



INFLÁCIÓS JELENTÉS



20|4
JÚNIUS



INFLÁCIÓS JELENTÉS

20|4
JÚNIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1850 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 1419-2926 (nyomtatott)

ISSN 1585-020X (on-line)

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

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

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

Az elemzés Palotai Dániel, Monetáris politikáért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési elemzések, a Pénzügyi rendszer elemzése igazgatóságainak munkatársai vettek részt. A publikációt Dr. Balog Ádám alelnök hagyta jóvá.

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

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2014. június 18-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról és monetáris politikai helyzetértékelése	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	10
1.1. Inflációs előrejelzésünk	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	14
1.3. Munkapiaci előrejelzésünk	18
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	23
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	26
3.1. Nemzetközi környezet	26
3.2. Aggregált kereslet	35
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás	40
3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség	42
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója	44
3.6. Költségek és infláció	45
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	51
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	51
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	57
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	60
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	60
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	63
5.3. Költségvetési folyamatok	65
6. Kiemelt témák	72
6.1. Az alacsony külső inflációs környezet okai	72
6.2. A munkaerő kihasználtságának mérőszámai	75
7. A 2014. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	81

Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: Bázishatások az infláció rövid távú alakulásában	13
1-2. keretes írás: A lakásépítések középtávú kilátásai	16
1-3. keretes írás: A vállalati jövedelmezőség mérési problémái és hatásuk munkapiaci előrejelzésünkre	19
3-1. keretes írás: Deflációs kockázatok az eurozónában? – Mit mutatnak a japán tapasztalatok	32
3-2. keretes írás: A szolgáltatások külkereskedelmének alakulása	38
3-3. keretes írás: A versenyszféra bérezésének megítélését alakító tényezők	49
4-1. keretes írás: Az elemzői és piaci kamatvárakozások a tartósan laza kamatkondíciók irányába mutatnak	55
5-1. keretes írás: Az uniós források szerepe a beruházások alakulásában	70

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

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

Az alacsony infláció tartósan fennmaradhat, az infláció csak az előrejelzési horizont végén éri el az árstabilitásnak megfelelő 3 százalék körüli értéket.

A Monetáris Tanács megítélése szerint az infláció 2014-ben érdemben a 3 százalékos cél alatt maradhat, majd 2015 második felétől a középtávú inflációs céllal összhangban alakulhat. Az elmúlt hónapokban a fogyasztóiár-index historikusan alacsony dinamikát mutatott. Az alacsony inflációs környezethez hozzájárult a visszafogott külpiazi infláció, a kihasználatlan kapacitások nagysága, az alacsony bérdinamika, az inflációs várakozások mérséklődése, valamint a szabályozott-árak több lépcsőben végrehajtott csökkentése. Az előrejelzési horizonton a hazai reálgazdasági környezet bár csökkenő mértékben, de továbbra is deflációs hatású marad. Az élénkülő belső kereslet mellett is tartósan alacsony infláció elsősorban a kedvező költségoldali sokkok hatásával és a továbbra is laza munkapiac miatti visszafogott bérdinamikával magyarázható. A tartósan alacsony inflációs környezet hozzájárulhat ahhoz, hogy a gazdaság nominális pályáját érdemben meghatározó inflációs várakozások erőbben rögzüljenek a jegybank inflációs céljának környezetében.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaság 2013-ban növekedési pályára állt, és előretekinve is folytatódhat a gazdasági növekedés.

A reálgazdaságot fokozatos élénkülés jellemezte az elmúlt negyedévekben, az ágazatok széles körében nőtt a kibocsátás. Előretekinve a magyar gazdaság növekedése a korábbiaknál kiegyensúlyozottabb szerkezetben folytatódhat. A növekedésnek a következő években is meghatározó forrása lehet az export élénkülése, és emellett a belső kereslet is tovább erősödhet. A beruházások élénkülését elősegítik a javuló konjunktúráis kilátások, a Növekedési Hitelprogram következtében is enyhülő hitelkorlátok, valamint az EU-források növekvő felhasználása. Másfelől a lakossági fogyasztás is fokozatosan élénkülhet a rendelkezésre álló jövedelem reálértékének várható bővülése és az egyre mérsékeltebben jelentkező adósságleépítési kényszer eredményeként. A lakosság jelentős részének viselkedését ugyanakkor továbbra is meghatározza a válság előtt felhalmozott adósságok leépítése és a lassan javuló hitelezési feltételek, ezért a megtakarítási hajlandóság tartósan a válság előtti szint fölött maradhat. Külső piacaink elhúzódó kilábalása miatt a kapacitáskihasználtság csak fokozatosan javulhat a belső keresleti tételek élénkülése ellenére.

Magas szinten stabilizálódó finanszírozási képesség, mérséklődő külső adósság.

A gazdaság külső egyensúlyi pozíciója 2013 végén tovább javult, ami a külső adósságráták jelentős mérséklődésében is tükröződött. A következő években – a bővülő fogyasztás és beruházás miatt emelkedő import mellett is – jelentős aktívumot mutató külkereskedelmi egyenleg a teljes előrejelzési horizonton magasan tartja a folyó fizetési mérleg többletet. A külső egyensúlyi pozíciónk magas szinten maradását a jövedelemegyenleg hiányának enyhe mérséklődése is támogathatja. Így összességében az új költségvetési periódus miatt enyhén mérséklődő EU-transzferek ellenére is számottevő maradhat a külső finanszírozási képesség. Ezzel összhangban tovább folytatódhat az ország sérülékenysége szempontjából kiemelten fontos adósságmutatók korrekciója is, miközben a bruttó külső adósság csökkenését a jegybank önfinszírozási programja is támogathatja.

A hazai kockázati felárak érdemben csökkentek az elmúlt negyedévben, a pénzügyi piacokon mérséklődött a volatilitás.

Az elmúlt negyedévben a nemzetközi befektetői hangulat változékonyságban alakult, ami leginkább a Federal Reserve eszközvásárlási programjának folytatódó lassításával, az Európai Központi Bank kamatcsökkentésével és a bejelentett további intézkedéscsomagjával, valamint a folytatódó ukrán-orosz konfliktussal magyarázható. A hazai kockázati felárak érdemben csökkentek a márciusi inflációs jelentés megjelenése óta. Mind a CDS-felár és a devizakötvények felára, mind a hosszú hozamok mérséklődtek, miközben az árfolyam erősödött. A főbb kockázati mutatók volatilitása kisebb volt az előző negyedévhez képest. A hazai kockázati megítélés javulását az MNB önfinanszírozási koncepcióhoz kapcsolódó bejelentése is támogatta. Hazánk esetében - más feltörekvő országokkal összehasonlítva - a sérülékenységet érdemben csökkenti a tartósan magas külső finanszírozási képesség, és az ennek nyomán csökkenő külső adósságállomány. A nemzetközi pénzügyi környezet alakulásával kapcsolatos fejleményeket a Monetáris Tanács továbbra is szoros figyelemmel kíséri.

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a júniusi inflációs jelentés alappályájához kapcsolódóan három alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak. Az elhúzódó, tartósan alacsony külső inflációs környezettel és a külső kereslet vártnál lassabb fellendülésével számoló alternatív forgatókönyvben az inflációs cél az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók mellett érhető el. A kedvezőtlen külső környezettel és magasabb befektetői kockázatkerüléssel számoló kockázati pálya esetén az alappályánál érdemben szigorúbb monetáris kondíciók mellett alakul az infláció közép távon az árstabilitással összhangban. Szintén szigorúbb monetáris politikai irányultság felé mutat a hazai foglalkoztatottság és fogyasztás erőteljesebb bővülésével, így a belső konjunktúra gyorsabb élénkülésével számoló forgatókönyv.

A Monetáris Tanács a júniusi inflációs jelentés áttekintését követően úgy ítéli meg, hogy a magyar gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemzik, és az inflációs nyomás tartósan mérsékelt maradhat. A negatív kibocsátási rés a monetáris politika horizontján fokozatosan záródik, azonban az árstabilitás középtávú elérése a monetáris lazítás irányába mutat, továbbá a makrogazdasági kilátások is tartósan laza monetáris kondíciók irányába mutatnak. Az inflációs kilátások alapján, az ország kockázati megítélésének alakulását és a gazdasági növekedés élénkülését is figyelembe véve sor kerülhet még óvatos kamatcsökkentésre, ugyanakkor a jelenleg rendelkezésre álló információk alapján az alapkamat érdemben megközelítette azt a szintet, ami az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését biztosítja. A következő időszakban a hazai és nemzetközi környezetben lejátszódó változások befolyásolhatják ezt a képet.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA
(ELŐREJELZÉSÜNK ENDOGÉN KAMATPÁLYA FELTEVÉSE MELLETT KÉSZÜLT)

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

¹ A GDP arányában.

² Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.

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

⁴ MNB becslés.

⁵ A szabad tartalékok teljes törlésével.

1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

Élénkülő gazdasági növekedés és tovább mérséklődő infláció jellemezte az elmúlt hónapok makrogazdasági folyamatait. Az erősödő konjunktúrával összhangban folytatódott a versenyszféra foglalkoztatásának bővülése. A versenyszféra bérdinamikája az év elején változatlanul a válság előtti szintjénél mérsékeltebben alakult. A márciusi várakozásainknál alacsonyabb infláció alapvetően kedvezőbb költségoldali folyamatok eredménye.

Előrejelzésünk alapján az infláció az idei évben jelentősen a középtávú cél alatt, míg az előrejelzési horizont végére azzal összhangban alakulhat. A gazdaságban jelen lévő kihasználatlan kapacitások, a laza munkapiac következtében mérsékelt bérdinamika, a visszafogott importált infláció és az idei év újabb hatóságiár-csökkentései révén az infláció alacsony maradhat a következő negyedévekben. A tartósan cél alatt alakuló infláció elősegíti az inflációs várakozások mérséklődését, ami hozzájárulhat az alacsony inflációs környezet középtávú fennmaradásához.

Előrejelzési horizontunkon a gazdasági növekedés folytatódására számítunk. Felvevőpiacainkon fokozatos élénkülés várható, amely segítheti a kivitelt további bővülését. A növekedés szerkezetében egyre fontosabb szerepet töltenek be a belső keresleti tételek, a beruházások és a fogyasztás is a korábban vártnál magasabb mértékben növekednek. A fokozatosan élénkülő belső kereslet miatt növekedhet a gazdaság importigénye, amely mérsékelheti a nettó export növekedési hozzájárulását. A nemzetgazdasági beruházások növekedésében meghatározó szerepet töltenek be az Európai Unió források. A vállalati beruházások növekedéséhez a javuló konjunktúra mellett a finanszírozási költségek mérséklődése járul hozzá. A vállalatok forrásbevonási lehetőségeit a jegybanki kamatcsökkentések mellett a Növekedési Hitelprogram és az EU-források felhasználása is segíti. Előrejelzési horizontunkon a lakossági fogyasztás mérsékelt bővülésére számítunk, amit a javuló munkapiaci kilátások és az alacsony infláció miatt növekvő lakossági reáljövedelem támogat. Ezzel szemben a háztartások adósságleépítése, illetve az óvatossági megfontolások lassú oldódása miatt a megtakarítási ráta magas marad.

Előrejelzési horizontunkon számottevő maradhat a gazdaság külső finanszírozási képessége. Emellett a költségvetési egyenleg a kormányzati hiánycélnál némileg kedvezőbben is alakulhat. A gazdaság növekedése a külső, illetve a költségvetési egyensúly fennmaradása mellett folytatódhat.

