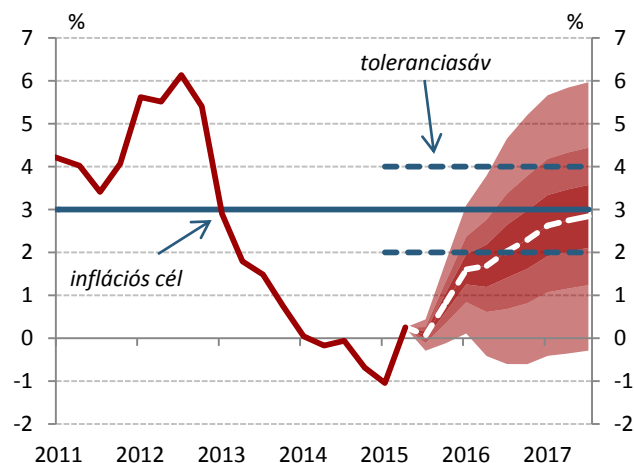
A gazdaság külső finanszírozási képessége a következő években is stabilan magas maradhat, ami hozzájárul a nettó külső adósság folytatódó csökkenéséhez. A költségvetés hiánya a fegyelmezett költségvetési politika folytatódása mellett idén és jövőre is érdemben a GDP 3 százaléka alatt, 2 százalék közelében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

Össességében a reálgazdasági környezet továbbra is dezinflációs hatású. A lakossági fogyasztás szintje jelenleg érdemben elmarad a válság előtti értékétől, ugyanakkor előretekintve a belföldi kereslet élénkülése a kibocsátási rés záródását okozza. A globális kibocsátási rés továbbra is negatív, és csak lassan záródhat. Az infláció az alacsony szintről csak lassan emelkedő nyersanyagköltségekkel és az élénkülő kereslettel párhuzamosan 2017 második felében emelkedhet a cél közelébe.

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az infláció a következő negyedévekben továbbra is visszafogottan alakulhat, melyhez az olajárak elmúlt hónapokban bekövetkezett jelentős mérséklődése is hozzájárul. A maginfláció a költségek lassú emelkedése, illetve a lakossági fogyasztás és bérdinamika élénkülésével összhangban fokozatosan növekedhet. Bár a fogyasztás javulása növelheti a vállalatok árazási mozgásterét, inflációs hatása kisebb lehet a válság előtt tapasztaltnál. Az infláció csak 2017 második felében kerülhet a középtávú cél közelébe. Korábbi előrejelzésünkhöz képest közel fél évvel kitolódott az inflációs cél elérésének horizontja.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája

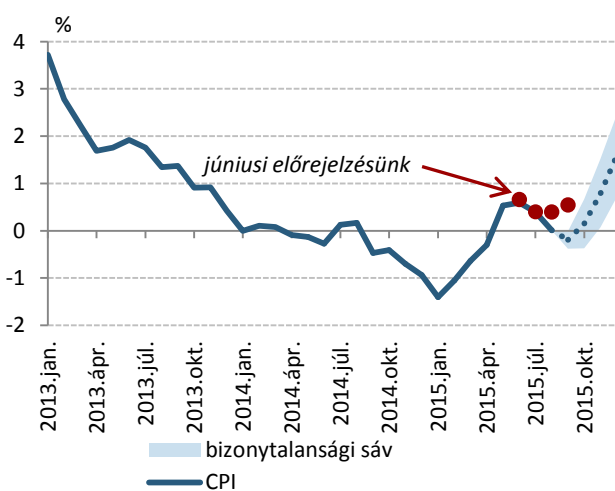


Forrás: MNB

Az infláció idén és jövőre is elmarad a 3 százalékos középtávú céltől, és csak az előrejelzési horizont végén kerülhet annak közelébe. A nyersanyagárak utóbbi hónapokban bekövetkező jelentős mérséklődése idén és jövőre is hozzájárul az infláció céltől való elmaradásához. Ugyanakkor az előrejelzési horizont második felében már a költségek lassú emelkedésére számítunk, amely a belső kereslet élénkülésével együtt hozzájárul az indirekt adóktól szűrt maginfláció fokozatos emelkedéséhez. A maginfláció növekedésével párhuzamosan az infláció csak a horizont végére közelítheti meg a középtávú célértéket (1-1. ábra). Korábbi előrejelzésünkhöz képest közel fél évvel kitolódott az inflációs cél elérésének horizontja.

Rövid távú előrejelzésünk alapján a következő hónapokban még nulla százalék körül maradhat az infláció, majd az év végén stabilan pozitív tartományban alakulhat a fogyasztói árak éves növekedési üteme (1-2. ábra). Az infláció év végi emelkedését eredményezi a tavaly őszi szabályozottár-csökkentés bázishatásának kiesése is. Az infláció idén éves átlagban nulla, míg jövőre 1,9 százalék lehet.

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



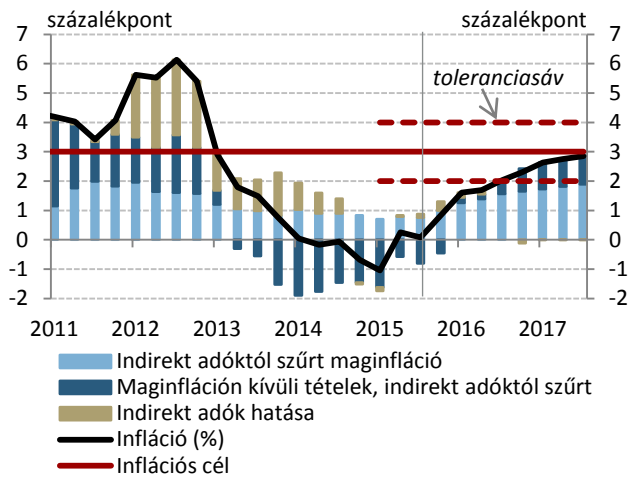
Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv a korábbi évek előrejelzésének szórását mutatja.

Forrás: MNB

Az infláció pályáját továbbra is érdemben befolyásolják a rendkívül visszafogott költségoldali folyamatok, ugyanakkor előretekintve a költségek lassú emelkedésére számítunk. Az EKB eszközvásárlási programja elősegítheti legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna inflációjának emelkedését. Az importált inflációs nyomás azonban középtávon historikus összevetésben továbbra is mérsékelt maradhat.

Az indirekt adóktól szűrt maginfláció a jelenlegi alacsony értékéről fokozatosan emelkedik, melyhez a költségek mérsékelt emelkedése mellett a kereslet élénkülése és a javuló munkapiaci folyamatok is hozzájárulnak (1-3. ábra és 1-1. táblázat). A negatív kibocsátási rés az előrejelzési horizonton fokozatosan záródik, így a reálgazdaság felől érkező dezinflációs hatás mérséklődik. A kereslet élénkülésével nő a gazdasági szereplők árazási mozgásterét, ami segítheti az infláció fokozatos emelkedését a jegybanki cél közelébe. Ugyanakkor a fogyasztás élénkülésének inflációs hatása mérsékelt lehet a válság előtti időszakhoz képest, így az élénkülő

1-3. ábra: Inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: MNB

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei

	2014	2015	2016	
Maginfláció	2,2	1,4	2,5	
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	1,4	0,9	1,7	
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	-3,7	4,8	3,0
	Járműüzemanyag és piaci energia	-2,1	-10,9	-1,0
	Szabályozott árú termékek	-6,6	-0,8	0,8
	Összesen	-4,9	-2,6	0,7
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	-1,7	-0,9	0,2	
Infláció	-0,2	0,0	1,9	

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

Forrás: MNB

hazai kereslet csak visszafogottan emelheti az árakat. A munkaerő-piaci szabad kapacitások csökkenésével párhuzamosan a versenyszféra fajlagos munkaerőköltsége a termelékenység javulásával csak mérsékelten emelkedhet előrejelzési horizontunkon. Az inflációs cél közelében egyre inkább horgonyoztató váló várakozások elősegíthetik a céllal konzisztens bér- és árdinamika fenntartását.

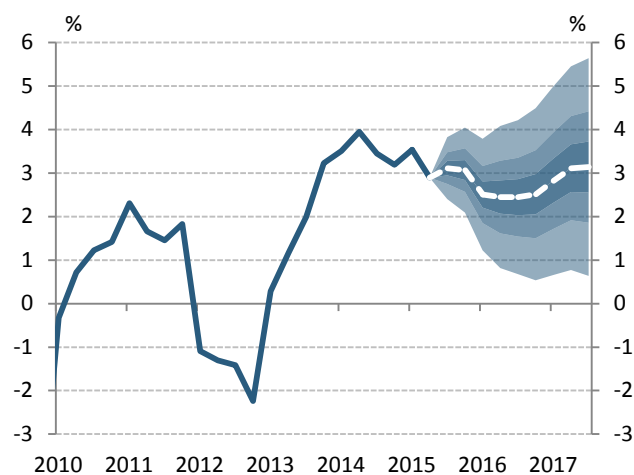
A maginfláción kívüli tételek árindexe továbbra is mérsékelten alakulhat (1-3. ábra és 1-1. táblázat). Az euróban kifejezett olajárak utóbbi időben bekövetkező számottevő csökkenése a termékkör inflációjának mérséklődésének irányába mutat. Ugyanakkor a korábbi üzemanyagár-csökkenés bázishatása következtében a termékcsoport árindexének jelentős emelkedésére számítunk 2015–2016 fordulóján, ami a fogyasztóiár-indexet is érdemben emelheti.

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

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Az idei évben élénk gazdasági bővülés várható, míg a növekedés 2016 elején egyrészt bázishatások, másrészt az EU-források kifizetésével mérséklődhet. A gazdasági teljesítmény a jövő év második felétől a hitelezési aktivitás erősödésével és az EU-források lehívásának ismételt növekedésével javulhat. A munkaerő-piaci folyamatok mellett az alacsony infláció, illetve a személyi jövedelemadó kulcsának csökkentése is emeli a háztartások reáljövedelmét, így az előrejelzési horizontunkon élénk fogyasztásbővüléssel számolunk. A fogyasztás élénkülését a háztartások eladósodottságának mérséklődésével oldódó óvatossági megfontolások is támogatják. Az elmúlt évekkel ellentétben a beruházások szerkezetében a hangsúly fokozatosan a magánberuházások irányába tolódhat: az alacsony hozamkörnyezetben a lakossági beruházás aktivitása a reáljövedelmek emelkedésével élénkülhet, míg a vállalati beruházások a hitelezési aktivitás erősödésével bővíthetnek. Az állami beruházások az EU-forrásbeáramlás erőteljes csökkenésével párhuzamosan jövőre érdemben mérséklődnek. Az alacsony nyersanyagárak, illetve az EKB eszközvásárlási programja erősítheti az Európai Unió növekedését, ami külső keresletünkben kompenzálhatja a feltörekvő piacok romló kilátásai miatt jelentkező negatív hatásokat. Összességében kiegyensúlyozott gazdasági növekedésre számítunk előrejelzési horizontunkon.

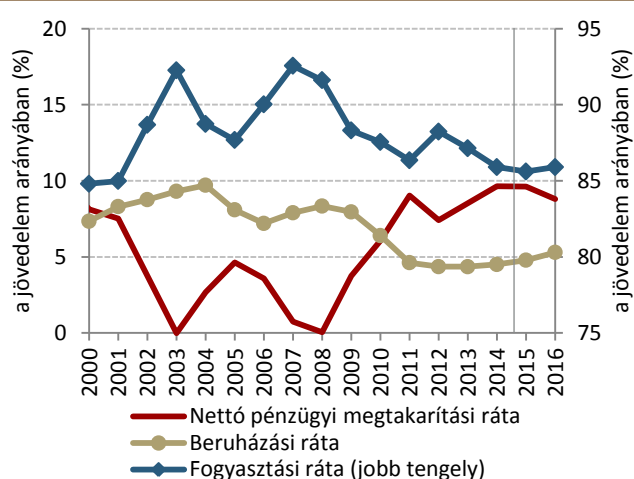
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján.

Forrás: MNB

1-5. ábra: Lakossági jövedelmek felhasználása



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

Forrás: KSH, MNB

A hazai gazdaság bővülése a következő években tovább folytatódhat. A növekedésben egyre markánsabb szerephez juthat a lakossági fogyasztás erősödése.

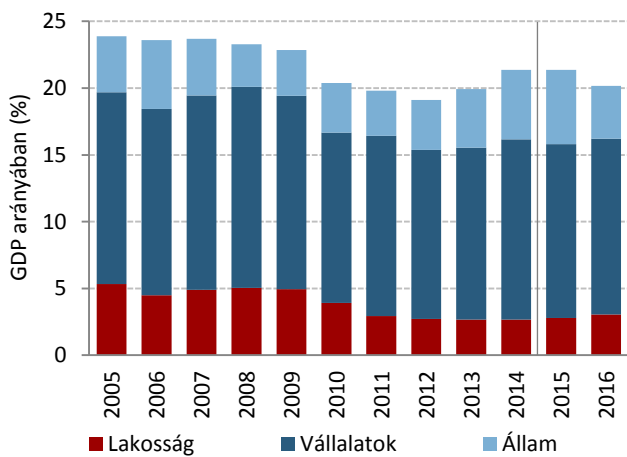
A belső kereslet élénkülése mellett a felvevőpiacaink növekedése révén emelkedő export is támogatja a gazdaság bővülését. A magyar gazdaság 2015-ben 3,2 százalékkal, míg 2016-ban 2,5 százalékkal növekedhet (1-4. és 1-8. ábrák), így folytatódik a 2013-ban újraindult gazdasági felzárkózásunk. A jövő év elején egyrészt bázishatások miatt, másrészt az EU-források kifizetésével mérséklődhet a gazdasági növekedés. A Növekedési Hitelprogram fokozatos kivezetése is szűkíti a rendelkezésre álló finanszírozási forrásokat. Ugyanakkor az év második felétől a hitelezési aktivitás erősödésével és az EU-források ismételt beáramlásával párhuzamosan a konjunktúra újból erősödhet.

A lakossági fogyasztás folyamatosan élénkülhet a következő években.

Ehhez elsősorban a javuló munkaerő-piaci folyamatok mellett a vártnál alacsonyabb infláció miatt bővülő reáljövedelmek és a személyi jövedelemadó kulcsának 2016. évi csökkentése járulnak hozzá. A bankokkal történő elszámolás erősítheti a fogyasztás élénkülését mind a vagyon-, mind a jövedelmi csatornán keresztül. Emellett a devizahitelek forintosítása mérsékli a háztartások árfolyamra való érzékenységét, ami hozzájárul az óvatossági megfontolások oldódásához, a mérlegalkalmazkodási kényszer gyengülését okozva. Ennek következményeként arra számítunk, hogy előrejelzési horizontunkon a pénzügyi megtakarítási ráta a jelenlegi magas szintjéről csökkenhet, míg a fogyasztási és a lakossági beruházási ráta fokozatosan emelkedhet (1-5. ábra).

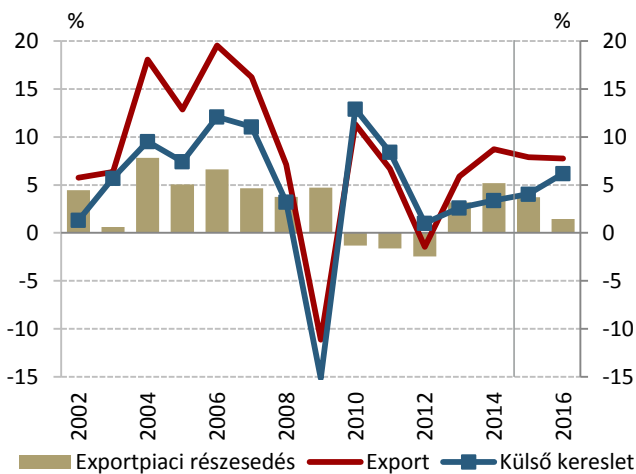
A nemzetgazdasági beruházások aránya a kibocsátáson belül stabilan 20 százalék felett alakulhat, ugyanakkor szerkezetének átalakulásával számolunk. Az állami beruházások az EU-forrásbeáramlás erőteljes

1-6. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

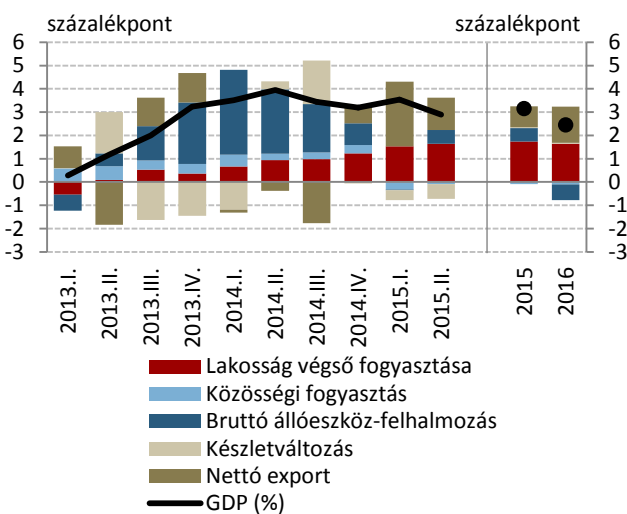
1-7. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: MNB

1-8. ábra: A GDP-növekedés alakulása



Forrás: KSH, MNB

csökkenésével mérséklődnek, míg a magánberuházások esetében visszafogott bővülésre számítunk. A javuló keresleti feltételekre – különösen a belföldre termelő és szolgáltató ágazatok esetében – a vállalatok kezdetben a kapacitáskihasználtság növelésével reagálhatnak, majd a javuló feltételek hatása a hitelezési aktivitásban és a beruházásokban is jelentkezhet a jövő év második felétől. A háztartások esetében a stabilabb hosszabb távú jövedelemvárakozások, az alacsonyabb adósságok és a tartósan alacsony hozamkörnyezet egyaránt a beruházási aktivitás erősödése irányába hat (1-6. ábra).

A hitelezési kereslet erősödésével a vállalati hitelállomány érdemi bővülésére számítunk előrejelzési horizontunkon. A Növekedési Hitelprogram 2016-tól fokozatosan kivezetésre kerül, így az ezen csatornán keresztül elérhető források fokozatosan szűkülnek. Ugyanakkor az alacsony kamatkörnyezet megfelelő lehetőséget teremt a kereskedelmi bankok számára, hogy az erősödő keresletet egyre nagyobb arányban piaci alapú hitelekkel elégítsék ki. A lakossági adósságállomány mérséklődése tovább folytatódhat. A fogyasztási hitelek iránti kereslet még évekig mérsékelt maradhat, ugyanakkor a lakáspiac élénkülésének köszönhetően az új ingatlanhitelek kihelyezése emelkedhet.

Exportpiaci részesedésünk tovább bővíthet. Exportpiacainkon a legfontosabb partnerünknek számító euroövezet gazdasági fokozatosan élénkülhetnek, melynek hatásait ugyanakkor a feltörekvő gazdaságok lassulása mérsékelheti. Az EKB eszközvásárlási programja és az alacsony olajárak segíthetik európai külkereskedelmi partnereink növekedését, melyet részben tompíthat az orosz–ukrán konfliktus és a gazdasági szankciók hatása. Az euro leértékelődése javíthatja az eurozóna exportőreinek versenyképességét, ami a hazai beszállítók teljesítményét is támogatja. Az új kapacitások kiépülése mellett előretételezve a leértékelt szinten alakuló reálárfolyam is emeli exportpiaci részesedésünket (1-7. ábra). Ezzel párhuzamosan a nettó export növekedési hozzájárulása fokozatosan erősödhet (1-8. ábra). Az elmúlt hónapokban tapasztalt olajárcsökkenés következtében a cserearány javulására számítunk.

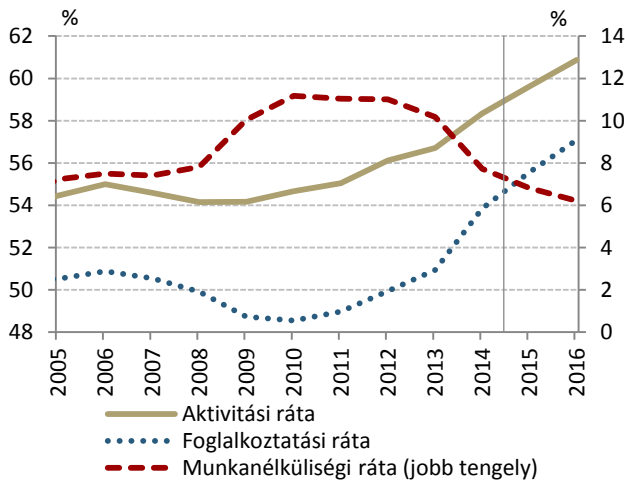
A kibocsátás előrejelzési horizontunkon fokozatosan közelít potenciális szintjéhez. A belföldi eredetű inflációs nyomás szempontjából leginkább releváns lakossági fogyasztás élénkülése meghatározó marad. Ugyanakkor a fogyasztás szintje az elkövetkező években is elmarad a válság előttről. A kibocsátási rés az előrejelzési horizontunk végére záródhat, azaz a reálgazdaság deflációs hatása fokozatosan csökken.

Az aggregált kereslet bővülése a potenciális növekedésre is kedvezően hat. Ehhez a munkapiaci aktivitás növekedése, a munkanélküliség csökkenése 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.

1.3. Munkapiaci előrejelzésünk

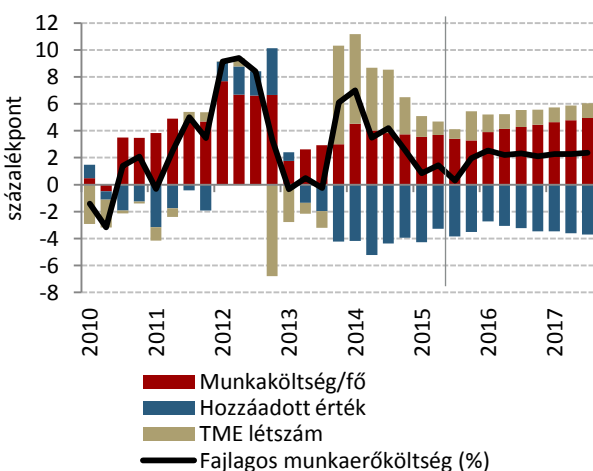
Előrejelzési horizontunkon mind az aktivitás, mind pedig a nemzetgazdasági foglalkoztatottság tovább bővül, amelyhez a közfoglalkoztatás kiterjesztése mellett a versenyszféra létszámemelkedése is hozzájárul. A munkanélküliségi ráta előrejelzési horizont végére 6 százalék közelébe kerülhet. A munkapiac feszessége, a vállalati jövedelmezőség és a termelékenység javulása egyaránt a reálbérek emelkedése irányába hatnak. A stabilan alakuló inflációs várakozások elősegíthetik, hogy a monetáris politika időhorizontján a bérezés és az árazás az inflációs céllal konzisztensen alakulhasson.

1-9. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

1-10. ábra: A versenyszféra fajlagos munkaerőköltség dekompozíciója



Megjegyzés: TME – Teljes munkaidő egyenértékes.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

Előrejelzési horizontunkon az aktivitási ráta folytatódó emelkedésére számítunk. A válság óta az aktivitási ráta élenken növekedett a munkakínálati növekedést célzó intézkedéseknek köszönhetően, melyeknek – bár egyre kisebb mértékben, de – még a következő években is lehet hatása. Ezen túl a javuló konjunkturális kilátásokkal összhangban az ún. „reményvesztett munkanélküliek” munkaerőpiacra történő visszatérése is elősegítheti az aktivitási ráta emelkedését (1-9. ábra).

A nemzetgazdasági foglalkoztatás növekedéséhez a közfoglalkoztatottság kiterjesztése mellett a versenyszféra foglalkoztatottságának bővülése is hozzájárul. A versenyszféra munkakereslete előrejelzési horizontunkon fokozatosan emelkedhet. A részmunkaidős foglalkoztatás térnyerésének köszönhetően a foglalkoztatottak száma a ledolgozott munkaóratömegnél gyorsabb ütemben növekedhet. A nemzetgazdasági foglalkoztatás emelkedésében a következő években is jelentős szerepet tölt be a közfoglalkoztatottak létszámának tervezett bővülése. Előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy 2016 végére 300 ezer fő közelébe emelkedhet a közfoglalkoztatási programokban részt vevők száma.

A korábbi évekhez képest feszesebb munkapiaci környezet mellett a javuló vállalati jövedelmezőség és a tovább bővülő termelékenység is hozzájárulhat a reálbérek emelkedéséhez. Előrejelzési horizontunk első felében a versenyszférában továbbra is mérsékelt béremelésekre számítunk az elmúlt időszakban tapasztalt alacsony inflációs környezet és a stabilizálódó inflációs várakozások következtében, így a versenyszféra bérdinamikája visszafogott maradhat. Az előrejelzési horizontunk második felében ugyanakkor az inflációs céllal konzisztens értékre erősödő versenyszféra-bérezést várunk a reálbérek és az inflációs ráta emelkedésével összhangban (1-10. ábra).

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

1-1. 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 elő az előrejelzési fejezetben publikálásra kerülő külső feltevésekre vonatkozó változások rövid bemutatása.

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2015		2016		Változás	
	Június	Szeptember	Június	Szeptember	2015	2016
EUR/USD	1,11	1,12	1,10	1,12	0,7%	1,6%
Olajár (USD/hordó)	61,6	53,9	68,0	53,6	-12,6%	-21,2%
Élelmiszerárak						
Búza (USD/véka)	5,06	5,12	5,46	5,19	1,0%	-4,9%
Kukorica (USD/véka)	3,72	3,77	3,95	3,94	1,3%	-0,3%
Eurózóna inflációja (%)	0,0	0,0	1,1	0,9	0,0 szp.	-0,2 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	1,9	1,8	2,5	2,5	-0,1 szp.	0,0 szp.

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

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

Az elmúlt hónapban a dollárban kifejezett olajárakat a júniusi feltevéssünkhöz képest érdemben alacsonyabb árszint és volatilis dinamika jellemezte. Az elmúlt hónapok főbb folyamatait egyrészt a továbbra is magas kínálat magyarázhatja, hiszen mind az USA-ban, mind az OPEC országokban az olajkitermelés továbbra is historikusan magas szinten tartózkodik. Emellett az iráni atomprogrammal kapcsolatos megállapodás, illetve az ezáltal olajembargó feloldása tovább növelheti a kínálatot. Összességében az olajárak továbbra is rendkívül visszafogott és a júniusi feltevéssünkhöz képest alacsonyabb szinten tartózkodnak, melyet a növekvő kínálat mellett a gyenge kereslet – elsősorban a nagyobb importőr országok növekedésének lassulása – okozhat. A határidős jegyzésárak enyhén emelkedő pályát vetítenek előre, de összességében a júniusi feltevéssünkhöz képest 12–20 százalékkal alacsonyabb szinteken alakulnak. Az olajár várható alakulása körüli bizonytalanság továbbra is jelentős az elemzők között, a fedezeti pontokhoz tartozó olajárak széles sávban szóródnak. Az euro szintjére vonatkozó technikai feltevéssünk változatlan árfolyamszintet vetít előre, így nem befolyásolta az euróban kifejezett olajárakat.

A júniusi Inflációs jelentés óta eltelt időszakban a búza és a kukorica tőzsdei jegyzésárai enyhén emelkedtek. E mögött döntően a kedvezőtlen időjárási feltételek következtében a tavalyinál visszafogottabb terméseredmény-prognózisok állhatnak. A határidős jegyzések alapján előretekintve továbbra is mérsékelt gabonaárak prognosztizálhatók. A hazai folyamatokat is az aszályos és száraz időjárás határozta meg, amely megemelte a búza és a kukorica határidős jegyzésárait a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) árupiaci szekciójában.

Az eurozóna inflációja továbbra is alacsonyan alakulhat a mérsékelt növekedési kilátások és a nyomott költségkörnyezet következtében. A nemzetközi inflációs folyamatokat érdemben fékezte a tavaly év vége óta megvalósult jelentős olajárcsökkenés, amely a második negyedévben is folytatódott, így kismértékben alacsonyabb euroövezeti pénzromlási ütemre számítunk júniushoz képest. Az EKB eszközvásárlási programja a gyengébb eurón keresztül emelheti az előrejelzési horizonton az árszintet, ám ennek hatása csak elnyújtva valósulhat meg. Az EKB és a Fed eltérő monetáris politikai irányultsága miatt továbbra is tartósan gyenge euroárfolyammal számolunk.

Felvevőpiacaink GDP-növekedéséről alkotott képünk kismértékben romlott a júniusi előrejelzésünkhöz képest. A beérkezett második negyedéves GDP-adatok alapján a legfontosabb exportpartnerünknek számító euroövezet gazdasága a korábban gondolt ütemben bővíthet, ugyanakkor a feltörekvő partnereink esetében a korábban gondoltnál lassabb növekedés várható. Európában továbbra is negatívan érinti az orosz–ukrán konfliktus és a gazdasági szankciók hatása a gazdasági bővülést, ugyanakkor az alacsony olajár és az EKB mennyiségi lazítása miatt gyengébb euro egyidejűleg élénkítheti a térség növekedését.

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

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

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

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

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

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

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

³ A GDP arányában.

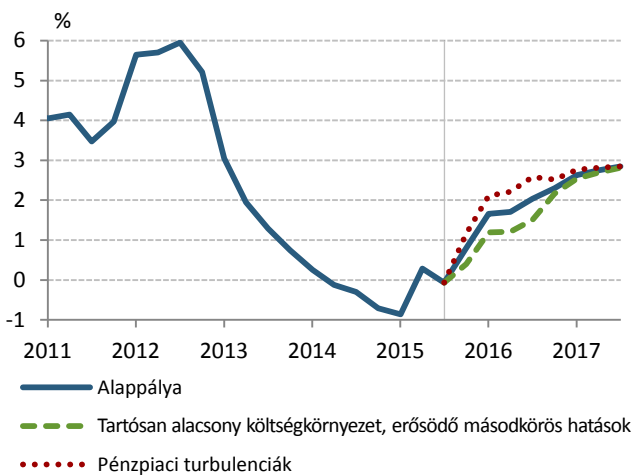
⁴ A szabad tartalékok teljes törlésével.

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

2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

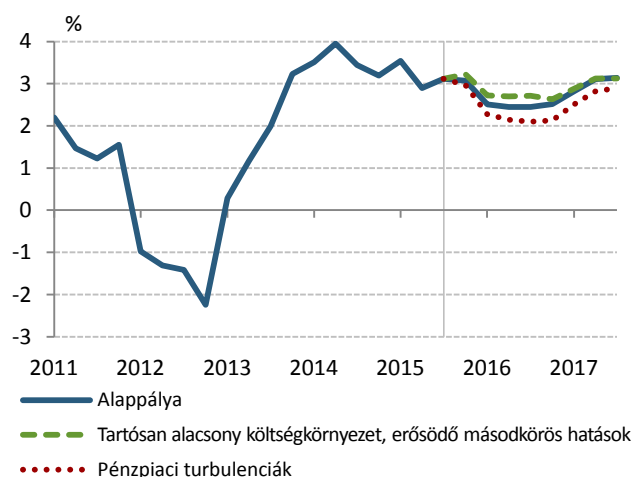
A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alappályája mellett két alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak. Az elmúlt időszakban rendkívül kedvező költségkörnyezet jellemezte a magyar gazdaságot. Amennyiben a globális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

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



Forrás: MNB

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



Forrás: MNB

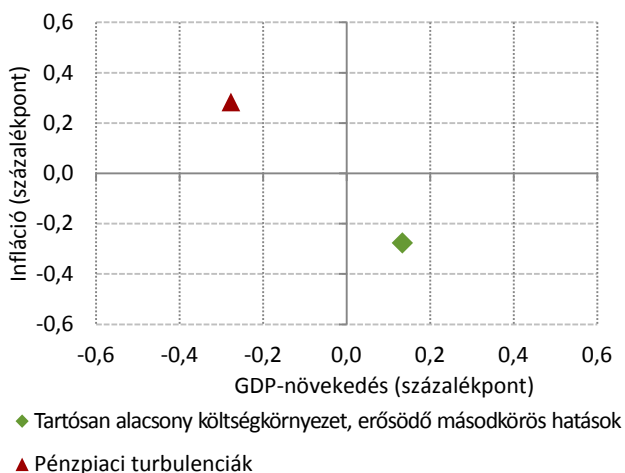
Tartósan alacsony költségkörnyezet, erősödő másodkörös hatások

A jövő évre vonatkozó határidős olaj-jegyzésárak enyhén emelkedő pályát vetítenek előre, ugyanakkor a júniusi Inflációs jelentés feltevéseihez képest átlagosan 17 százalékkal alacsonyabb szinten alakulnak. Összességében azonban a nyersanyagárak továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak, melyet a megnövekedett kínálat mellett a gyenge kereslet – elsősorban egyes nagyobb importőr országok (például Kína) növekedésének lassulása – okozhat.

Amennyiben az alappályában a költségek lassú emelkedése helyett **a nyersanyagárak az aktuális szintjükönél is tartósan alacsonyabb szinten maradnak**, a vállalatok esetében a termelési költségek további csökkenését, a háztartásoknál pedig a vásárlóerő növekedését okozhatja. Az inflációs várakozások további süllyedésén és a bérek alkalmazkodásán keresztül a **másodkörös hatások is erősödhetnek**. A hosszabb ideje tapasztalt alacsony inflációs folyamatok és a várakozások csökkenése következtében a vállalatok bérezési gyakorlatukban is érvényesítik e hatásokat, így a versenyszféra bérezése visszafogottabban alakulhat. A háztartások növekvő vásárlóereje általában pozitívan hat az importőr országok növekedésére, ami a külső és belső keresleti feltételek javulásán keresztül egyaránt támogathatja a hazai növekedést. **Az alacsonyabb nyersanyagárak ugyanakkor csökkentik a hazai árszínvonal-emelkedést.**

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

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



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

Forrás: MNB

Pénzügyi turbulenciák

Pénzügyi turbulenciákhoz vezethet a geopolitikai feszültségek növekedése, a feltörekvő gazdaságok – különösen a kínai gazdaság – növekedésére vonatkozó várakozások érdemi romlása, valamint a Fed esetleges, piaci várakozásoktól számottevően eltérő lépése.