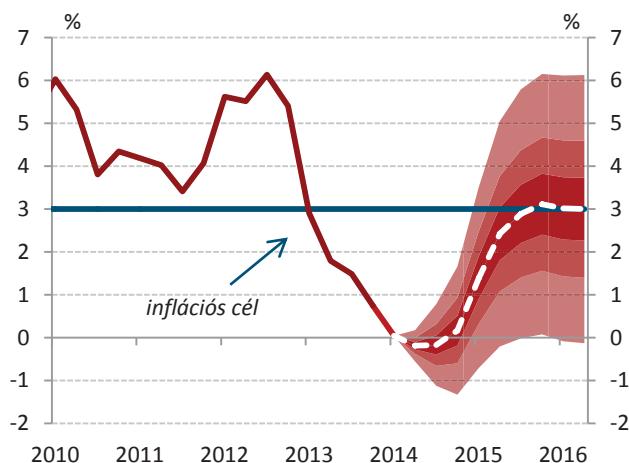
A bővülő kibocsátásnak köszönhetően a versenyszféra foglalkoztatásának növekedésére számítunk. Emellett a közmunkaprogramok kiterjesztése is hozzájárul a nemzetgazdasági foglalkoztatás emelkedéséhez. A továbbra is laza munkapiac, illetve az inflációs várakozások alkalmazkodása elősegíti a mérsékelt bérnövekedés fennmaradását.

A reálgazdaság ciklikus pozíciója (kibocsátási rés) a teljes előrejelzés horizonton negatív maradhat, amely két ellentétes irányú hatás eredménye. A nemzetközi inflációs alapfolyamatok visszafogottan alakulnak, ami arra utal, hogy világgazdaság felől továbbra sem érkezik érdemi inflációs nyomás. Felvevőpiacainkon tartósan negatív a kibocsátási rés, ami a hazai exportszektor gyengébb kapacitáskihasználtságán keresztül a hazai kibocsátási rés záródását is fékezi. Ezzel szemben a belföldi kereslet élénkülése a belföldi dezinflációs erők fokozatos mérséklődésével jár. Összességében a reálgazdasági környezet a teljes előrejelzési horizontunkon dezinflációs hatású marad. A kibocsátási rés 2016 végére záródhat.

1.1. Inflációs előrejelzésünk

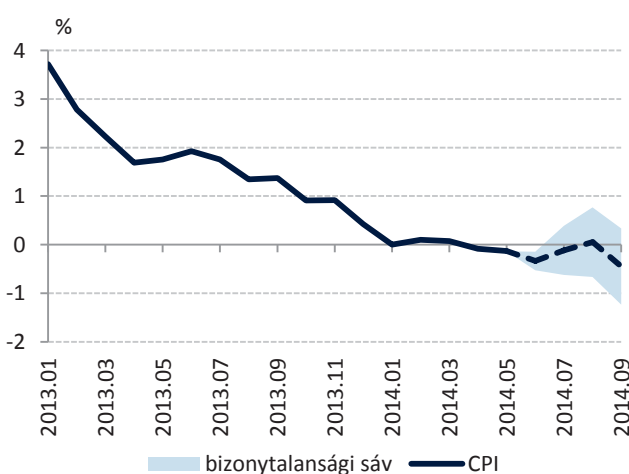
Inflációs előrejelzésünket a márciusi várakozásunkhoz képest mérsékeltek. Az infláció idén és jövőre is a cél alatt maradhat, és csak az előrejelzési horizont végén alakulhat a 3 százalékos középtávú céllal összhangban. Az alacsonyabb inflációs környezethez hozzájárul a külkereskedelmi partnereink felől érkező gyenge árnymás, a mérsékelt bérdinamika, a negatív kibocsátási rés, illetve az inflációs várakozások fokozatos mérséklődése.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB

A fogyasztóiár-index idén jelentősen, jövőre kis mértékben a cél alatt, míg a horizont végén az árstabilitást jelentő 3 százalékos céllal összhangban alakulhat (1—1. ábra). A teljes előrejelzési horizonton a márciusi előrejelzésünknel alacsonyabb inflációs pályára számítunk.

Rövid távú előrejelzésünk szerint a következő hónapokban is enyhén negatív maradhat a fogyasztói árak éves változása (1—2. ábra). Rövid távon a visszafogott inflációs környezetet támogatja a nyersanyagárak és importált infláció kedvező alakulása, a mérsékelt keresleti környezet, illetve a szabályozott energiaárak csökkentése. Ezen tényezők mellett az infláció alakulását bázishatások is érdemben befolyásolják (lásd az 1—1. keretes írást). E bázishatások miatt szeptemberben átmenetileg akár egy jelentősebb negatív inflációs rátát is láthatunk. Az infláció emelkedésére a tavaly novemberi szabályozott energiaár csökkentés hatásának kifutásával párhuzamosan az év végétől számítunk.

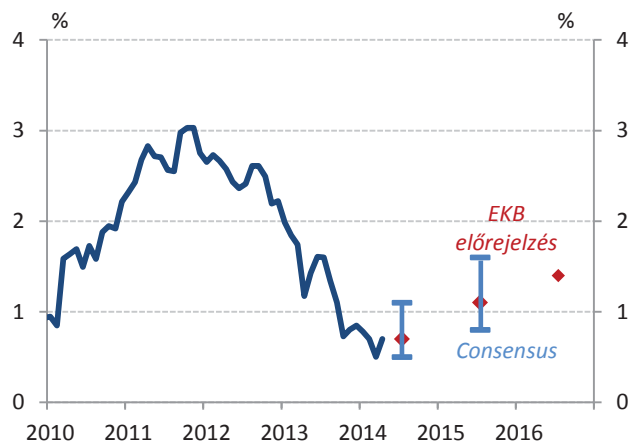
Az inflációs alapfolyamatokat középtávon meghatározó tényezők alacsony inflációs környezetet vetítenek előre. A kibocsátási rés a teljes előrejelzési horizonton nyitott maradhat, így a reálgazdaság környezet dezinflációs hatású lehet az egész előrejelzési horizonton. Bár a kibocsátási rés záródását egyre nagyobb mértékben a belső kereslet vezetheti, a hazai reálgazdaság felől érkező inflációs nyomás mérsékelt maradhat.

Az importárak felől érkező inflációs nyomás gyenge. Fő külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna inflációja a teljes előrejelzési horizonton érdemben az EKB célja alatt maradhat (1—3. ábra; az alacsony külső infláció okait részletesebben elemzi a 6.1. kiemelt téma).

A fajlagos munkaköltség mérsékelt ütemben emelkedhet a versenyszektorban. Az élénkülő gazdasági növekedés támogatja a termelékenység javulását, miközben a laza munkapiaci kondíciók és a cél közelébe süllyedő inflációs várakozások elősegítik a visszafogott bérdinamika fennmaradását előrejelzési horizontunkon. A hosszabb távon alacsony inflációs környezet tartósan mérsékelheti a várakozásokat, ezzel elősegítve az inflációs céllal konzisztens bér- és árdinamika középtávú fenntartását.

Az indirekt adóktól szűrt maginfláció dinamikája

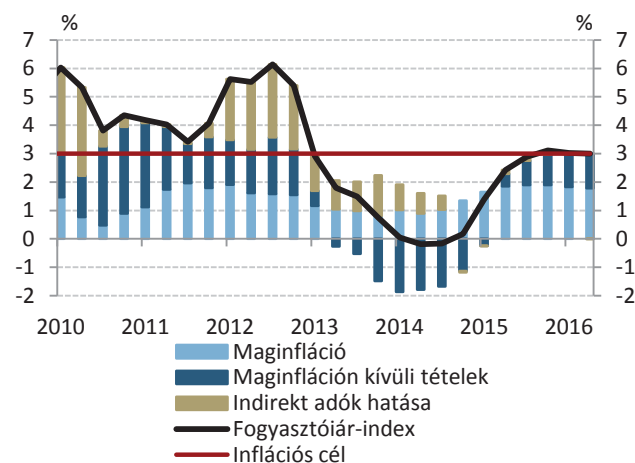
1-3. ábra: Harmonizált fogyasztói infláció az eurozónában



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

Forrás: Eurostat, EKB, Consensus Economics

1-4. ábra: Inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: MNB

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei

		2013	2014	2015
Maginfláció		3,3	2,4	3,0
Inflációs hozzájárulása		2,2	1,6	1,9
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	6,1	-4,9	3,8
	Jármű-üzemanyag és piaci energia	-0,9	-1,5	1,3
	Szabályozott árú termékek	-3,7	-6,3	1,0
	Összesen	-1,2	-4,7	1,5
Inflációs hozzájárulása		-0,5	-1,6	0,5
Infláció		1,7	0,0	2,5

Forrás: MNB

mérsékelt maradhat (1—4. ábra), ami elsősorban az alacsony importált árnymásnak és a mérséklődő inflációs várakozásoknak köszönhető. Az előrejelzési horizonton a maginfláció dinamikája fokozatosan emelkedhet a belföldi kereslet élénkülésével párhuzamosan.

A maginfláción kívüli termékkör árai a teljes előrejelzési horizonton visszafogottan alakulhatnak. Március óta mérséklődött a kőolaj forintban kifejezett ára¹, valamint visszafogottan alakulnak a feldolgozatlan élelmiszerek árai is. A határidős jegyzések mind a kőolaj, mind az élelmiszerek esetében mérsékelt dinamikát vetítenek előre.

A kormányzati intézkedések inflációs hatása a teljes előrejelzési horizontunkon alacsony marad, amihez hozzájárulnak az év elején elfogadott újabb körű hatósági energiaár-csökkentések. Ezt követően az előrejelzési horizont végéig változatlan szabályozott energiaárakat feltételez előrejelzésünk. Ezen kívül az energián kívüli szabályozott árak emelkedése is visszafogott maradhat.

¹ Június második felében – előrejelzésünk információs bázisának lezárása után – az iraki feszültségek nyomán 115 dollár közelébe emelkedett a Brent kőolaj ára. Ennek hatásait előrejelzésünk nem tartalmazza.

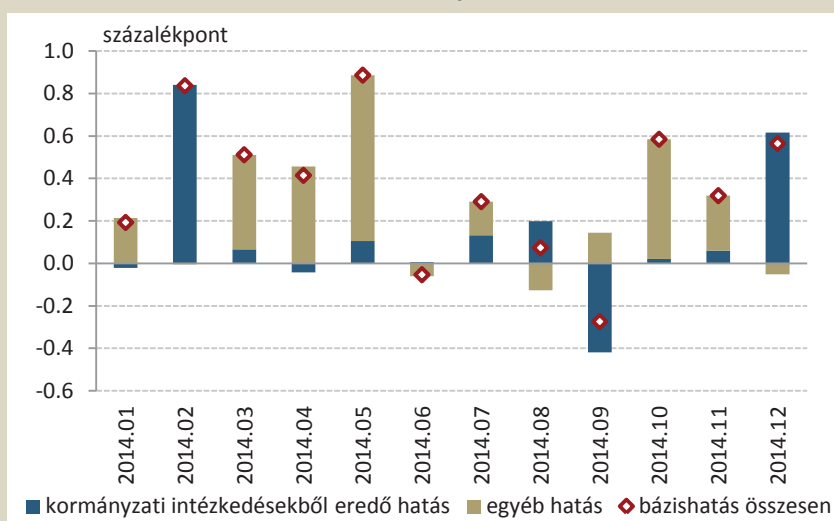
1-1. keretes írás: Bázishatások az infláció rövid távú alakulásában

Az infláció fő mutatószáma a fogyasztói árak változása az előző év azonos hónapjához képest. Az inflációs ráta változását a hónapok között két tényező magyarázhatja: egyfelől a rövid távú – a két legutolsó hónap között bekövetkező – ármozgások, másrészt az előző év azonos havi árváltozások. Ez utóbbi tényező a **bázishatás**, mely érdemben befolyásolhatja az infláció lefutását. A bázishatás közgazdasági értelemben **az árak bázisidőszakban bekövetkezett, átlagostól eltérő változásának hozzájárulása az infláció aktuális változásához**. Ennek kiszámításához a bázisidőszakban megfigyelt, havi árváltozást kell összehasonlítani a historikusan jellemző havi változásokkal.²

Aktuális **rövid távú előrejelzésünket** érdemben alakítják a **2013. évi, rendkívüli árváltozásokból eredő bázishatások** (1–5. ábra). Ezek egy része az **élelmiszerek, illetve az üzemanyagok volatilis áralakulásából** ered. Üzemanyagokhoz köthető érdemi bázishatás főként az októberi (pozitív irányú) és a decemberi (negatív irányú) árindexben jelentkezik. Emellett októberben felfelé mutató bázishatásként jelentkezik a repülőjegy árak tavalyi rendkívüli mértékű csökkenése.