A geopolitikai problémák (orosz–ukrán konfliktus, iraki, líbiai zavargások, Görögország belpolitikai instabilitása) folyamatos jelenléte több csatornán keresztül is érintheti a gazdaságot. A pénzügyi piacok működése és a nemzetközi befektetési kockázatvállalási kedv szempontjából meghatározó, hogy a **bizalmatlanság általános növekedése a régiós árfolyamok növekvő volatilitását okozhatja**, és a kockázati prémium emelkedésén keresztül további kedvezőtlen gazdasági következményekkel járhat. Emellett a **feltörekvő gazdaságok** – a törékeny ötök, az orosz és ukrán, valamint a kínai – **növekedésének visszaesése** importkeresletük csökkenésén keresztül **negatívan hat a hazai kivitel alakulására**. A feltörekvő piaci gazdaságok növekedési kilátásainak romlása, a kínai tőzsdéi árfolyamesés a **feltörekvő országok pénz- és tőkepiacain turbulenciákat okoznak**.

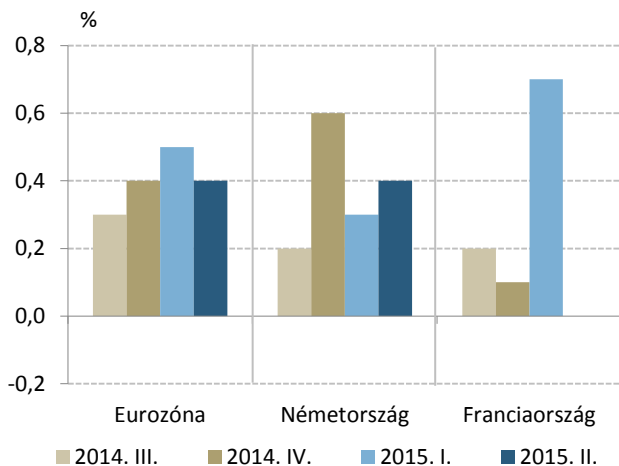
Ebben a forgatókönyvben az általános befektetési hangulat romlása az aktuálisnál magasabb kockázati prémium pályával konzisztens. A kockázati pálya feltételezése szerint a megemelkedett kockázati prémium magasabb forrásköltségeket, valamint számottevően gyengébb árfolyamot eredményez, mely erősíti az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

3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

3.1. Nemzetközi környezet

A második negyedévben visszafogott ütemben, de folytatódott a világgazdaság bővülése. A régiók között jelentős különbségek állnak fenn. Az eurozónában enyhén tovább bővült a gazdaság negyedéves összevetésben, emellett az Egyesült Államokban is érdemi bővülés volt megfigyelhető. Ugyanakkor a feltörekvő régiókban romlott a növekedési helyzetkép. Az inflációs ráták változatlanul visszafogottan alakultak. A legtöbb országban az inflációs és kapacitáskihasználtsági folyamatok a laza monetáris kondíciók fenntartásának, egyes országokban további lazításának irányába mutatnak.

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat

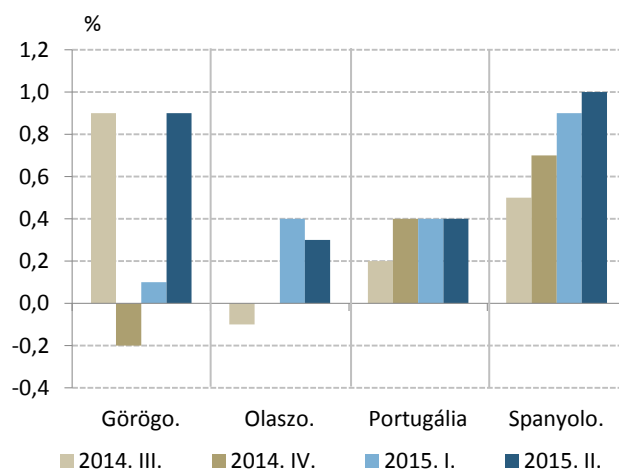
3.1.1. Globális konjunkturális folyamatok

2015 második negyedévében a világgazdaság teljesítménye változatlanul visszafogott képet mutatott, miközben a régiók között továbbra is jelentős különbségek állnak fenn. Az euróövezet gazdasága 2015 második negyedévében enyhén bővült, így a konjunktúrában folytatódott a gazdasági teljesítmény lassú javulása. Az Egyesült Államokban az évesített negyedéves dinamika alapján erőteljes bővülés volt megfigyelhető. Előretekintve a fejlett országok esetében összességében a növekedés további javulása várható, míg a feltörekvő országok esetében romlottak a kilátások. A főbb feltörekvő gazdaságok közül mind Kína, mind Oroszország esetében több tényező is a mérsékeltebb növekedés irányába mutat. A globális növekedési helyzetkép – a regionális különbségek fennmaradása mellett – enyhén romlott az előző negyedévhez képest.

A második negyedéves adatok alapján az eurozónában folytatódott a növekedés, bár az első negyedévhez képest némileg lassabb ütemben. A növekedés negyedéves összevetésben 0,4 százalék volt (3-1. ábra). A legfontosabb kereskedelmi partnerünknek számító Németország gazdasága 0,4 százalékkal bővült az előző negyedévhez képest, ami enyhe gyorsulást jelent, ugyanakkor a német gazdaság bővülése továbbra is visszafogott. A növekedést változatlanul a belső kereslet, azon belül a fogyasztás élénkülése magyarázza, azonban a vártnál gyorsabban bővülő export következtében a nettó export növekedési hozzájárulása is pozitív volt. Franciaországban az első negyedéves 0,7 százalékos növekedést követően ismét stagnált a gazdaság az előző negyedévhez képest.

A perifériaországok gazdasága bővült a második negyedévben. A spanyol konjunktúra élénkült (az előző negyedévhez viszonyítva 1 százalékkal nőtt), illetve a korábbi visszaeséshez és stagnáláshoz képest negyedéves összevetésben a görög gazdaság is jelentős (0,9 százalékos) növekedést mutatott. Portugáliában és Olaszországban kismértékű növekedés volt megfigyelhető 2015 első negyedévéhez képest (3-2. ábra).

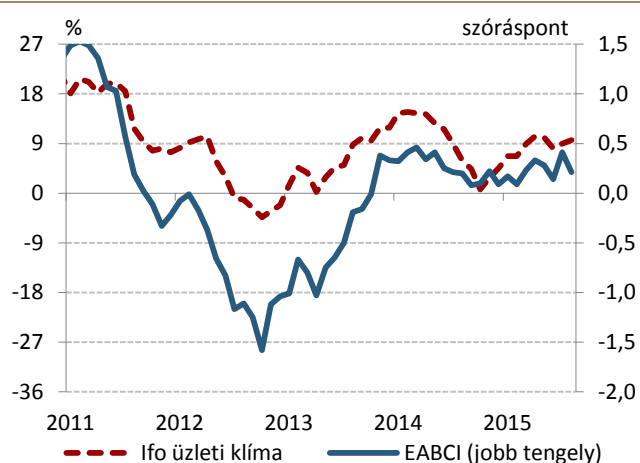
3-2. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a perifériaországokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

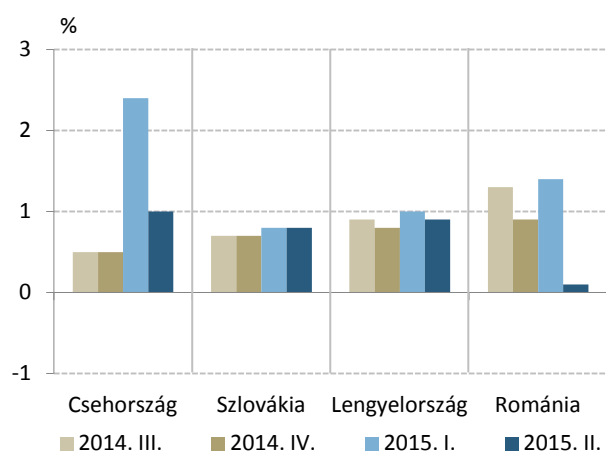
Forrás: Eurostat

3-3. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása



Forrás: Európai Bizottság, Ifo

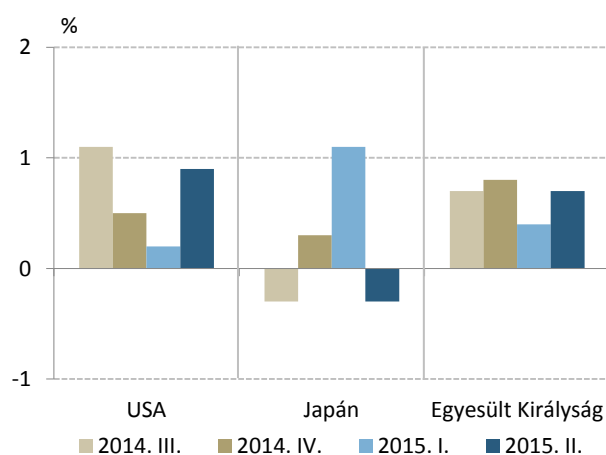
3-4. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a kelet-közép-európai országokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított negyedéves változás.

Forrás: OECD

Az eurozóna belső keresletének élénkülését a tovább mérséklődő olajár és az EKB kibővített eszközvásárlási programja révén csökkenő finanszírozási költségek is támogathatják 2015-ben. Az EKB júliusi banki hitelezési felmérése a vállalati hitelezési feltételek javulásáról számolt be, és a vállalatok hitelkereslete is folyamatosan emelkedik.

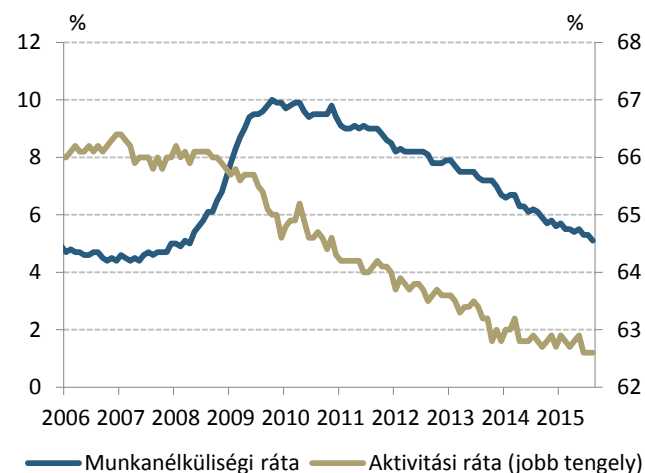
Az előretekintő indikátorok vegyesen alakultak az elmúlt hónapokban, de továbbra is pozitív kilátásokat jeleznek az eurozónában (3-3. ábra). Az üzleti bizalom a görög helyzet rendezése körüli bizonytalanság miatt volatilisen alakult, a jelentős júliusi emelkedést követően augusztusban érdemben mérséklődött az üzleti bizalmi indikátor. Az Ifo-indikátor júniusi csökkenését követően tovább folytatódott a német gazdaság kilátásainak javulása, ami az ipari termelési adatokban is tükröződik, így előretekintve folytatódhat a konjunktúra fokozatos javulása. Az euroövezet munkanélküliségi rátája enyhén csökkent az első negyedévhez képest, a második negyedévben 11,1 százalék volt.

A kelet-közép-európai régió teljesítménye továbbra is kimagaslónak tekinthető Európában, az átlagos növekedés nem változott érdemben az előző negyedévhez viszonyítva (3-4. ábra). A cseh gazdaság tovább bővült, de a negyedéves növekedési ütem alacsonyabb volt az előző negyedévi kiugró értékhez képest. A negyedéves növekedéshez elsősorban a belső keresleti tételek járultak hozzá. Románia esetében szintén jelentősebb lassulást tapasztalhattunk a negyedéves növekedési ütemben, amely főként a nettó export csökkenésével magyarázható. Lengyelországban folytatódott a bővülés, amely főképp a belső keresleti tételekhez köthető. Szlovákiában a növekedést a belső és a külső kereslet is támogatta.

Az Egyesült Királyságban negyedéves összevetésben gyorsult a növekedés (3-5. ábra). Kibocsátási oldalon a szolgáltatások és az építőipar járult hozzá pozitívan a növekedéshez. Felhasználási oldalon folytatódott a fogyasztás élénkülése, emellett a nettó export hozzájárulása ismét pozitív volt.

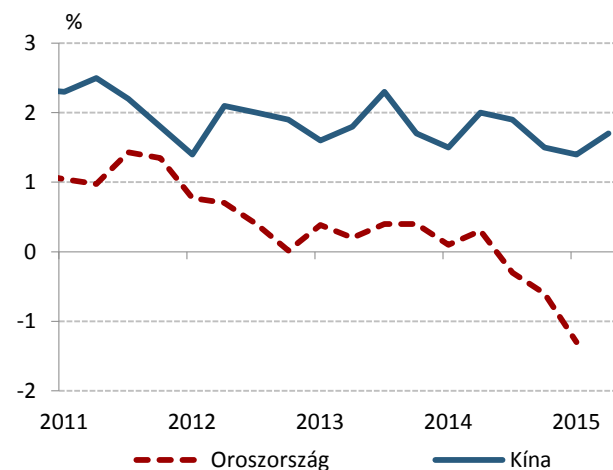
Az Egyesült Államokban az évesített negyedéves dinamika alapján erőteljes bővülés volt megfigyelhető. A beérkezett második negyedéves adat alátámasztja, hogy az első negyedévben a gyenge növekedés főként olyan átmeneti tényezőkhöz volt köthető, mint például a kedvezőtlen időjárási viszonyok és kikötői sztrájkok, így a második negyedévben a gazdaság teljesítménye ismét javult. A GDP növekedése elsősorban a lakossági fogyasztás és a beruházások emelkedésével magyarázható. A nettó export hozzájárulása a növekedéshez szintén pozitív volt.

3-6. ábra: Munkanélküliségi és aktivitási ráta az USA-ban



Forrás: Bureau of Labor Statistics (BLS)

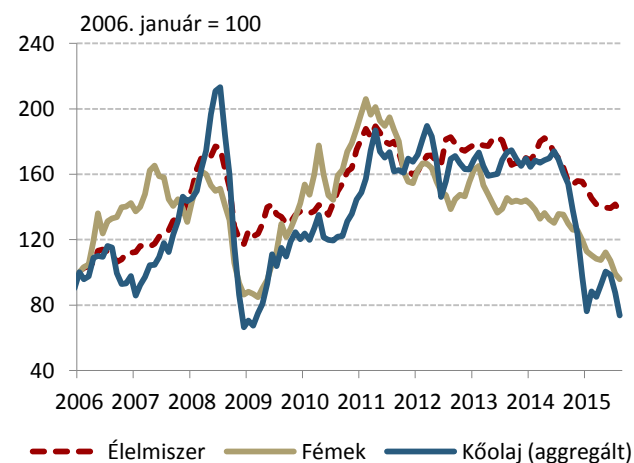
3-7. ábra: Negyedéves GDP-növekedés Kínában és Oroszországban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

3-8. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (USD-ben)



Forrás: IMF

Az alacsony olajár továbbra is hátrányosan érinti az energiaszektor beruházási és termelési dinamikáját, miközben növeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét. A munkanélküliségi ráta tovább mérséklődött, augusztusban 5,1 százalékon állt, illetve az aktivitási ráta 62,6 százalékra csökkent (3-6. ábra).

Bár éves összevetésben a japán gazdaság 0,7 százalékkal bővült, az előző negyedévhez képest 0,3 százalékos visszaesés volt megfigyelhető. Az előzetes értékelések alapján az export és a fogyasztás alakulhatott visszafogottan a második negyedévben, emiatt a piaci kommentárokban újra felmerült, hogy további fiskális vagy monetáris élénkítésre lehet szükség. A termelési indikátorok alapján a japán gazdaság kilábalása a recesszióból továbbra is törekény.

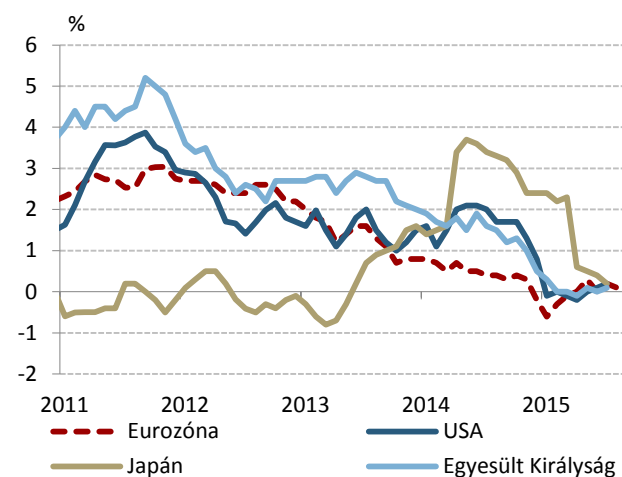
A főbb feltörekvő országok közül a kínai gazdaság 2015 második negyedévében 7 százalékkal bővült (3-7. ábra). Ezzel továbbra is hatéves mélyponton van a gazdaság növekedési üteme. Az export júliusban a vártnál nagyobb mértékben, 8,6 százalékkal esett vissza. A kínai kormány a tavalyi 7,5 százalék helyett idén 7 százalék körüli gazdasági növekedést tervez. Több tényező azonban, mint például a lassabb ipari termelés, a beruházási dinamika mérséklődése, valamint az építőipar várható megtorpanása is a korábbi várakozásokhoz képest mérsékeltebb gazdasági növekedést vetíthet előre.

Az orosz gazdaság 2015 második negyedévében továbbra is visszaesést mutatott. A fogyasztás számottevően mérséklődött, a nagy- és kiskereskedelmi forgalom jelentősen csökkent. Oroszországot különösen érzékenyen érintik az alacsony nyersanyagárak. Ezenkívül az Európai Unió által meghosszabbított gazdasági szankciók, a folytatódó tőkekiáramlás, valamint az orosz–ukrán geopolitikai feszültségek is a gazdasági visszaesés irányába mutatnak. Ezzel összhangban az elemzői várakozások 2015-re jelentős, 3,5–3,6 százalék körüli visszaesést valószínűsítene.

3.1.2. Globális inflációs folyamatok

Az elmúlt időszakban a nyersanyagárak általános csökkenését tapasztaltuk, az olajárak jelentősen mérséklődtek (3-8. ábra). A Brent kőolaj átlagos hordónkénti világpiaci ára a nyári hónapokban érdemben csökkent, melyet kínálati és keresleti tényezők egyaránt magyarázhatnak. Kínálati oldalon a továbbra is magas kitermelés és az iráni atomprogrammal kapcsolatos megegyezés az alacsonyabb olajárak irányába hatott. Ezen kívül a dollár erősödése, a görög helyzet rendezésével kapcsolatos bizonytalanság, illetve a kínai tőzsdei

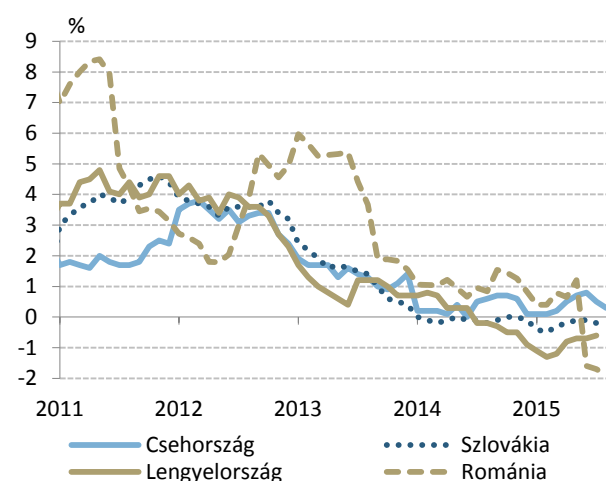
3-9. ábra: Infláció a fejlett gazdaságokban



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: OECD

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



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: OECD, Román Statisztikai Hivatal

fejlemények szintén szerepet játszottak az árcsökkenésben. Keresleti oldalon a feltörekvő gazdaságok lassulása okozhatta az olajárak csökkenését. Ugyanakkor a kereslet és kínálat mellett a geopolitikai viszonyok is érdemben befolyásolhatják az olajár alakulását.

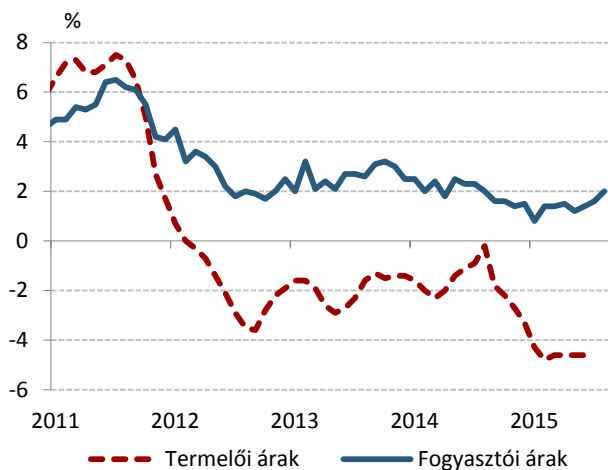
Az elmúlt időszakban tovább folytatódott az ipari nyersanyagárak mérséklődése. A görögországi helyzet, a gyengülő kínai kereslet, valamint a bővülő fémpiaci kínálat következtében – az áprilisi emelkedéstől eltekintve – folytatódott a fémek világpiaci árainak csökkenése 2015 második negyedévében is. A mezőgazdasági árak tovább csökkentek a második negyedévben. Az élelmiszerárakat tekintve a tejtermékek és a növényi olajok ára mérséklődött jelentős mértékben az elmúlt hónapokban. (A nyersanyagárak mérséklődésével a 3-1. keretes írásban foglalkozunk részletesen.)

A fejlett országokban továbbra is a jegybanki célok alatt alakult a fogyasztói árak emelkedésének üteme (3-9. ábra), és előretételek szerint a jegybanki előrejelzések szerint kétéves horizonton is cél alatt maradhat. A fejlett országokat változatlanul negatív kibocsátási rés és mérsékelt keresletoldali inflációs nyomás jellemzi. A nyersanyagárak huzamosabb ideje alacsony szinten mozognak, így költségoldalról érdemi áremelő hatás nem jelentkezik. Az Egyesült Államokban a fogyasztóiár-index éves növekedési üteme a második negyedévben ismét pozitív tartományba emelkedett, majd augusztusban 0,2 százalék volt. A monetáris politikai szempontból releváns, személyes fogyasztási kiadásokból számított áremelkedés (PCE) szintén növekedett, elérve az első negyedévhez hasonló, 0,3 százalékos értéket júliusban, azonban a Fed előrejelzése szerint 2018-ig kitolódhat az árstabilitási cél elérése.

Az euroövezetben a fogyasztóiár-index éves növekedési üteme az olajárcsökkenés következtében továbbra is visszafogott maradt. Augusztusban 0,1 százalék volt az infláció. A magországok inflációjában is megfigyelhető a csökkenő tendencia, míg a perifériaországok esetében nem egységes a kép: Olaszország, Portugália és Spanyolország esetében az infláció alakulásában emelkedő tendencia volt megfigyelhető év eleje óta, míg az elmúlt hónapokban stagnálás látható. Görögországban az infláció február óta $-2,2$ és $-2,1$ százalék körül alakul. Az Egyesült Királyságban alacsony, de pozitív tartományban alakult az infláció az elmúlt hónapokban. Japánban április – vagyis a tavaly áprilisi áfaemelés bázisból való kiesése – óta alacsony, és a céltól jelentősen elmaradó infláció figyelhető meg.

A kelet-közép-európai régiót változatlanul alacsony, jegybanki cél alatti infláció jellemzi (3-10. ábra). A régió

3-11. ábra: Fogyasztói és termelői árak alakulása Kínában



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: National Bureau of Statistics of China

átlagos inflációja negatív tartományban tartózkodott. Románia esetében az év eleje óta emelkedő inflációs pálya júniusban az áfacsökkenés következtében megtört, és az infláció jelentős mértékben negatív tartományba csökkent (augusztusban $-1,9$ százalék volt). Lengyelországban enyhén emelkedett az infláció a második negyedévben, azonban az alacsony nyersanyagárak és a mérsékelt bérnövekedés miatt nincs érdemi költségnyomás a gazdaságban, így a fogyasztóiár-index éves változása továbbra is negatív. A cseh infláció enyhén emelkedett az első negyedévhez képest a második negyedévben, majd augusztusban $0,3$ százalékra csökkent, így továbbra is jelentősen alacsonyabb az inflációs célnál.

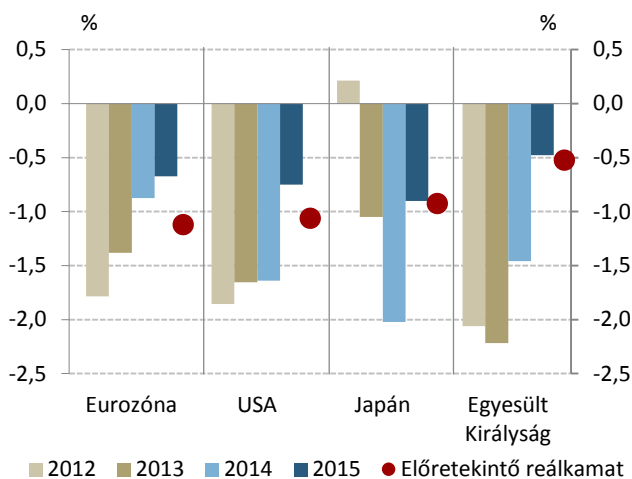
A nagyobb feltörekvő országok közül Kínában folytatódott az árak mérsékelt ütemben történő emelkedése. Ugyanakkor a termelői árak tovább csökkentek, a termelőiár-index júliusban $-5,4$ százalék volt (3-11. ábra). **Oroszországban a fogyasztói kereslet érdemi visszaesése és a rubel felértékelődése következtében az április óta tartó mérséklődést követően júliusban ismét emelkedő inflációt figyelhetünk meg.** A jegybank előrejelzése alapján az infláció 2016 júliusára 7 százalék alá csökkenhet, 2017-ben pedig elérheti a 4 százalékos jegybanki célt.

3.1.3. Monetáris politika és pénzügyi piaci folyamatok

Az elmúlt hónapokban a vizsgált jegybankok nem változtattak monetáris politikai stratégiájukon. A legtöbb országban inflációs és kapacitáskihasználtsági oldalról egyelőre nem látható olyan folyamat, amely rövid távon a monetáris szigorítás irányába mutatna. A fejlett országokat jellemzően továbbra is negatív kibocsátási rés és mérsékelt keresletoldali inflációs nyomás jellemzi, a reálkamatok pedig változatlanul negatívak (3-12. ábra). Ugyanakkor a Fed már idén év végén megkezdheti fokozatos monetáris szigorítását, míg a Bank of England kamatemelését és kamatpályáját továbbra is jelentős bizonytalanság övezi. Az Európai Központi Bank és a japán jegybank a tervezettnél megfelelően folytatta eszközvásárlási programját, míg a svéd jegybank a mennyiségi lazítás kibővítése mellett döntött. Emellett egyes országokban (Svédország, Norvégia, Új-Zéland, Kína, Oroszország) előretekintve elképzelhető további monetáris lazítás. Néhány gazdaságban (Új-Zéland, Svédország, Norvégia) változatlanul jelen vannak a háztartások eladósodottságához, illetve az ingatlanpiachoz kötődő kockázatok, ami a makroprudenciális eszköztár kiterjedtebb alkalmazását indokolhatja.

A Federal Reserve az elmúlt hónapokban nem változtatott az irányadó rátáján (3-13. ábra), és újabb intézkedést sem jelentett be. A Fed előretekintő iránymutatása nem

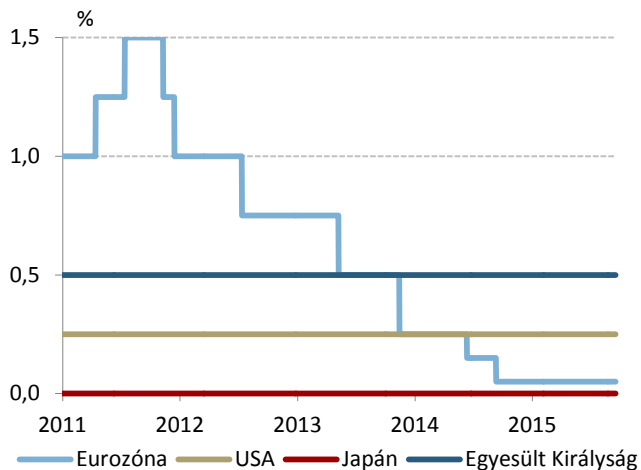
3-12. ábra: A fejlett gazdaságok reálkamatainak alakulása



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

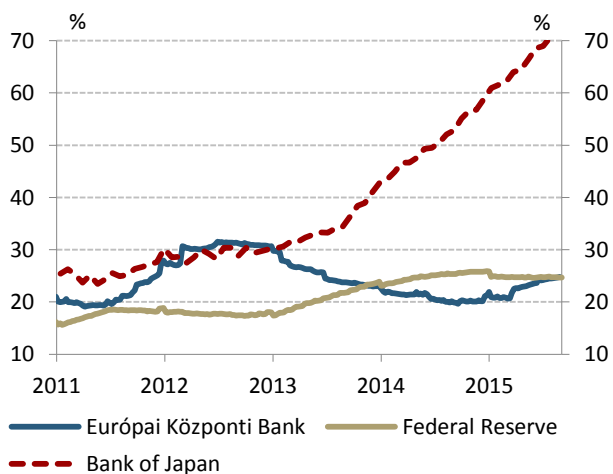
Forrás: Consensus Economics, Bloomberg

3-13. ábra: A fejlett gazdaságok alapkamatainak alakulása



Forrás: Központi bankok adatbázisa

3-14. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban (a GDP százalékában)



Forrás: Központi bankok adatbázisa, IMF, Eurostat

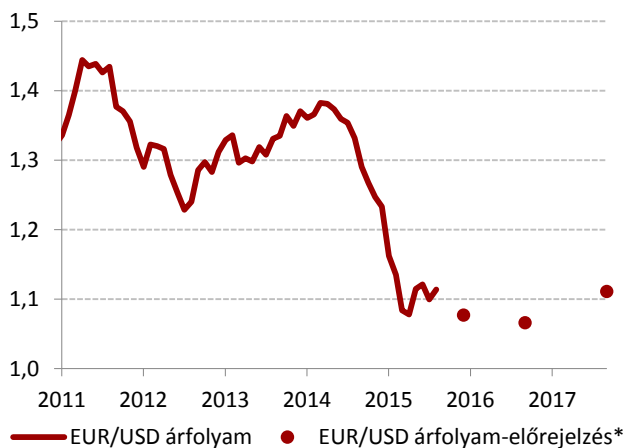
változott érdemben az elmúlt időszakban, ugyanakkor a júliusi és a szeptemberi közlemények gazdasági értékelő bekezdése pozitívabb helyzetképet mutattak a korábbiaknál. Emellett a közlemények monetáris politikai irányultságra vonatkozó bekezdésében annyi változás történt, hogy a döntéshozók véleménye szerint a kamatemelés megkezdése akkor lehet megfelelő, ha a terület tagjai némi további javulást érzékelnek a munkaerő-piaci tendenciákban, valamint amikor kellően meggyőződnek afelől, hogy az infláció középtávon vizsgálva visszatér a célhoz. A közlemény változása arra utalhatott, hogy a teljes foglalkoztatás mandátumának elérését érdemben megközelítették, ezért elsősorban az inflációs kilátásoktól és előrejelzéstől függhet, hogy mikor indul meg, és milyen ütemben folytatódik a kamatemelés. Az inflációs előrejelzés lefelé módosult, a cél elérése 2018-ra várható, így szeptemberben a Fed döntéshozói nem változtattak a kamaton.

Az EKB nem változtatott előretekintő iránymutatásán, mely szerint az irányadó kamat hosszabb ideig a jelenlegi szinten maradhat, a kibővített eszközvásárlási program pedig 2016 szeptemberéig vagy addig folytatódhat, amíg az infláció stabilan a cél felé nem emelkedik. A legutóbbi, augusztus végi havi adatok alapján a március 9-én kezdődött kiterjesztett eszközvásárlások során az EKB, illetve az eurozóna központi bankjai nagyjából a kitűzött cél szerint, vagyis az EKB-tőkekulcsok arányában vásárolták az állampapírokat. A program kezdetétől augusztus végéig 292 milliárd euro értékben vásároltak államkötvényeket (3-14. ábra). Az eszközvásárlások kiterjesztését követően az euroövezeti inflációs várakozások emelkedtek, és megközelítették a célt, azonban a negyedév második felében újra csökkentek, és elkezdtek távolodni az árstabilitási céltól. Szeptemberben 25 százalékról 33 százalékra emelték a mennyiségi lazítás keretében az egy adott kötvényből vásárolható limitet.

Az euro dollárral szembeni árfolyama, megtörve a 2014 áprilisa óta tartó gyengülést, a kedvezőtlen makrogazdasági adatok és a felerősödő eurozónás inflációs várakozások hatására 2015. május-júniusban ismét erősödött. Július és augusztus során a görög helyzet rendezésével és a Fed kamatemelésével kapcsolatos bizonytalanságok mozgatták az árfolyamot, mely így volatilisán alakult (3-15. ábra).

A Bank of England nem változtatott a monetáris kondícióján. Az előretekintő iránymutatásban hangsúlyozzák, hogy a kamatemelésre várhatóan csak fokozatosan kerülhet sor, és annak időzítése, mértéke, valamint folyamatossága a gazdasági kondícióktól, illetve több, főként a kapacitáskihasználtsághoz és a

3-15. ábra: Az euro dollárral szembeni árfolyamának alakulása



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

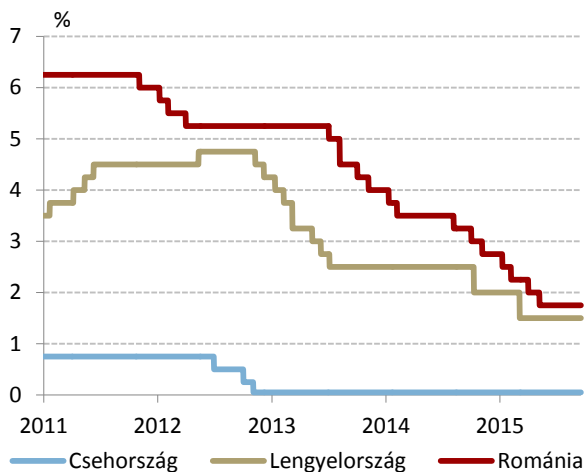
Forrás: EKB, Consensus Economics

munkaerőpiachoz kötődő indikátor alakulásától függ majd. A piaci várakozások alapján a Bank of England kamatemelése legkorábban jövő év elején kezdődhet el, azonban az időzítést jelentős bizonytalanság övezi.

A kínai központi bank (PBoC) a részvényindexek elmúlt időszakban bekövetkezett zuhanására és a kedvezőtlen makrogazdasági adatokra több intézkedéssel is reagált. Júniusban az irányadónak számító kamatok közül az egyéves hitelkamat 25 bázispontos csökkentése mellett döntött, majd augusztus végén az irányadó hitel- és betéti kamatot egyaránt 25 bázisponttal csökkentette azért, hogy mérsékelje a vállalatok finanszírozási költségeit. Emellett eltörölték az éven túli bankbetétek felső korlátját is, illetve azt is bejelentették, hogy a pénzügyi lízingcégek esetében a tartalékolási kötelezettséget további 300 bázisponttal csökkenthetik, hogy támogassák a fogyasztás fellendülésében játszott szerepüket, a kisebb bankok tartalékrátáját pedig 50 bázisponttal vágta vissza a megfelelő likviditás biztosítása érdekében. Továbbá augusztus második felében a kínai jegybank több lépésben, összességében mintegy 1040 milliárd jüan (160 milliárd dollár) értékben juttatott likviditást a kínai bankrendszerbe hétnapos fordított repoügylet, 3 hónapos diszkontkincstárjegy értékesítése, az MLF (Medium-term Lending Facility) program, illetve az SLO (Short-term Lending Operations) program keretében. A kedvezőtlen júliusi exportadatot követően a PBoC augusztus közepén váratlanul, több alkalommal is leértékelte a jüant, majd a leértékelési sorozat után csak enyhe korrekciót hajtott végre az árfolyamban. Elemzői vélemények szerint a kínai jegybank a lassuló kínai növekedést igyekszik ellensúlyozni az exportszektor megtámogatásán keresztül.

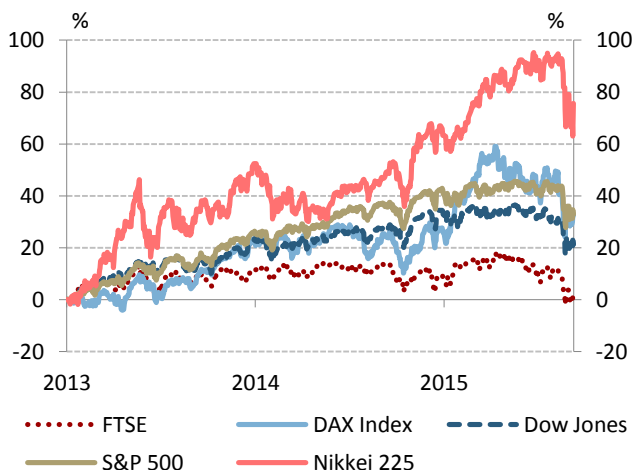
Az orosz jegybank júniusi és júliusi kamatdöntő ülésén csökkentette irányadó rátáját a gazdaság vártnál nagyobb visszaesésének megnövekedett kockázata miatt, majd szeptemberben változatlanul hagyta a kondíciókat. Az orosz jegybank júniusi előretekinő iránymutatásában jelezte, hogy kész tovább csökkenteni az alapkamatot, amennyiben az infláció az előrejelzésnek megfelelően tovább csökken, az elkövetkező hónapokban azonban korlátozott lehet a tér a monetáris lazításra a továbbra is fennálló inflációs kockázatok miatt. Ezt követően a jegybank júliusban 50 bázisponttal mérsékelte irányadó rátáját, és jelezte, hogy előretekinve az inflációs és növekedési kockázatok alakulása alapján fog dönteni az alapkamatról. A szeptemberi döntést követő közlemény indoklása szerint a gazdaság további lassulásának fennálló kockázata mellett ismét megemelkedtek az inflációs kockázatok.

3-16. ábra: A kelet-közép-európai országok alapkamatainak alakulása



Forrás: Központi bankok adatbázisa

3-17. ábra: Főbb tőzsdeindexek



Megjegyzés: 2013. január 1 = 0.

Forrás: Bloomberg

A kelet-közép-európai régió jegybankjai fenntartották a laza monetáris kondíciókat (3-16. ábra). A cseh jegybank döntéshozói júniusi ülésükön 0,05 százalékon tartották az irányadó kamatot, és fenntartották elköteleződésüket a korona árfolyamának monetáris politikai eszközként való alkalmazása mellett a monetáris kondíciók lazítása érdekében. Mivel a nyár eleje óta tartó árfolyam-erősödés következtében a cseh korona árfolyama megközelítette a jegybank által meghatározott 27 korona/euro szintet, az árfolyamkülönb 2013. novemberi bejelentése óta először hajtott végre devizapiaci intervenciót. Az intervenció mértékét ugyanakkor a jegybank nem kommentálta.

A lengyel jegybank döntéshozói – miután márciusban bejelentették a lazítási ciklus lezárását – nem változtattak az alapkamaton. A döntéshozók megítélése szerint az árak növekedési üteme a következő hónapokban negatív maradhat, ugyanakkor a várható stabil gazdasági növekedés, az eurozóna fokozatos fellendülése, a hazai munkaerőpiac kedvező fejleményei csökkentik a cél alatti infláció valószínűségét középtávon.

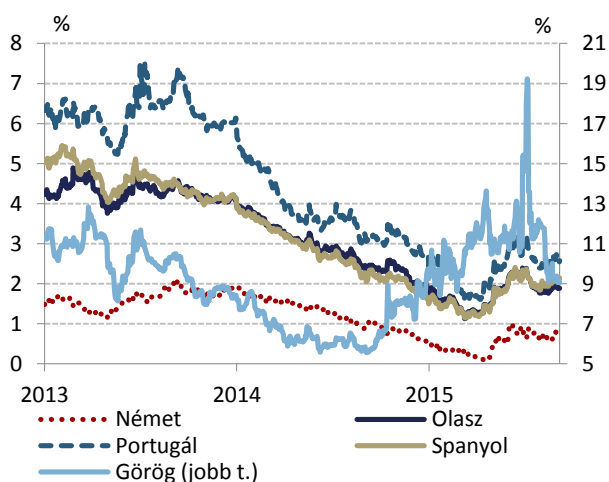
A román jegybank – a céltól elmaradó infláció ellenére – a Görögországgal kapcsolatos eseményekre, a nemzetközi szervezetekkel való megállapodást övező bizonytalanságra, valamint a globális jelentőségű jegybankok monetáris politikájában megfigyelhető divergenciára való tekintettel szintén nem csökkentette tovább az alapkamatot az elmúlt hónapokban.

Az elmúlt időszakban romlott a globális piaci hangulat, mely elsősorban a részvényárak esésében, valamint a régiókon kívüli feltörekvő devizák leértékelődésében mutatkozott meg. A negatív hangulathoz az időszak elején elsősorban a görög hitelválsággal kapcsolatos események, később a feltörekvő piaci és azon belül is a kínai növekedést övező aggodalmak, a részvénypiaci volatilitás, a Fed várható kamatemelése körüli bizonytalanság, valamint az olajár esése járult hozzá.

Augusztus közepéig a vezető tőzsdeindexek Európában és Ázsiában enyhén emelkedni tudtak, majd a kínai tőzsdei turbulenciák és a központi bank lépéseinek hatására globális eladási hullám bontakozott ki. Az időszak végén tapasztalt korrekció ellenére közel 10 százalékkal mérséklődtek a vezető tőzsdeindexek az elmúlt három hónapban (3-17. ábra).

A kockázatkerülő hangulatban a fejlett kötvényhozamok átmeneti emelkedésektől eltekintve összességében mérséklődtek az időszak során. Európában a görög adósságválság miatt megugró görög hozamok kisebb mértékű emelkedéshez vezettek a perifériaországok hosszú

3-18. ábra: A 10 éves periféria- és német államkötvényhozamok



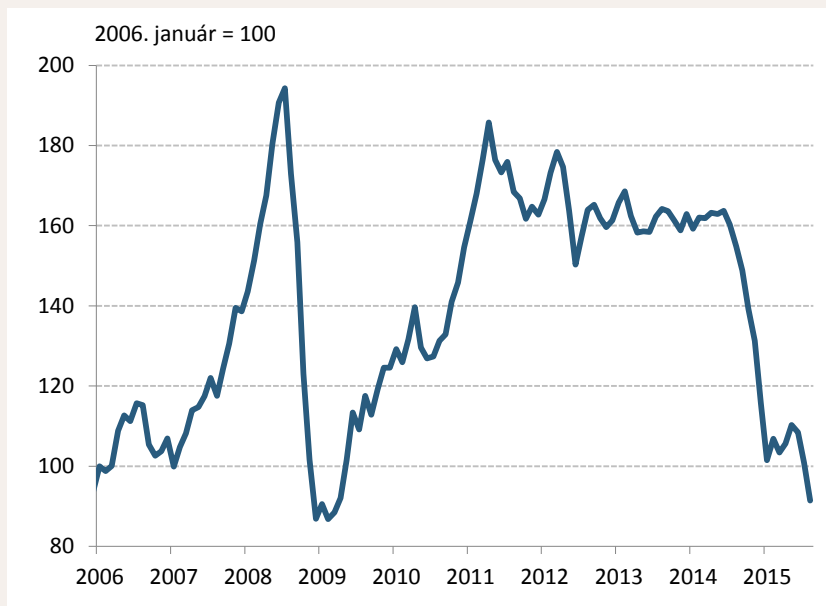
Forrás: Bloomberg

lejáratú kötvényhozamaiban, azonban a hitelcsomagról történő megegyezést követően a hozamok korrekcióját figyelhattuk meg (3-18. ábra). A dollár az időszak során mintegy fél százalékkal értékelődött fel az euróhoz képest, az olajár pedig közel 20 százalékot csökkent június közepe óta. A piacok továbbra is kiemelten figyeltek a Fed kommunikációjára és a tengeren túli adatközlésekre, mely alapján továbbra is bizonytalan az első kamatemelés várható időpontja.

3-1. keretes írás: Az elmúlt időszak nyersanyagár-csökkenésének okai

Az elmúlt hónapokban a nyersanyagárak érdemben csökkentek. Az olaj esetében figyelhető meg az egyik legnagyobb mértékű csökkenés, illetve volatilitás. A Brent olaj jegyzésére a június végi 60 dollárról augusztus közepére 45 dollár közelébe csökkent, majd szeptember elején már 50 dollár közelében ingadozott. Ugyanakkor az olaj mellett a fémárak is fokozatosan mérséklődtek az elmúlt egy év folyamán, ami kínálati tényezők mellett a globális kereslet visszafogott alakulására hívhatja fel a figyelmet. Keretes írásunkban áttekintjük a nyersanyagárak csökkenése mögött meghúzódó főbb tényezőket, illetve ezek lehetséges makrogazdasági hatásait (3-19. ábra).

3-19. ábra: A nyersanyagárindex alakulása (USD-ben)



Forrás: IMF

Olajár

Az olaj világpiaci árát elsősorban az olajpiaci kereslet és kínálat, a szállítási és tárolási költségek, illetve a pénzügyi folyamatok határozzák meg, emellett geopolitikai viszonyok is érdemben befolyásolhatják az olajár alakulását. Mindezek az elmúlt időszakban az olaj árának csökkenése irányába mutattak.

- Kínálati oldalon a **kitermelés továbbra is historikusan magas szinten tartózkodik mind az USA-ban, mind az OPEC-országokban.** Az OPEC-országok magas kitermelését piaci részesedésük megőrzése magyarázza (elsősorban Szaúd-Arábia és Irak kitermelése futott fel az utóbbi időszakban).
- A kínálatot tovább növelheti az **iráni atomprogrammal kapcsolatos megállapodás.** A megállapodás értelmében Irán leépíti atomprogramját, és ezért cserébe – lépésenként, 2016-tól kezdődően – megszüntetik az ellene fennálló gazdasági szankciókat, amely az olaj exportjára is kiterjedt. Ennek értelmében Irán kőolajexportja érdemben növekedhet a következő negyedévekben. (Irán rendelkezik az egyik legnagyobb olajtartalékkal a világon. A szankciók előtt az OPEC-tagországok közül a második legnagyobb kitermelő volt, összpiaci részesedése pedig 4 százalék körül alakult.)
- Keresleti oldalról az olaj árának csökkenése irányába hatott, hogy a **globális keresleti környezet az elmúlt hónapokban visszafogottan alakult.** Az utóbbi hetekben a kínai tőzsde érdemben zuhant, valamint az időközben megjelent makrogazdasági adatok is kedvezőtlen irányba mozdultak (a beszerzési menedzser index, az ipari termelés és a termelői árak csökkentek) Kínában. Ennek kapcsán a kínai növekedésre vonatkozó várakozások mérséklődtek, mely az olaj iránti keresletet is fékezheti.
- A **dollár érdemben erősödött** az elmúlt hónapokban. Az olaj árazása tipikusan dollárban történik, így a dollár erősödése esetén az egyéb valutában kifejezett olajárak emelkednek, mely a kereslet további csökkenése irányába hat.

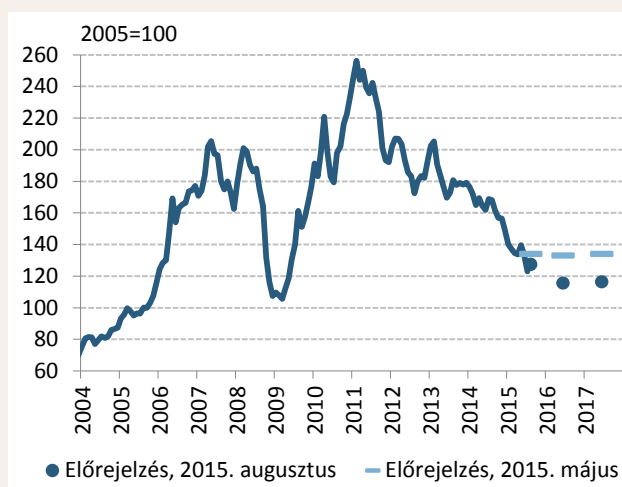
Fémárak

A fémárak fokozatosan mérséklődtek az elmúlt hónapokban. A fémek árát érdemben befolyásolhatta az előbbieken említett globális keresleti környezet – elsősorban a kínai növekedés – lassulása (illetve a görög eseményekkel kapcsolatos félelmek), valamint a globális kínálat emelkedése is (3-20. ábra).

Élelmiszerárak

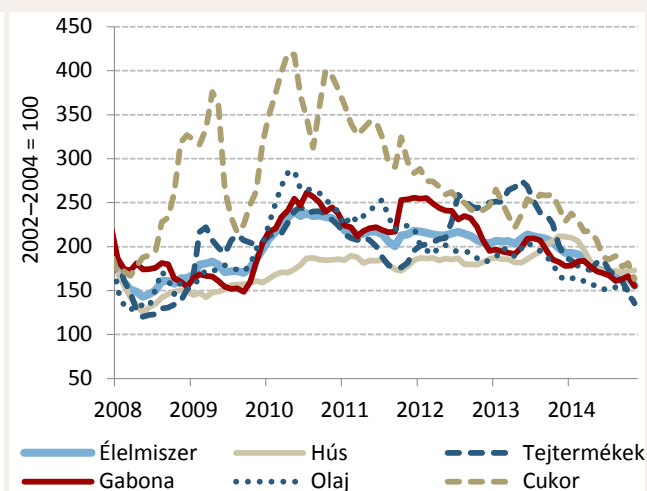
Az elmúlt időszakban az élelmiszerárak esetében is csökkenő tendenciát figyelhettünk meg (3-21. ábra). A FAO élelmiszerár-indexe 6 éves mélypontja közelében tartózkodik. Ehhez döntően a tejtermékek járultak hozzá a kínai, a közel-keleti és az észak-afrikai kereslet számottevő mérséklődése miatt, másrészt a cukor árindexe is csökkent az elmúlt években a keresletet meghaladó terméseredmények következtében. Hazánk esetében továbbra is érdemes kiemelni, hogy a mezőgazdasági termelői árak alakulásához az európai uniós tejkvóta eltörlése a tej árának csökkenésén keresztül jelentősen hozzájárul.

3-20. ábra: Fémárak alakulása (USD-ben)



Forrás: IMF

3-21. ábra: Élelmiszerárak alakulása (USD-ben)



Forrás: FAO

Makrogazdasági hatások

Az elmúlt hónapokban a nyersanyagárak összességében érdemben mérséklődtek, mely részben kínálati, részben keresleti tényezőkre vezethető vissza. A makrogazdasági hatások mértéke függ attól, hogy zömében átmeneti vagy tartós tényezők okozzák-e a nyersanyagárak elmozdulását.

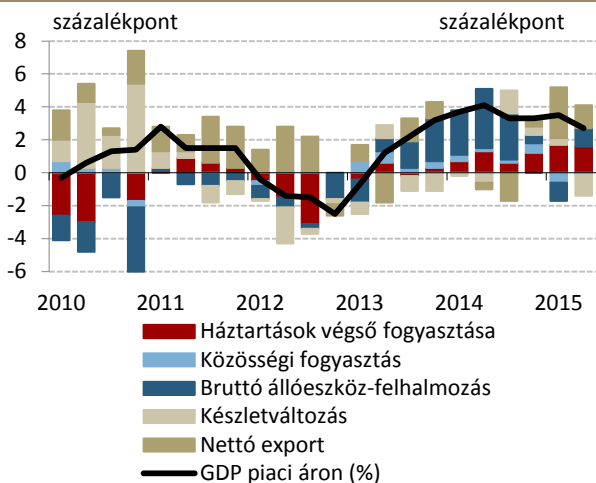
Amennyiben a nyersanyagok árcsökkenését elsősorban kínálati tényezők okozzák, az alacsonyabb olajárak hatása egyrészt azonnal megjelenik az üzemanyagárakon keresztül az árindexben, másrészt a mérsékeltebb termelési költségeken keresztül is fékezi az inflációt. A növekedésre gyakorolt hatásokat illetően az alacsonyabb nyersanyagárak a mérséklődő termelési költségeken, javuló cserearányon keresztül élénkíthetik az energiaimportőr országok teljesítményét, így pozitívan járulhatnak hozzá a hazai GDP emelkedéséhez.

Amennyiben a globális kereslet visszaesése váltja ki a nyersanyagárak csökkenését, tartósan alacsonyabb árszint valószínűsíthető. Ebben az esetben a magyar gazdaság gyengébb külső kereslettel szembesül, melyet részben ellensúlyozhat a javuló cserearány belső keresletet támogató hatása.

3.2. Aggregált kereslet

2015 második negyedében 2,7 százalékkal növekedett a bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest, a bővülés az előző negyedévekhez hasonlóan kiegyensúlyozott szerkezetben folytatódott. A belső kereslet élénkülésében a fogyasztás dinamikája volt meghatározó. A nettó export változatlanul pozitívan járult hozzá a növekedéshez. A beruházások ágazati megoszlását erőteljes heterogenitás jellemzi, az uniós forrásokat felhasználó állami és kvázifiskális ágazati kör beruházásai jelentősen bővültek, míg az egyéb, belső és külső piacokra termelő vállalati kör beruházási aktivitása a második negyedévben is csökkent, a lakosságé pedig stagnált.

3-22. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



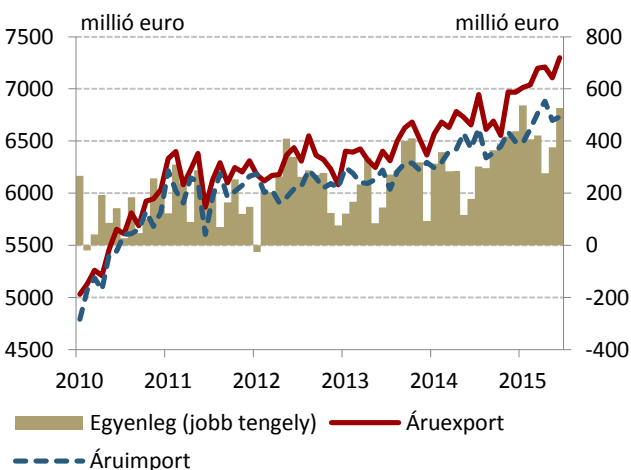
Forrás: KSH

2015 második negyedében 2,7 százalékkal bővült a bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához képest. Az előző negyedévekhez hasonlóan kiegyensúlyozott szerkezetben folytatódott a növekedés. A belső kereslet oldaláról a fogyasztás volt meghatározó, emellett a nettó export is pozitívan járult hozzá a növekedéshez. 2015 első negyedéhez viszonyítva 0,5 százalékkal emelkedett a GDP (3-22. ábra).

3.2.1. Külkereskedelem

A nettó export a második negyedévben tovább növekedett. Az áru- és szolgáltatásexport egyaránt emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az árukivitelben továbbra is gépek, szállítóeszközök szerepelnek a legnagyobb súllyal, míg a szolgáltatásexport növekedéséhez a szállítás és az egyéb szolgáltatások járultak hozzá a legnagyobb mértékben. 2015 második negyedében az import növekedése elmaradt a kivitel gyorsulásától. A beérkezett adatok alapján külkereskedelmi többletünk tovább emelkedett (3-23. ábra).

3-23. ábra: A külkereskedelmi termékgazdálkodás alakulása



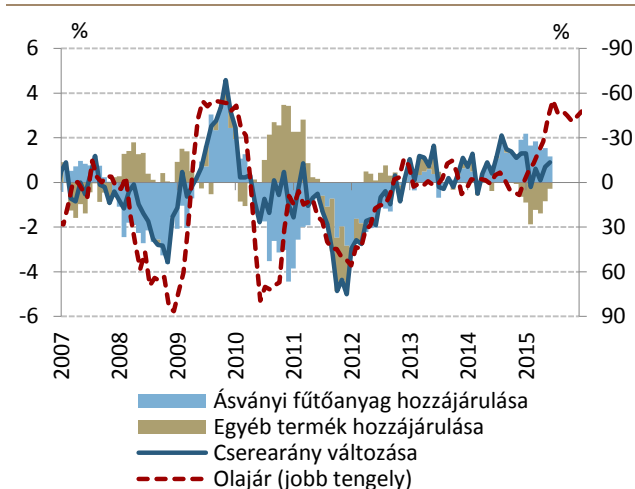
Forrás: KSH

2015 második negyedében a cserearány enyhén kedvezőbb volt az előző év azonos időszakához képest. Mivel Magyarország nettó energiaimportja számottevő mértékű, ezért a cserearány alakulásában meghatározó szerepet játszik az energiahordozók világpiaci árának alakulása. Az olaj árának utóbbi időszakban bekövetkező csökkenése a cserearány javulása irányába hatott (3-24. ábra).

3.2.2. Lakossági fogyasztás

A háztartások fogyasztási kiadásának élénkülése folytatódott 2015 második negyedében is. A fogyasztás erősödését elsősorban a javuló munkaerőpiaci feltételek és az alacsony infláció mellett dinamikusan növekvő reálkeresetek támogatják. Emellett a kiskereskedelmi forgalom is stabil növekedést tudott felmutatni az elmúlt hónapokban. A második negyedév során a kiskereskedelmi értékesítések dinamikája gyorsult az első negyedévhez képest. Az elmúlt negyedévek kiskereskedelmi forgalmát a lakossági fogyasztás tartós élénkülése mellett érdemben emelhetette az online pénztárgépek bevezetéséből adódó gazdaságfehéredés hatása is (3-25. ábra).

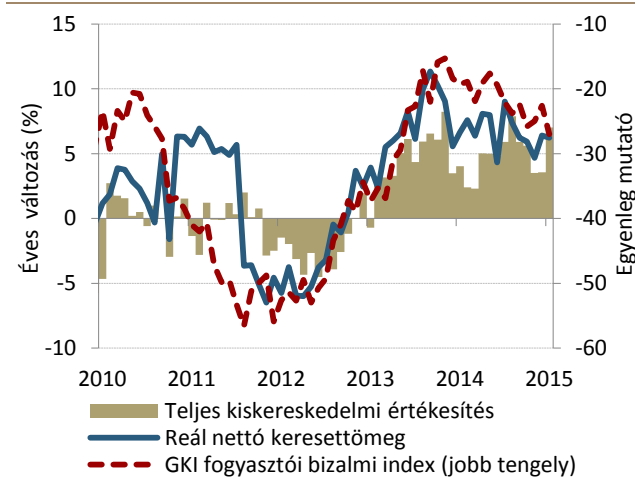
3-24. ábra: Az árforgalmi cserearány és az olajár alakulása



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

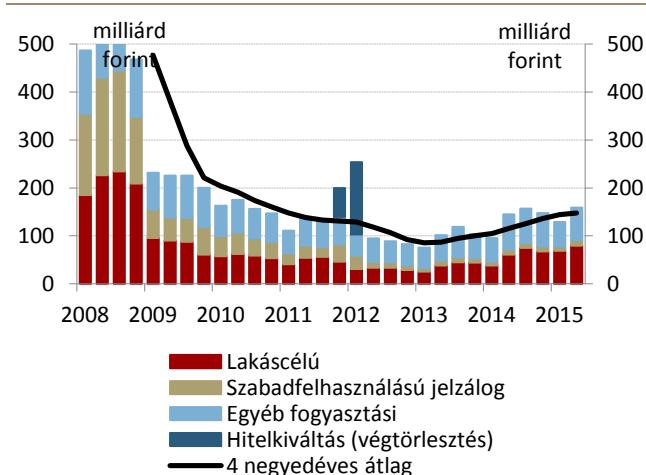
Forrás: IMF, KSH

3-25. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



Forrás: GKI, KSH

3-26. ábra: Új háztartási hitelkihelyezések a hitelintézeti szektorban



Forrás: MNB

A megtakarítási ráta a tavalyi év végéhez hasonlóan magas maradt, azonban az óvatossági célú megtakarítások fokozatosan oldódhatnak. Ezt támogatja a munkanélküliség csökkenése és a lakossági devizahitelek forintosítása révén csökkenő árfolyamkockázat.

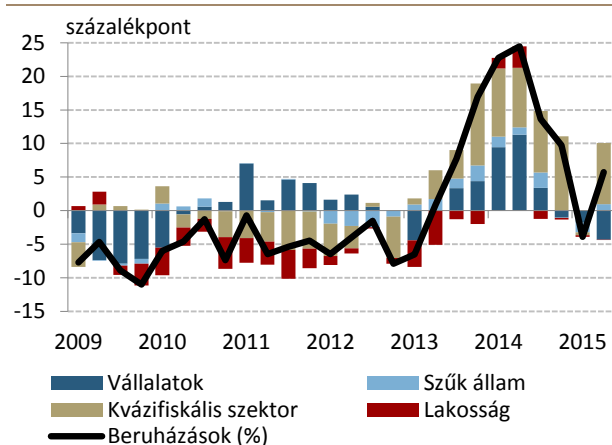
A lakáscélú hitelek élénkülő új kihelyezései mellett a háztartási hitelállomány változatlanul csökken. A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya a tranzakciók hatására mintegy 114 milliárd forinttal csökkent. Bár az elszámolás és forintosítás egyszeri hatásától eltekintve is romlott éves összevetésben az állományváltozás üteme a második negyedévben, ez döntően a korábban felépült állományok folytatódó leépülésének eredménye. Az új kihelyezések volumene azonban élénkült a vizsgált időszakban, a lakáscélú hitelek bruttó kibocsátása 30 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakának értékét. A lakáshitelek esetében jelentős arányban számoltak be a bankok a hitelkereslet növekedéséről, annak ellenére, hogy inkább a fogyasztási hiteleknel volt jellemző a lazítás a hitelkondíciókon, míg a lakáscélú hitelek feltételei változatlanok maradtak. Ezek alapján a lakáshitelek bővülésében vélhetően a lakások historikusan alacsony szintje, a reálszektor növekedése és a korábban elhalasztott beruházások jelenlegi realizációja játszhatnak meghatározó szerepet (3-26. ábra).

3.2.3. Magánberuházás

A második negyedévben a nemzetgazdasági beruházások volumene bővült az előző negyedév mérsékelt dinamikáját követően. Az ágazati megoszlást tekintve jelentős heterogenitás volt megfigyelhető. A növekedést elsősorban az állami és kvázifiskális szektorok bővülő beruházásai támogatták, melyet az uniós források beruházási hatása magyarázhat. A belső és külső piacokra termelő vállalati kör beruházási aktivitása visszafogott volt, míg a lakosságé stagnált.

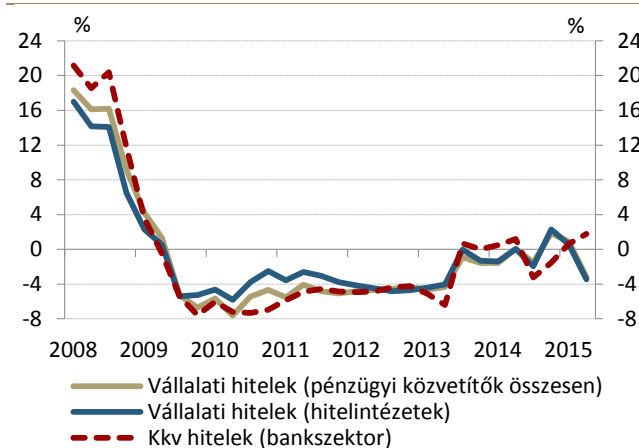
A vállalati kör beruházásainak 2015 második negyedévi mérséklődését főként a külső piacra termelő vállalatok, kisebb mértékben a belföldre termelő ágazatok okozták. A külső piacra termelő szektorok csökkenő beruházási teljesítménye az ágazatok széles körében megfigyelhető volt. Számottevő lassulás történt a feldolgozóiparban, illetve a mezőgazdaságban is. A feldolgozóiparban a korábbi időszak nagyberuházásainak tovagyűrűző hatásának kiesése magyarázhatja a visszaesést. A mezőgazdaság esetében a csökkenést a korábbi évek Növekedési Hitelprogramból (NHP) megvalósuló beruházásai miatti magas bázis magyarázza. A belföldre termelő ágazatok körében általános volt a beruházások mérséklődése.

3-27. ábra: Szektorok hozzájárulása a nemzetgazdasági beruházások éves változásához



Forrás: KSH

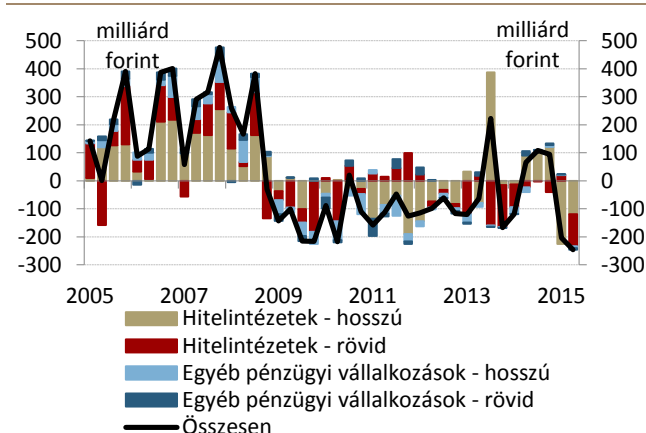
3-28. ábra: A teljes vállalati és a kkv szektor hitelállományának éves növekedési üteme



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

Forrás: MNB

3-29. ábra: A vállalati szektor beföldi hiteleinek tranzakciói futamidő szerint



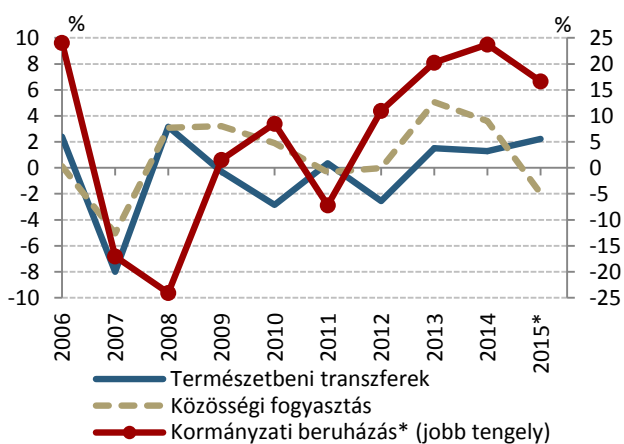
Megjegyzés: A hitelintézetek, valamint az egyéb pénzügyi közvetítők hitelei. Szezonálisan nem igazított tranzakciók.

Forrás: MNB

Az államhoz kötődő ágazatok beruházási aktivitását az EU-források felhasználása határozta meg. Az állami szektoron belül valamennyi alágazat (közigazgatás, oktatás, egészségügy) teljesítménye nőtt. A kvázifiskális ágazatok (szállítás-raktározás, vízgazdálkodás, energetika) is széles körben bővültek, amelyet a jelentős uniós forrásfelhasználás magyaráz (3-27. ábra).

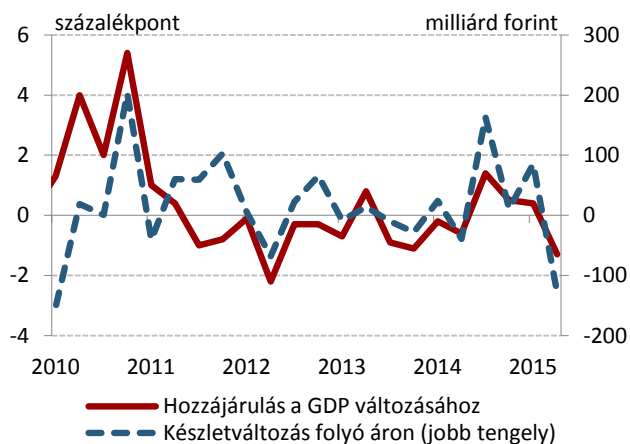
A második negyedévben kismértékben csökkent a háztartások beruházási aktivitása, amely összhangban volt a lakásépítések visszafogott alakulásával. Utóbbi a szektor szezonálisával magyarázható; a szerződésállomány élénk bővülésével várhatóan a második félév során ismét dinamizálódhatnak a lakásépítések. Az idei második negyedévben az összesített lakáspiaci adatok a forgalom folytatódó élénkülését jelzik: 46 százalékot meghaladó volt az értékesített lakások számának növekedése az előző év azonos időszakához képest. Bár a lakásárak továbbra is elmaradnak a válság előtti szintjüktől, a lakáspiaci forgalom emelkedésével összhangban érdemi növekedést mutattak az új és használt lakások árai.