Emellett olyan egyedi hatások is jelentkeznek az árindexben, melyek egy-egy jól azonosítható **kormányzati intézkedéshez** köthetőek. Júliustól egyes szabályozott árak (szemétszállítás, víz- és csatornadíjak), illetve a palackos gáz 2013 közepén végrehajtott árcsökkentése fokozatosan kiesik az árindexből. Ez az idei nyári hónapokban – főként az augusztusban – mért inflációs rátákat felfelé mozdítja. Augusztustól ezzel ellentétes irányba hat a dohányárak kiskereskedelmi árres emelés miatti fokozatos növekedése a tavalyi évben. Az ebből fakadó negatív bázishatás szeptemberben a legerősebb. A pénzügyi tranzakciós illeték tavaly őszi emelkedésének bázisból való kiesése az inflációs ráta csökkenése irányába mutat idén szeptemberben. Érdemi infláció emelő hatásként jelentkezik a szabályozott energiaárak 2013 novemberi csökkentésének bázishatása. Az ebből eredő jelentős mértékű pozitív bázishatás a decemberi árindexben jelentkezik.

1-5. ábra: A bázishatások szerepe az idei évi inflációban



Megjegyzés: A kormányzati intézkedésekből eredő hatás tartalmazza a szabályozott árak, pénzügyi tranzakciós illeték, jövedéki adó változás és dohány kiskereskedelmi árres emelés hatását. Pozitív (negatív) oszlopok esetén a bázishatás az árindex emelkedése (csökkenése) irányába hat.

Forrás: MNB számítás

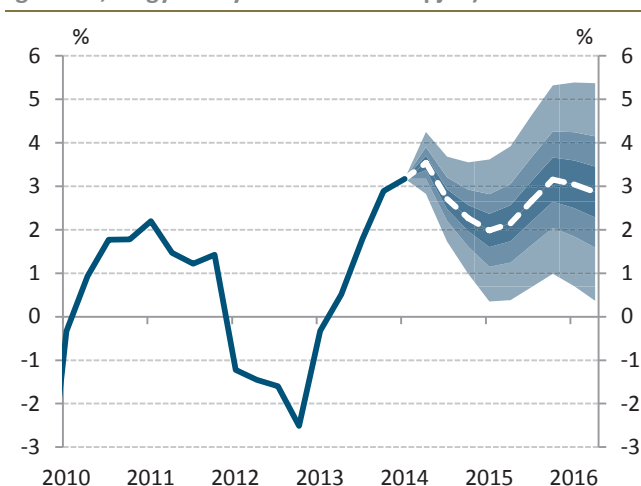
Összességében az idei évi infláció változását érdemben befolyásolják a tavalyi évi árváltozásból eredő bázishatások. Az év első harmadában a bázishatások az infláció emelkedése irányába hatottak, míg a nyári hónapokban közel semlegesek. **Szeptemberben negatív, míg az év utolsó harmadában inkább pozitív irányú bázishatások jelentkeznek.** A hatások egy része egyes termékcsoportok volatilis áralakulásához köthető, másik része jól azonosítható kormányzati intézkedésekből ered. Ezeket érdemes figyelembe venni az infláció előrejelzésénél illetve a beérkező adatok értékelésénél.

² A részletesebb módszertan az EKB havi jelentéseiben található (ECB Monthly Bulletin 2005. január és 2007. január).

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

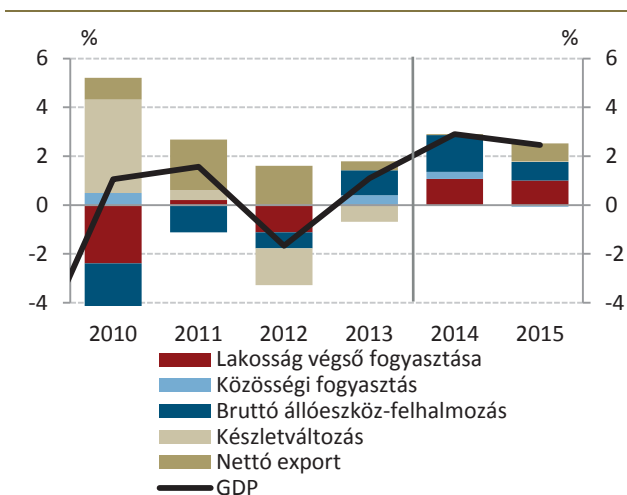
A gazdasági növekedés folytatódására számítunk előrejelzési horizontunkon. A kivitel folytatódó bővülése mellett fokozatosan élénkülhet a belső kereslet (mind a lakossági fogyasztás, mind a beruházási aktivitás). A nemzetgazdasági beruházásokat idén főként az EU-forrásokból megvalósuló állami beruházások élénkítik. Emellett a privát szféra beruházási aktivitását a javuló konjunktúra és a finanszírozási költségek mérséklődése is támogatja. Utóbbit a jegybanki kamatcsökkentések mellett a Növekedési Hitelprogram is segíti. A lakossági fogyasztás mérsékelt ütemben növekedhet, amit elősegít a foglalkoztatás bővülése és az alacsony infláció révén megemelkedő lakossági reáljövedelem. Ugyanakkor a válság előtt felhalmozott adósság leépítése miatt a megtakarítási ráta továbbra is magas marad.

1-6. ábra: GDP-előrejelzésünk legyezőábrája (szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján)



Forrás: MNB

1-7. ábra: A GDP-növekedés alakulása



Forrás: KSH, MNB

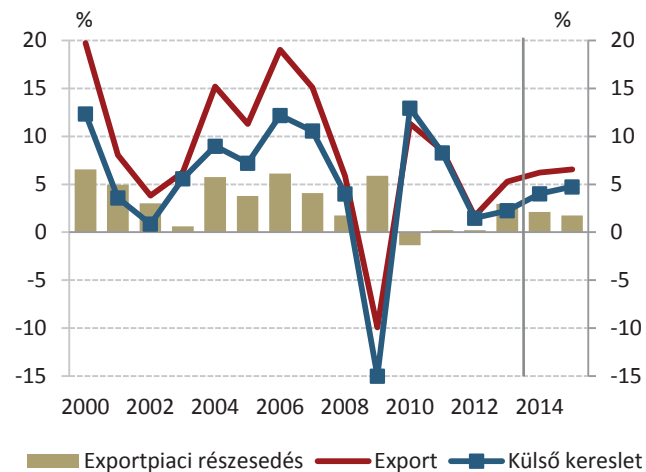
Az első negyedévben tovább élénkül a gazdaság növekedése. A hozzáadott érték bővülése elsősorban az iparhoz és az építőiparhoz volt köthető. A rendelkezésre álló havi konjunktúraindikátorok alapján a növekedés a második negyedévben is élénk maradhatott. Felhasználási oldalon a beruházások élénkülése volt meghatározó, miközben a fogyasztás és az export is tovább növekedett.

A gazdasági növekedés előrejelzési horizontunkon kiegyensúlyozott szerkezetben folytatódhat (1–6. ábra, 1–7. ábra). A belföldi kereslet egyre nagyobb mértékben járulhat hozzá a GDP bővüléséhez. A gazdasági növekedést a javuló külső konjunktúra, az EU-források intenzív felhasználása, a laza monetáris kondíciók és a Növekedési Hitelprogram egyaránt támogatják. Idén 3 százalékos mértékben, jövőre pedig 2,5 százalékkal élénkülhet a gazdaság. Negyedéves alapon folyamatos bővülésre számítunk, az éves növekedési ütem mérséklődését az idei év második felében bázishatás okozza.

Az exportteljesítményt segítheti a kedvező külső keresleti környezet és az új autóiipari kapacitások üzembe állása (1–8. ábra). Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az euroövezet gazdasági aktivitása fokozatosan élénkülhet. Ezzel szemben a fejlődő országok (főként Oroszország) növekedési kilátásai valamelyest romlottak. A külső kereslet alakulására vonatkozó várakozásunk nem változott érdemben. Az export legfőbb húzóereje a járműgyártás maradhat. A fokozatosan termelésbe álló kapacitások révén harmadával bővíthet 2014-ben a Magyarországon előállított személygépjárművek száma, ami érdemben támogathatja az exportpiaci részesedés növekedését. Emellett az autóiipari beruházások tovagyrúzó hatásaként élénkülő beszállítói teljesítmény a járműexport importtartalmának mérséklődése irányába hat. A belső kereslet élénkülése miatt ugyanakkor tovább nőhet a gazdaság importigénye, amely mérsékelheti a nettó export növekedési hozzájárulását a következő negyedévekben.

A nemzetgazdasági beruházások számottevő növekedéséhez az európai uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások járulnak hozzá leginkább (1–9. ábra).

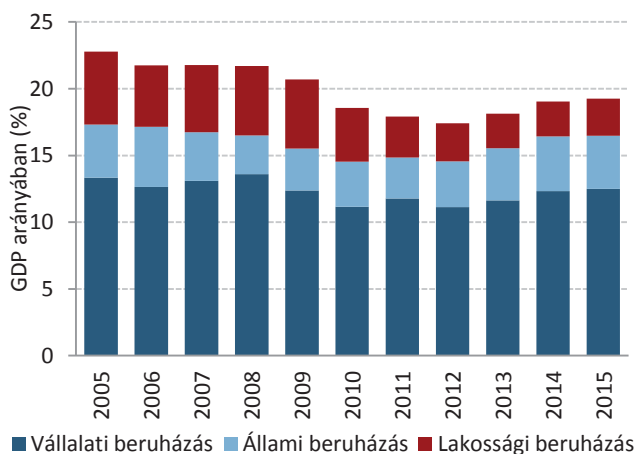
1-8. ábra: Az exportpiaci részesedés alakulása



Megjegyzés: Éves változás.

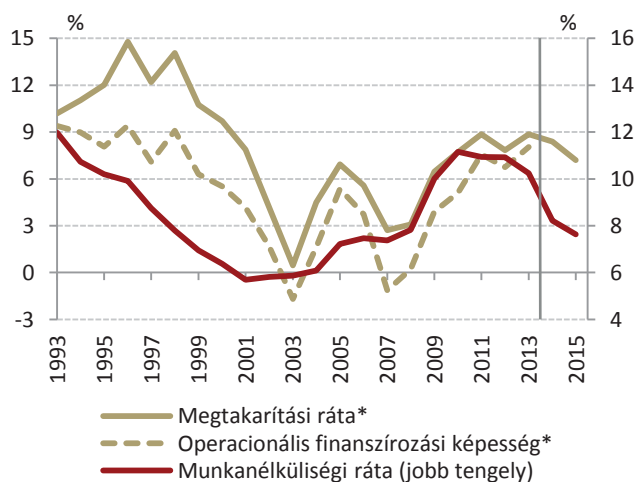
Forrás: MNB

1-9. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

1-10. ábra: A megtakarítási ráta és a munkanélküliség alakulása



Megjegyzés: * A rendelkezésre álló jövedelem arányában.

Forrás: KSH, MNB

A 2007-2013-as EU költségvetési ciklusból rendelkezésre álló keretösszeg gyorsuló ütemű lehívása jelentősen növeli a társfinanszírozott beruházások volumenét 2013-14-ben. Ezt követően 2015-ben is magas szinten maradhat az állami beruházások volumene (az EU források felhasználásának időbeli lefutását részletesebben elemzi az 5—1. keretes írás).

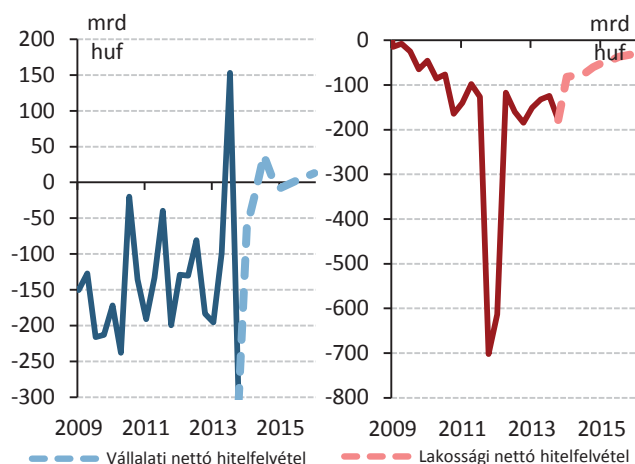
A vállalati beruházások a javuló reálgazdasági kilátásokkal és finanszírozási kondíciókkal összhangban bővíhetnek. A laza monetáris kondíciók támogatják a finanszírozási költségek mérséklődését. A kis- és középvállalkozások esetében a finanszírozási korlátok oldódásához jelentősen hozzájárulhat a Növekedési Hitelprogram, elősegítve ezzel a tőke megőrző és bővítő beruházások megvalósítását. A vállalati beruházásokat segíthetik a következő EU költségvetési ciklusból nagyobb arányban gazdaságfejlesztésre szánt EU források is.

A lakosság fogyasztási döntéseit alapvetően továbbra is a javuló jövedelmi helyzet és az óvatossági megfontolások kettőssége határozza meg. A javuló munkapiaci helyzet és az alacsony infláció következtében számottevően növekszik a háztartások jövedelmének vásárlóereje. Ugyanakkor a lakosság jelentős része továbbra is a válság előtt felhalmozott adósságának leépítésére törekedhet. A szigorú hitelezési feltételek és a lassan oldódó óvatossági megfontolások is hozzájárulhatnak ahhoz, hogy a megtakarítás ráta magas szinten maradjon. A foglalkoztatási kilátások tartós javulása elősegítheti az óvatossági motívumok oldódását, ami a megtakarítási ráta enyhe mérséklődéséhez vezethet (1—10. ábra). Emellett a lakossági beruházási ráta jelenlegi, historikusan alacsony szintjéről enyhén emelkedhet (1—12. ábra; a lakáspiac középtávú kilátásait az 1—2. keretes írás mutatja be).

A vállalati hitelállomány a következő években stabilizálódhat, míg folytatódhat a lakossági adósságállomány mérséklődése (1—11. ábra). A vállalati hitelekben belül a kis- és középvállalkozásoknak folyósított hitelek állománya változatlanul bővülést mutathat a Növekedési Hitelprogramnak köszönhetően.

Az aggregált kibocsátás az előrejelzési horizont végéig potenciális szintje alatt marad. A belföldi eredetű inflációs nyomás szempontjából meghatározó lakossági fogyasztás a fokozatos élénkülés ellenére továbbra is jelentősen elmarad a válságot megelőző szintjétől. Így **a reálgazdaság a teljes előrejelzési horizonton dezinflációs hatású. A kibocsátási rés 2016 végén záródhat.**

1-11. ábra: A lakossági és a vállalati hitelezés negyedéves alakulása



Megjegyzés: Tartalmazza a hitelleírásokból valamint eladásokból származó állománycsökkenést is, így tranzakciós alapon vizsgálva a 2013. IV. negyedévi csökkenés 210 milliárd forintot tesz ki.

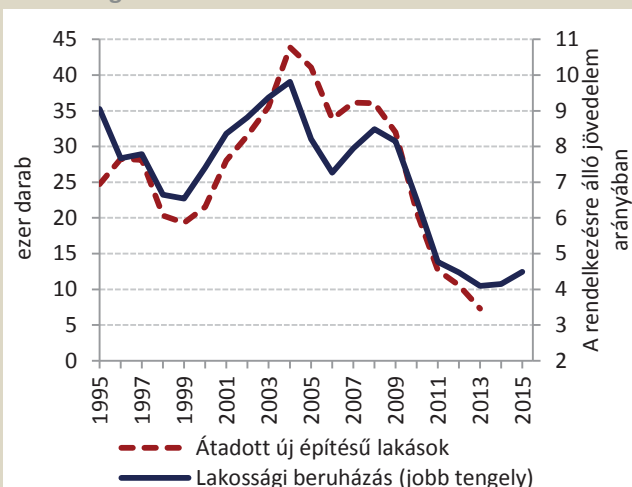
Forrás: MNB

1-2. keretes írás: A lakásépítések középtávú kilátásai

A válság kitörése óta évről évre egyre kevesebb új lakás épült Magyarországon. E negatív trend az idei év első hónapjaiban megfordulni látszik. 2014 első negyedévében 51 százalékkal több új lakás épült, mint az előző év azonos időszakában. A kiadott lakásépítési engedélyek számának alakulása is 20 százalékos növekedést mutatott. Azonban az átadott lakások száma továbbra is rendkívül alacsony, a válságot megelőző évek teljesítményének alig harmadát-negyedét teszi ki (1–12. ábra).

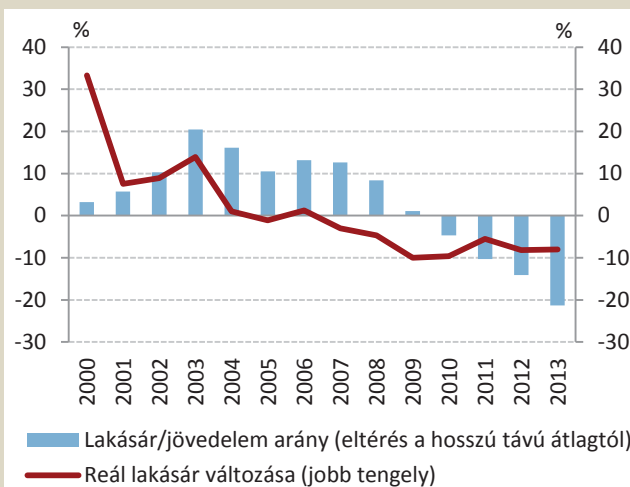
A lakásárak azonban továbbra sem mutatnak fordulatot, az FHB Lakásárindexe 2013-ban 8 százalékos reál lakásár csökkenést jelzett (1–13. ábra). A KSH lakásár-adatai az új lakások esetében az árak stabilizálódását mutatják, de a használt lakások árai tovább csökkennek. Az alacsony lakáspiaci forgalom, valamint a bankok portfóliójában ragadt, kényszerértékesítésre szánt ingatlanok nagy száma potenciális árcsökkentő tényezőként jelentkeznek.

1-12. ábra: Az átadott új építésű lakások számának és a lakossági beruházás alakulása



Forrás: KSH, MNB

1-13. ábra: A lakásárak alakulása



Forrás: FHB, KSH

Keretes írásunk arra keresi a választ, hogy a következő években milyen növekedési potenciálra számíthatunk az új lakások piacán.

A lakások iránti keresletet hosszabb távon elsősorban néhány társadalmi és gazdasági változó alakíthatja: a demográfiai folyamatok, a lakosság jövedelmi helyzete, valamint a lakásberuházás relatív hozama. Ezek jelenleg eltérően hatnak a lakásépítések kilátásaira:

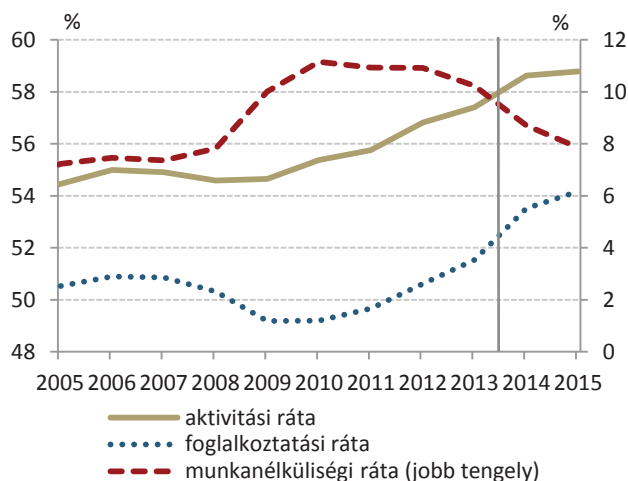
- **Országos szinten a demográfiai folyamatok korlátozzák a lakáspiac fellendülését.** Az elmúlt 10 évben 216 ezer fővel csökkent a lakosság, miközben 350 ezerrel nőtt a lakásállomány. A 2011-es népszámlálás adatai alapján a jelenlegi 4,39 millió magyarországi lakás 10,9 százaléka üresen áll. A használaton kívüli lakások aránya 2001 óta 1,7 százalékponttal nőtt. Árnyalja ugyanakkor a képet, hogy egyes régiókba, különösen Budapestre pozitív a migráció. Továbbá a társadalmi folyamatok megváltoztathatják a lakásokkal kapcsolatos preferenciákat. Például az idősek és az egyedülálló fiatalok arányának növekedése élénkítheti a kisebb méretű lakások iránti keresletet, akár csökkenő népesség mellett is. Így bizonyos térségekben, bizonyos ingatlantípusok esetében mégis támogatóak lehetnek a demográfiai folyamatok.
- **A lakosság jövedelmi helyzete egyre inkább támogathatja a lakáspiac élénkülését.** A lakossági jövedelmek emelkedésével az ingatlanok minőségének javítása iránti igény erősödhet. Bár a hazai lakásállomány átlagos minősége az utóbbi évtizedben fokozatos javulást mutatott, azonban 2011-ben továbbra is 7,6 százalék volt az alacsony komfort-fokozatú lakások aránya. A hazai lakásállomány energiahatékonysága is jelentősen elmarad a nyugat-európai színvonaltól. Így az emelkedő jövedelmi szint lehetőséget adhat a lakáskörülmények érdemi javítására. Ugyanakkor a minőségjavulás új lakások építése helyett felújítással is végbemehet.
- **Végül a lakás mint befektetési forma hozama ismét növekedhet.** Jelenleg alacsony ingatlanár olcsó finanszírozási lehetőségekkel jár együtt a piacokon. Ráadásul a mérséklődő finanszírozási költségekkel párhuzamosan a betéti és az állampapír-hozamok is mérséklődtek, ami az ingatlanbefektetések vonzerejét és így a lakáspiac növekedési potenciáját is növeli. Ezt a képet némileg árnyalja, hogy a válság után óvatosabbakká válhattak a háztartások a hosszú távra való eladósodással kapcsolatban. Továbbá a befektetési jellegű ingatlanvásárlás új helyett használt lakásokat is célozhat. Végül a lakásárak folytatódó csökkenése miatt nehezen ítéltető meg, hogy mely árszintek jelenthetnek megfelelő beszállási pontot.