A vállalati hitelezés folyamataira vállalati méretkategóriák szerinti kettősség volt jellemző. A nem pénzügyi vállalatok teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállománya összességében 246 milliárd forinttal csökkent 2015. második negyedévében. Az állománycsökkenés szinte teljes egészében a hitelintézeti szektor állományában jelentkezett, az egyéb pénzügyi közvetítők esetében mindössze 13 milliárd forint értékben mérséklődött a fennálló hitelállomány (3-28. ábra). Ennek hatására a vállalati hitelezés éves dinamikája negatív fordulatot vett: az előző év azonos időszakához képest a teljes vállalati hitelállomány 3,2 százalékkal csökkent tranzakciós alapon (3-29. ábra). A növekedési ütem csökkenésére jelentős hatással volt néhány nagy volumenű nagyvállalati tranzakció, melyek inkább rendkívüli állománymozgásként, mintsem tartós alapfolyamatként értelmezhetők. A hazai hitelezési viszonyokat kisebb volatilitással leíró kkv-hitelezés ugyanis tovább bővült a negyedév során. Az állomány összességében 1,8 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ez utóbbiban jelentős szerepet játszott a Növekedési Hitelprogram, melynek kihasználtsága az év első felében meghaladta a 2014 első felében látott volumeneket. A finanszírozási költségek csökkenése és a hitelezési feltételek fokozatos enyhítése a kínálat lassú oldódását eredményezi, miközben a hitelkereslet is élénkül, elsősorban a járműipari feldolgozó és beszállító cégek termelési aktivitása, illetve az agrárszektor beruházási kereslete révén.

3-30. ábra: A kormányzati fogyasztás és beruházás volumenének éves változása


Megjegyzés: *2015 első félévére számolt éves változás.

Forrás: KSH, MNB

3-31. ábra: A készletváltozás és hozzájárulása a GDP változásához


Megjegyzés: Nemzeti számlák szerint.

Forrás: KSH

3.2.4. Kormányzati kereslet

Az állami keresletet a második negyedévben az alacsony államháztartási hiányra fókuszáló fiskális politika és az uniós folyó források felhasználásának tavalyi évi tetőzését követő lassulás határozta meg. Az államhoz kötődő ágazatok beruházási kereslete jelentősen bővült (közigazgatás, oktatás, egészségügy). A közösségi fogyasztás az év eleji visszaesésnél enyhébb mértékben, de a második negyedévben is mérséklődött, amelyet az uniós folyó források felhasználásának lassulása magyarázhat.

A kormányzati fogyasztás a GDP arányában a 2014-ben mért 21,8 százalékról 2015 első felében 21,2 százalékra mérséklődött, míg a kormányzati beruházások GDP-arányos szintje ugyanezen időszak alatt a GDP 5,3 százalékáról 5,7 százalékra emelkedett. A közösségi fogyasztás az idei első félév során 2 százalékkal maradt el a tavalyi év azonos időszakához képest. A kormányzattól származó transferek emelkedése folytatódott a második negyedévben, így az idei első félév során 2,2 százalékos bővülés volt megfigyelhető a természetbeni társadalmi juttatások szintjében (3-30. ábra).

3.2.5. Készletváltozás

A második negyedévben a nemzetgazdasági készletváltozás negatívan járult hozzá a növekedéshez, amelynek hátterében a mezőgazdasági teljesítmény csökkenése, valamint a gáztározók tavalyinál lassabb feltöltése állhat (3-31. ábra).

3-2. keretes írás: A lakosság pénzügyi megtakarítási rátájának alakulása

A hazai lakosság fogyasztási keresletében az elmúlt években érdemi fordulatot láthattunk, és egyre nagyobb mértékben járul hozzá a GDP bővüléséhez. Az elmúlt két évben a jövedelmi folyamatoknál mérsékeltebb fogyasztásbővülés volt tapasztalható, ami elsősorban az utóbbi időben tapasztalt magas megtakarítási rátával van összefüggésben. A válság előtt eladósodott háztartások jelentős része számára hosszú ideig fennállt a mérlegalkalmazkodási kényszer, valamint csak lassan oldódtak a válságot követően kialakult óvatossági motívumok, ami magas szinten tarthatta a háztartások megtakarítási hányadát. A mérlegalkalmazkodási kényszerek és az óvatossági megfontolások oldódását segítette a válság előtt felhalmozott adósságállomány leépülése és a devizahitelek kivezetése nyomán számottevően mérséklődő árfolyamkitettségek is. Mindezen kedvező folyamatok eredményeként érdemben emelkedett a fogyasztás szintje, ugyanakkor a megtakarítási hányad továbbra is magas.

Az alábbiakban áttekintjük a háztartások fogyasztási kiadását és a nettó pénzügyi megtakarításukat meghatározó folyamatokat, valamint a fogyasztást meghatározó makrogazdasági tényezők és a megtakarítások alakulását befolyásoló tényezőket.

A válságot megelőző időszak adatait vizsgálva megállapítható, hogy a hazai háztartások hosszú távú viselkedésére egy, a pénzügyi megtakarításokkal szemben erősen a fogyasztást és lakásberuházást előnyben részesítő magatartás volt jellemző. Ebben fontos szerepe volt a hitelkínálatnak. Erős hitelkínálat mellett tartósan alacsony pénzügyi megtakarítási ráta alakult ki. **A válságot követően jelentős változásokat tapasztaltunk a háztartások megtakarítási hajlandóságában.** A háztartások fogyasztási hányada 80 százalék közelébe süllyedt, ami jelentős eltérés a válság előtti időszakhoz képest. A válság óta a rendelkezésre álló jövedelmek arányában 9 százalékgig emelkedett a megtakarítási ráta. A lakosság nettó pénzügyi vagyona 2010 óta folyamatosan emelkedik, és az elmúlt években historikusan magas szinteket ért el, miközben az eladósodottsági mutató a válság előtti évek szintjére süllyedt.

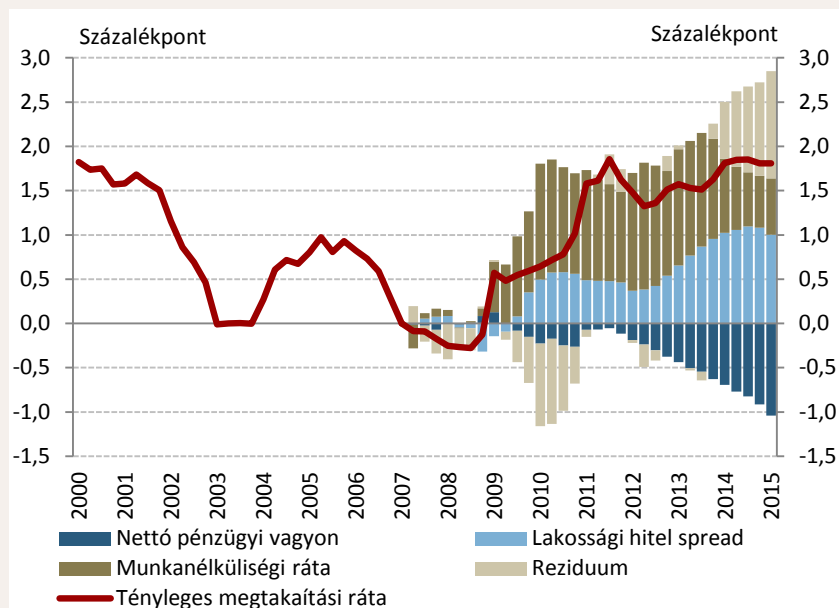
A megtakarítási hajlandóság elmúlt években megfigyelt növekedésében több tényező is szerepet játszott. Ezek egy része ciklikus természetű (rövidebb időhorizonton jelentkező), azonban számos strukturális elmozdulás is megfigyelhető.

A legfontosabb tényező, hogy **a válság előtti években számos háztartás túladósodott.** Ráadásul a devizahitelek kamatainak emelkedése és a forint gyengülése jelentősen növelte adósságtérhüket. A lakosság adóssága mára érdemben mérséklődött, és a devizahitelek elszámolása is hozzájárult a tartozásállomány további csökkenéséhez. Ciklikus jelenséggé emelte a megtakarítási kedvet, hogy **a válság során a foglalkoztatási és jövedelmi kilátások jóval bizonytalanabbá váltak. Ezért a háztartások óvatossági célú megtakarításokat halmoztak fel.** A konjunktúra élénkülésével, a munkanélküliség tartós csökkenésével e szempontok az elmúlt időszakban fokozatosan háttérbe szorulhattak.

Ugyanakkor **több strukturális tényező is arra utal, hogy tartósan emelkedhet a háztartások megtakarítási rátája a válság előtti periódushoz képest.**

- A személyijövedelemadó-rendszer átalakítása csökkentette a munkajövedelmek adóterhelését, különösen a magasabb megtakarítással rendelkező csoportok esetében.
- Másrészt néhány kormányzati intézkedés (például a munkanélküli segély időtartamának rövidítése, hosszabb távú megtakarítások adókedvezménye), valamint a demográfiai trendek (a népesség fokozatos öregedése) is az előtakarékosági motívumok erősödése felé terelheti a háztartásokat.
- Bár a kamatcsökkentési ciklus jelentős mértékben hozzájárult a hitelkamatok mérséklődéséhez, a lakossági hitelek felárai ennek ellenére nem csökkentek, és továbbra is magas szinten vannak, ami visszafogja a hitelkeresletet.
- Végezetül a háztartások beruházásai és nagyobb értékű vásárlásai finanszírozásában tartósan növelhetik az önrész arányát. Ebbe az irányba hatnak a válságban a túlzott eladósodással kapcsolatban szerzett negatív tapasztalatok, valamint előretekintve a szabályozói környezet változásai (makroprudenciális szabályok bevezetése) is. Az előtakarékosági motívum a megtakarítási ráta tartósan magasabb szintjét eredményezheti.

3-32. ábra: Pénzügyi megtakarítási ráta fundamentális tényezők általi dekompozíciója



Megjegyzés: Hosszú távú átlagtól vett eltérés.

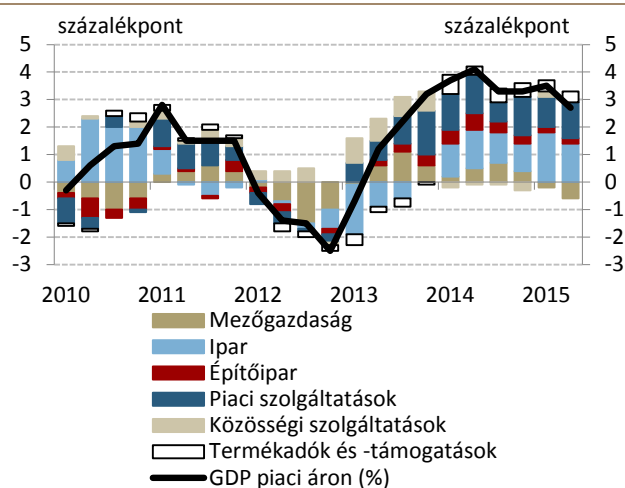
Forrás: MNB, KSH

A háztartások nettó finanszírozási képességének emelkedése a vizsgált fundamentális tényezőkkel összhangban alakul, azonban az elmúlt időszakban megfigyelt csökkenő munkanélküliségi ráta és a háztartások pénzügyi vagyonának tartós emelkedése már egy alacsonyabb megtakarítási hányadot indokolna. Azonban a fogyasztók hitelkockázati étvágya továbbra is alacsony, emiatt pedig hitelkeresletük továbbra is visszafogott. A gyenge hitelkereslet mellett a lakossági hitelfelárak magas szintje és a csak lassan enyhülő hitelezési feltételek a hitelkínálat oldaláról is a magas megtakarítási ráta fennmaradása irányába hatnak. **A lakossági szektor szegmentáltsága alapján a háztartások bizonyos körében továbbra is jelen lehetnek óvatossági motívumok, ami a mérlegalkalmazkodási folyamat előrehaladtával a megtakarítási ráta csupán lassú mérséklődését vetíti előre.**

3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

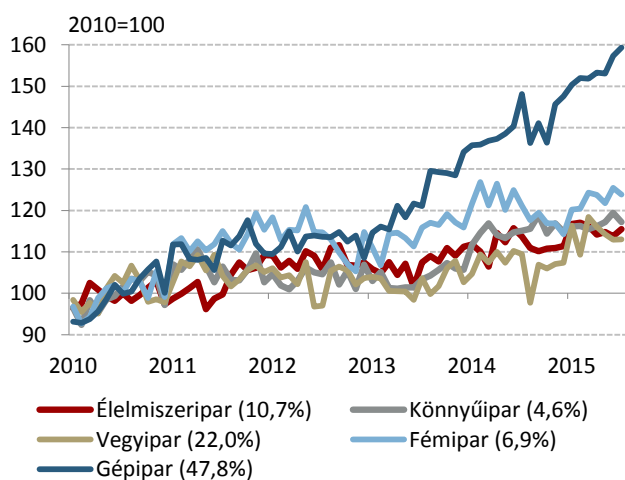
2015 második negyedében folytatódott a hazai gazdaság bővülése, melyhez a mezőgazdaság kivételével az ágazatok széles köre hozzájárult. Az ipar növekedését a feldolgozóiparon belül a járműgyártás ágazat teljesítménye magyarázta. A szolgáltatások növekedése az ágazatok széles körében megfigyelhető volt. A mezőgazdaság hozzájárulása a tavalyi év kiváló terméseredményének magas bázisa miatt a második negyedévben is negatív volt.

3-33. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP-növekedéshez való hozzájárulása



Forrás: KSH

3-34. ábra: A feldolgozóipari alágazatok termelésének alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok. A zárójelben az ágazatok súlya szerepel.

Forrás: KSH

2015 második negyedében az ágazatok széles körében folytatódott a hazai kibocsátás bővülése az előző év azonos időszakához képest. A júliusi ipari termelési adatok a növekedés folytatását vetítik előre 2015 harmadik negyedében. Emellett az elmúlt hónapokban az ipari exportrendelések magas szinten alakultak, ami előretekintve kedvező folyamatokra utalhat.

Az ipar teljesítménye továbbra is jelentős mértékben járult hozzá a GDP növekedéséhez (3-33. ábra). A bővülést elsősorban a feldolgozóipar támogatta, melyben változatlanul a járműgyártás ágazat és a beszállítói hálózat kibocsátásának növekedése játszott szerepet, ugyanakkor a többi ágazatban is növekedett a termelés (3-34. ábra).

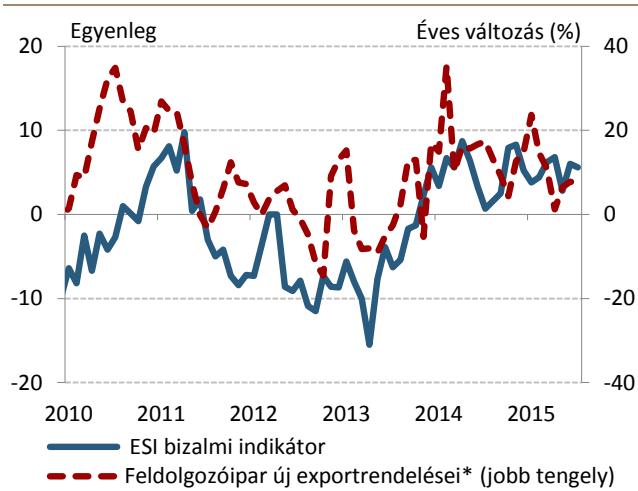
Az előretekintő indikátorok összességében javuló kilátásokat jeleznek rövid távon. A magyar ipar kilátásait megragadó indikátor (ESI) és az eurozóna konjunkturális folyamatait jelző Eurocoin indikátor egyaránt kedvező szinten tartózkodott az elmúlt időszakban. A magyar ipari új megrendelések emelkedtek a második negyedévben. Ugyanakkor a magyar ipari teljesítmény középtávú kilátásait a feltörekvő gazdaságok visszafogott növekedési várakozásai mérsékelhetik (3-35. ábra).

Az építőiparban továbbra is növekedés volt megfigyelhető a második negyedévben, bár lassuló dinamika mellett. A szerződésállomány közel másfél éve tartó visszaesése ellenére a kibocsátás az év első felében növekedett. Az ágazat bővülését elsősorban az EU-forrásokból finanszírozott állami infrastrukturális beruházások növekedése magyarázhatta. A csökkenő szerződésállomány és a 2007–2013-as uniós költségvetési ciklus forrásainak fokozatos kifutásának következtében az építőipari termelés dinamikájának lassulása várható az idei év második felében (3-36. ábra).

A tavalyi év kiváló terméseredményének magas bázisa miatt a második negyedévben is negatív volt a mezőgazdaság hozzájárulása. A mezőgazdasági hozzáadott érték ingadozásaiban meghatározó gabonafélék közül az őszi búza termése enyhén elmaradt a tavalyitól. A kukoricatermést illetően az aszályos, száraz időjárás következtében jelentős csökkenés várható.

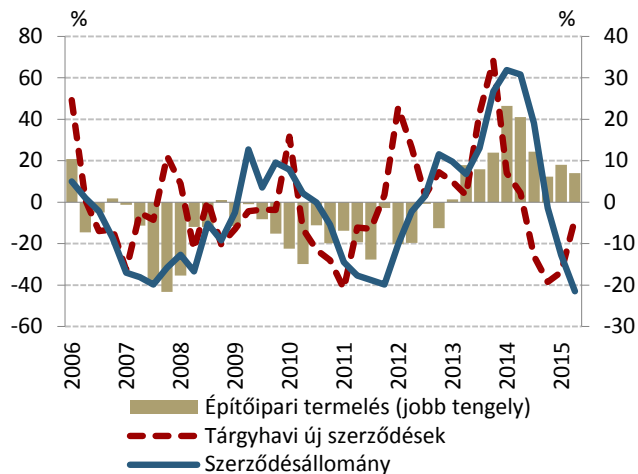
Éves összevetésben tovább bővült a szolgáltatások hozzáadott értéke a második negyedévben, ami az

3-35. ábra: Ipari konjunktúraindikátorok alakulása



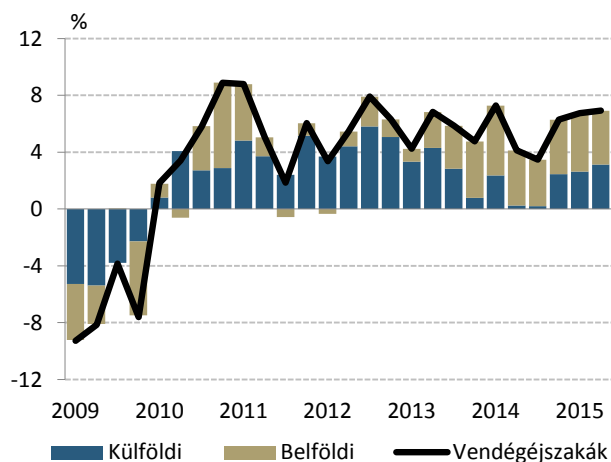
Megjegyzés: *Háromhavi visszatekintő mozgóátlag.
 Forrás: Európai Bizottság, KSH

3-36. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása



Forrás: KSH

3-37. ábra: Vendégéjszakák éves változása



Forrás: KSH

ágazatok széles körében megfigyelhető volt. A kiskereskedelmi értékesítések stabilan növekedtek az elmúlt időszakban. Mindhárom fő termékcsoport (üzemanyag, élelmiszerjellegű, tartós termékek) eladásai bővültek.

A vendéglátás és turizmus ágazatok hozzáadott értéke a második negyedévben tovább növekedett. A vendégéjszakák száma éves összevetésben 6 százalékkal bővült. Az élénk turisztikai kereslet részben a háztartások javuló jövedelmi helyzetére, valamint a hazai turizmust élénkítő, bérén kívüli juttatások növekvő felhasználására vezethető vissza. A külföldiek által eltöltött vendégéjszakák száma szintén érdemben járult hozzá a szektor bővüléséhez. A kereskedelmi szálláshelyek forgalma élénk bővülést mutatott az elmúlt időszakban is (3-37. ábra).

A pénzügyi ágazat kibocsátása mérséklődött az előző év azonos időszakához képest, amit a devizahitelek forintosításának folyamatával összhangban mérséklődő háztartási és vállalati hitelállomány magyaráz. Az ingatlanügyek ágazat mérsékelt növekedéséhez a lakásépítések növekedése mellett a használt lakások forgalmának élénkülése járulhatott hozzá.

A kereslet bővülésével párhuzamosan a potenciális növekedés is élénkülhetett 2015 első félévében és 2 százalék körül alakulhatott. A javuló keresleti kilátások révén a beruházások érdemben hozzájárultak a gazdaság termelő kapacitásainak növekedéséhez. Emellett a javuló elhelyezkedési kilátások ösztönözhatték az ún. „reményvesztett munkanélküliek” visszatérését a munkapiacra. Ezáltal hozzájárulhattak a hosszú távú munkanélküliség mérséklődéséhez, és oldhatták a munkakereslet és -kínálat szerkezeté közötti feszültségeket. A termelékenység javulását az oldódó finanszírozási korlátok is támogathatták.

3-3. keretes írás: A konjunkturális alapfolyamatokat megragadó mutató alakulása

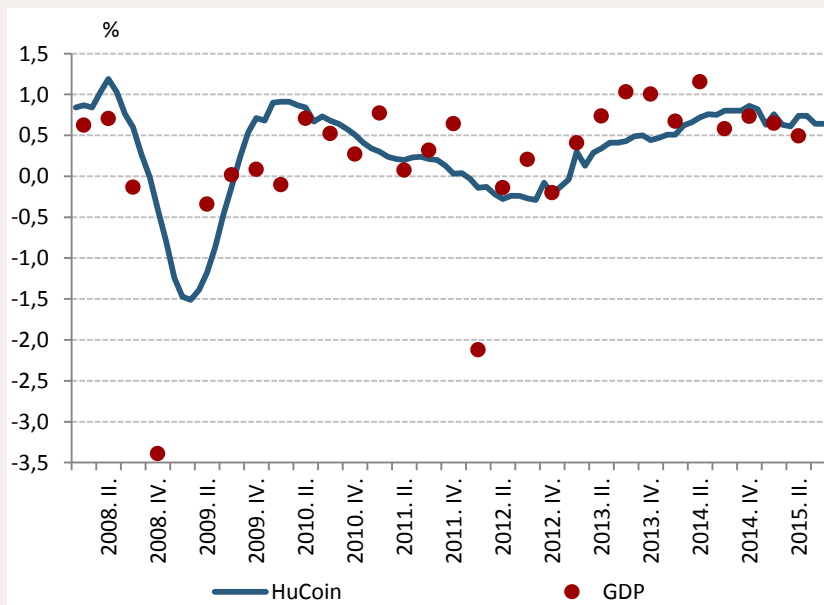
Az elmúlt időszakban általánosan több olyan átmeneti hatás befolyásolta a konjunktúra alakulását, amely nehezítette az alapfolyamatok értelmezését. Emellett a növekedési adatok gyakran csak nagy késéssel állnak rendelkezésre a GDP-adatok publikációs késése következtében. Az említett tényezők nehezítik a gazdasági döntéshozatal folyamatát. Ezért számos nemzetközi intézmény – úgymint az EUROFRAME intézet, OECD, az Ifo intézet – használ különböző típusú indikátort, hogy figyelemmel kísérje a konjunktúra alakulását az adott országban.

A szakirodalom többféle mutatót ajánl. A mutatók egy típusa magára a GDP negyedéves változására kíván becsléssel szolgálni, és alapvetően a teljes negyedéves növekedés megragadása a célja. Az indikátorok másik típusa a konjunkturális alapfolyamatok alakulását hivatott azonosítani. Ez utóbbi csoportba eső indikátorok az alapfolyamatok és a GDP alakulása közötti eltérést zajnak tekintik, és kiszűrik az idősróbból.

Nemzetközi példák alapján a magyar gazdaság közelmúlt-, illetve jelenbeli teljesítménye megítélésének elősegítésére az MNB is kifejlesztett egy konjunkturáindikátort (HuCoin)¹, mely a bruttó hazai termék közép- és hosszú távú komponensére kíván becslést adni. A mutató alapvető célja, hogy információt szolgáltasson a gazdasági döntéshozók, elemzők és a gazdaság más szereplői számára. A mutató valós időben követi nyomon a gazdaság alakulását. A HuCoin számos változót alapul véve áll elő dinamikus faktormodell segítségével. **Az így képzett indikátor számos előnyös tulajdonsággal rendelkezik.** Jó előrejelző képességű, a GDP-nél nagyobb gyakorisággal rendelkezésre álló változók halmazából képződik (reálgazdasági mutatók, bizalmi indikátorok, új rendelésállományok és pénzügyi információk), mely lehetővé teszi, hogy valós időben kis késleltetéssel előállítható legyen. Emellett konstrukciójából fakadóan nem revideálódik, tehát valós időben információt nyújt a döntéshozók számára. Mindemellett a mutató egyik leghasznosabb tulajdonsága, hogy a növekedési fordulópontokat nagy hatékonysággal képes jelezni.

Az eurozóna adósságválságbeli 2011–2012-es átmeneti visszaesését követően az indikátor fokozatos erősödést jelzett. 2013 elejétől 2014 második feléig, összhangban az erőteljesebb, ám struktúrájában fokozatosan átalakuló GDP-növekedéssel, mely egyre inkább a belső növekedési tételekre támaszkodott, a HuCoin indikátor is javuló konjunkturális környezetet jelzett. Az időszak vége felé haladva az indikátor ellaposodott, majd – a 2014 második felében kezdődő növekedés lassulásával párhuzamosan – átfordult. Az indikátor jelenleg a konjunkturális alapfolyamatok enyhe lassulását vetíti előre.

3-38. ábra: A HuCoin-mutató alakulása



Megjegyzés: a HuCoin nem revideálódó idősor, míg a GDP a KSH által revideált, szezonálisan és naptári hatással kiigazított és kiegyensúlyozott idősor.

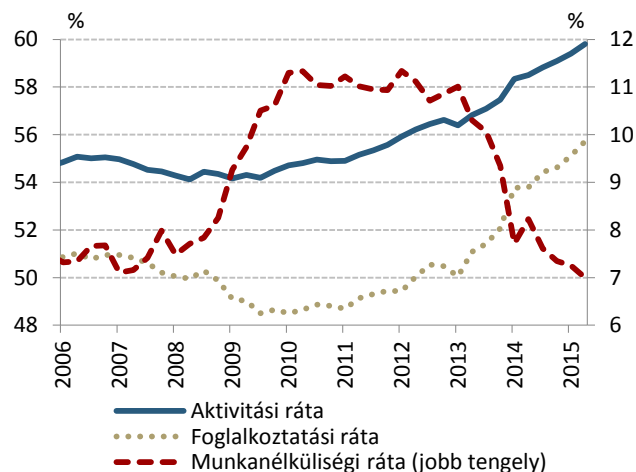
Forrás: KSH, MNB számítások

¹ Kertész, Kucséra, Szentmihályi (2015) a HuCoin indikátor kifejlesztése folyamán Altissimo et al. (2007) módszertanát vette alapul. Banca d'Italia gondozásában megjelenő EuroCoin indikátor ad becslést az eurozóna közép- és hosszú távú konjunkturális folyamataira.

3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség

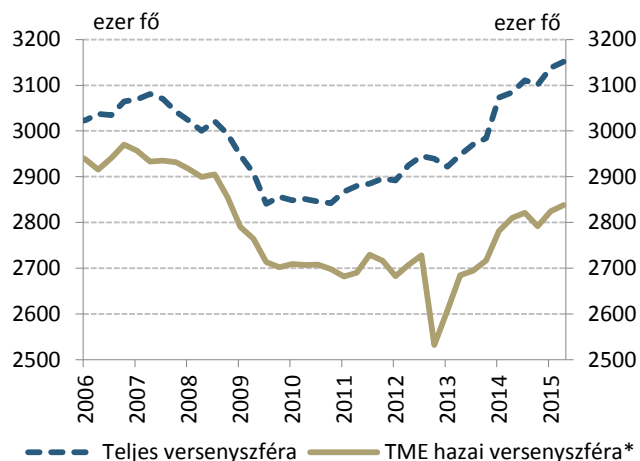
2015 második negyedében tovább nőtt a foglalkoztatottak létszáma, melyben a versenyszféra létszámbővülése és a közfoglalkoztatottak létszámának növekedése egyaránt szerepet játszott. A munkanélküliségi ráta 7 százalék körül alakult 2015 második negyedében. A munkapiac továbbra is feszebb, mint a korábbi években.

3-39. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH

3-40. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása



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

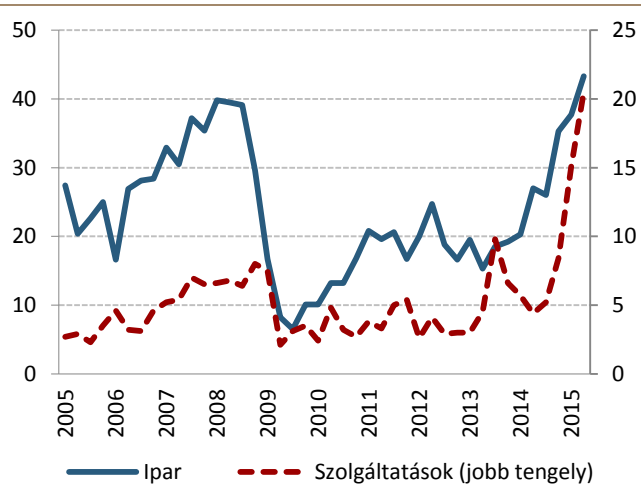
Forrás: KSH

2015 második negyedében tovább bővült az aktívák létszáma, folytatódott a korábbi negyedekben megfigyelhető tendencia. A második negyedévben a 15–74 éves korosztályra vonatkozó aktivitási ráta 59,8 százalékon (3–39. ábra), míg a 15–64 éves korosztályra vonatkozóan 68,5 százalékon állt. Folytatódott a munkapiachoz lazán kötődő, de potenciálisan munkavállalásra hajlandó csoportok („reményvesztett munkanélküliek”) beáramlása a munkapiacra, melyet a gazdasági növekedés folytatódásával javuló elhelyezkedési esélyek magyarázhatnak.

Az év második negyedében tovább nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma, melyhez egyrészt a versenyszféra élénkülő munkaerőkereslete, másrészt a közfoglalkoztatottak létszámbővülése járult hozzá. A foglalkoztatás növekedése elsősorban a piaci szolgáltató szektorban volt megfigyelhető, a feldolgozóipari létszám érdemben nem változott. A részmunkaidőben foglalkoztatottak aránya kismértékben csökkent, így a versenyszféra teljes munkaidős egyenértékes létszámát enyhe emelkedés jellemezte (3–40. ábra).

A munkanélküliségi ráta 7 százalék körül alakult 2015 második negyedében. A munkakereslet élénkülésével párhuzamosan a nem támogatott betöltetlen álláshelyek állománya növekedett, ugyanakkor a nem támogatott új álláshelyek száma kismértékben csökkent 2015 első negyedéhez képest. **A munkapiac 2013 óta fokozatosan feszebbé vált, mind az iparban, mind a szolgáltatások ágazatban működő vállalkozások egyre nagyobb arányban jelölték meg a munkaerőhiányt mint a termelést korlátozó legfőbb tényezőt** (3–41. ábra).

3-41. ábra: Munkaerőhiány mint a termelést korlátozó tényező

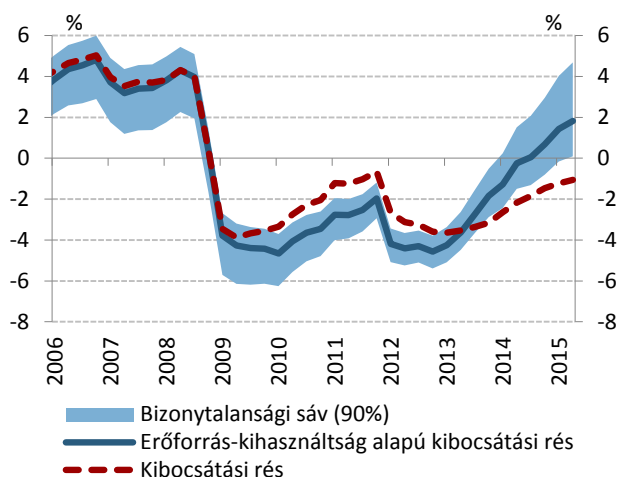


Forrás: ESI-felmérés

3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

Az elmúlt negyedévben a hazai gazdaságot továbbra is érdemi szabad kapacitások jellemezheték, így a reálgazdaság felől érkező inflációs nyomás mérsékelt maradhatott a gazdaság további bővülése ellenére is. Ugyanakkor az erőforrás-kihasználtságot mérő indikátorok 2015 második negyedévében tovább emelkedtek, mely a kibocsátási rés fokozatos záródására utalhat.

3-42. ábra: Kibocsátásirés-mutatók



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

Forrás: MNB

A kibocsátási rés becslésünk szerint változatlanul negatív, összhangban a mérsékelt inflációs alapfolyamatokkal (3-42. ábra). Felvevőpiacaink kibocsátása elmaradhat potenciális szintjétől, így a hazai eredetű dezinflációs hatások mellett a külkereskedelmi kapcsolatokon keresztül az exportszektor is szabad kapacitások jellemezhetik.

A vállalati felméréseken alapuló konjunktúraindikátorok megközelítették válság előtti szintjüket, és jellemzően a historikus átlaguk felett tartózkodnak. A mutatók alakulása a kihasználatlan kapacitások fokozatos mérséklődésére hívhatja fel a figyelmet. A bizalmi indikátorok alakulása a kereslet élénkülését jelezhetik.