Összességében a makrogazdasági folyamatok teret adhatnak a lakáspiac élénkülésének. A növekedés legfontosabb középtávú korlátját a demográfiai folyamatok jelentik. A lakásállomány minőségének javításában rejlenek növekedési tartalékok. Ám ez új lakások építése helyett felújítások formájában is megvalósulhat. Így a hazai lakáspiacon kevésbé mennyiségi, mint minőségi javulás várható középtávon. Ezzel összhangban az MNB előrejelzése is azzal számol, hogy a lakossági beruházások volumene a következő években mérsékeltén emelkedik, de a lakossági beruházási ráta tartósan elmarad a válság előtti mértéktől.

1.3. Munkapiaci előrejelzésünk

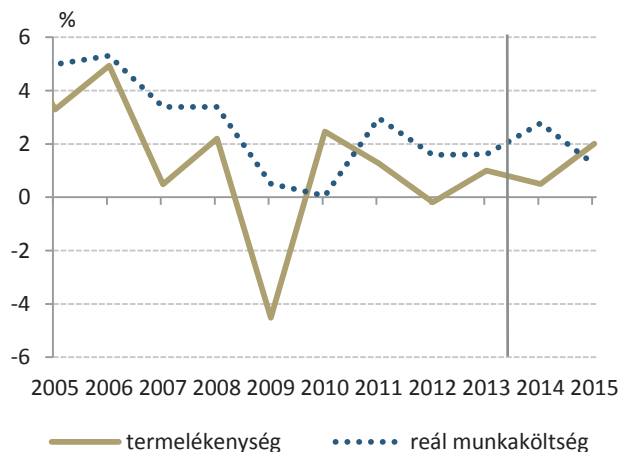
A reálgazdasági növekedéssel párhuzamosan a nemzetgazdasági foglalkoztatás bővülésére számítunk, melyhez a versenyszféra létszámbővülése mellett a közmunkaprogramok is hozzájárulhatnak. Előrejelzési horizontunkon a munkanélküliségi ráta 8 százalék körül alakulhat. Folytatódhat a részmunkaidős foglalkoztatás térnyerése, így a foglalkoztatás a ledolgozott munkaórák számánál gyorsabb ütemben emelkedhet. Összhangban a továbbra is laza munkapiaci kondíciókkal és az inflációs várakozások fokozatos mérséklődésével előrejelzésünkben mérsékelt bérdinamikával számolunk.

1-14. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

1-15. ábra: A termelékenység* és a reál munkaköltségek alakulása a versenyszektorban



Megjegyzés: * Teljes munkaidős egyenértékes létszámmal számítva. A reál munkaköltség a versenyszféra hozzáadott értékének árindexével deflálva.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

2014 elején tovább emelkedett a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma. A növekedést mind a közmunkaprogramok kiterjesztése, mind pedig a versenyszférában foglalkoztatottak létszámbővülése támogatta. Emellett az aktivitás növekedése is folytatódott, miközben a munkanélküliségi ráta a válság kitörése óta nem tapasztalt szintre csökkent.

Előrejelzési horizontunkon az aktivitási ráta további emelkedésével számolunk (1—14. ábra). Az aktivitás növekedését elsősorban a korábbi években meghozott, az aktivitás élénkítését célzó intézkedések magyarázzák. Emellett a munkakereslet élénkülése elősegítheti az inaktívvá vált munkanélküliek fokozatos visszatérését a munkapiacra.

A konjunktúra élénkülésével folytatódhat a versenyszféra munkakeresletének növekedése. A következő években folytatódhat a részmunkaidős foglalkoztatás fokozatos térnyerése. Ennek hatására a foglalkoztatottak száma a ledolgozott munkaóra-tömegnél gyorsabb ütemben bővízhet a következő években. Emellett a nemzetgazdasági foglalkoztatási folyamatokban továbbra is jelentős szerepet kaphatnak az állami közfoglalkoztatási programok. A kormányzati bejelentésekkel összhangban arra számítunk, hogy a következő években 200 ezer körüli szinten alakulhat a közfoglalkoztatottak száma.

A munkapiac továbbra is laza, bár a korábbi éveknél egyre kisebb mértékben. A versenyszféra bővülő munkakereslete, valamint a közmunkaprogramok hatására fokozatosan csökkenő munkanélküliséggel számolunk. A munkanélküliségi ráta azonban továbbra is meghaladhatja a válság előtti szintet.

A vállalati szektorban visszafogott maradhat a bérek dinamikája (1—15. ábra). A laza munkapiaci környezet változatlanul visszafogja a bérek növekedési ütemét. Emellett az inflációs várakozások fokozatos alkalmazkodása is elősegíti, hogy a versenyszférában a válság előtti értékénél számottevően alacsonyabban alakuljon a bérdinamika. Eközben a termelékenység növekedése fokozatosan gyorsul, így a fajlagos munkaköltség dinamikája mérsékelt maradhat a

versenyszektorban. Összességében a munkapiac felől érkező inflációs nyomás a teljes előrejelzési horizonton mérsékelt maradhat.

A nemzetgazdasági bérimdex alakulását a közmunka-program és az állami bérek is érdemben befolyásolják. Mivel a közmunkások bérszintje a nemzetgazdasági átlagnál alacsonyabb, ezért a közmunkaprogram kiterjesztése összetételhatáson keresztül csökkenti a nemzetgazdasági bérimdexet. Az állami alkalmazottak körében a pedagógus életpálya-modell keretében történő béremelések kivételével nem számítunk jelentősebb addicionális bérnövekedésre.

1-3. keretes írás: A vállalati jövedelmezőség mérési problémái és hatásuk munkapiaci előrejelzésünkre

A munkapiaci kilátások értékelésekor gyakran figyelt változó a vállalati szektor bruttó működési eredményének szintje. A **bruttó működési eredmény a tőke részesedése a megtermelt jövedelemből**, mely a hozzáadott érték és a munkavállalói jövedelmek különbségeként számítható. Empirikus megfigyelések és standard közgazdasági elméletek szerint hosszabb távon stabil a bruttó működési eredmény és a hozzáadott érték aránya (a **tőkehányad**). Ezért a tőkehányad hasznos információt szolgáltat a vállalatok viselkedéséről: ha csökken, arra a vállalatok a fajlagos bérköltség visszafogásával reagálhatnak. Ez a munkakereslet csökkentését és a reálbérek visszafogását eredményezheti.

A nemzeti számlákból számított tőkehányad a magyar vállalatok gyenge jövedelmezőségét jelezte az elmúlt években. A tőkehányad 2009-ben a gazdaság jelentős visszaesésével párhuzamosan csökkent, majd a foglalkoztatás csökkenése, a bérdinamika lassulása, és a kibocsátás helyreállása révén 2011-re a válság előtti szint közelébe emelkedett. A 2012. évi gazdasági visszaesés újból csökkentette a tőkehányadot, ám 2013-ban a növekedés visszatérése ellenére sem indult emelkedésnek.

Az elmúlt évek munkapiaci folyamatai némileg ellentmondásban állnak a tőkehányad által jelzett gyenge vállalati jövedelmezőséggel. A versenyszféra foglalkoztatása szinte töretlenül növekedett az utóbbi években, míg a bérdinamika a 2012. évi minimálbér-emelés által közvetlenül nem érintett magasabb jövedelmi kategóriákban is viszonylag magas volt. 2014 elején a márciusi előrejelzésünknel érdemben magasabb volt a foglalkoztatás-bővülés és a bérnövekedés a versenyszektorban.

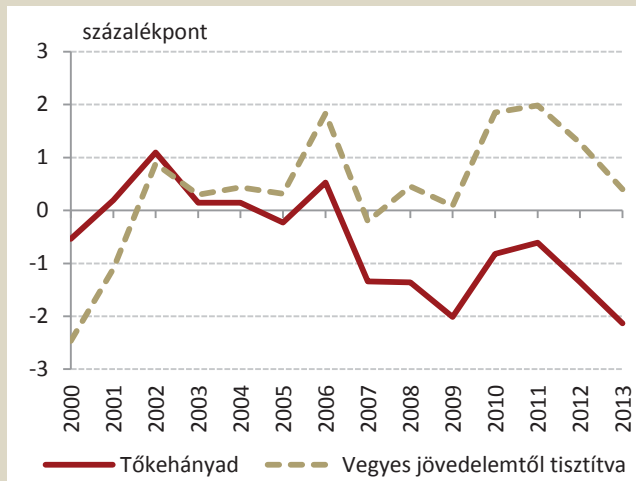
Az ellentmondás feloldása részben mérési problémákból fakadhat. A bruttó működési eredmény tartalmazza a jogi személyiség nélküli vállalkozások (pl. egyéni vállalkozók és őstermelők) tulajdonosainak jövedelmét, az ún. vegyes jövedelmet. Mivel a tulajdonos jellemzően aktívan részt vesz e cégek működésében, ezért a részére munkavállalóként kifizetett bér, valamint a tulajdonosként realizált tőkejövedelem nem választható el élesen. A vegyes jövedelem makrogazdasági súlya az elmúlt évtizedekben trendszerűen csökkent: 1995-ben a versenyszféra hozzáadott értékének 22 százalékát tette ki, 2012-ben viszont csak 11 százalékot. Ha a vegyes jövedelemre profit helyett legalább részben bérként tekintenénk, akkor az elmúlt években magasabb tőkehányad adódna (1–16. ábra).

Továbbá a tőkehányad nem ragadja meg a vállalkozások összes alkalmazkodási csatornáját. A bruttó működési eredmény számviteliileg a vállalatok üzemi eredményéhez áll közel (makroszinten a kettő közt az amortizáció a különbség). Azonban a vállalatok jövedelmezőségét ezen túl többek közt a pénzügyi eredmény és a fizetett jövedelemadó is befolyásolja. Ezek kedvező folyamatai érdemben növelhették a vállalatok mozgásterét az utóbbi évek bérezési döntései során:

- A nemzeti számlák szerint a vállalatok adósságterhe a válság során jelentősen emelkedett, melyhez a kamatok emelkedése és a devizaadósságuk átértékelődése is hozzájárult. **Ám 2010 óta érdemben csökkent a nem pénzügyi vállalatok adósságállománya. A kamatkiadások csökkenését támogatta a hitelkamatok számottevő mérséklődése is.** E folyamatok eredőjeként a nem pénzügyi vállalatok kamateredménye 2009 és 2012 közt a hozzáadott érték 2,3 százalékával javult (1–16. ábra).

- Emellett a 2010. évi társaságiadó-változások érdemi tehercsökkentést jelentettek a vállalkozások számára. A 4 százalékos különadó eltörlése, a 16 százalékos társaságiadó-kulcs 19 százalékosra emelése, a 10 százalékos kedvezményes kulcs bevezetése, valamint a veszteségelhatárolási szabályok szigorítása együttesen a hozzáadott érték 0,8 százalékát kitevő adócsökkentést eredményezett.³

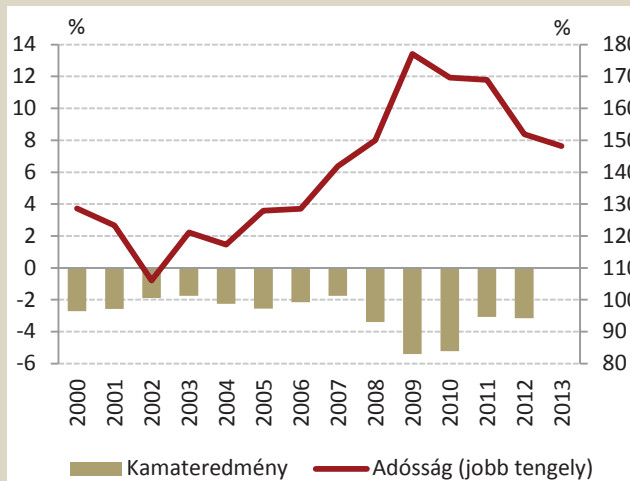
1-16. ábra: Tőkehányad a versenyszektorban
(eltérés a 2000-2007 közti átlagtól)



Megjegyzés: 2013 becslés.

Forrás: KSH

1-17. ábra: A nem pénzügyi vállalatok adóssága és kamateredménye



Megjegyzés: A bruttó hozzáadott érték arányában. Adósság = nem pénzügyi értékpapírok, hitelek, kereskedelmi hitelek.

Forrás: KSH, MNB

Végül a tőkehányad egyensúlyi szintje is változhatott a válság utáni években. A válság óta a kormányzati intézkedések a munkakínálat élénkítése irányába hatottak, ami mérséklőleg hat a reálbérekre. Ezzel szemben a pénzügyi válság a finanszírozási költségek növekedését és hitelfelvételi korlátok erősödését hozta, főleg a kisebb vállalatok körében. A termelési tényezők relatív árának változása munkaintenzívebb termelésre ösztönözhetette a vállalatokat, ami tőke-munka arány átmeneti csökkenését eredményezhette.⁴

A fenti módszertani torzítások és kihagyott alkalmazkodási csatornák miatt a nemzeti számlákból számított tőkehányad az elmúlt időszakban alulbecsülhette a vállalati szektor jövedelmezőségét. Ezért előrejelzési horizontunkon magasabb foglalkoztatás-bővülésre és bérnövekedésre nyílnak tér a vállalati körben, mint azt korábbi előrejelzéseinkben feltételeztük.

³ Az utóbbi években kivetett, vállalatokat terhelő adók (pl. ágazati különadók, pénzügyi tranzakciós illeték, biztosítási adó, távközlési adó, e-útdíj, valamint az emelkedő iparűzési adó) a nemzeti számlákban a termelési adók között jelennek meg, azaz a piaci áras GDP és a vállalatok által realizált alapáras hozzáadott érték közti különbséget növelik. Ezért az alapáras hozzáadott értékből levezetett bruttó működési eredmény a termelési adók jövedelmezőséget rontó hatását már figyelembe veszi.

⁴ Lásd pl. Pessoa, J. P. – Van Reenen, J. (2014): The UK Productivity and Jobs Puzzle: Does the Answer Lie in Wage Flexibility? *Economic Journal*, vol. 124, 433-452. o.

1-2. táblázat: Előrejelzésünk változása a legutóbbi Inflációs jelentéshez képest

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

¹ A GDP arányában.

² A teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.

³ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a teljes munkaidős egyenértékes hazai foglalkoztatottakkal lett kiszámítva. A 2014. márciusi adatok a számítás eltérő módja miatt csak korlátozottan vethetők össze az aktuális adatokkal.

⁴ MNB becslés.

⁵ A szabad tartalékok teljes törlésével.

1-3. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2013	2014	2015
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2014. június)	1,7	0,0	2,5
Consensus Economics (2014. június) ¹	1,7	0,1 – 0,5 – 1,0	1,9 – 2,6 – 3,2
Európai Bizottság (2014. május)	1,7	1,0	2,8
IMF (2014. április)	1,7	0,9	3,0
OECD (2014. május)	1,7	0,5	2,8
Reuters-felmérés (2014. április) ¹	1,7	0,2 – 0,7 – 1,8	2,5 – 2,8 – 3,5
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2014. június)	1,1	2,9	2,5
Consensus Economics (2014. június) ¹	1,1	2,0 - 2,7 - 3,6	1,7 - 2,3 - 3,9
Európai Bizottság (2014. május)	1,1	2,3	2,1
IMF (2014. április)	1,1	2,0	1,7
OECD (2014. május)	1,2	2,0	1,6
Reuters-felmérés (2014. április) ¹	1,1	1,5 - 2,0 - 2,8	1,3 - 2,0 - 2,5
Folyó fizetési mérleg egyenleg³			
MNB (2014. június)	3,0	3,1	3,3
Európai Bizottság (2014. május)	3,1	3,0	2,7
IMF (2014. április)	3,1	2,7	2,2
OECD (2014. május)	3,0	3,6	3,9
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint)^{3,4}			
MNB (2014. június)	2,4	2,7	2,6
Consensus Economics (2014. június) ¹	2,2	2,2 - 2,9 - 3,0	2,3 - 2,7 - 3,1
Európai Bizottság (2014. május)	2,2	2,9	2,8
IMF (2014. április)	2,4	2,9	2,9
OECD (2014. május)	2,3	2,9	2,9
Reuters-felmérés (2014. április) ¹	2,6	2,7 – 2,9 – 3,0	2,3 – 2,9 – 3,0
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2014. június)	2,3	4,0	4,7
Európai Bizottság (2014. május) ²	0,9	4,1	5,6
IMF (2014. április) ²	1,1	3,1	4,2
OECD (2014. május) ²	0,7	3,9	5,2
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2014. június)	1,0	1,9	2,1
Európai Bizottság (2014. május) ²	0,7	1,9	2,2
IMF (2014. április) ²	0,7	1,8	1,9
OECD (2014. május) ²	0,5	1,8	2,2

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

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

³ A GDP arányában.

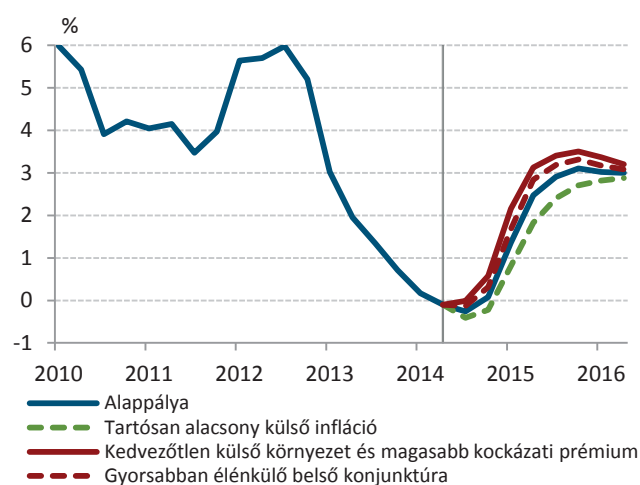
⁴ A szabad tartalékok teljes törlésével.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. (London), 2014.június); European Commission Economic Forecasts (2014. május); IMF World Economic Outlook Database (2014. május); Reuters-felmérés (2014. április); OECD Economic Outlook No. 93 (2014. május).

2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

A Monetáris Tanács a júniusi inflációs jelentés alappályája körül három alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak. A tartósan alacsony külső inflációs környezettel és a külső kereslet vártnál lassabb fellendülésével számoló alternatív forgatókönyvben az inflációs cél az alappályában feltételezetttnél lazább monetáris kondíciók mellett érhető el. A romló külső környezettel és magasabb befektetői kockázatkerüléssel számoló kockázati pálya esetén az alappályánál szigorúbb monetáris kondíciók mellett alakulhat az infláció középtávon az árstabilitással összhangban. Szintén az alappályánál szigorúbb monetáris politikai irányultság felé mutathat a feszesebb munkapiaccal és a hazai fogyasztás dinamikus bővülésével, így a belső konjunktúra gyorsabb élénkülésével számoló forgatókönyv.

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



Forrás: MNB

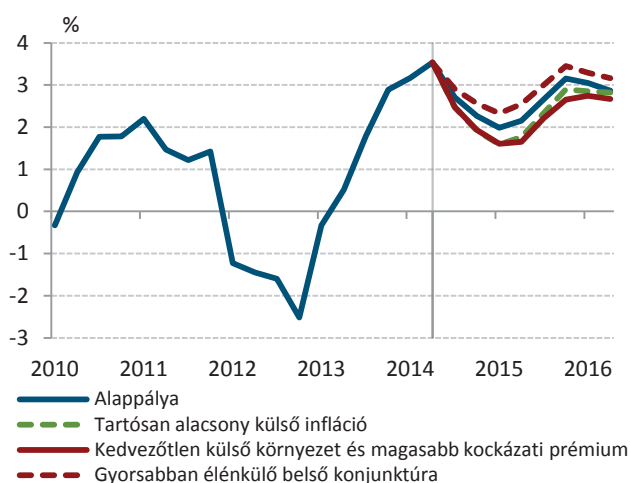
Tartósan alacsony külső infláció

Az elmúlt hónapokban beérkezett adatok alapján a globális infláció tovább mérséklődött, ami Magyarország esetében is érdemben hozzájárult az infláció jelentős mértékű csökkenéséhez. Az eurozóna inflációja az utóbbi hónapokban a várakozásoknál alacsonyabb volt, és előretekintve is visszafogottan alakulhat. Az alappálya feltételezése szerint a globális infláció továbbra is mérsékelt marad, de fokozatosan a jegybanki célok közelébe emelkedhet.

A várakozásoktól folyamatosan elmaradó, globálisan alacsony infláció és az ezzel kapcsolatos deflációs félelmek felvetik annak a kockázatát, hogy külső piacaink kibocsátási rése a jelenleg feltételezetttnél is nyitottabb, és hogy a vártnál is lassabb lehet a fellendülés. Ennek következtében tartósan fennmaradhat az alacsony inflációs környezet. Emellett a feltörekvő gazdaságok, főleg Kína lassulásával kapcsolatos kockázatok hozzájárulhatnak a globális konjunktúra gyengüléséhez és a nyersanyagárak további csökkenéséhez.

Ezekkel összhangban az alternatív forgatókönyv azzal számol, hogy a gyenge nemzetközi kereslet erősebb dezinflációs hatást fejt ki, ami az alappályában feltételezetttnél tartósan alacsonyabb külső inflációs pályát és mérsékeltebb növekedést eredményez. A külső kereslet lassabb helyreállása és az alacsonyabb nyersanyagárak következtében huzamosabb ideig fennmaradó alacsony külső infláció mérsékeltebb importált inflációt eredményez. Ebben a forgatókönyvben az erősebb dezinfláció következtében az inflációs cél középtávon az alappályában feltételezetttnél lazább kamatkondíciók mellett érhető el, miközben a gyengébb kereslet kedvezőtlen növekedési hatásait a laza monetáris politika csak részben tudja ellensúlyozni.

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



Forrás: MNB

Romló külső környezet és magasabb kockázati prémium

Az elmúlt negyedévben a nemzetközi befektetői hangulat változékonyságban alakult, a hazai kockázati felárak ugyanakkor érdemben csökkentek, miközben az árfolyam erősödött. A márciusi előrejelzéshez képest nem változott érdemben a külső keresleti képünk, az alappályában továbbra is felfevőpiacaink lassú élénkülésével számolunk. Emellett azonban folytatódott a korábbi negyedévekben megfigyelt elválás a fejlett és a feltörekvő gazdaságokat jellemző növekedési kilátások tekintetében.