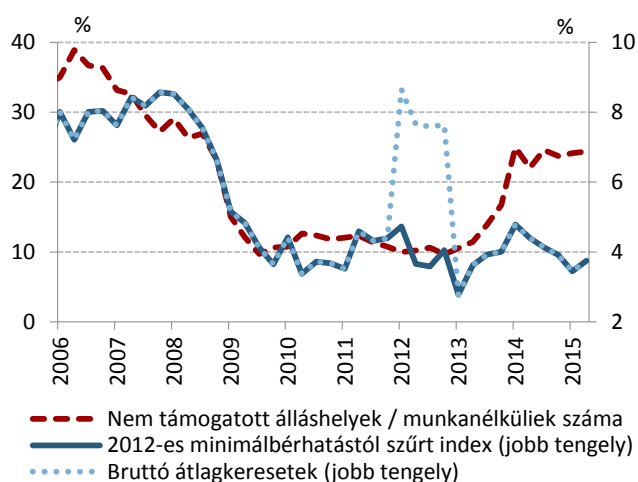
A keresleti kilátásokat megragadó indikátor érdemben javult az elmúlt negyedévekben, és a vállalatok kisebb arányban jelölték meg a keresletet mint termelést korlátozó tényezőt. Emellett a munkaerőhiány mint termelést korlátozó tényező egyre inkább jellemző, mind a feldolgozó, mind a szolgáltató szektor vállalatainak körében. Az erőforrás-kihasználtság alapú kibocsátásirés-mutató magasabb szintjét az indokolhatja, hogy a kapacitások javuló kihasználása elsősorban az aggregált inflációs nyomás szempontjából kevésbé meghatározó szektorok körében volt jellemző.

A gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése lényegében megegyezik a júniusi Inflációs jelentésben szereplővel. Az inflációs alapfolyamatok a vártak megfelelően alakultak, emellett a kereslet oldali nyomás szempontjából releváns lakossági fogyasztás várakozásainknak megfelelően bővült. A versenyszférában a foglalkoztatottság emelkedése, valamint a gazdasági növekedés folytatódása a kibocsátási rés fokozatos záródására utal.

3.6. Költségek és infláció

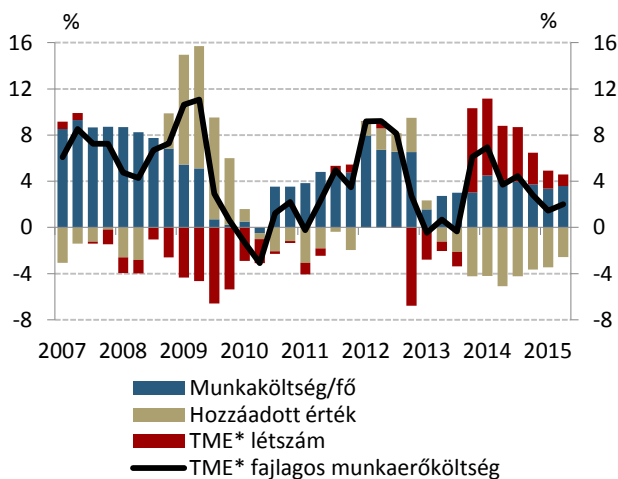
Az infláció az elmúlt negyedévben enyhén pozitív tartományban, változatlanul a 3 százalékos cél alatt tartózkodott. A visszafogott inflációs folyamatokat a nyersanyagárak csökkenése és a reálgazdaság dezinflációs hatása mellett a stabilizálódó inflációs várakozások is magyarázhatják. A bérdinamika továbbra is mérsékelt szinten alakult a második negyedévben.

3-43. ábra: A bruttó átlagkereset éves változása és a munkapiaci feszesség alakulása



Forrás: KSH, NFSZ-adatok alapján MNB-számítás

3-44. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása



Megjegyzés: * Teljes munkaidő egyenértékes. Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3.6.1. Bérek

2015 második negyedévében a versenyszektor bruttó átlagkeresete 3,8 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, ami változatlanul visszafogott bérdinamikát jelent (3-43. ábra). A prémiumkifizetések nagysága nem tért el érdemben az előző években szokásos mértéktől. A versenyszférán belül a feldolgozóipari bérek dinamikája meghaladta a piaci szolgáltató szektorét. A versenyszféra bérezésének alakulását az élénkülő konjunktúra és a korábbi évekhez képest feszesebb munkapiac mellett az alacsony inflációs környezet is meghatározza.

A teljes munkaidő egyenértékes létszámmal számolt fajlagos munkaerőköltség dinamikája enyhén emelkedett az előző negyedévhez képest, de továbbra is érdemben elmarad a válság előtti értéktől (3-44. ábra). A fajlagos munkaerőköltség alakulását főként a hozzáadott érték növekedésének lassulása, kisebb részben a bérdinamika enyhe növekedése magyarázza.

3.6.2. Termelői árak

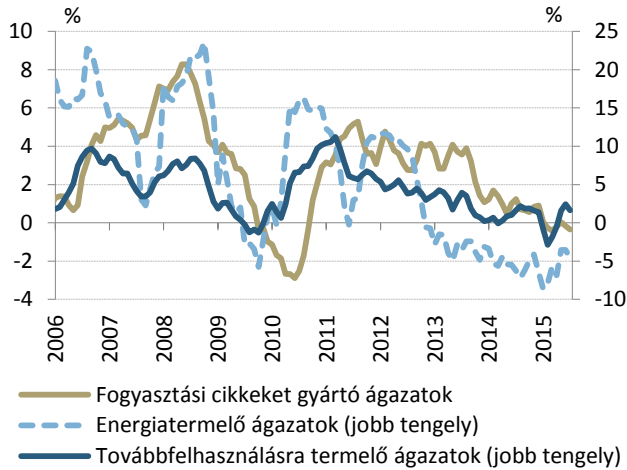
Az elmúlt negyedév folyamán a nyersanyagárak általánosan mérséklődtek. A mezőgazdasági termelői árak továbbra is rendkívül visszafogott szinteken tartózkodnak, mely a szezonális termékek árdinamikájának mérséklődésével, illetve az európai uniós tejkvóta eltörlésével állhat összhangban.

Az ipari termelői árak az elmúlt időszakban visszafogottan alakultak. Az energiatermelő ágazatok árai csökkentek az előző év azonos időszakához képest, melyet az olajárak mérséklődése magyarázhat. A fogyasztási cikkek gyártó ágazatok árai szintén enyhe mérséklődést mutattak, míg a továbbfelhasználásra termelő ágazatok árai enyhén növekedtek (3-45. ábra). A hazai termelői árak tendenciája megfelelt az eurozónában megfigyelt folyamatoknak.

3.6.3. Fogyasztói árak

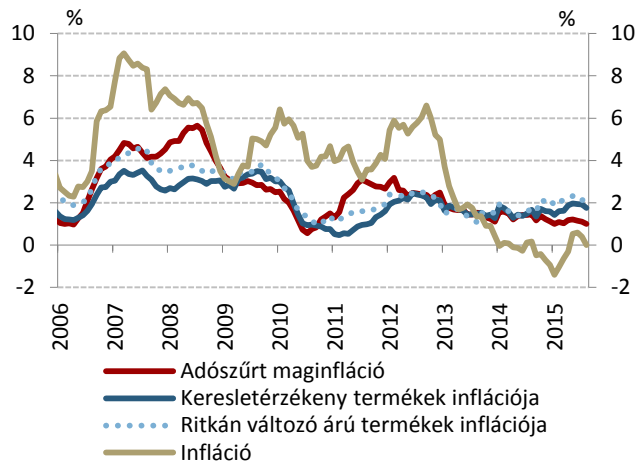
Az infláció az elmúlt negyedévben változatlanul mérsékelt, a 3 százalékos inflációs cél alatt alakult. A mérsékelt inflációhoz a csökkenő nyersanyagárak, az alacsony importált infláció, illetve a mérsékelt szinten stabilizálódó inflációs várakozások egyaránt hozzájárulhattak.

3-45. ábra: Az ipari termelői árak éves változása



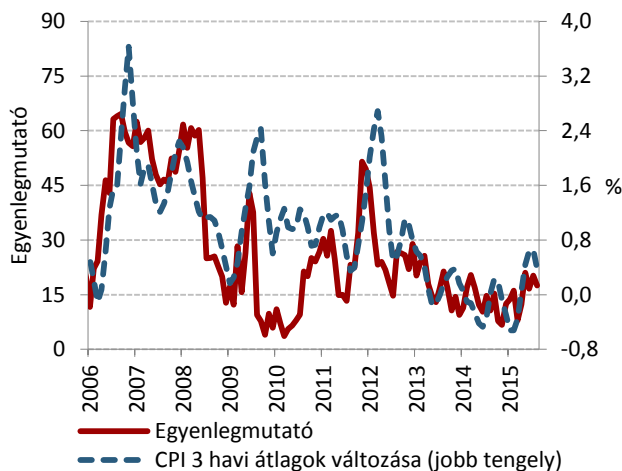
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-46. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-47. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tényinfláció



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

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

Az inflációs alapfolyamat-mutatók lényegében nem változtak az elmúlt időszakban, továbbra is mérsékelt inflációs környezetre utalnak (3-46 ábra).

Az iparcikkek árai változatlanul visszafogottan alakultak az elmúlt negyedévben, mely mögött az alacsony importált infláció árleszorító hatása állhat. A tartós termékek árai enyhén emelkedtek, elsősorban a használt gépjárművek árdinamikájának következtében. A nem-tartós termékek esetében nem történt érdemi elmozdulás.

A piaci szolgáltatások esetében összességében mérsékelt árnövekedést tapasztaltunk, mely a szolgáltatások széles körében jellemző volt. A termékkörön belül jelentősebb árváltozás csak a mobiltelefon- és internetárak esetében volt megfigyelhető.

A feldolgozott élelmiszerek árdinamikája enyhén csökkent az előző negyedévhez képest, amit a tej és a tejtermékek – uniós tejkvóta eltörlése miatti – árcsökkenése magyaráz. **A nem feldolgozott élelmiszerek árai emelkedtek az előző negyedévhez viszonyítva.**

Az üzemanyagárak a forintban kifejezett olajárak csökkenése következtében mérséklődtek. Az iráni olajembargó feloldása, valamint a historikusan magas OPEC- és USA-beli kitermelés következtében megnövekedett kínálat és a gyenge kereslet a Brent jegyzésárak mérséklődését eredményezte a nyári hónapokban.

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

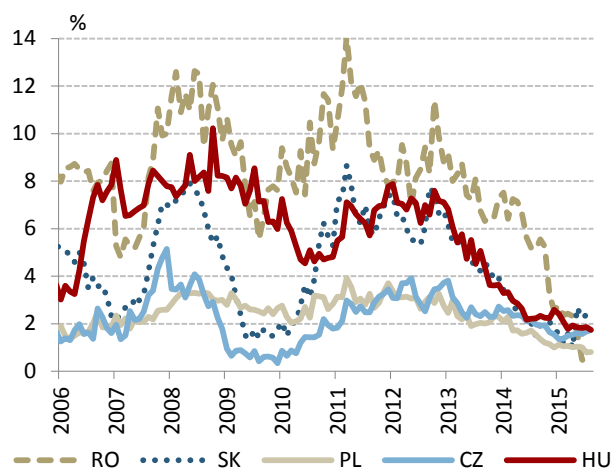
Az elmúlt időszakban beérkező inflációs adatok alacsonyabbak voltak a júniusi Inflációs jelentésben bemutatott előrejelzésnél. A vártnál alacsonyabb értékeket elsődlegesen az olajárak változása magyarázza. **Az inflációs alapfolyamatok a vártak megfelelően alakultak.**

3.6.4. Inflációs várakozások

A kiskereskedelmi szektor értékesítési áaira vonatkozó inflációs várakozások az előző negyedévi szinttel összhangban továbbra is rendkívül alacsonyan alakultak. Ez arra utalhat, hogy a költség- és keresletoldali tényezők továbbra sem jeleznek jelentősebb áremeléseket az elkövetkezendő hónapokban (3-47. ábra).

Régiós összehasonlításban a hazai lakossági várakozások továbbra is a tartósan alacsony inflációval rendelkező

3-48. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

országok, Csehország és Lengyelország szintjén tartózkodnak. A hazai lakossági inflációs várakozások érdemben nem változtak az elmúlt hónapokban. Az áfacsökkentés hatására Romániában tovább mérséklődtek az inflációs várakozások (3-48. ábra).

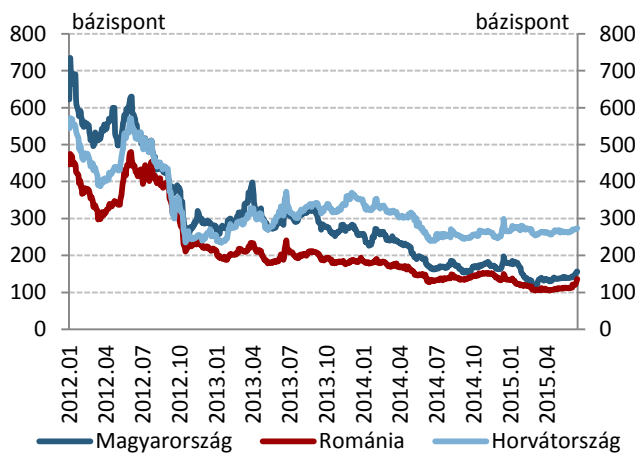
4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt időszakban összességében kedvezőtlen volt a globális piaci hangulat, amely mélypontját augusztus közepén érte el, amikor egy jelentős eladási hullám bontakozott ki a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon. A Fed politikájával kapcsolatos bizonytalanság, a kínai tőzsde újbóli zuhanása és az ottani növekedési aggodalmak, az olaj árának igen gyors ütemű csökkenése, valamint a feltörekvő régiókkal kapcsolatos általános negatív hangulat mind hozzájárultak a pénzügyi piaci hangulatromláshoz. A feszültséget a kockázati mutatók is jelezték: a VIX-index a piaci pánik csúcspontján átmenetileg 50 százalék fölé került, az EMBI kötvénypiaci mutató szintén jókora megugrással reagált a feltörekvő régiókkal kapcsolatos bizalomvesztésre.

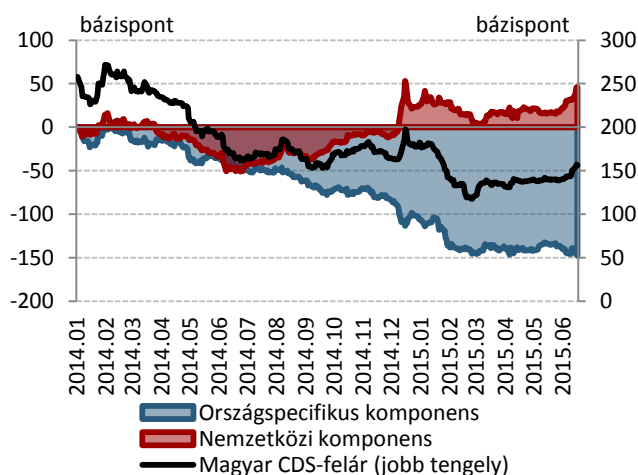
A hazai pénzügyi piaci folyamatok a nemzetközi hangulatot követve inkább negatív képet mutattak, ugyanakkor régióink meglehetősen ellenállóan bizonyultak a más feltörekvő térségeket erőteljesen érintő hangulatromlással szemben. Magyarország kockázati mutatói vegyesen alakultak, a CDS-felár enyhe emelkedése részben nemzetközi okokhoz volt köthető. A forint árfolyama a szűk régió átlagának megfelelően teljesítve az euróval szemben nem változott érdemben, míg a dollárral szemben enyhe leértékelődést mutatott.

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

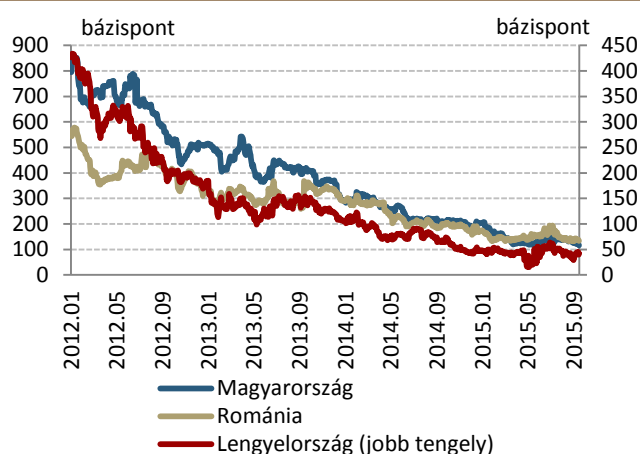
4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

A júniusi Inflációs jelentés megjelenése óta vegyes képet mutattak hazánk kockázati mutatói. A magyar 5 éves szuverén CDS-felár a vizsgált időszak elejéhez képest mintegy 15 bázisponttal került feljebb, ugyanakkor továbbra is relatíve mérsékelt szinten, a 140–170 bázispontos sávban mozgott. A hosszú állampapír-piaci hozamok viszont érdemben lejjebb kerültek, a forint árfolyama a régió kívüli feltörekvő térségnél jóval kisebb elmozdulásokkal reagált a turbulenciákra. A környező országokban a hazaihoz hasonló irányú elmozdulások voltak a kockázati mutatókban.

Hazánk CDS-felárának emelkedéséhez elsősorban a nemzetközi tényezők járultak hozzá. Miközben a június végi görög válság alig éreztette hatását a hazai felárban, addig az augusztusi globális piaci megingás már nagyobb hatással volt a régiós és hazai CDS-felárakra. A magyar felár az időszak nagy részében 150–160 bázispont körül mozgott, majd augusztus második felében a nemzetközi piaci hangulat romlásának hatására 170 bázispontig emelkedett, és egy átmeneti mérséklődés után az időszak végén is e szint körül ingadozott. A régiós felárak szintén augusztus második felében emelkedtek meg, ugyanakkor szeptember elejére hazánk kivételével az egész régióban enyhe mérséklődés következett be a felárakban (4-1. ábra).

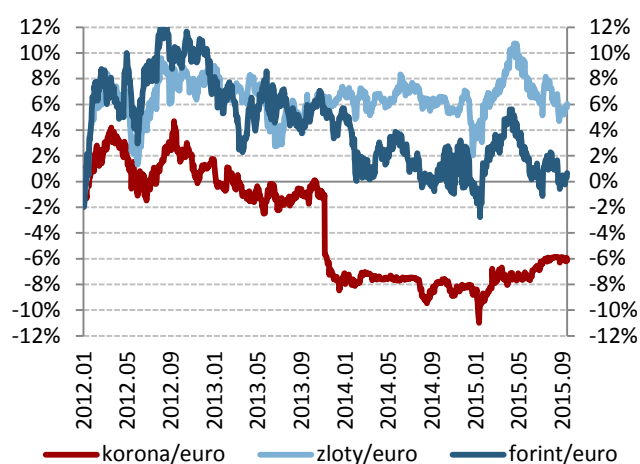
A CDS-felár változásának dekompozíciója alapján a magyar kockázati felár emelkedése mögött nagyrészt nemzetközi tényezők álltak, míg a hazai komponens az időszak első felében inkább a csökkenés irányába hatott, majd az augusztusi hangulatromlás idején és azt követően már ez a tényező is hozzájárult a feláremelkedéshez (4-2. ábra).

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



Forrás: Bloomberg

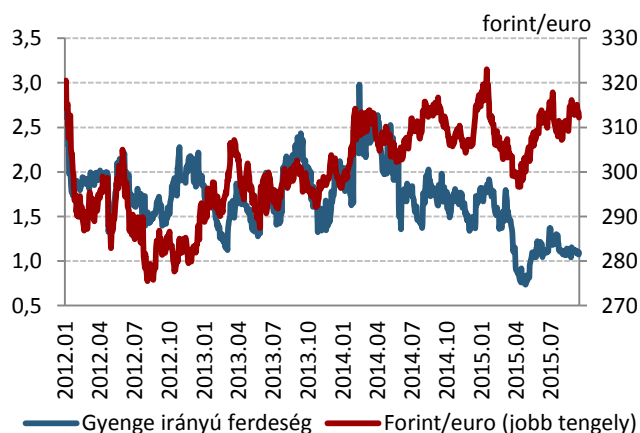
4-4. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Thomson Reuters

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



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

Forrás: Bloomberg

Az euróban denominált magyar kibocsátású devizakötvény-felár mintegy 25 bázisponttal csökkent az elmúlt három hónapban. A régiós országok közül Romániában ennél nagyobb mértékű, 41 bázispontos mérséklődés volt megfigyelhető, míg Lengyelországban a hazainál kisebb mértékben, 13 bázisponttal csökkent a devizakötvény-felár (4-3. ábra).

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

Az euro/forint keresztárfolyam az előző negyedévhez képest szűkebb tartományban, ugyanakkor kissé gyengébb szinteken (308–318 HUF/EUR) ingadozott. A forintárfolyam az euróhoz képest nem változott az időszak során. A forint árfolyamára főként nemzetközi tényezők hatottak. Ezek közül elsősorban a görög válság július eleji mélypontja, a Fed kamatpolitikájával kapcsolatos bizonytalanság és az augusztusi pénzügyi piaci hangulatromlás emelendő ki. Az előretekintő indikátorok közül az árfolyam-várakozások ferdesége a görög feszültség tetőpontja körül emelkedett kissé, míg az időszak többi részében relatíve mérsékelt szinteken mozgott.

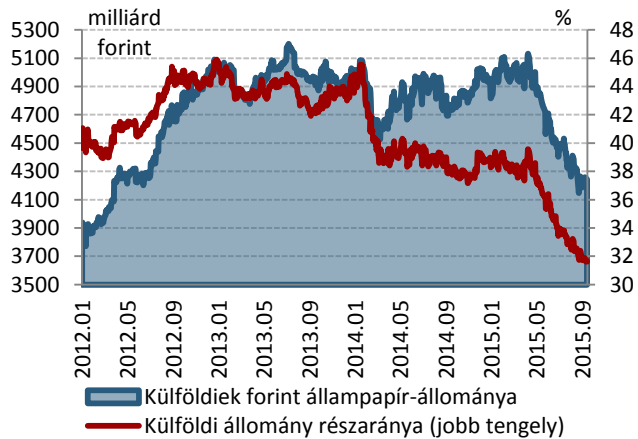
A régiós devizák a turbulensebb időszakokban átmenetileg jelentős elmozdulásokat mutattak, de összességében más feltörekvő régiókhoz képest ellenállónak bizonyultak a piaci feszültségekkel szemben.

A román lej és a cseh korona erősödni tudott az euróval szemben, míg a zloty 0,6 százalékos gyengülése országspecifikus okokkal magyarázható (4-4. ábra). A dollárral szemben a román lej kivételével gyengültek a régiós devizaárfolyamok. A régió kívüli feltörekvő országok esetében több deviza jelentős mértékben értékelődött le az időszak során.

A rövid, hónapon belüli swapfelárak változóan alakultak az időszak során, elsősorban a negyedév végi feszültebb időszakban emelkedtek meg jelentős mértékben. A közepes, 1, 3 és 6 hónapos futamidőkön az időszak során folyamatos feláremelkedést lehetett megfigyelni, a felárak lokális csúcspontjukat augusztus második felében, a nemzetközi turbulencia idején érték el, majd onnan némiképp mérséklődni tudtak. A hosszú futamidőkön elsősorban az 1–3 éves lejáratokon lehetett az időszak végén egy érdemibb emelkedést tapasztalni, míg az 5–10 éves futamidőket nem érintette tartósan a feláremelkedés.

A hosszú hozamok csökkenése mellett tovább csökkent az állampapír-állományon belül a külföldi szereplők részaránya. A nem rezidensek forint állampapír-állománya a nyári hónapok alatt is tovább csökkent, és az időszak

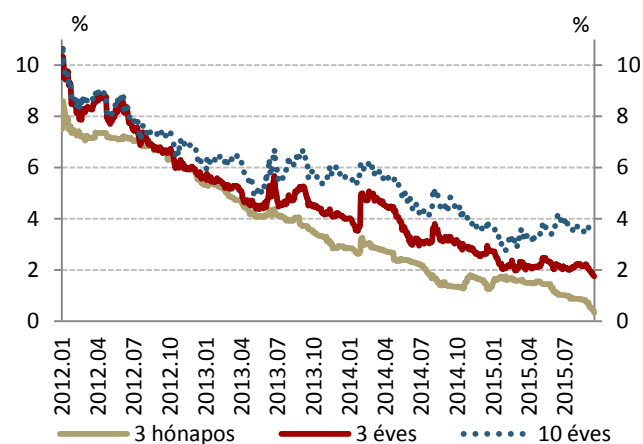
4-6. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



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

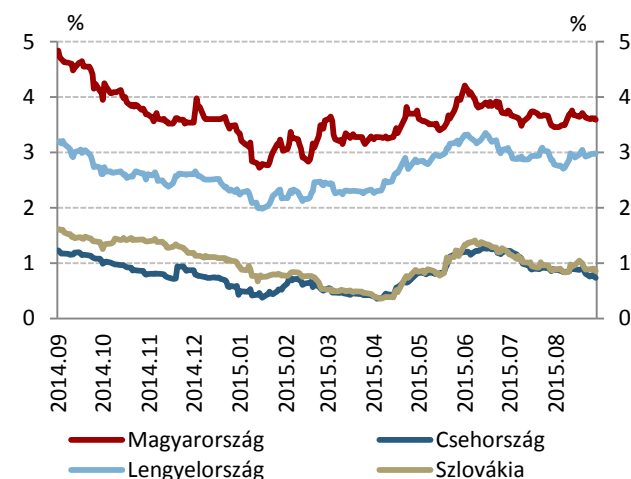
Forrás: MNB

4-7. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

4-8. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Thomson Reuters

végére 4240 milliárdra mérséklődött (4-6. ábra). Ezzel összességében június közepéhez mérten 300 milliárd forintos csökkenés történt az állományukban, részarányuk pedig a forintpapírok tekintetében 35-ről 31 százalék közelébe csökkent. A külföldiek állampapír-állományának mérséklődése nem járt együtt hozamemelkedéssel, ugyanakkor a forint árfolyamának kismértékű gyengülése irányába hathatott. Év elejéhez képest a külföldiek forint állampapír-állománya nagyságrendileg 600 milliárd forinttal mérséklődött (4-7. ábra).

4.1.3. Állampapírpiac és hozamalakulás

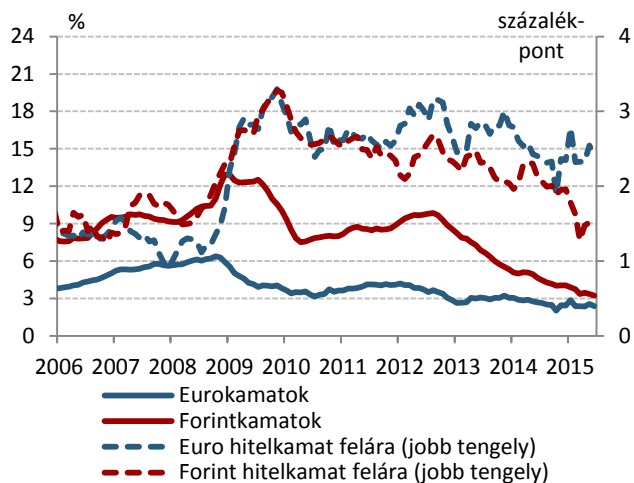
Az állampapírok elsődleges piacán erősödött a kereslet és érdemi hozamcsökkenés ment végbe. A három hónapos papírok aukcióit átlagosan 2,5-szeres lefedettség jellemezte, s az időszak vége felé egyre erősebb kereslettel szembesült a kibocsátó, az átlaghozam pedig közel 70 bázispontot süllyedt az időszak során. A hosszú lejáratú papírok esetén is egészséges volt a kereslet, az 5 és 10 éves állampapírok aukcióin 3,5-4-szerese volt a felkínált mennyiségnek, miközben az átlaghozamok itt is érdemben lejjebb kerültek. A változó kamatozású papírok iránt vegyes volt a kereslet, néhány esetben a kibocsátó visszafogta az elfogadott mennyiséget, azonban az időszak vége felé itt is erősödő keresletet lehetett tapasztalni.

Érdemben csökkentek a másodpiaci állampapírhozamok minden lejáraton. Mind a rövid, mind a hosszú lejáratokon jelentős, 50 bázispont körüli hozamcsökkenés volt megfigyelhető a forint állampapírok piacán. A hazai hozamok alakulása együtt mozgott a régió országaiban megfigyelttel. A 10 éves benchmarkhozamok Lengyelországban a hazainál kisebb mértékben, mintegy 30 bázisponttal mérséklődtek, míg hazánkban és a régió többi országában nagyságrendileg 50 bázisponttal kerültek lejjebb a hozamok (4-8. ábra).

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2015 második negyedévében a vállalati és a háztartási szegmensben is tovább mérséklődtek a finanszírozási költségek. A Hitelezési felmérés keretében a vállalati kondíciók enyhítéséről számolt be a válaszadó bankok ötöde, és hasonló arányban várható lazítás az év második felében is. A lakáscélú hitelek esetében a kondíciók változatlanok maradtak, míg a fogyasztási hitelek feltételein a bankok harmada enyhített. Az egyéves előretekintő reálkamat historikus mélypontot ért el a vizsgált időszakban, melynek oka elsősorban az inflációs várakozások markáns emelkedése.

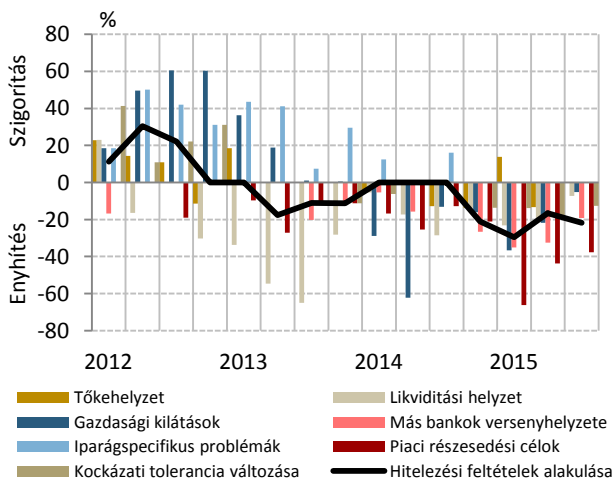
4-9. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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

Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB hitelezési felmérés

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

2015 második negyedévében a vállalati forintHITELEK finanszírozási költségei csökkentek. A változó kamatozású vagy maximum egyéves kamatfixálással² rendelkező új forintHITELEK kamatszintje 3,2 százalékon alakult június végén (4-9. ábra), tehát 0,1 százalékponttal csökkent az előző időszakhoz képest elsősorban a referenciakamatok csökkenésének köszönhetően. A forintHITELEK átlagos felára 0,3 százalékponttal emelkedett a vizsgált időszakban, ami mögött a nagyszegű hitelek okozta előző negyedévi bázishatás húzódik meg. Az euroHITELEK esetében az előző negyedévhez hasonlóan változatlan maradt az átlagos kamatszint és a felár is. A hitelképes kis- és középvállalkozások számára a Növekedési Hitelprogram második szakaszának kibővített kerete jelent továbbra is kedvező finanszírozási formát.

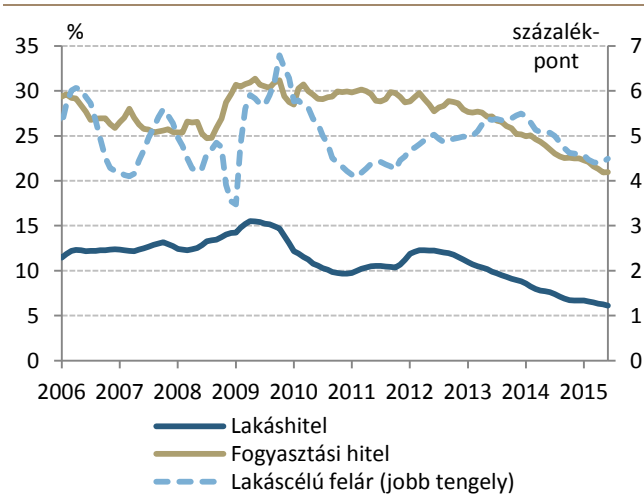
Tovább enyhültek a vállalati hitelek kondíciói. A Hitelezési felmérésre³ adott válaszok alapján a bankok nettó⁴ értelemben vett 17 százaléka lazított a hitelfeltételeken a második negyedévben. Az enyhítést – az európai tendenciákkal összhangban – elsősorban részesedési célok és a piaci versenyhelyzet fokozódása vezérli, míg a gazdasági kilátások, valamint a likviditási és tőkehelyzet javulása teremti meg a lazítás feltételeit. Előretekintve a bankok válaszai alapján a feltételek további enyhülése várható (a bankok 22 százaléka jelezte ezt a felmérés során), különösen a kis- és a mikrovállalkozások számára. A feltételek közül a maximális futamidő és hitelméret, a hitelkamat és a forrásköltségek közötti felár és a fedezeti követelmények tekintetében várható széleskörű lazítás (4-10. ábra).

² A Növekedési Hitelprogram keretén belül folyósított hitelek többsége éven túli hitel, így az általunk vizsgált kamatok elsősorban a programon kívül eső hitelezési folyamatokat tükrözik.

³ A hitelezési felmérés eredményeinek részletesebb elemzése megtalálható az MNB Hitelezési folyamatok című kiadványában: <http://www.mnb.hu/letoltes/hitelezesi-folyamatok-201508-hu.pdf>

⁴ A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

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

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

Tovább csökkentek a fogyasztási és a lakáshitelek kamatai is. A megvalósult hitelügyletek teljes hitelköltsége a fogyasztási hitelek esetében 0,6 százalékponttal, a lakáshitelek esetében 0,4 százalékponttal csökkent 2015 második negyedében (4-11. ábra). A THM-ben megfigyelhető mérséklődés elsősorban a referenciakamat csökkenésének eredménye mindkét terméktípus esetében. Az újonnan kibocsátott lakáscélú hitelek átlagos kamatcsökkenése heterogén módon alakult: a változó kamatozású hitelek kamatai jelentősen csökkentek, míg a fix kamatkonstrukciójú hitelkamatok enyhén emelkedtek. A lakáscélú hitelek átlagos kamatfelára 0,1 százalékponttal 4,5 százalékpontra emelkedett, míg a fogyasztási hiteleken lévő felár csökkent, a szabadfelhasználású jelzáloghitelek esetében 0,8 százalékponttal.

A fogyasztási hitelek feltételei enyhültek, míg a lakáscélú hitelek esetében nem változtattak a bankok. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a fogyasztási hitelek esetében a bankok nettó értelemben vett harmada enyhített a hitelfeltételeken, elsősorban a felárakon és a minimális hitelképességi szinten (4-12. ábra).

Az enyhítés okaiként a válaszadók a piaci részesedés megtartására, illetve növelésére vonatkozó célok és a biztató gazdasági kilátások mellett saját kockázati toleranciájuk növekedését, illetve az ügyfelek hitelképességének javulását jelölték meg.

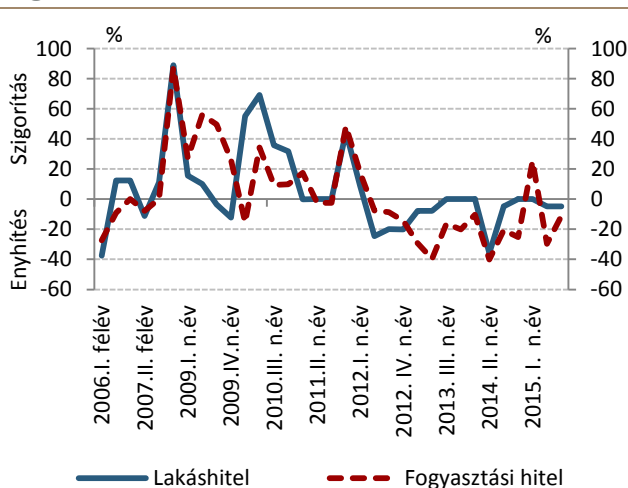
A lazítás azonban a bankok előrejelzése szerint a következő fél évben veszít lendületéből, mindössze a bankok 11 százaléka tervez további enyhítést ebben a szegmensben. A lakáscélú hitelek feltételei gyakorlatilag változatlanok maradtak a negyedév folyamán, annak ellenére, hogy előzetesen a bankok mintegy 15 százaléka jelzett enyhítést. Előretekintve 2015 második felére sem várnak a válaszadók változást a lakáshitel-kondíciók tekintetében.

A lakáscélú hitelek standardjaiban az adósságfék-szabályok implementálása összességében nem eredményezett effektív szigorítást.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

2015 második negyedében folytatta csökkenését az egy évre előretekintő reálkamat. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint 2015 júliusában az állampapír-piaci hozamokból becsült hozam alapján, valamint a betéti kamatok alapján is $-0,8$ százalékot tett ki, ami historikus mélypontnak tekinthető (4-13. ábra). A reálkamatláb elmúlt 3 havi csökkenését elsősorban az

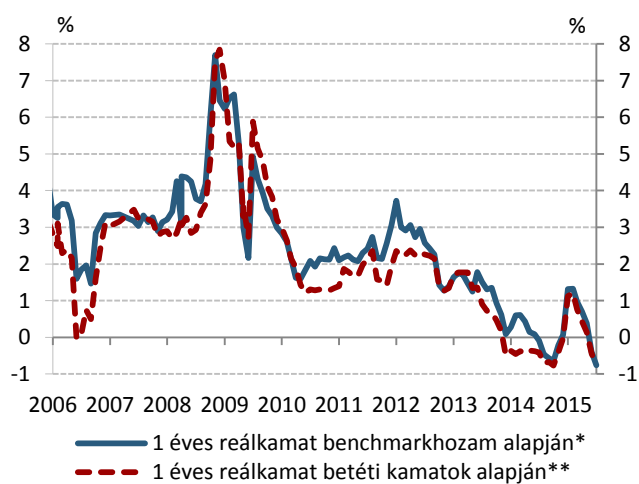
4-12. ábra: A hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben



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

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján

4-13. ábra: Az előretékintő reálkamatlábak alakulása



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

Forrás: MNB, Reuters poll

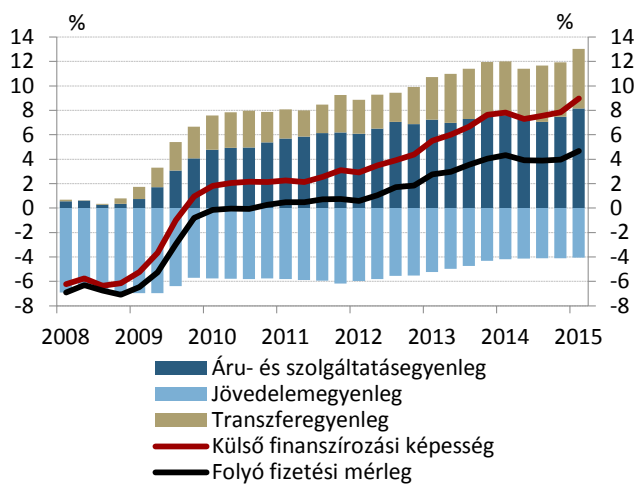
inflációs várakozások emelkedése okozta, ugyanis az egy évre előretékintő inflációs várakozás csökkenő trendje márciusban ért véget, majd intenzív emelkedésnek indult, júliusban pedig már 1,7 százalékot tett ki.

5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége 2015 első negyedévében tovább emelkedett, és a GDP 9 százalékát tette ki. A jelentős finanszírozási képesség a külkereskedelmi egyenleg bővülése és az EU-transzferek tovább emelkedő felhasználása mellett alakult ki, miközben a jövedelemegyenleg hiánya a korábbi évekhez képest viszonylag alacsony szinten stabilizálódott. Az előzetes havi adatok alapján a finanszírozási képesség a második negyedévben tovább emelkedett, amiben jelentős szerepe volt a külkereskedelmi többlet további bővülésének. A finanszírozási oldalon a rezidensek kifizetései miatt enyhén csökkent a nettó közvetlentőke-befektetés. Az adósságjellegű források tovább mérséklődtek, az átértékelődés miatt azonban a külső adósságmutatók a 2014. végi szinten stabilizálódtak. A gazdaság külső finanszírozási képességének emelkedését az államháztartás mérséklődő finanszírozási igénye támogatta, miközben a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása – a devizahitelekhez kapcsolódó elszámolások miatt – emelkedett.

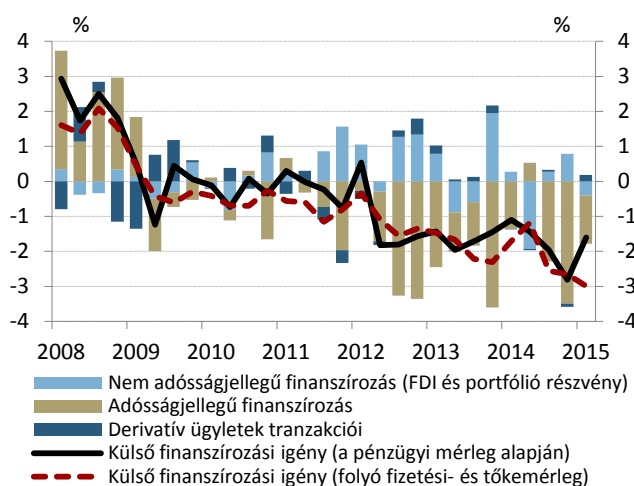
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (négy negyedéves kumulált értékek, a GDP arányában)



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek.

Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása*



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

Forrás: MNB

5.1.1. Külső egyensúlyi pozíció alakulása

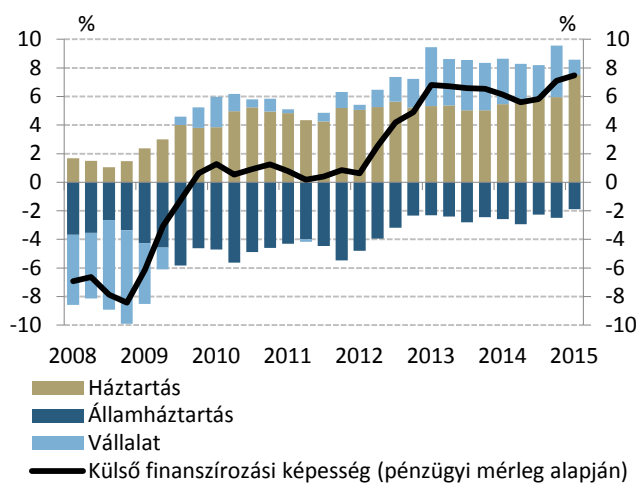
A reálgazdasági megközelítés szerinti négy negyedéves finanszírozási képesség 2015 első negyedévében új historikus csúcra emelkedett, és elérte a GDP 9 százalékát (5-1. ábra). A külkereskedelmi többlet az élenkülő külső kereslet és a magas importigényű beruházások lassulása miatt tovább emelkedett. Az áruexportot részben a járműkivitel emelkedése növelte, miközben a szolgáltatás egyenleg is tovább bővült. A **transzferegyenleg** külső finanszírozási képességhez való hozzájárulása is tovább nőtt. Az EU-transzferek felhasználása az első negyedévben 1,3 milliárd eurót tett ki, ami az egy évvel korábbi szinthez képest bővülést jelent. A **jövedelemegyenleg** hiánya az első negyedévben a külső kamatok csökkenése mellett stabilizálódott, négy negyedéves értéke továbbra is a GDP 4 százaléka közelében alakult. Az előzetes havi adatok alapján a gazdaság finanszírozási képessége a második negyedévben tovább emelkedhetett, melyben a külkereskedelmi és a transzferegyenleg bővülése is szerepet játszhatott.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A finanszírozási adatokból számított nettó megtakarítói pozíció 2015 első negyedévében 1,6 milliárd eurót tett ki, ami jelentősen elmaradt a reálgazdasági oldalról számított értéktől. (5-2. ábra). A forráskiáramlás elsősorban az adósság csökkenéséhez köthető, ugyanakkor a nem adósságjellegű források is mérséklődtek.

Az első negyedévben a hazai szereplők külföldi kifizetései emelkedése miatt 0,4 milliárd euróval mérséklődtek a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetései. Az enyhe nettó FDI-kiáramlás a tulajdonosi hitelek nagyobb mértékű csökkenése és az újrabefektetett jövedelmek enyhe emelkedése mellett valósult meg. Az előzetes havi adatok alapján a második negyedévben a nettó FDI-befektetés az előző év azonos időszakához képest kisebb mértékben csökkent – különösen, ha figyelembe vesszük, hogy az adatot a Budapest Bank állami

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



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek.

Forrás: MNB

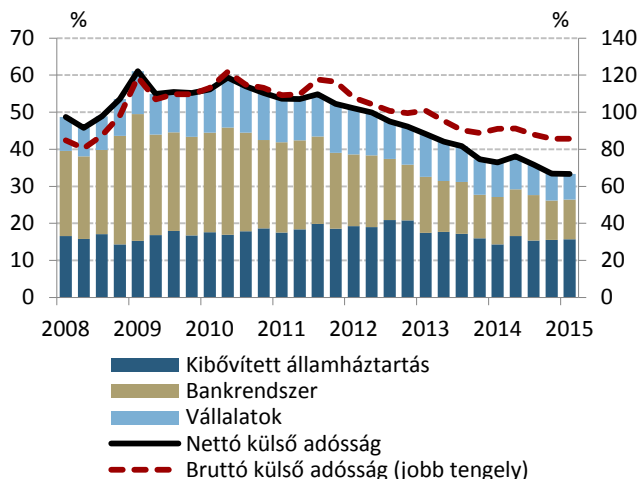
felvásárlása is csökkentette. A második negyedévben esedékes osztalékfizetések és egyedi tranzakciók miatti forráskiáramlást mérsékelte a tulajdonosi hitelek emelkedése.

Az első negyedévben a gazdaság nettó külső adóssága 1,4 milliárd euróval mérséklődött a konszolidált államháztartáshoz kapcsolódóan, míg a magánszektor adóssága nem változott. Az MNB-vel konszolidált állam külső adósságának csökkenése nagyrészt az EU-transzferek miatt emelkedő jegybanki devizatartalékhoz köthető. A vállalatok külfölddel szembeni tartozásai az első negyedévben enyhén mérséklődtek, amit ellensúlyozott a bankok kismértékű adósságnövekedése. Az előzetes havi adatok alapján az adósság típusú források kiáramlása 2015 második negyedévében is folytatódott, amihez az összes szektor hozzájárult. Az állam külső adósságának mérséklődését támogatta, hogy a külföldiek csökkentették állampapír-állományukat, míg a lakosság és a bankok – a jegybank önfinanszírozási programjának hatására is – növelték azt.

A külső egyensúlyi többlet első negyedévben megfigyelhető emelkedéséhez az állam csökkenő finanszírozási igénye mellett a háztartások javuló finanszírozási képessége is hozzájárult (5–3 ábra). Az államháztartás finanszírozási igényének mérséklődése a bérek és a foglalkoztatás bővüléséből, illetve az adóbeszedési hatékonyság javulásából eredően növekvő adóbevételekre vezethető vissza. A devizahitelekkel kapcsolatos elszámolások következtében 2015 első negyedévében mérséklődött a pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége, míg a háztartások nettó megtakarítása emelkedett. Utóbbihoz az emelkedő reáljövedelem és az óvatossági motívumhoz köthető alacsony hitelkereslet is hozzájárult. A második negyedévre vonatkozó előzetes adatok alapján a háztartások pénzügyi megtakarítása enyhén mérséklődhetett (ami főként a devizahiteles elszámolás csökkenésének következménye), de továbbra is magas.

A gazdaság GDP-arányos nettó külső adóssága az előző negyedévhez hasonlóan alakult, az első negyedév végén a GDP 33 százalékát tette ki (5–4 ábra). Habár az adóssághiáramlás és a GDP-növekedés az ország külső adósságrátájának csökkenése irányába hatottak, ezt azonban egyedi tételek ellensúlyozták.

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



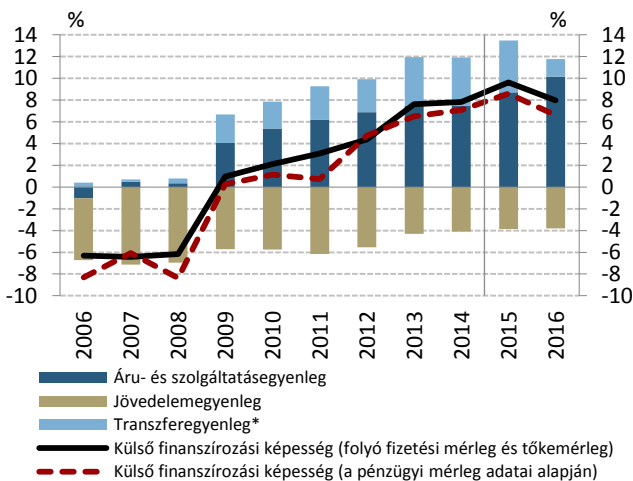
Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül.

Forrás: MNB

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A magyar gazdaság külső sérülékenysége a következő években tovább mérséklődhet. Idén a külkereskedelmi egyenleg részben a cserearányok javulása következtében tovább növekedhet, aminek köszönhetően a gazdaság nettó megtakarítói pozíciója várhatóan meghaladja a GDP 9 százalékát. 2016-ban továbbra is magas lehet a gazdaság külső finanszírozási képessége, azonban az előző EU-s költségvetési periódus forrásainak kifutása miatt a GDP mintegy 8 százalékára mérséklődhet. Az EU-transzferek csökkenését részben ellensúlyozza az olajárak mérséklődéséből származó cserearányjavulás, illetve a külső kereslet élénkülése miatt emelkedő külkereskedelmi többlet. A következő években a jövedelemegyenleg hiányának stabilizálódására számítunk: a kamatkidadások mérséklődését ellensúlyozza a vállalatok profitjának emelkedése. A szektorok megtakarítói pozícióit vizsgálva megállapítható, hogy az államháztartás finanszírozási igénye továbbra is mérsékelt marad, miközben a háztartások nettó megtakarítása az óvatossági motívum szerepének csökkenésével enyhén mérséklődhet. A vállalatok nettó pénzügyi megtakarítása 2015-ben az elszámolás miatt mérséklődhet, míg 2016-ban pedig a visszaeső EU-támogatások következtében a tavalyi szint közelében alakulhat. A továbbra is jelentős külső finanszírozási képesség mellett folytatódhat a külső sérülékenység szempontjából kiemelten fontos külső adósságmutatók mérséklődése, melyhez az MNB önfinanszírozási programja és a devizahitelek forintosítása is hozzájárul.

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



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

Forrás: MNB

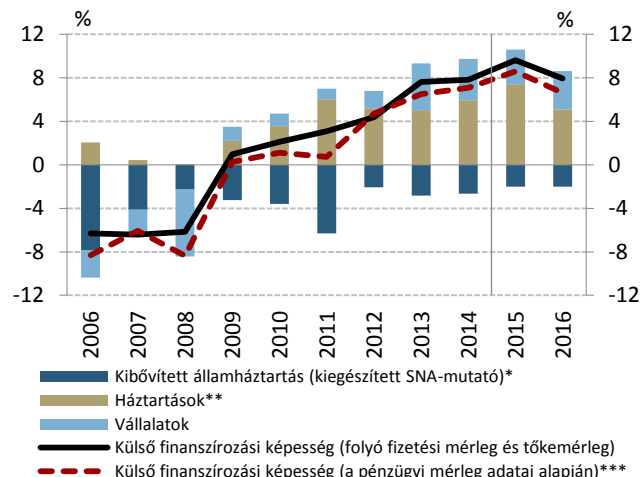
A gazdaság finanszírozási képessége a 2015-ben várható emelkedést követően jövőre mérséklődhet, de továbbra is magas maradhat (5-5. ábra).

A gazdaság nettó megtakarítása idén tovább emelkedhet, ami elsősorban a külkereskedelmi többlet bővülésének köszönhető. Az áru- és szolgáltatás egyenleg további emelkedését a cserearány javulása és a külső kereslet élénkülése is támogatja. Az EU-transzferek mértéke 2015-ben enyhén emelkedhet: a számottevő transzfer-felhasználás nagyobb részben még a korábbi, 2007–2013-as költségvetési periódus fennmaradó keretösszegének felhasználásához, kisebb részben pedig az új ciklus támogatásainak lehívásaihoz köthető. 2016-ban, a korábbi ciklus keretének felhasználási határideje után csökkenhet a transzferegyenleg, amit csak részben ellensúlyozhat a külkereskedelmi egyenleg további bővülése. A jövedelemegyenleg hiánya az előrejelzési horizonton stabilizálódhat: a javuló vállalati jövedelmezőség miatt emelkedő profitkiutalásokkal szemben az egyre alacsonyabb külső adósság kamatterhei mérséklődhetnek. Összességében az ország megtakarítói pozíciója az idei növekedést követően 2016-ban a tavalyi szint közelében alakulhat.

A külső egyensúlyi folyamatokat a szektorok megtakarításai felől vizsgálva az idén várható magas finanszírozási képesség a **magánszektor emelkedő megtakarítása és az államháztartás mérsékelt finanszírozási igénye mellett valósulhat meg**. A külső finanszírozási képesség 2016-os mérséklődése pedig elsősorban a magánszektor alacsonyabb pénzügyi megtakarításával magyarázható (5-6. ábra).

A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a fundamentális folyamatok alapján a következő években enyhén mérséklődhet, míg idén az elszámolások

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



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

Forrás: MNB

hatására emelkedik. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítását 2015-ben átmenetileg jelentősen növeli az egyoldalú kamatemelések és az árfolyamrész miatti elszámolás. Az alapfolyamatokat tekintve ugyanakkor enyhén mérséklődő megtakarításra számíthatunk: a forintosítás hatására mérséklődik a háztartások árfolyamkockázata, és így csökkenhet a megtakarításokat ösztönző óvatossági motívum hatása. 2016-ban a háztartási megtakarításokat támogathatja az adóterhek csökkenése (szja-kulcs mérséklése, családi adókedvezmények kiterjesztése), mivel az intézkedés a fogyasztás élénkítése mellett a háztartási megtakarítást is növelheti.

A vállalatok nettó pénzügyi megtakarítása idén az elszámolás miatt csökkenhet, 2016-ban pedig az uniós támogatások visszaesése következtében a tavalyi szint közelében alakulhat. A vállalatok pénzügyi megtakarítása idén – az elszámolás miatti – egyszeri banki veszteségek, illetve a lassuló, de továbbra is növekedést mutató beruházások miatt enyhén mérséklődhet. Az elszámolás egyszeri hatásának kiesését követően 2016-ban a mérséklődő EU-transzfer-felhasználás a beruházás mellett a szektor pénzügyi megtakarítását is mérsékelheti.

Az államháztartás finanszírozási igénye mérsékelt maradhat a következő években: a bevételi oldal – adóintézkedések miatti – mérséklődését többek között a csökkenő GDP-arányos kormányzati kamatkidadások ellensúlyozzák. Az állampapír-piaci hozamok számottevő csökkenése miatt alacsonyabb kamatkidadás, illetve a pénzügyi transzferek (például a korhatáremelés miatt a nyugdíjkiadások) mérséklődése az állami kiadások mérséklődésével jár. Az egyenleget idén a társaságiadó-bevételek egyedi okok miatti emelkedése, míg 2016-ban az állami földek értékesítése javíthatja.

A historikusan magas külső finanszírozási képességgel párhuzamosan folytatódhat a külső adósságműutatók korrekciója is, melyet az MNB önfinanszírozási programja is támogat. Az MNB önfinanszírozási programjának kiterjesztése révén átalakuló jegybanki eszköztár – a belföldi szereplők állampapír-keresletének további erősítésén keresztül – hozzájárulhat a bruttó külső adósság mérséklődéséhez. Emellett a program a külső adósság devizaarányát is mérsékelheti, ami szintén kedvező lehet a külső sérülékenység szempontjából. A devizaadósság mérséklődését támogathatja az ismét dinamizálódó lakossági állampapír-vásárlás is. A bruttó külső adósság további mérséklődését támogatja a devizahitelek konverziója is.

5.3. Költségvetési folyamatok

A kormányzati szektor ESA-hiánya az előrejelzési horizonton a GDP 2 százaléka körül alakulhat, és várhatóan megfelel az éves költségvetési törvényekben szereplő hiánycéloknak. Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos ESA-hiány 2015-ben 2,4 százalékot, 2016-ban 2,0 százalékot tehet ki. A 2016. évi hiánycsökkenés főként a személyi jövedelemadót, a bankadót és az áfát érintő adókiengedést ellensúlyozó GDP-arányos kamatkidások mérséklődéséből és az egyszeri földértékesítési bevételekből ered. A fiskális politika keresleti hatását lényegében semlegesre becsüljük e két évben. 2014. év végi változatlan árfolyamon számolva az adósságráta 2015-ben egyedi hatások miatt előbb csak lassabb ütemben, majd tartósan alacsony hiánynak köszönhetően 2016 végére jelentősebben, a GDP több mint 2 százalékaival csökkenhet.

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

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

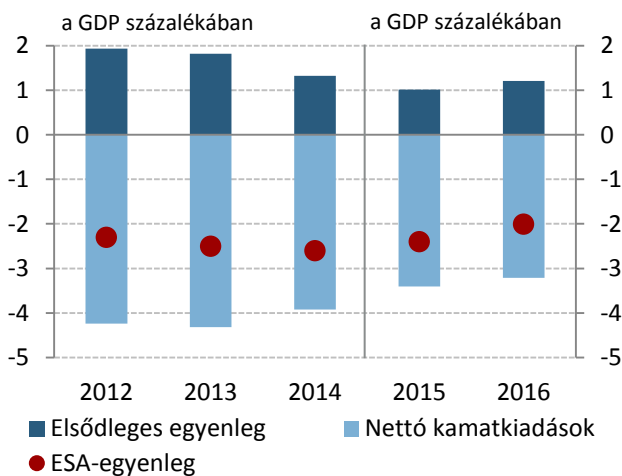
Megjegyzés: * Az egyenlegmutatók számításakor a rendelkezésre álló szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) felhasználást tételeztük fel 2015-ben, és teljes törlését 2016-ban. ** A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.

Forrás: KSH, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

Prognózisunk szerint a kormányzati szektor ESA-hiánya 2015-ben a GDP 2,4, míg 2016-ban a GDP 2,0 százaléka lehet (5-1. táblázat). Az előző évekhez képest a hiány további mérséklődését a kedvező szinten stagnáló elsődleges többlet mellett a kamatkidások erőteljes GDP-arányos csökkenése teszi lehetővé (5-7. ábra). A nettó kamatkidások mérséklődését az elmúlt három évben bekövetkező jelentős állampapír-piaci hozamcsökkenés okozza. Előrejelzésünk 2015-ben az Országvédelmi Alap felhasználásával, 2016-ban pedig annak törlésével számol a kormányzati hiánycélok teljesíthetősége alapján.

5-7. ábra: Az ESA-egyenleg felbontása



Megjegyzés: 2012-től az ESA 2010 módszertan előírásai következtében a kamatkidások a nyugdíjrendszer átalakítása miatt jelentkező imputált kamatkidásokat is tartalmazzák.

Forrás: Eurostat, MNB

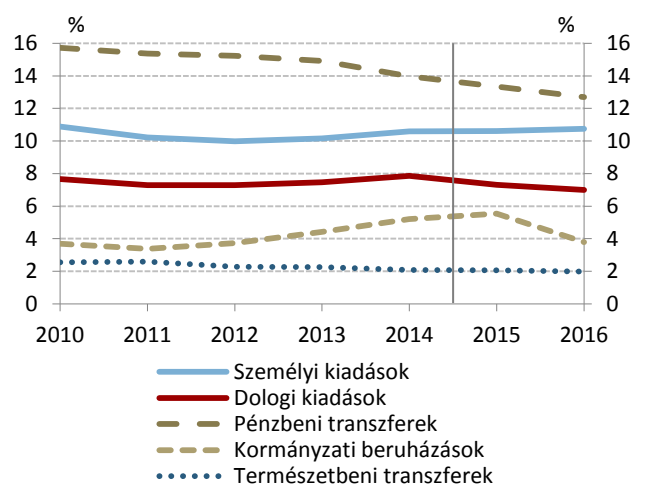
A hiányra vonatkozó előrejelzésünket megalapozza a pénzforgalmi hiány idei alakulása is. A 2015. évi havi adatok alapján az idej hiány lefutása az elmúlt évekkel összevetve kedvező, azzal együtt is, hogy az EU-támogatások előfinanszírozása eddig jelentősen növelte az idej pénzforgalmi hiányt. Az eredmény szemléletű egyenleget ugyanakkor az idej évhez kapcsolódó EU-s bevételek késlekedése nem érinti, ugyanis az ESA-módszertan szerint azok 2015-ben kerülnek elszámolásra, akkor is, ha ténylegesen később érkeznek meg. Ezt tükrözi az is, hogy a 2015 második negyedéves pénzügyi számla adatok alapján az államháztartás nettó finanszírozási igénye az elmúlt négy negyedévben 1 százalék körül alakult a GDP arányában.

A költségvetési politika keresleti hatását lényegében semlegesre becsüljük, ezen belül 2015-ben enyhén keresletszűkítő, majd 2016-ban kismértékben keresletbővítő lehet (5-10. ábra).⁵ A 2015-ös enyhe keresletszűkítő hatás mögött emelkedő társasági adóbefizetés⁶, az áfabevételeknek az adóalap bővülése miatti növekedése és a pénzbeli transferek GDP-arányos csökkenése húzódik meg. A 2016-os keresletélénkítés

⁵ 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.

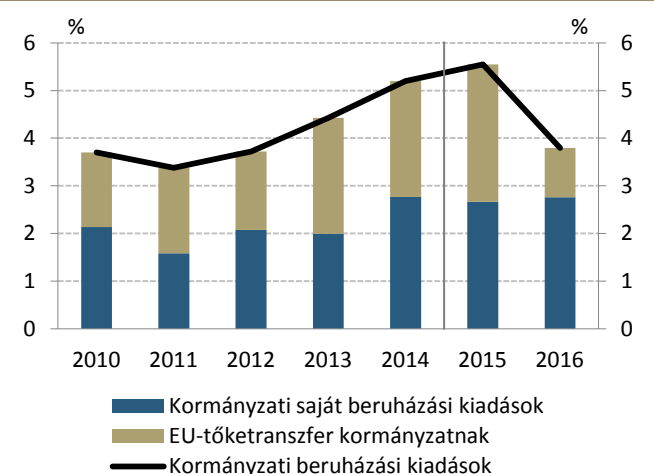
⁶ A 2014-es társasági adóbevallások alapján.

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



Forrás: KSH, MNB

5-9. ábra: A kormányzati szektor beruházási kiadásainak összetétele (a GDP százalékában)



Forrás: KSH, MNB

főként az egységes szja-kulcs csökkentésének és a bankadó mérséklésének köszönhető. Az EU-támogatások várható csökkenése csak a támogatásokhoz kapcsolódó önrész változásán keresztül érinti a fiskális keresleti hatást, mivel a támogatáscsökkenés a költségvetési bevételeket és kiadásokat is mérsékli.⁷

A kormányzati szektor egyenlegének javulása a GDP-arányos kiadások jelentősebb (5-8. ábra) és a bevételek mérsékeltebb csökkenésének együttes eredménye.

Kiadási oldalon a kamatkiadások, a visszaeső uniós támogatások miatt az ezzel kapcsolatos kifizetések és a háztartási szektornak nyújtott pénzbeli transzferek GDP-arányos mértéke csökken a leginkább. Utóbbi oka egyrészt az, hogy a transzferek nominális értéke az inflációval van indexálva, ami elmarad a GDP bővülésétől, másrészt a nyugdíjak esetében a jogosultak köre is csak lassan növekszik (a korhatár-emelés és a szigorúbb korhatár alatti nyugdíjazás következtében). A GDP-arányos bevételi főösszeg pedig 2016-ban az adócsökkentések és az uniós támogatások visszaesése miatt csökken.

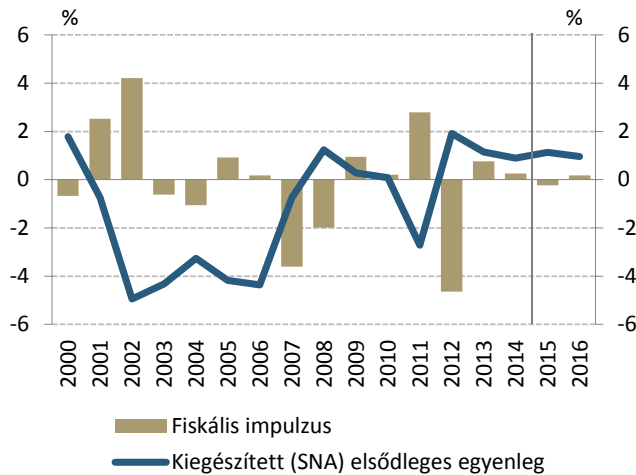
5.3.2. A 2015. évi egyenleg

2015-ben az államháztartás ESA-hiánya a GDP 2,4 százaléka lehet az Országvédelmi Alap felhasználását feltételező előrejelzésünk szerint. Hiányprognózisunk megegyezik a júniusi Inflációs jelentéshez készült előrejelzésünkkel, de szerkezetében eltér attól (5-2. táblázat). Bevételi oldalon az eltérést elsősorban a gazdálkodó szervezetek befizetéseire vonatkozó prognózisunk emelkedése okozza, melyet a vártnál nagyobb 2014. évi társasági adókötelezettség indokol. A munkát terhelő adó- és járulékbefvételek a GDP 0,1 százalékaival lehetnek magasabbak korábbi várakozásainknál, amit főként a nemzetgazdasági bérek vártnál kedvezőbb növekedése okoz, míg részben ellensúlyozza az EU által felfüggesztett dohányipari egészségügyi hozzájárulásból származó bevétel kiesése. A fogyasztáshoz kapcsolódó adók az áfabefizetésekből származó dinamikusan növekvő bevételeknek köszönhetően a GDP 0,1 százalékaival haladják meg júniusi prognózisunkat.

A költségvetési szervek várható nettó kiadásait GDP-arányosan 0,3 százalékkal magasabbra becsüljük, mint korábban. Ezt egyrészt a Klebelsberg Intézményfenntartó Központ várható többletforrásigénye okozza (a 2014-es zárszámadás részletes adatai alapján), másrészt az

⁷ A támogatások átmeneti csökkenése azonban a nemzetgazdaság egészére nézve jelentős forráskiesést jelent.

5-10. ábra: A fiskális impulzus (a GDP százalékában)



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

Forrás: MNB

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

	Makroadat	Intézkedés	Egyéb
I. Központi bevételek	0,3	0,0	0,2
Társasági adó	0,1		0,2
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,1		
Munkát terhelő adók, járulékok	0,1		
II. Központi kiadások	0,0	0,0	-0,3
Költségvetési szervek nettó kiadásai			-0,3
EU támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadás			-0,1
III. Egyéb hatások	0,0	0,0	-0,1
Egyéb tételek			-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,3	0,0	-0,2

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

Forrás: MNB

élelmiszerlánc-felügyeleti díj EU általi felfüggesztése. Emellett a kormányzati hiánycél elérését a Beruházási Alap kiadásai nem veszélyeztetik, így friss prognózisunkban a kiadások egy részének korábban feltételezett zárolásától eltekintettünk. Az Országvédelmi Alap felhasználását szintén a hiánycél elérhetősége teszi lehetővé.

A 2015. évi költségvetési törvényben szereplő ESA-hiánycél a GDP 2,4 százaléka, ami megegyezik előrejelzésünkkel, de szerkezetében eltér attól (5-3. táblázat). Az eltérés oka elsősorban az, hogy a fogyasztáshoz kapcsolódó adók kedvezőbben alakulnak, mint az a költségvetés készítésekor várható volt, így prognózisunk GDP-arányosan 0,4 százalékkal magasabb az előirányzatnál. A társaságiadó-bevételek a GDP 0,2 százalékaival haladhatják meg a költségvetésben tervezett értéket. A munkát terhelő adók a bérek dinamikus növekedése miatt 0,2 százalékponttal lehetnek magasabbak az előirányzatnál. Az adóbevételek esetében tapasztalható kedvező folyamatokat részben ellensúlyozza az állami vagyonnal kapcsolatos bevételek 0,5 százalékos GDP-arányos becslést elmaradása. Ez utóbbit az okozza, hogy az alappályában továbbra sem számolunk a költségvetésben „egyéb értékesítési és hasznosítási bevételek” jogcímen tervezett 169 milliárd forintos bevétellel (a tervezett földértékesítésekből 2016-ra számítunk érdemi bevételre). A költségvetési szervek nettó kiadásai előrejelzésünk szerint elsősorban a Klebelsberg Intézményfenntartó Központ 2014-es (a zárszámadási törvényben megerősített) bérköltség-tüллépésének továbbhúzódó hatása miatt lehet magasabb a költségvetési előirányzatnál. Ezen felül előrejelzésünk a költségvetési törvénnyel összhangban az Országvédelmi Alap felhasználását feltételezi.