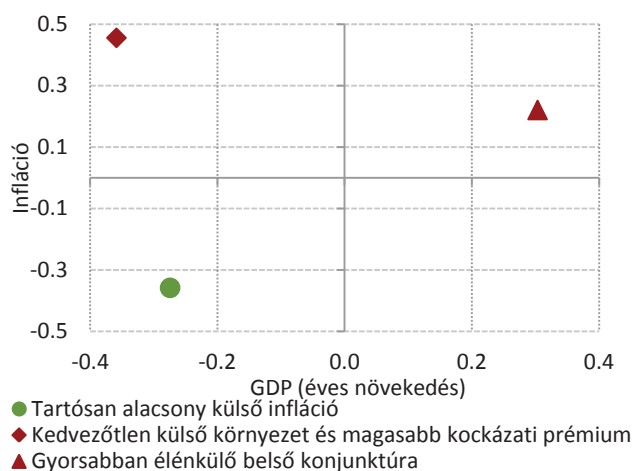
Számos olyan kockázati tényező azonosítható ugyanakkor, amely külső keresletünk és kockázati prémiumunk szempontjából az alappályánál kedvezőtlenebb kimenetet eredményezhet. Ilyen kockázati tényező lehet például a globális kockázattávallási hajlandóság kedvezőtlen alakulása, egyes feltörekvő országok sérülékenysége, továbbá az ukrán-orosz konfliktus kiéleződéséhez, az argentin államcsőd esélyének növekedéséhez, illetve az iraki feszültségekhez kapcsolódó aggodalmak. A geopolitikai konfliktusok esetleges eskalálódása a pénzpiaci hangulat romlását, illetve a régiós országokban az árfolyam leértékelődését és az importkereslet visszaesését eredményezheti, valamint ezen országok bankrendszerét is kedvezőtlenül érintheti. A fejlődő országok növekedési kilátásai előretekintve is törékenyek, mivel többen közülük jelentős strukturális problémákkal küzdenek, emellett ezeket az országokat kedvezőtlenül érintheti a nyersanyagárak csökkenése is. A feltörekvő országok növekedési kilátásainak romlása kedvezőtlenül érintheti a globális kockázattávallási hajlandóság alakulását, illetve a hazai és az euroövezeti exportkilátásokat is.

A felsorolt kockázatok a reálgazdasági problémák mélyülését és pénzpiaci feszültségeket vonhatnak maguk után, így mind kockázati prémiumunk, mind külső keresletünk alakulását kedvezőtlenül érinthetik. Ennek megfelelően ez a forgatókönyv alacsonyabb külső kereslettel és külső tényezők miatt magasabb kockázati prémium pályával számol. A globális befektetői hangulat romlása kedvezőtlenül érinti a hazai kockázati felárakat. A romló kockázati megítélés és az emelkedő infláció az alappályánál szigorúbb monetáris kondíciókat tesz szükségessé ezen alternatív forgatókönyv szerint.

Gyorsabban élénkülő belső konjunktúra

Az elmúlt negyedévben beérkezett adatok alapján a kiskereskedelmi értékesítések vártnál nagyobb ütemű bővülése a lakosság fogyasztási keresletének élénkülését jelezheti, emellett a fogyasztást hosszú távon meghatározó

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 horizonton egészében átlagosan mennyiben különbözik az alappályától. A piros színnel jelzett pályák az alappályánál szigorúbb, a zöld színnel jelzett pályák lazább monetáris politikai kondíciókkal konzisztensek.

Forrás: MNB

tényezők közül a jövedelmi folyamatok is a korábbiaknál kedvezőbb képet mutatnak. A válság előtt eladósodott háztartások jelentős része számára ugyanakkor továbbra is fennállhat a mérlegalkalmazkodási kényszer, illetve a háztartások széles körében jelen lehetnek óvatossági motívumok, ami érdeemben emeli a háztartások nettó megtakarításainak állományát.

Előretekintve elképzelhető, hogy a javuló fogyasztói bizalom és az adósságok leépítése következtében érdeemben csökkenhet a megtakarítási hajlandóság. Az óvatossági megfontolások és a mérlegalkalmazkodási kényszer vártnál gyorsabb oldódása emelheti a fogyasztási hajlandóságot, ami előretekintve gyorsabban emelkedő fogyasztási pályát eredményezhet.

A konjunktúra fokozatos élénkülésével és a foglalkoztatottság növekedésével a munkapiac is egyre feszesebbé válhat. Az elmúlt időszakban jelentős mértékben bővült a foglalkoztatottság, melyet a közmunka programok hatása mellett a versenyszféra javuló foglalkoztatási folyamatai is támogattak. Mindez arra utal, hogy nőtt a versenyszféra munkaerő kereslete az utóbbi negyedévekben, ezáltal erősödhetett a verseny a munkáltatók között, ami magasabb bérdinamika irányába mutathat. Mindez az előrejelzési horizonton inflációs nyomással jár. Az alappályában feltételezettnél magasabb bérdinamika, és a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének megemelkedése következtében magasabb fogyasztási pálya a kibocsátási rés alappályában előrejelzettnél gyorsabb záródását eredményezheti. A növekvő belső kereslet tehát zártabb kibocsátási rést és mérsékeltebb deflációs hatást von maga után. Mindez az alappályánál szigorúbb monetáris politika irányába mutathat.

3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

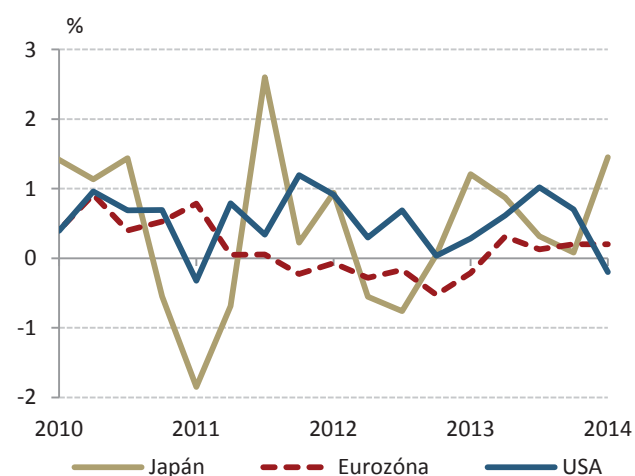
3.1. Nemzetközi környezet

Az elmúlt negyedévben a világgazdaság élénkülése némileg lassult, amely különböző mértékben ugyan, de érintette mind a fejlett, mind a feltörekvő országokat. A dinamika mérséklődése mögött elsősorban átmeneti tényezők álltak. A fejlett országokban a következő negyedévekben újra gyorsulhat a növekedés, amely a bővülő exportkeresleten keresztül pozitívan hathat a feltörekvő országok gazdasági teljesítményére is. A mérséklődő nyersanyagárak és a visszafogottan növekvő világgazdaság változatlanul deflációs hatásúak, aminek eredményeként az inflációs ráták a nagy jegybankok esetében továbbra is az inflációs cél alatt alakultak. A fejlett országok jegybankjai változatlanul laza monetáris kondíciókat tartottak fenn, ami hozzájárult a támogató globális pénzügyi hangulathoz.

3.1.1. Globális konjunkturális folyamatok

2014 első negyedévében a világgazdaság teljesítménye lassult, azonban összességében továbbra is javuló képet mutat. A fejlett és feltörekvő országok közötti növekedési különbségek fennmaradtak. A lassuló növekedési dinamikában átmeneti tényezők mellett (például a kedvezőtlen időjárás az Egyesült Államokban) a feltörekvő országokat övező bizonytalanságok, valamint az orosz-ukrán konfliktus is szerepet játszhatott. Előretekintve a fejlett országokban a fiskális konszolidáció és a magánszektor mérlegalkalmazkodása befejeződhet. Emellett az adósságválság körüli aggodalmak oldódása, valamint a továbbra is laza monetáris kondíciók élénkíthetik a növekedést. A fejlett országok élénkülése a külkereskedelmi kapcsolatokon keresztül támogathatja a feltörekvő országok növekedését. Ugyanakkor az Egyesült Államok monetáris kondícióinak fokozatos normalizálódása kedvezőtlenül érintheti a feltörekvő gazdaságokat. Összességében a következő negyedévekben folytatódhat a globális konjunktúra fokozatos élénkülése, az egyes régiók növekedése azonban eltérő képet mutathat (3–1. ábra).

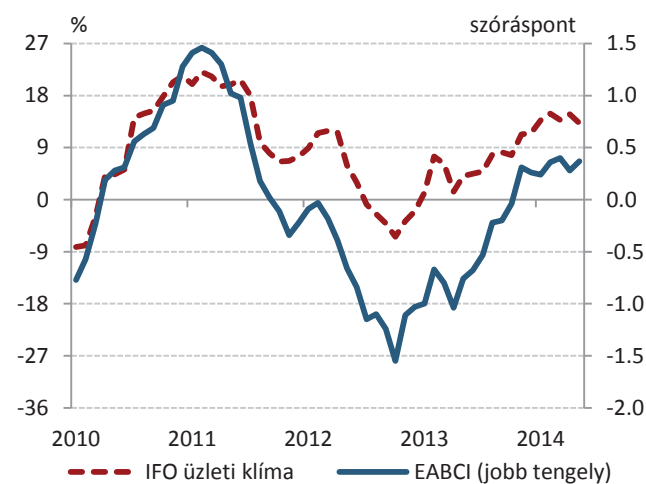
3-1. ábra: GDP növekedés a fejlett gazdaságokban (szezonálisan igazított negyedéves változás)



Forrás: OECD

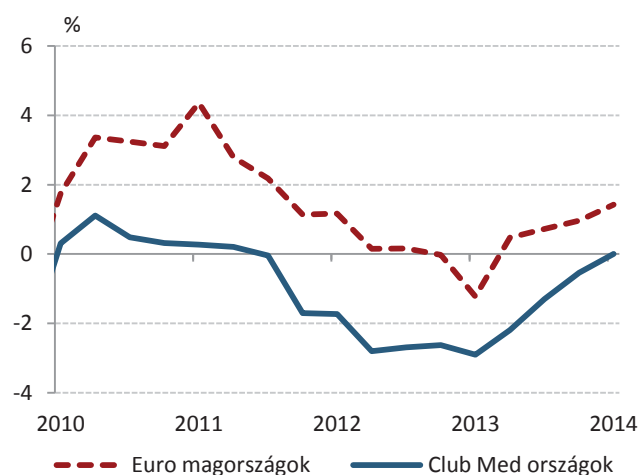
Az Egyesült Államokban az első negyedévi növekedés üteme elmaradt a 2013 végén tapasztalttól, amiben nagy szerepet játszottak a kedvezőtlen időjárási viszonyok, továbbá a visszafogottabb üzleti beruházás és a csökkenő kormányzati kiadások. A kiskereskedelmi forgalom, valamint a feldolgozóipari indikátorok azonban azt jelzik, hogy a második negyedév elején a gazdaság teljesítménye ismét javulhatott. A munkanélküliség tavaly év végi csökkenése megtorpan, a munkanélküliségi ráta az első negyedévben enyhén emelkedett (6,7 százalék), majd áprilisban 6,3 százalékra csökkent. A képet azonban árnyalja az aktivitási ráta csökkenése, ami arra utalhat, hogy a reményvesztett munkakeresők fokozatosan elhagyják a munkapiacot. Emellett a foglalkoztatottak körében továbbra is magas a részmunkaidős foglalkoztatottak száma, amely a gazdaságban meglévő jelentős szabad kapacitásra utal.