5.3.3. A 2016. évi egyenleg

Előrejelzésünk szerint az államháztartás ESA-hiánya 2016-ban a GDP 2,0 százaléka lehet az Országvédelmi Alap teljes törlése esetén. Ez 0,2 százalékponttal kedvezőbb a júniusi Inflációs jelentésben közölt előrejelzésünkénél (5-4. táblázat). A változás legfőbb tényezője – 2015-höz hasonlóan – bevételi oldalon jelentkezik. A prognózisunk módosulásának fő oka a 2016. évi költségvetési törvényben szereplő állami vagyonnal kapcsolatos egyéb értékesítési és hasznosítási bevételeket megalapozó augusztusi kormánybejelentés, amely alapján befolyhat az állami földek értékesítéséből a törvényjavaslatban szereplő, GDP-arányosan 0,4 százalékot kitevő bevétel. A gazdálkodó szervezetek befizetései és a fogyasztáshoz kapcsolódó adóbevételek a

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

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	0,3
Társasági adó	0,2
Fogyasztást terhelő adók	0,4
Munkát terhelő adók	0,2
Vagyonbevételek és kapcsolódó kiadások	-0,5
II. Központi kormányzat kiadásai	-0,1
Költségvetési szervek nettó kiadásai	-0,1
EU támogatásokkal kapcsolatos nettó kiadások	-0,1
Lakástámogatások és nyugdíjkiadások	0,1
III. Egyéb hatások	-0,1
Tartalékok zárólása	-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,0

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

Forrás: MNB

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

	Makroadat	Intézkedés	Egyéb
I. Központi bevételek	0,2	0,4	0,0
Társasági adó	0,1		
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,1		
Állami vagyon értékesítése		0,4	
II. Központi kiadások	0,1	0,0	-0,2
Költségvetési szervek nettó kiadásai			-0,2
Nyugdíjkiadások	0,1		
III. Egyéb hatások	0,0	-0,1	-0,1
M3-as metrószerevények felújítása		-0,1	
Egyéb tételek			-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,2	0,3	-0,4

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

Forrás: MNB

bázisítás alapján egyenként 0,1-0,1 százalékkal lehetnek magasabbak a júniusban prognosztizálnál.

A kiadási oldalt tekintve a költségvetési szervek nettó kiadásai 0,2 százalékkal lehetnek magasabbak korábbi előrejelzésünkénél. A kiadások feltételezett növekedését az idei évhez hasonlóan a Klebelsberg Intézményfenntartó Központ kiadásai, az élelmiszerlánc-felügyeleti díjból származó bevételek kiesése, továbbá a kórházak előirányzat feletti finanszírozási igénye magyarázzák. A nyugdíjkiadások az alacsonyabb inflációra vonatkozó előrejelzés miatt a GDP 0,1 százalékaival mérséklődhetnek. Prognózisunk szerint a metrószerevények felújítása 2016-ban a GDP 0,1 százalékát kitevő kiadást jelenthet (a kiadások nagyobbik része 2017-ben jelentkezhet).⁸

A 2016. évi költségvetési törvény ESA-hiánycélja a GDP 2,0 százaléka. Az előrejelzésünk megegyezik a kormányzati hiánycéllal, de szerkezetében eltér attól (5-5. táblázat). A költségvetési szervek nettó kiadásai a 2015. évihez hasonlóan főként a Klebelsberg Intézményfenntartó Központ előirányzatnál nagyobb forrásigénye és az általunk várt magasabb egészségügyi kiadások miatt haladják meg a törvényben szereplő értéket. Ezt ellensúlyozza a társaságiadó-bevétel kedvező folyamatai következtében az előirányzathoz képest jelentkező többlet, valamint az Országvédelmi Alap törlesztésére vonatkozó feltételezésünk.

5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

A 2015-ös egyenlegre vonatkozó kockázatok közel szimmetrikusak. Az adóbevételek az előrejelzésünkénél kedvezőbbben alakulhatnak, ugyanis a 2015-ös havi adatokból következő bevételi többlet idei várható hatását konzervatívan érvényesítettük alappályánkban. Az „aszfalt-keverő” ügy miatt jelentkező forrásvesztés kockázata az alappályánkban érvényesített mértékhez képest szimmetrikus, a GDP 0,1 százaléka lehet. Egyenlegrontó hatású lehet, ha az EU technikai problémákra, a szabályok megsértésére vagy a teljes pályázati keretösszeg kimerülésére (túlbiztosítás) hivatkozva nem fogadja be az idén a költségvetés által már előfinanszírozott projektek egy részét. A migrációval kapcsolatos többletköltségek további emelkedése hiánynövelő hatással járhat (illetve az Országvédelmi Alapból fedezhető).

A 2016-os hiány teljesülését számottevő mértékű pozitív

⁸ 1506/2015. (VII. 23.) Korm. határozat Budapest Főváros Önkormányzatának az M3 metróvonalon üzemelő járműállomány felújításához kapcsolódó adósságot keletkeztető ügyletéhez történő kormányzati hozzájárulásról.

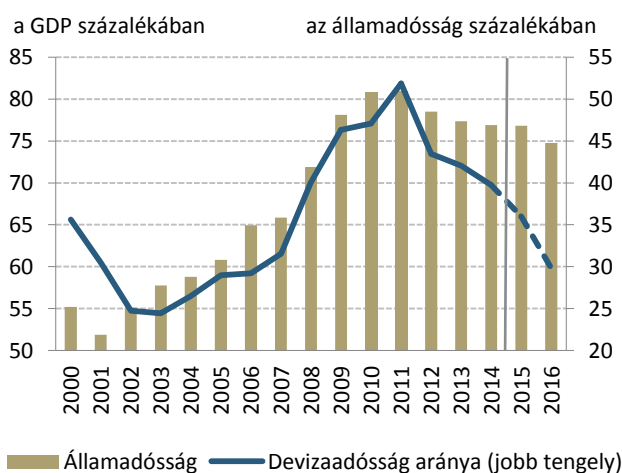
5-5. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2016. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	0,1
Társasági adó	0,1
II. Központi kormányzat kiadásai	-0,3
Költségvetési szervek nettó kiadásai	-0,3
Gyógyszerkassza nettó kiadásai	-0,1
III. Egyéb hatások	0,2
Tartalékok zárolása	0,2
Összesen (I.+II.+III.)	0,0

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

Forrás: MNB

5-11. ábra: A bruttó államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2014. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

kockázat övezi. Az állami földek értékesítéséből jelentős többletbevétel származhat, a költségvetési törvényben és alappályánkban is szereplő állami vagyonnal kapcsolatos egyéb értékesítési és hasznosítási bevételek 133 milliárd forintos értékén felül. Negatív kockázat, hogy a bevándorlás kezelésére fordított kiadások 2016-ban is többletkiadást jelenthetnek a költségvetés számára.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

Az MNB előzetes pénzügyi számla adatai szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 79,6 százalék volt 2015 első félévének végén. Ez az érték 3,1 százalékponttal kedvezőbb a tavalyi év azonos időszaki szintnél, ugyanakkor 2,7 százalékponttal meghaladja a 2014. év végi referenciaértéket. Az adósságráta idei első féléves emelkedése főként egyedi és az adósságkezelés szempontjából exogén tényezők eredménye, míg a trendszerű alakulást meghatározó alapfolyamatok idén is kedvezően alakultak. Az államháztartás historikusan is igen alacsony, a GDP csupán 1 százalékát kitevő első félév végi négy negyedéves nettó finanszírozási igénye kedvezően hatott az adósságráta idei alakulására, amit a gazdaság első féléves bővülése is támogatott. Ezzel szemben egyedi tényezők összességében növekvő félév végi adósságrátát eredményeztek: az Európai Unió források jelentős idei elmaradását, a Budapest Bank állami megvásárlását, továbbá a BKV adósságvállalását és az ÁKK-nál elhelyezett margin-betétek állományának az erős dollár miatti növekedését érdemes kiemelni.⁹ Az árfolyamváltozás hatása az első félév egészében csak kismértékben növelte az adósságot, ugyanakkor a még mindig számottevő devizakitettség miatt továbbra is jelentős az államadósság árfolyam-érzékenysége.

2014. év végi, előretekintve változatlan euró-forint árfolyammal számolva a GDP-arányos államadósság további csökkenését prognosztizáljuk, valamint az Alaptörvényben rögzített adósságszabályt is teljesíthetőnek látjuk (5-11. ábra). Előrejelzésünk szerint a bruttó adósságráta 2015-ben várhatóan csak kismértékben, jövőre azonban szignifikánsan, 75 százalék alá csökkenhet. Az idei adósságcsökkenés korábban vártnál kisebb mértéke a fentiekben bemutatott egyedi tényezők adósságpályát jelentősen emelő hatásainak tudható be. Ugyanakkor az elsődleges egyenleg többlete, a mérsékelt finanszírozási költségek és a reálgazdaság bővülése tartósan támogathatják az adósság csökkenő

⁹ Erről bővebben a 2015. szeptember 10-én megjelent, a „A magyar államadósság jelenlegi trendje és idei első féléves alakulása” című MNB-cikkben olvasható (<http://www.mnb.hu/letoltes/baksay-gergely-szalai-akos-a-magyar-allamadossag-jelenlegi-trendjei-es-idei-első-feleves-alakulasa.pdf>).

dinamikáját. Az államadósság devizaaránya – a negatív nettó devizakibocsátás hatására – a horizont végére 30 százalék körüli szintre süllyedhet. A devizaarány csökkenését az MNB Önfelfinanszírozási programja is támogatja, így hazánk makropénzügyi sérülékenysége tovább mérséklődhet.

6. KIEMELT TÉMÁK

6.1. A Fed lehetséges kivezetési és szigorítási stratégiája

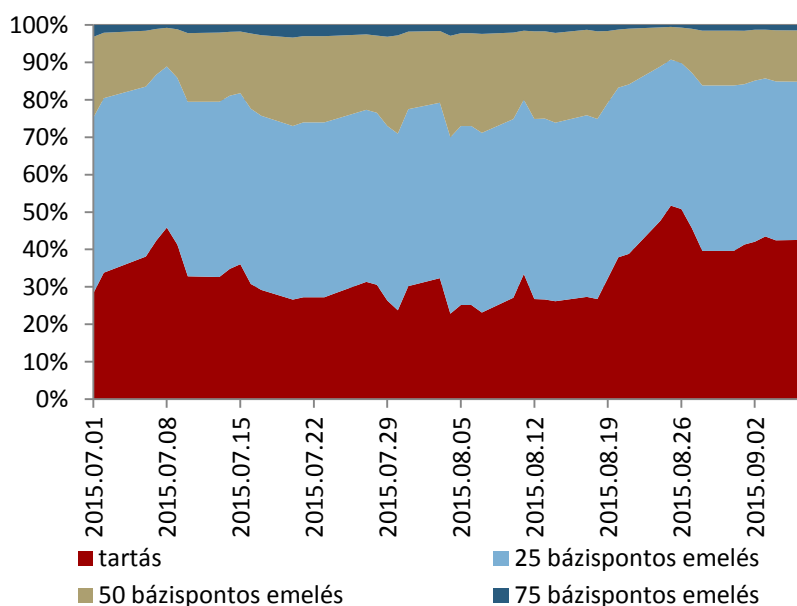
A fejlett országok jegybankjainak várható monetáris szigorítását jelentős bizonytalanság övezi, több esetben az első kamatemelés várt időpontja egyre későbbre tolódott. A piaci szereplők a Bank of England első kamatemelését jövő februárra várják. Az EKB esetében 2018-ban számítanak először kamatemelésre, ami összhangban lehet a jelenlegi monetáris politikai irányultsággal is, amely szerint az EKB várhatóan 2016 szeptemberéig folytatja mennyiségi lazítási programját. A globálisan meghatározó jegybankok közül legkorábban a Federal Reserve (Fed) esetében várható monetáris szigorítás. Ennek megkezdése az egyes döntéshozók beszédei és a legutóbbi piaci várakozások alapján még az idei évre tehető. A jegybanki irányadó kamatot (federal funds rate) rendkívül alacsony, 0–0,25 százalékos szintről fogják emelni. A nominális kamat nullára csökkentése mellett a mennyiségi lazítás keretében a Fed értékpapír-állománya csaknem öt és félszeresére emelkedett az elmúlt hét évben. Emiatt a Fed több kihívással is szembesülhet a monetáris szigorítás során, és a hatékony monetáris politikai lépések érdekében az eszköztár átalakítása is indokolt lehet.

A kamatemelés időpontjához hasonlóan a közgazdasági vitákban kiemelt kérdés, hogy a jegybankok mérlegében felhalmozott eszközállomány hogyan fog leépülni, és ennek milyen hatása lesz a makrogazdasági és pénzügyi folyamatokra, illetve a kivezetés során milyen stratégiát fognak majd a jegybankok követni. Az aggodalmak hátterében elsősorban az áll, hogy a mennyiségi lazítás eredményeként megnövekedett a jegybankok eszközállománya és a kereskedelmi bankoknak a jegybanknál vezetett számláikon tartott tartaléka, és a hagyományos (mennyiségi) pénzügyi szemlélet szerint ezek gyors leépítése túlzott hitelezéshez, így nemkívánt inflációs folyamatokhoz vezethet. A modern gazdaságok és bankrendszerek működésének pontosabb leírását adó endogén pénzügyi szemlélet szerint azonban a jegybanki tartalékok szintje nem befolyásolja közvetlenül a hitelezési hajlandóságot, ezért a fenti nemkívánt inflációs hatások sem várhatók. Jelen anyagunkban a Fed lehetséges kivezetési és szigorítási stratégiáit igyekszünk bemutatni.

6.1.1. Jelentős bizonytalanság övezi a Fed kamatpályáját

A Fed első kamatemelésének időpontját és későbbi kamatpályáját jelentős bizonytalanság övezi. A kamatemeléssel kapcsolatos döntéshozói beszédek, nyilatkozatok eltérő utalások jellemezték. A piaci várakozásokban a nyár vége felé nőtt a szórás az első emelés várható időpontja kapcsán, és a pénzügyi turbulenciák miatt olyan várakozások is megjelentek, amelyek csak 2016 márciusára várják az első kamatemelést (6-1. ábra).

6-1. ábra: A decemberi Fed-kamatemelés valószínűsége kamatderivatívákból származtatott piaci várakozások alapján

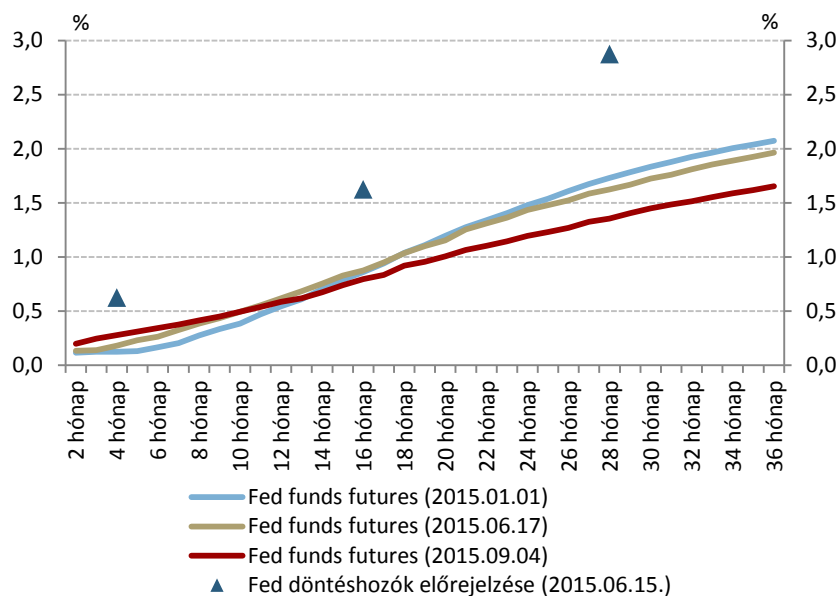


Forrás: Bloomberg

Össességében azonban nemcsak az első emelés várható időpontja, hanem a kamatpálya meredeksége is bizonytalan. A szigorítással kapcsolatos bizonytalanságok miatt a Fed-döntéshozók által várt kamatpálya és a piaci jegyzésekből

származtatott kamatpálya is jelentősen eltér egymástól (6-2. ábra). A júniusi Fed kamatdöntő ülés előrejelzése szerint 2017 év végére az FOMC döntéshozói kamatvárakozások mediánja 3 százalék körül volt, míg a Fed funds futures jegyzések 1,75 százalék körül álltak. Mindezek a pénzügyi piacokon a globális makrogazdasági kilátások változásán felül tovább növelhették a volatilitást.

6-2. ábra: Fed Funds Futures, valamint a Fed döntéshozói előrejelzések mediánjának alakulása



Forrás: Bloomberg

6-1. keretes írás: Hogyan befolyásolja a jegybanki tartalékok szintje a hitelezési hajlandóságot?

Az Egyesült Államokban a monetáris bázis 2008 és 2014 között mintegy ötszörösére nőtt. Ennek megvilágításához, hogy a megnövekedett monetáris bázis csökkentéséhez kapcsolódó aggodalmak megalapozottak-e, fontos először áttekinteni a vonatkozó közgazdasági elméleteket és azok megalapozottságát.

A mennyiségi pénzelmélet szerint a jegybank a jegybanki tartalékok mennyiségének szabályozásával határozza meg a gazdaságban lévő hitelek és betétek mértékét, valósítja meg monetáris politikáját. Az elmélet alapján a döntéshozók és elemzők is arra összpontosítanak, hogy a jegybank a szigorítás során elegendő jegybanki tartalékot legyen képes leépíteni ahhoz, hogy a hitelezési aktivitás ne növekedjen gyorsabban a kívánt ütemnél, és ezzel megakadályozza, hogy a gazdaságban gyors ütemű, nem szándékolt inflációs folyamat menjen végbe.

A mennyiségi pénzelmélet hiányossága ugyanakkor, hogy nem veszi figyelembe az aggregált keresletet mint változót a banki hitelezésben, és általában helytelenül fogja fel a modern bankrendszer működését. Ezzel szemben **az endogén pénzelmélet szerint, amely a modern gazdaságok és bankrendszerek működésének pontosabb leírását adja, a jegybanki tartalékok szintje nem befolyásolja közvetlenül a hitelezési hajlandóságot.**¹⁰ Ez adhat magyarázatot arra, hogy a Fed által végrehajtott mennyiségi lazítás miért nem vezetett túlzott mértékű hitelezéshez és az infláció érdemi megemelkedéséhez.

A valóságot pontosabban leképezi a jegybanki tartalékok szintjének és általában a pénzteremtésnek az endogén felfogása. Eszerint a bankok előbb döntenek a hitelezésről az aggregált makrogazdasági kereslet és a gazdasági szereplők hitelkereslete alapján, majd a szükséges forrásokat utólag is megszerezhetik nem-banki szereplőktől, más kereskedelmi bankoktól, végső soron a jegybanktól. Fontos felhívni a figyelmet arra, hogy a bankok a jegybanki tartalékot nem „hitelezik ki”, amikor hiteleznek az ügyfeleknek.¹¹ A jegybanki tartalékoknak a hitelezésben csak közvetett szerepük van az

¹⁰ Az endogén pénzelméletről részletesebben írtak a Bank of England negyedéves szemléjében (McLeay et al., 2014).

¹¹ A tartalékok a jegybanknak a kereskedelmi bankok felé irányuló kötelezettségei. A bankok egymás közötti kifizetések során használhatják ezeket a tartalékokat, azonban nem tudják azokat kihitelezni olyan gazdasági szereplőknek, akik nem rendelkeznek jegybanki tartalékszámilával. Amikor a bankok adcionális hitelt nyújtanak, azzal párhuzamosan új betétek jönnek létre, miközben a tartalékok mértéke nem változik.

általános bankközi finanszírozási kondíciók, illetve az ezekre vonatkozó várakozások révén; a hitelezésben közvetlen szerepük nincs. A monetáris politika elsősorban a hitelek árának, azaz a kamatok nagyságának befolyásolásán keresztül képes alakítani a hitelezési aktivitást.

Emiatt nincs közvetlen összefüggés a kamatszint és a jegybanki tartalékok között (Disyatat, 2008). Az irányadó rátát a jegybank a rendelkezésre álló tartalékoktól függetlenül meg tudja határozni. Azonos mennyiségű banki tartalékok tudnak párhuzamosan fennállni nagyon különböző kamatszintek mellett. Így a jegybanki tartalékok nagysága külön kezelhető az irányadó ráta meghatározásától (Borio – Disyatat, 2009).

A hagyományos, mennyiségi pénzülméleten alapuló elemzések már eddig is nehézségekbe ütköztek annak megmagyarázásában, hogy a multiplikátor-elmélet előrejelzésével szemben az évek óta tartó, példátlan mértékű mennyiségi lazítás eredményeként megnövekedett jegybanki tartalék ellenére miért nem emelkedett hasonlóan példátlan mértékben az infláció. Az endogén pénzülmélet alapján azonban érthető, hogy ha a bankok hitelezése a hitelkeresletre vonatkozóan endogén, akkor egy olyan gazdaságban, ahol a szereplők a túlzott eladósodást korrigálendő mérlegkiigazítást hajtanak végre, a jelentős mennyiségi lazítás mellett sem tapasztalható túlzott inflációs nyomás. **A bankok tartalékkeresletét – a mennyiségi pénzülmélettel szemben – nem az magyarázza, hogy szükségük van rá a hitelezés bővítéséhez, hanem az, hogy az általános bizonytalanság mellett megnőtt a keresletük a tőkekockázatot nem hordozó, de azonnal likviditást nyújtó eszközök iránt, azaz megváltozott a likviditás-preferenciájuk.**

6.1.2. A Fed szigorítási stratégiája kamatemeléssel kezdődik

A válság előtt a jegybanki alapkamat emelése a gazdasági aktivitás csökkentését idézte elő, hiszen a szigorúbb kamatkondíciók miatt drágult a hitelezés, míg az alapkamat csökkentése a lazább kamatkondíciók miatt a gazdasági aktivitást serkentette. A válság során a gazdasági szereplők megváltozott viselkedése (mérlegkiigazítása) miatt az alapkamat nullára csökkentése mellett mennyiségi lazításra is szükség volt a defláció elkerülésére. A kilábalást követően a megnövekedett mérleg mellett nem triviális, hogy előbb kerüljön sor a Fed mérlegének csökkentésére vagy az irányadó kamat emelésére. Ez utóbbi esetben a továbbra is fennmaradó likviditástöbblet miatt a Fed monetáris politikai eszköztárát a válság előttihez képest át kell alakítani.

A Fed 2014. szeptember 17-i közleménye körvonalazta a kamatemelést előkészítő stratégiát és az eszközrendszer átalakulásának főbb területeit (Fed, 2014b). A döntéshozók ebben hangsúlyozták, hogy továbbra is a 2011 júniusában lefektetett alapelveket követik, amelyek mentén idővel elkezdik majd a monetáris kondíciók szigorítását. **A döntéshozók utaltak arra, hogy az alapkamat emelésével fogják elkezdni a szigorítást és nem a mérleg nagyságának és összetételének a változtatásával.** Emellett szól, hogy az értékpapír-állomány értékesítése hosszabb ideig tartana, valamint nem kívánt hatásokat eredményezhetne a pénzpiacokon, ami pénzügyi kockázatokhoz és pénzpiaci turbulenciákhoz vezethetne. Kiemelték azt is, hogy a 2011 óta bekövetkezett portfólió-változások miatt az új körülményeknek megfelelő eszköztárat fognak alkalmazni (Fed, 2014b). A következőkben bemutatjuk azokat az eszközöket, amelyekre a Fed döntéshozói várhatóan támaszkodni fognak a szigorítás során.

6.1.3. A várhatóan alkalmazott eszköztár

A válság előtti gyakorlattal megegyező módon, amennyiben a döntéshozók úgy látják, hogy a gazdasági feltételek indokolttá teszik a szigorítást, úgy emelni kezdik a jegybanki alapkamatot. A Fed irányadó kamata az első kamatemelés után is egy kamatsáv lesz (federal fund's target range). Fontos különbség azonban, hogy a válság során a tartalékokra fizetett kamat bevezetése és a többlettartalékok emelkedése miatt a pénzügyi intézményeknek kevésbé kellett aktívan menedzselniük likviditásukat, ami miatt a bankközi piac forgalma csökkent (IMF, 2014). A Fed emellett is úgy gondolja, hogy a kereskedés továbbra is jelentős, és a bankközi piac a bankok marginális forrásköltségének megfelelő jelzője marad (Potter, 2014). A kellő rugalmasság biztosítása érdekében az FOMC továbbra is meghatározott kamatcélartományt alkalmazna, ami konzisztens maradna az elmúlt években alkalmazott megközelítéssel.

Több monetáris politikai eszköz áll rendelkezésre, amelyekkel a Fed hatékonyan tudja kivitelezni a kamatemeléseit. A válság utáni eszköztár egyik fontos eleme, hogy 2008 vége óta a Fed kamatot fizet a bankok Fednél elhelyezett számlaegyenlegére, ami fontos szerepet tölthet be a monetáris szigorítás kivitelezése során. Az FOMC várhatóan alkalmazott elsődleges monetáris politikai eszköze arra, hogy a jegybanki alapkamatot a megemelt célsávban tartsa, a többlettartalékokra fizetett kamat (interest on excessive reserves, **IOER**) lesz. Ennek hatékonyságát egynapos fordított

repoval (overnight repurchase repo, **ON RRP**) támogatnák. Ezeket a monetáris politikai eszközöket csak átmenetileg, a kamatok alakulásában korábban megszokott stabilitás eléréséig alkalmaznák, ami a döntéshozók szerint rövid távon teljesülhet.

A többlettartalékra fizetett kamat szintjét a jegybanki irányadó kamat sávjához igazítanák, amivel a Fed elméletileg meghatároz egy alsó szintet, aminél alacsonyabb kamatot senki nem fogad el az egynapos kölcsönért cserébe, mert a Fednél ehhez biztosan hozzájut.¹² Ehhez teljes körű hozzáférésre lenne szükség a piaci szereplők részéről, illetve ennek hiányában súrlódásmentes versenyre, ami biztosíthatná, hogy a bankok arbitrázstevékenységet folytatva alacsonyabb kamaton piaci forráshoz jussanak, majd azt a Fednél helyezték el, így az IOER irányába emelve a piaci kamatszintet. **A többlettartalékra fizetett kamat emelése tehát, minden egyéb változatlansága mellett, az arbitrázstevékenységből kifolyólag a piaci kamatokra felfelé irányuló hatással lenne.** Azonban a nem banki szereplők nem férnek hozzá ehhez az eszközhöz, a szabályozói követelmények teljesítése és a piaci tranzakciós költségek pedig akadályozzák a teljes versenyt, **emiat az IOER nem minden esetben képez valódi küszöböt a piaci kamatok számára.** A jegybanki tartalékelhelyezés csak a pénzintézetek (bankok) számára elérhető, így az ezeken kívüli körben kialakuló likviditástöbblet a jegybanki tartalékra fizetett kamat (irányadó kamat) alá nyomhatja a pénzpiaci kamatokot, és ezzel jelentős kamatingadozást okozva ronthatja a monetáris politika hatékonyságát.¹³ Az elmúlt években megfigyelhető volt, hogy az effektív bankközi kamatszint akár több mint 15 bázisponttal is elmaradt az IOER-kamattól. Így kérdéses, hogy a **kamatemelés megkezdését követően a Fed mennyire tudja majd kontroll alatt tartani a bankközi kamat alakulását, ami miatt a szigorítás mértéke elmaradhat a Fed által kívánatosnak tartotthoz képest.**

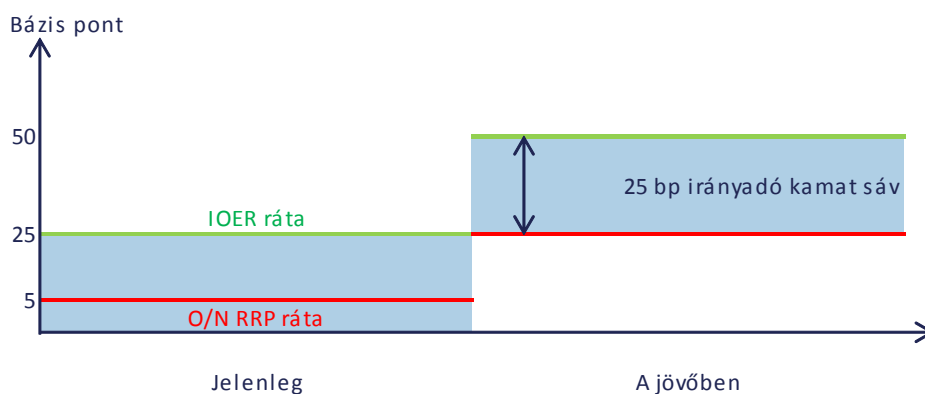
A kamatingadozást lefelé egy „kamatpadló” korlátozhatja, amelynek megszilárdításában a fordított repo játszhat kiemelt szerepet. A fordított repo eszköz keretében a jegybank értékpapírt ad el meghatározott partnerkör tagjai számára, amivel egyidejűleg másnapra szóló határidős (forward) ügyletet köt annak visszavásárlására. Az eszköz kockázatmentes lehetőséget biztosít a banki és nem-banki piaci szereplők széles köre számára. Ennek segítségével **a Fed likviditást tud lekötni abban a körben is, ahol közvetlenül nem férnek hozzá a jegybanki tartalékelhelyezés lehetőségéhez** (például pénzpiaci alapok, állami jelzáloghitel-intézetek). Az egynapos fordított repo alulról támasztaná meg a megemelt irányadó rátát, mert ennél alacsonyabb kamat mellett a piaci szereplők nem kötnek egymással ügyletet. Az FOMC 2013 szeptembere óta teszt jelleggel bevezette az eszközt, az eddigi tesztelés alapján hatékonyan bizonyult a pénzpiaci ráta nem várt ingadozásainak megfékezésében (Potter, 2014).

Az FOMC egyik aggodalma az egynapos fordított repo kínálati mennyiségének meghatározása úgy, hogy az ne torzítsa a pénzügyi piacok működését. Az egynapos fordított repo mértékétől függ, hogy a bankok a bankközi piacokon szereznek likviditást vagy egyenesen a Fedtől. A nem kívánatos kamatingadozást elkerülendő az IOER-ráta értéke a céltartomány felső határán lenne, míg az ON RRP-é a tartomány alsó határán. A 25 bázispontos felár a két ráta között várhatóan elég nagy lesz ahhoz, hogy a pénzpiacok likviditása ne sérüljön, és így ne vezessen pénzügyi stabilitási kockázatokhoz (6-3. ábra).

¹² A Fed kétféle tartalékra fizetett kamatot határozott meg, az egyik a fent említett többlettartalékra fizetett kamat, a másik a kötelező tartalékra fizetett kamat. 2008-tól kezdődően mindkét rátát a jegybanki alapkamat értékéhez igazították, így a többlettartalékra fizetett kamat, illetve a kötelező tartalékra fizetett kamat jelenleg egyaránt 25 bázisponton áll. Bár a két kamat most egyezik, később különböző értékeket is felvehet.

¹³ Az Egyesült Államokban az euroövezethez viszonyítva nagyobb a súlya a kisbetétesek körében a nem-banki szereplőknek (pénzpiaci alapoknak), amelyek nem férnek hozzá a tartalékelhelyezéshez.

6-3. ábra: A többlettartalékra fizetett kamat és az egynapos fordított repo jelenleg és a jegybanki alapkamat a jövőben



Megjegyzés: IOER (interest on excessive reserves), azaz többlettartalékra fizetett kamat, ON RRP (overnight repurchase repo), egynapos fordított repo.

Forrás: MNB, Ihring et al. (2015)

A Fed szándéka szerint a fordított repo, valamint az esetleges egyéb kiegészítő eszközök alkalmazása is csak az átmeneti időszakot célozná. Az eszköztár-módosítás addig tartana, amíg el nem érik a kamatok alakulásában korábban megszokott stabilitást (Fed, 2014b).

6.1.4. A jegybankmérleg csökkentésével kapcsolatos megfontolások

A monetáris kondíciók szigorítása során a kamatemelés mellett később az értékpapír-állomány csökkentésére is sor kerül majd, így a Fed eszközállománya idővel a hosszú távú működés által indokolt szintre csökken. A döntéshozók jelzése alapján fokozatosan és kiszámítható ütemben csökkentenék az értékpapír-állományt úgy, hogy a lejáró értékpapírokat nem fektetik be újra. Ennek időzítése csak a kamatemelés megkezdése után várható.

A mennyiségi lazítás során a monetáris bázis (készpénz és kereskedelmi bankok tartalékainak összege) **a 2008-as 850 milliárd dolláros szintről 2015 júliusára 4000 milliárd dollár közelébe nőtt.** A jegybank mérlegének kiemelkedő ütemű növekedése mellett az eszközoldal összetétele is jelentősen átalakult. Korábban a Fed portfóliójának meghatározó részét a rövid lejáratú állampapírok jelentették, az eszközvásárlások eredményeként megnőtt a súlya a hosszúlejáratú állampapíroknak, eszköz- és jelzálogfedeztetű értékpapíroknak (ABS, MBS).

Az utóbbi időben egyre inkább az tűnik valószínűnek, hogy a papírokat lejáratig tartja a Fed a portfóliójában. Az eszközállomány csökkentése azon keresztül valósulhat meg, hogy a Fed nem fekteti be a lejáró papírok utáni forrásait.¹⁴ Ez azt jelenti, hogy a portfólió normalizálódása mind a méretet, mind a szerkezetet tekintve hosszú távú folyamat lesz. 2014 nyarán öt éves időtávon tűnt a megvalósulás reálisnak, de a legutóbbi nyilatkozatok hét évet valószínűsítenek (Williamson, 2015). A kifizetést tekintve az MBS portfólió 30 éves teljes leépülése tarthat a legtovább. Az értékpapírok eladása kapcsán a döntéshozók aggodalmukat fejezték ki, hogy abból a vártnál gyorsabb monetáris szigorításra következtethetnének a piaci szereplők, egyes pénzügyi részpiacokra jelentős hatása lehetne, illetve a monetáris politikai kommunikációt is bonyolítaná (Fed, 2014a). Ezenkívül a vásárlások a kereskedelmi bankokon múlnak, előfordulhat, hogy csak olyan áron hajlandók a papírokat megvenni, amely a Fednek veszteséget okoz. Végül az eddigi egyetlen, teljes kivezetéssel járó mennyiségi lazításra szolgáló japán példa esetében is lejáratig tartotta a japán jegybank a megvásárolt kincstárjegyeket és kötvényeket (Yamaoka – Syed, 2010), így ilyen nagy volumenű állomány gyors piacra vezetésére és eladására eddig nem volt nemzetközi példa.

¹⁴ Az amerikai elsődleges forgalmazók a júliusi felmérés alapján 2016 második negyedévére várják az újrabefektetések befejezését.

6.1.5. Összefoglalás

Az Egyesült Államokban az első kamatemelés időpontja és a jegybankmérlegben felhalmozódott eszközállomány leépülésének módja is kiemelt fontosságú. A döntéshozók utaltak arra, hogy az alapkamat emelésével fogják elkezdni a szigorítást és nem a mérleg nagyságának és összetételének a változtatásával. Az FOMC várhatóan alkalmazott elsődleges monetáris politikai eszköze a többlettartalékra fizetett kamat lesz, aminek hatékonyságát egynapos fordított repoval támogatnák. Ezeket az eszközöket csak átmenetileg alkalmazzák. A kamatemelés megkezdése mellett később az értékpapír-állomány csökkentésére is sor kerül majd, aminek keretében a Fed eszközállománya idővel a hosszú távú működés által indokolt szintre csökken. A döntéshozók jelzése alapján fokozatosan és kiszámítható ütemben csökkentenék az értékpapír-állományt úgy, hogy a lejáró értékpapírokat nem fektetik be újra. Ennek időzítése csak a kamatemelés megkezdése után várható.

Összességében elmondható, hogy bármilyen stratégiát is választ a Fed a válság során alkalmazott intézkedéseinek kivezetése során, a lehetséges inflációs veszély nem a jegybanki tartalékok mennyiségétől és nem is attól függ, hogy sikerül-e a Fednek a választott eszközökkel elég gyorsan mérsékelnie azt. Az endogén pénzülmélet szerint a jegybanki tartalékok szintje nem befolyásolja közvetlenül a hitelezési hajlandóságot. A monetáris politika elsősorban a kamatok nagyságának befolyásolásán keresztül képes alakítani a hitelezési aktivitást. Figyelembe véve a válság óta tapasztalható adósságleépítéssel járó alacsonyabb kockázatvállalást, az inflációs veszély tényleges mértékét sokkal inkább a növekedési várakozások indokolatlan emelkedése és az aggregált kereslet növekedéséből fakadó gyors hitel növekedés jelenthetné, tehát ezek meghatározóira kell figyelniük a döntéshozóknak és az elemzőknek egyaránt.

Felhasznált irodalom

Blinder, Alan S. (2010): Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies. CEPS Working Paper, No. 204.

Borio, Claudio – Piti Disyatat (2009): Unconventional monetary policies: an appraisal. BIS Working Paper, No. 292.

Disyatat, Piti (2008): Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences. BIS Working Papers No 269.

Fed (2014a): Minutes of the Federal Open Market Committee. June 17–18.

Fed (2014b): Policy Normalization Principles and Plans, Federal Reserve press release, September 17, 2014. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140917c.htm>

Ihrig, Jane E. – Ellen E. Meade – Gretchen C. Weinbach (2015): Monetary Policy 101: A Primer on the Fed's Changing Approach to Policy Implementation. Finance and Economics Discussion Series 2015-047. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

IMF (2013): IMF Country Report No 13/237. United States 2012 Article IV Consultation.

IMF (2014): The operational framework for monetary policy. In: United States Selected Issues, International Monetary Fund.

McLeay, Michael – Amar Radia – Ryland Thomas (2014): Money creation in the modern economy. Quarterly Bulletin Q1, Bank of England, pp. 14-27.

Potter, Simon M. (2014): Interest rate control during normalization. Remarks at the SIFMA Conference on Securities Financing Transactions, New York City, 7 October 2014.

Williamson, Stephen (2015): How Is Normalization of Monetary Policy Going to Work? Federal Reserve Bank of St. Louis, August 3.

Yamaoka, H. – Syed, M. (2010): Managing the Exit: Lessons from Japan's Reversal of Unconventional Monetary Policy. IMF Working Paper, No. 10/114.

6.2. A feltörekvő piacok lassulása, illetve a kínai növekedési és pénzügyi kockázatok

Az utóbbi tizenöt évben jelentősen átrendeződött az egyes régiók gazdasági növekedési potenciálja. Míg a válság előtt a feltörekvő régiók potenciális növekedési üteme emelkedett, a fejlett országok potenciális növekedési rátája már enyhén csökkent. A válság óta tartó időszakban ez a tendencia megváltozott, és a fejlett gazdaságok mellett a feltörekvő gazdaságok potenciális növekedési rátája is csökkenni kezdett. Utóbbit több tényező magyarázhatja: egyrészt a teljes tényező termelékenység csökkenése és demográfiai okok, másrészt a reálgazdasági és pénzügyi ciklusok fejlődő országoktól eltérő alakulása. A feltörekvő régióban a növekedés szerkezetének változása különösen Kínában szembetűnő, ahol az utóbbi nyolc évben a teljes adósságállomány a GDP 280 százaléka fölé emelkedett.

Az utóbbi tizenöt évben a válság és a pénzügyi válságtól független okok miatt jelentősen átrendeződött az egyes régiók gazdasági növekedési potenciálja. Az IMF értékelése szerint a fejlett gazdaságok potenciális növekedési rátája 0,5 százalékponttal, míg a feltörekvő gazdaságok potenciális növekedési rátája 2 százalékponttal mérséklődött a válság előtti időszakhoz képest. A növekedést lassító tényezők között az öregedő társadalom és a csökkenő munkaképes korú munkaerő-állomány, a gyenge beruházási aktivitás és a teljes tényező termelékenység mérséklődése említhető.¹⁵

A fejlett gazdaságok növekedésének lassulása részben átmenetinek tekinthető. Az IMF elemzése alapján a fejlett gazdaságok potenciális növekedésének csökkenésében jelentős szerepe lehet a válsagnak, mely érdemben csökkentette a beruházásokat és így a tőkeállomány növekedését. A tartósabb okok között a potenciális foglalkoztatásbővülés elsősorban demográfiai folyamatok eredménye, ennek növekedési hatása azonban mérsékeltebb.

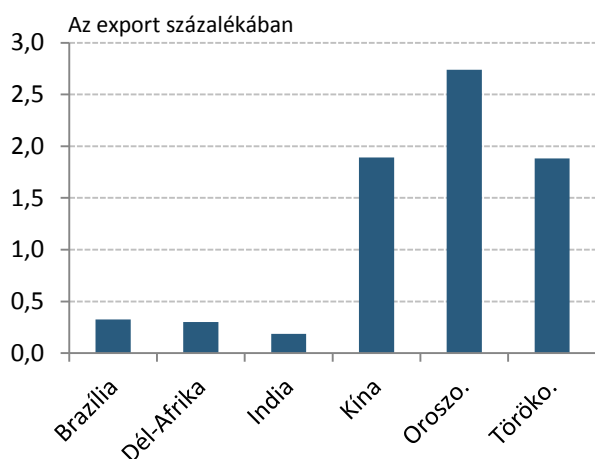
A feltörekvő gazdaságok lassulása tartósabb folyamat lehet. Az IMF jelentése szerint a feltörekvő országokban a demográfiai trendek miatt csökken a munkaképes korúak aránya a teljes lakosságon belül, mérséklődhet a kapacitáskihasználtság (például a ledolgozott órák száma), a beruházások növekedése strukturális okok miatt korlátozott maradhat. Emellett a teljes tényező termelékenység növekedési hozzájárulása tovább csökkenhet, mert a feltörekvő gazdaságok közelebb kerülnek a legfejlettebb technológiájú fejlett országok technológiai szintjéhez. A tisztán növekedési elméletből levezethető indokok mellett a reálgazdasági ciklustól eltérő pénzügyi ciklust is érdemes megemlíteni. A feltörekvő országok egy nagyobb csoportja a válság kezdete óta hasonló pénzügyi ciklust járt be, mint a fejlett gazdaságok a pénzügyi válság kitörése előtt, mivel adósságállományuk jelentősen növekedett. Az eladósodást támogatták a historikusan olcsó finanszírozási lehetőségek, a fejlett országok jegybankjainak mennyiségi lazításából származó jelentős globális likviditás. Bár a beruházások hatására több évig magas növekedési rátákat értek el az említett feltörekvő gazdaságok, azonban a sok esetben infrastrukturális és ingatlanpiachoz köthető beruházások produktivitása elmaradhat a termelő kapacitásokétól. Ebből következően a növekedési ráták ilyen típusú élénkítéssel hosszú távon kevésbé fenntarthatóak.

6.2.1. A feltörekvő gazdaságok lassulása hazánkat is kedvezőtlenül érintheti

A korábbi negyedévekben a feltörekvő országokat – enyhe lassulásuk ellenére – a világgazdaság főbb motorjaiként tekintettünk. A válságot követő években a világgazdaság növekedésének megközelítőleg kétharmadát a feltörekvő országok adták. Azonban **az elmúlt negyedévben beérkező adatok egyre inkább lefelé mutató kockázatot jelezhetnek.** Magyarország kis, nyitott gazdaság, így jelentős a külkereskedelem aránya: a kivitel GDP-hez viszonyított aránya eléri a 90 százalékot. Így **egy esetleges felvevőpiacainkat érintő turbulencia hazánk gazdaságát is hátrányosan érintheti.**

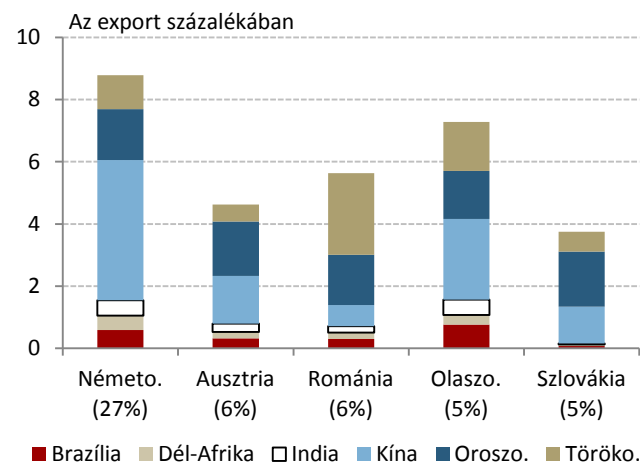
¹⁵ IMF World Economic Outlook, 2015. április, 69-110.

6-4. ábra: Magyarország exportkitettsége a feltörekvő országok irányába



Forrás: Eurostat

6-5. ábra: Főbb felvevőpiacaink exportkitettsége a feltörekvő országok irányába



Megjegyzés: Zárójelben az egyes országok magyar exporton belüli aránya.

Forrás: Eurostat

A feltörekvő országokkal (Kína, Oroszország, Brazília, Dél-Afrika, India, Törökország) jelentős kereskedelmi kapcsolatok kötik össze hazánkat (6-4. ábra), exportunk mintegy 7-8 százaléka az említett országokba irányul. Ezen túl legfontosabb külkereskedelmi partnereink exportkitettsége is érdemi a feltörekvő országok irányába, így ezen a csatornán keresztül ún. közvetett hatások is befolyásolhatják a magyar exportszektor teljesítményét. **Össességében tehát a feltörekvő országok nagyobb mértékű lassulása közvetlenül és közvetetten is érintheti a magyar gazdaság teljesítményét.**

6.2.2. A kínai növekedés lassulásának lehetséges hatásai

A magyar kivitel szerkezetében döntő hányadot képviselnek az Európai Unió tagállamai (több mint 80 százalék). Ehhez képest mérsékeltebb a Kínába irányuló export, ami a teljes kivitelünk közel 2 százalékát teszi ki. Azonban a főbb külkereskedelmi partnereinken keresztül ez a hatás felerősödhet. Legnagyobb külkereskedelmi partnerünk, Németország exportjának közel 5 százaléka Kínába irányul, emellett a nagy külkereskedelmi partnereink esetében is jelentős súllyal szerepel Kína a felvevőpiacaink között. Így a kínai gazdaság lassulása közvetett csatornákon is érezhető hatását.

Feldkircher – Korhonen (2012) globális VAR modellen alapuló eredményei alapján amennyiben a kínai gazdaság kibocsátása 1 százalékkal növekszik, akkor a közép-kelet-európai országok GDP-je 0,2 százalékkal bővül. A világ ágazati kapcsolatok mérlegének (ÁKM) felhasználásával készült számításaink szerint ennél enyhébb, 0,1 százalék körüli hatás adódik. Ugyanakkor ez a számítás nem tudja figyelembe venni a közvetett csatornákat, például a pénzügyi rendszeren keresztüli hatásokat. Így összességében azt mondhatjuk, hogy a kínai gazdaság 1 százalékos csökkenése esetén a magyar gazdaság 0,1–0,2 százalékkal mérséklődhet. Azonban ha ennek többszöröse lenne a lassulás, akkor egyéb csatornákon is alkalmazkodhatnak a vállalatok (például új piacok feltérképezése).

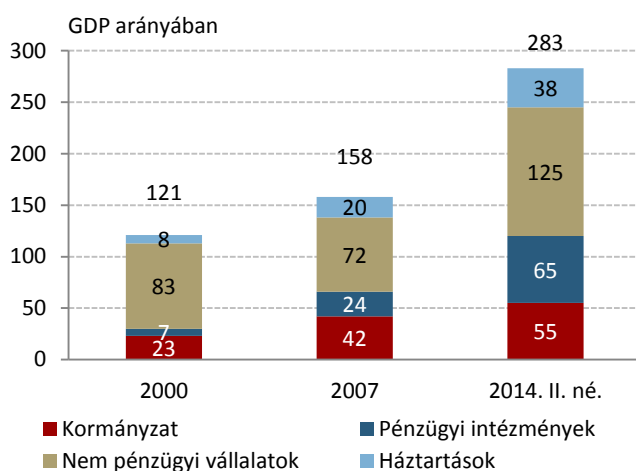
6.2.3. Reálgazdaság és makroegyensúlytalanságok felépülése Kínában

Kína gazdasága az utóbbi évtizedekben dinamikus növekedett, azonban az utóbbi 10 évben a növekedés szerkezete érdemben változott. Korábban az ország költségelőnyét kihasználva számos külföldi cég hozott létre termelési egységeket Kínában, ami hozzájárult a magas gazdasági növekedési ütem fenntartásához. Eközben az ország gazdasága exportfüggővé vált, ugyanakkor a bérek jelentősen növekedtek, ami az export-versenyképességet rontotta. Hét év alatt, 2007-re az export a bruttó hazai össztermék 35 százaléka fölé nőtt, ami közel 15 százalékpontos emelkedést jelentett. A 2007-ben kitört pénzügyi válság következtében súlyosan visszaesett a kínai áruk exportkereslete, és így a GDP-arányos export jelentősen, megközelítőleg a GDP 21 százalékára csökkent. A csökkenést elsősorban a beruházások növelésével ellensúlyozták, amelynek a GDP-n belüli súlya 2014-re közel 10 százalékponttal növekedett, megközelítve az 50

százalékot. Mindeközben a kínai kormány terveire ellenére nem sikerült az export visszaesését a privát fogyasztás növelésével ellensúlyozni.¹⁶

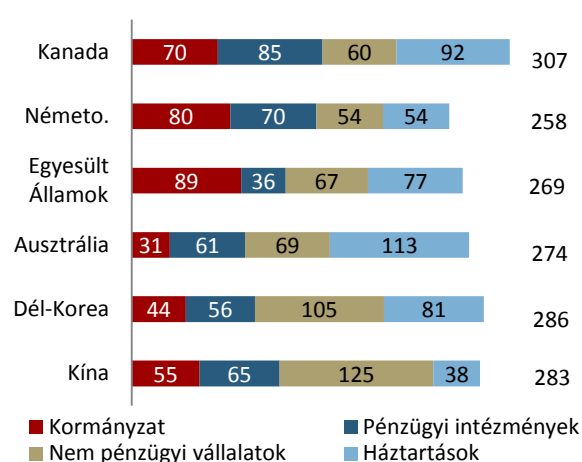
Kínában a beruházások emelkedése a vállalati eladósodottság nagyarányú növekedéséhez vezetett. 2007 óta a nem pénzügyi vállalati adósság Kínában a dinamikus gazdasági növekedés ellenére 72 százalékról (GDP-arányosan) 2014 második felévére 125 százalékra bővült. Amennyiben a teljes vállalati szektort vizsgáljuk, úgy az eladósodottság a 2007-es GDP-arányos 96 százalékról 190 százalékra nőtt. Így a teljes kínai adósság a GDP 283 százalékára emelkedett 2014 második negyedév végére, ami a legfejlettebb piacgazdaságok esetében is magas aránynak mondható (6-6. és 6-7. ábrák).¹⁷ A vállalati adósságráta gyors ütemben növekedett, miközben csökkent a beruházások produktivitása. Emellett az adósság mértéke a vállalatokat a törlesztés miatt agresszív árversenyre, nyomott világgazdasági kereslet mellett exportpiaci árcsökkenésre készítheti. A kínai exportárak 2012 második fele óta enyhén csökkenő trendet mutatnak.¹⁸

6-6. ábra: A kínai adósságnövekedés szerkezete és dinamikája a GDP arányában



Forrás: McKinsey and Company (2015): Debt and (not much) deleveraging

6-7. ábra: Fejlett országok teljes adósságráta



Forrás: McKinsey and Company (2015): Debt and (not much) deleveraging

A kapacitások beruházásokon keresztüli további növelése a jelenlegi globális keresleti viszonyok mellett még inkább a kínai termékek áreséséhez vezethetne. A termelés dinamikájában évek óta lassulás érzékelhető. A lassuló termelési aktivitást a korábban felépülő kapacitásokból kialakuló bőséges kínálat okozhatja, melynek következtében a termelői árindex 2011 vége óta csökken, jelentős kockázatot jelentve a kínai pénzügyi rendszer számára. A 2000-es évek végén kialakuló hitelezési boom, valamint az árnyékbankrendszer erősödése a mai napig érezteti negatív hatását, és előretételezve is pénzügyi stabilitási kockázatot jelent. Felmerülhet, hogy az exportpiaci versenyképességet árfolyampolitikai eszközzel (leértékeléssel) is támogathatná a kínai gazdaságpolitika. Azonban egy BIS-tanulmány¹⁹ szerint 2014-re Kínában 1000 milliárd dollár fölé nőtt a dollárban denominált hitelállomány. Így az árfolyam-leértékelés az adósságépítést megnehezítheti, növelheti a sérülékenységet, és a tőke kivonás következtében negatívan érintheti a növekedést.

Az utóbbi években számos hitelből megvalósított ingatlanfejlesztés ment végbe, mely ingatlanpiaci túlfűtöttséghez vezetett a városokban. Az ingatlanárak érdemben növekedtek, amit a kormány óvatos, fokozatos ütemű beruházáslassítással igyekszik kezelni, megelőzve az ingatlanárak összeomlását és a fedezetek értékcsökkenését. A jövőre nézve kockázatot jelenthet a kellő ütemű növekedés biztosítása, ami az eladósodottság kinövése – és így az adósság

¹⁶ Forrás: World Bank

¹⁷ Forrás: McKinsey and Company (2015): Debt and (not much) deleveraging

¹⁸ Trading Economics, National Bureau of Statistics of China

¹⁹ BIS Working Papers, No 483. Robert N McCauley, Patrick McGuire and Vladyslav Sushko (2015): Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage

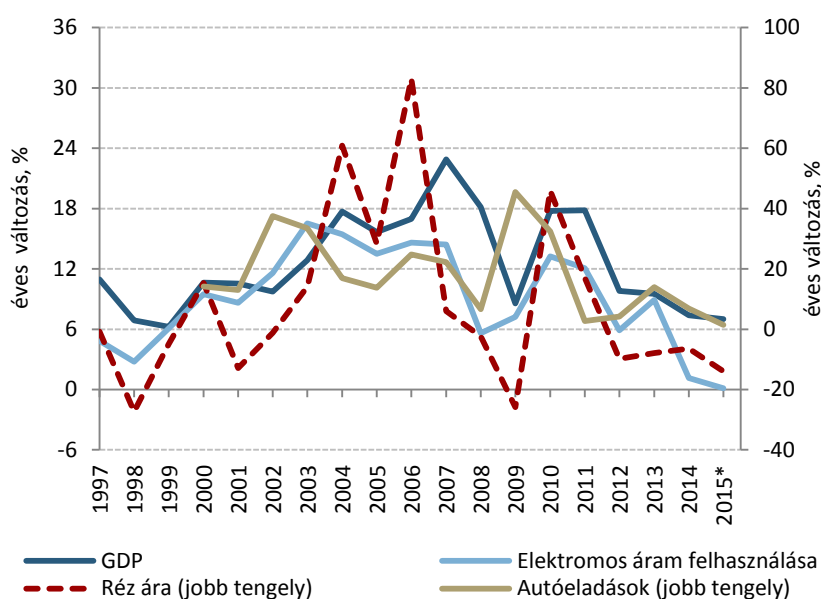
fenntarthatóvá tétele – miatt szükséges, ugyanakkor az eszközárak növekedése nehezítheti a jövőben a gazdaságpolitikai élénkítést.

Bár a fogyasztás dinamikája az elmúlt években robusztus maradt, és stabilan hozzájárult a belső kereslet növekedéséhez, a kínai növekedés mérséklődött az elmúlt negyedévekben²⁰ és a kormány által kijelölt éves növekedési célszámok teljesítését is kockázatok övezik. A kínai jegybank (PBoC) az utóbbi időszakban számos gazdaságélénkítő intézkedést hozott, miután az inflációs ráta és a gazdasági növekedés üteme tovább csökkent, valamint a pénzügyi rendszer is likviditási nehézségekkel szembesült. A PBoC többek között az irányadó ráták mérséklésével, valamint a kötelező tartalékráta csökkentésével, többszöri árfolyam-leértékeléssel és jelentős likviditásbővítéssel igyekezett ösztönözni a gazdasági aktivitást és kezelni a likviditási zavarokat.

6.2.4. A kínai gazdaság teljesítményét jelző egyéb mutatók

A kínai GDP mellett egyéb indikátorok – mind a termeléshez, mind a felhasználáshoz kapcsolódóan – is érdemi információt szolgáltathatnak a gazdasági teljesítményről (6-8. ábra). Az elmúlt évek adatai alapján az elektromos áram felhasználása és a gazdasági teljesítmény közötti együttmozgás erősnek mondható; az első féléves áramfogyasztási adatok alapján a gazdasági teljesítmény jelentősen lassulhatott. Kína a világ legnagyobb rézfelhasználója, így ha a kínai kereslet jelentősen visszaesik, akkor a réz ára is várhatóan csökken. A réz világpiaci árának csökkenése 2012 óta tart, azonban az idei év első félévében felerősödött. Az autóeladások számának növekedési üteme is mérséklődött az elmúlt években, ami szintén jelezheti a kínai gazdaság lassulását.

6-8. ábra: A kínai GDP és egyéb mutatók alakulása



Megjegyzés: * 2015 első félév.

Forrás: Bloomberg, IMF

6.2.5. Pénzpiaci egyensúlytalanságok és lehetséges következményeik

A kínai növekedés jelenlegi szinten való fenntarthatóságát számos kockázat övezi, ezek közül kiemelkedik a pénzügyi egyensúlytalanságok gyors felépülése. A 2007 óta megfigyelhető szerkezeti változások (az export-versenyképesség alakulása, a beruházások és az adósságállomány felfutása, az ingatlanpiaci helyzet) bizonytalanná teszik az utóbbi évek növekedési rátáinak fenntarthatóságát. A beruházások felfutásával a kínai bankok mérlegfőösszege jelentősen nőtt és a világ 5 legnagyobb eszközállományú bankja között 4 kínai bank volt 2015-ben (6-1. táblázat). Elemzések szerint emellett jelentős lehet Kínában az árnyékbankrendszer növekedése is. A június óta tapasztalt részvénypiaci árfolyamzuhanás több

²⁰ A várt 6,9 százaléknál gyorsabban, 7 százalékkal bővült a kínai gazdaság a második negyedévben. Elemzői vélemények szerint a vártnál jobb makrogazdasági adat következtében a kínai vezetés kevesebb stimulust léptethet életbe a közeljövőben.

csatornán keresztül is kedvezőtlenül hathat a bankszektorra²¹, és veszélyeztetheti a pénzügyi rendszer stabilitását, ami a PBoC-t és a kínai hatóságokat további intézkedések meghozatalára sarkallhatja. Ilyen pénzügyi környezetben a növekedés jelentős lassulása fokozhatja a pénzügyi instabilitási kockázatokat. Amennyiben a vállalati profitabilitás lecsökken, vagy jelentősen lassul a beruházások üteme, és az eszközárak érdemben csökkennek, úgy Kínában jelentős, nemzetközi gazdasági környezetet is befolyásoló mérlegléépítés kezdődhet.

Mindezek a kockázatok több fontos monetáris politikai következtetést vetnek fel. Amennyiben a kínai vállalatok továbbra is hasonló árazásra kényszerülnek az exportpiacokon, akkor tartóssá válhat az ipari termékek alacsony globális árdinamikája. Másrészt a kínai jegybank mozgásteret a monetáris kondíciók lazítása irányába a felépült egyensúlytalanságok és az ingatlanárak miatt leszűkült. Végül a gyorsan növekvő, dollárban denominált hitelállomány miatt kevésbé lehet hatékony az árfolyam-leértékelés az export-versenyképesség növelésére.

6-1. táblázat: A világ legnagyobb mérlegfőösszegű bankjai, milliárd dollár (2015. március)

	Bank	Ország	Teljes eszközállomány (mrd USD)
1	ICBC	Kína	3451,7
2	China Construction Bank Corp.	Kína	2819,2
3	Agricultural Bank of China	Kína	2716,1
4	Bank of China	Kína	2584,2
5	HSBC	Egyesült Királyság	2571,7

Forrás: Relbank

Felhasznált irodalom

Feldkircher, Martin – Korhonen, Iikka (2012): The rise of China and its implications for emerging markets – Evidence from a GVAR model, BOFIT Discussion Papers 20/2012

McKinsey and Company (2015): Debt and (not much) deleveraging

Relbank: <http://www.relbanks.com/worlds-top-banks/assets>

Robert N McCauley, Patrick McGuire and Vladyslav Sushko (2015): Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage, BIS Working Papers, No 483.

Timmer, M. P., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R. and de Vries, G. J. (2015): An Illustrated User Guide to the World Input–Output Database: the Case of Global Automotive Production, Review of International Economics., 23: 575–605

Trading economics; <http://www.tradingeconomics.com/china/export-prices>

²¹ Kínában a bankok az ügyfelek megtakarításainak nagy részét részvényekbe és részvényalapokba fektették, az esést látva az ügyfelek tömegesen vonhatnak ki tőkét a bankokból. Emellett a vállalati hiteleknel a cégek részvényeit is elfogadták fedezetként, melyek értéke jelentősen csökkent az elmúlt hetek során. A lakossági hitelportfólió minősége is jelentősen romolhat akkor, ha az ügyfelek nagyobb összeget veszítenek el a tőzsdei befektetéseiken.

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

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

	Inflációs hatás 2015-re			Inflációs hatás 2016-ra		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
Piaci	-1,0	1,1	0,1	0,0	1,7	1,7
Indirekt adók és intézkedések	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,1
Infláció	-1,3	1,3	0,0	0,3	1,6	1,9

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

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

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

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

ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	12
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	12
1-3. ábra: Inflációs előrejelzés dekompozíciója	13
1-4. ábra: A GDP előrejelzés legyezőábrája	14
1-5. ábra: Lakossági jövedelmek felhasználása	14
1-6. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként.....	15
1-7. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	15
1-8. ábra: A GDP-növekedés alakulása	15
1-9. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	17
1-10. ábra: A versenyszféra fajlagos munkaerőköltség dekompozíciója	17
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	21
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	21
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	22
3-1. ábra: Negyedéves GDP-növekedés az eurozónában	23
3-2. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a perifériországokban.....	23
3-3. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása	24
3-4. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a kelet-közép-európai országokban	24
3-5. ábra: Negyedéves GDP-növekedés a fejlett gazdaságokban.....	24
3-6. ábra: Munkanélküliségi és aktivitási ráta az USA-ban	25
3-7. ábra: Negyedéves GDP növekedés Kínában és Oroszországban	25
3-8. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (USD-ben)	25
3-9. ábra: Infláció a fejlett gazdaságokban	26
3-10. ábra: Infláció a kelet-közép-európai országokban	26
3-11. ábra: Fogyasztói és termelői árak alakulása Kínában	27
3-12. ábra: A fejlett gazdaságok reálkamatainak alakulása.....	27
3-13. ábra: A fejlett gazdaságok alapkamatainak alakulása	28
3-14. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban (a GDP százalékában)	28
3-15. ábra: Az euro dollárral szembeni árfolyamának alakulása	29
3-16. ábra: A kelet-közép-európai országok alapkamatainak alakulása.....	30
3-17. ábra: Főbb tőzsdeindexek	30
3-18. ábra: A 10 éves periféria- és német államkötvény hozamok	31
3-19. ábra: A nyersanyagárindex alakulása (USD-ben).....	32
3-20. ábra: Fémárak alakulása (USD-ben)	32
3-21. ábra: Élelmiszerárak alakulása (USD-ben)	33
3-22. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	34
3-23. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom alakulása	34
3-24. ábra: Az áruforgalmi cserearány és az olajár alakulása	35
3-25. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása	35
3-26. ábra: Új háztartási hitelkihelyezések a hitelintézeti szektorban	35
3-27. ábra: Szektorok hozzájárulása a nemzetgazdasági beruházások éves változásához	36
3-28. ábra: A teljes vállalati és a kkv szektor hitelállományának éves növekedési üteme	36
3-29. ábra: A vállalati szektor belföldi hiteleinek tranzakciói futamidő szerint	36
3-30. ábra: A kormányzati fogyasztás és beruházás volumenének éves változása	37
3-31. ábra: A készletváltozás és hozzájárulása a GDP változásához	37
3-32. ábra: Pénzügyi megtakarítási ráta fundamentális tényezők általi dekompozíciója	39
3-33. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP-növekedéshez való hozzájárulása	40
3-34. ábra: A feldolgozóipari alágazatok termelésének alakulása	40

3-35. ábra: Ipari konjunktúraindikátorok alakulása.....	41
3-36. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása	41
3-37. ábra: Vendégéjszakák éves változása	41
3-38. ábra: A HuCoin-mutató alakulása	42
3-39. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	43
3-40. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása	43
3-41. ábra: Munkaerőhiány mint a termelést korlátozó tényező.....	44
3-42. ábra: Kibocsátásirés-mutatók.....	45
3-43. ábra: A bruttó átlagkereset éves változása és a munkapiaci feszesség alakulása.....	46
3-44. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása	46
3-45. ábra: Az ipari termelői árak éves változása	47
3-46. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása	47
3-47. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tényinfláció.....	47
3-48. ábra: Inflációs várakozások a régióban	48
4-1. ábra: 5 éves szuverén CDS-felárak a régióban	49
4-2. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	49
4-3. ábra: 2020-ban lejáró régiós euróban denominált devizakötvény-felárak a német hozam felett.....	50
4-4. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	50
4-5. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyam 1 hónapos gyenge irányú ferdeségi mutatójának alakulása.....	50
4-6. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	51
4-7. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok alakulása	51
4-8. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	51
4-9. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban	52
4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben	52
4-11. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára	53
4-12. ábra: A hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben.....	53
4-13. ábra: Az előretékintrő reálkamatlábak alakulása	54
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (négy negyedéves kumulált értékek, GDP arányában).....	55
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása*	55
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint (négy negyedéves GDP-arányos értékek).....	56
5-4. ábra: A külső adósságráták alakulása (GDP-arányos értékek).....	56
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (a GDP százalékában).....	57
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (a GDP százalékában).....	58
5-7. ábra: Az ESA-egyenleg felbontása	59
5-8. ábra: A kormányzati szektor elsődleges kiadásai a GDP százalékában	60
5-9. ábra: A kormányzati szektor beruházási kiadásainak összetétele (a GDP százalékában)	60
5-10. ábra: A fiskális impulzus (a GDP százalékában)	61
5-11. ábra: A bruttó államadósság várható alakulása – előretékintrő változatlan, 2014. végi árfolyamon számítva	63
6-1. ábra: A decemberi Fed-kamatemelés valószínűsége kamatderivatívákból származtatott piaci várakozások alapján ...	65
6-2. ábra: Fed Funds Futures, valamint a Fed döntéshozói előrejelzések mediánjának alakulása	66
6-3. ábra: A többlettartalékra fizetett kamat és az egynapos fordított repo jelenleg és a jegybanki alapkamat a jövőben ..	69
6-4. ábra: Magyarország exportkitettsége a feltörekvő országok irányába	72
6-5. ábra: Főbb felvevőpiacaink exportkitettsége a feltörekvő országok irányába.....	72
6-6. ábra: A kínai adósságnövekedés szerkezete és dinamikája a GDP arányában	73
6-7. ábra: Fejlett országok teljes adósságrátája	73
6-8. ábra: A kínai GDP és egyéb mutatók alakulása	74

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei	13
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	18
1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	19
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal	20
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában)	59
5-2. táblázat: A 2015. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a júniusi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)	61
5-3. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2015. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	62
5-4. táblázat: A 2016. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a júniusi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)	62
5-5. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2016. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	63
6-1. táblázat: A világ legnagyobb mérlegfőösszegű bankjai, milliárd dollár (2015. március)	75
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra	76
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra	76

Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

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

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

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2015. szeptember

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