3-2. ábra: Német és euroövezeti konjunktúra indikátorok alakulása



Forrás: Európai Bizottság, IFO

3-3. ábra: GDP növekedés az euroövezetben



Megjegyzés: Éves változás.

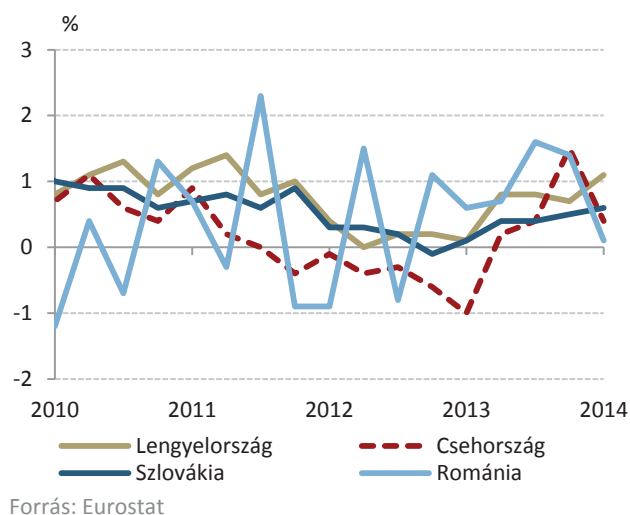
Forrás: Eurostat

Japánban a laza monetáris politika, valamint a fiskális politika átmeneti hatásai segítik a belső kereslet élénkülését és ezzel együtt a gazdaság bővülését. 2014 első negyedévében a gazdaság gyors növekedést mutatott, amely részben a fogyasztási adó kulcsának áprilisi emelése miatt előrehozott fogyasztásnak, és az export bővülésének volt köszönhető. Az áprilisi adatok arra utalnak, hogy az adóemelést követően az üzleti környezet romlott, a fogyasztói bizalom meredeken esett. A kormány az áprilisi adóemelést kedvezőtlen növekedési hatásainak ellensúlyozása érdekében a GDP 1,1 százalékát kitevő költségvetési élénkítést tervez az alacsony jövedelműek számára. A munkaerő-piaci kondíciók javulása is támogatja a fogyasztás további bővülését: a munkanélküliségi ráta áprilisban 3,6 százalékra, 7 éves mélypontjára esett.

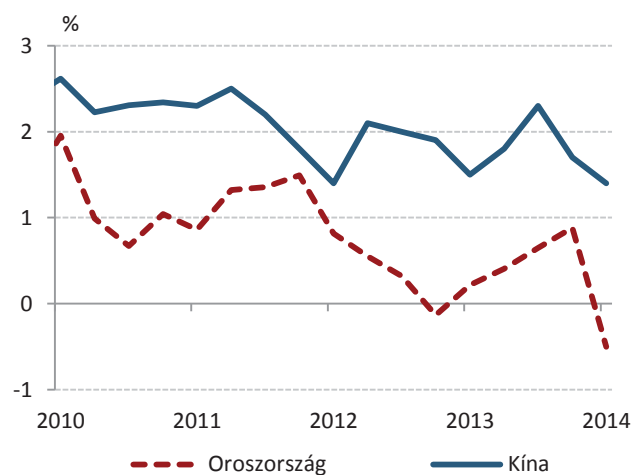
Az euroövezetben 2014 első negyedévében folytatódott a fokozatos kilábalás. A kiskereskedelmi forgalom jelentősen bővült, miközben a fogyasztói bizalom is erősödött. Az üzleti bizalom indikátorai kedvező szinten állnak, ugyanakkor 2014 eleje óta nem javultak tovább (3—2. ábra). A vállalati hitelezés változatlanul visszafogott. Az euroövezet gazdasági kilábalása a munkaerő-piacon késve érzékeltetheti pozitív hatásait. A munkanélküliségi ráta továbbra is magas, 12 százalékos szinten áll. A magországok közül Németországban az első negyedéves növekedés nagyobb volt a vártnál, amelyben közrejátszott az enyhe tél miatt erősödő építőipari aktivitás is. Habár az üzleti beruházások is bővültek, szintjük historikusan alacsony. Az ipari termelés felfutását a beruházási javak iránti, eurozónán kívüli élénk kereslet támogatta. Franciaországban a gazdaság stagnált az előző negyedévhez képest. Miközben az építőipar továbbra is gyengélkedik, a feldolgozóipari termelés és a gépberuházások bővültek. A háztartások fogyasztásának fokozatos felfutása az első negyedévben megtorpant, amelyben az enyhe tél miatti visszafogott energiafogyasztás mellett szerepet játszott az is, hogy a háztartások fogyasztási kiadásait a dohányárak januári emelése, valamint az autót vásárlás adóztatásának várható év eleji szigorítása miatt 2013 negyedik negyedévére hozták előre.

Az eurozóna magországi mellett 2014 elején a periféria országok gazdasági is az élénkítés jeleit mutatták (3—3. ábra). Spanyolországban gyorsult a növekedés, a fogyasztói és üzleti bizalom is javult, és a foglalkoztatás is növekedésnek indult. Mindez hozzájárult a belső kereslet fokozatos felfutásához. Olaszországban az első negyedévben újra enyhén csökkent a kibocsátás. A foglalkoztatás esett, miközben a munkanélküliség újra emelkedésnek indult.

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



3-5. ábra: GDP növekedés Kínában és Oroszországban (szezonálisan igazított negyedéves változás)



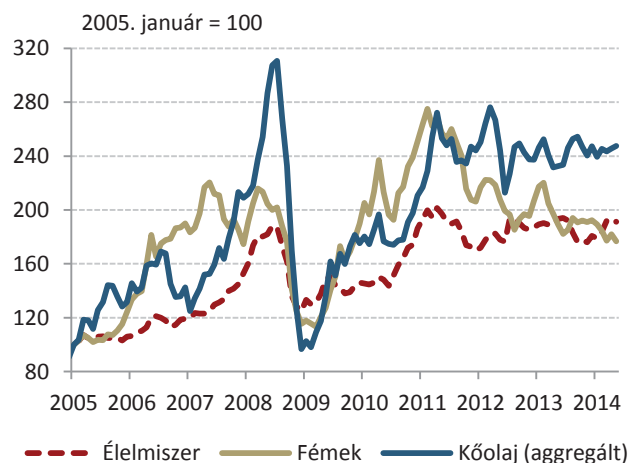
Az eurozónán kívüli európai országok közül az Egyesült Királyságban a fogyasztás felfutása következtében gyorsult a növekedés. A fogyasztás bővüléséhez a laza monetáris politika mellett a javuló munkaerő-piaci helyzet is hozzájárult. A beruházások valamint az export ugyanakkor továbbra is visszafogottan alakult. Az ingatlanpiacon az élénk hitelezési aktivitás miatti keresletbővülés elsősorban az ingatlanárak emelkedésében jelent meg.

A kelet-közép-európai régió növekedése tovább folytatódott, bár az egyes országok teljesítménye vegyes képet mutatott (3—4. ábra). A régió növekedésében továbbra is meghatározó tényező a fő külkereskedelmi partnerek, elsősorban Németország élénkülése. Az előző negyedévhez képest a régióban Csehország és Románia veszített lendületéből, Szlovákiában nem változott érdemben a növekedés üteme, miközben Lengyelországban gyorsulás volt megfigyelhető. Csehországban a javuló külső kereslet mellett a belföldi monetáris kondíciók lazulása és a támogató fiskális politika is kedvezően hatott a növekedésre. Lengyelországban a növekedés hajtóereje elsősorban a kivitel volt, de a belső kereslet bővülése és a beruházások is pozitívan járultak hozzá a gazdaság teljesítményéhez. A román gazdasági aktivitás élénkülését az export növekedése, valamint a fokozatosan erősödő fogyasztás támogatja. Szlovákiában az első negyedéves kiugró teljesítményt az export mellett elsősorban a beruházások, és a közösségi fogyasztás alakulása magyarázza.

A fő feltörekvő gazdaságok közül Kínában az első negyedévben 7,4 százalékra mérséklődött a GDP növekedés üteme, amely elsősorban az ipar visszafogott teljesítményével, illetve az export visszaesésével magyarázható (3—5. ábra). A háztartások fogyasztása továbbra is erősnek mondható, bár a rendelkezésre álló jövedelmek növekedése a lassulás jeleit mutatja. A beruházások bővülése a hitelezési aktivitás visszafogására irányuló törekvések, valamint az ingatlanberuházásokra vonatkozó szabályozások megszigorítása miatt lelassult.

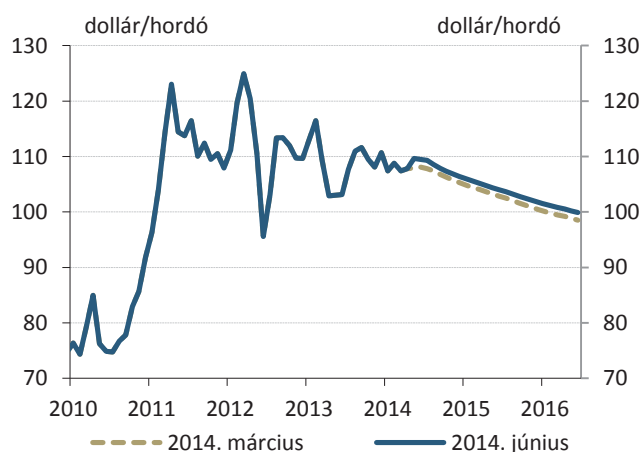
Az orosz gazdaság teljesítménye visszaesett 2014 elején (3—5. ábra). Az ukrán krízis kirobbanása előtt visszafogott ütemben bővült a gazdaság. 2013 folyamán negyedéves alapon enyhén gyorsult a növekedés, elsősorban a gázexport felfutásának köszönhetően. 2014 elején a rövid távú indikátorok alapján jelentősen veszített lendületéből a gazdaság, az előző negyedévhez képest 0,5 százalékkal csökkent a GDP. Ebben az ukrán krízis óta csökkenő üzleti bizalom, valamint az erőteljes tőkekiáramlás is szerepet játszott. Az Oroszországgal szemben bevezetett szankciók

3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (dollar)



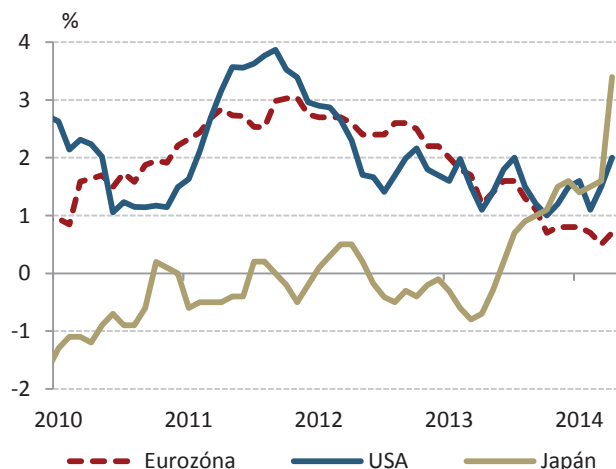
Forrás: IMF-IFS

3-7. ábra: Olajár-feltevésünk változása



Forrás: Bloomberg

3-8. ábra: Infláció a fejlett gazdaságokban



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: OECD

előretekintve is visszafoghatják a beruházásokat.

3.1.2. Globális inflációs folyamatok

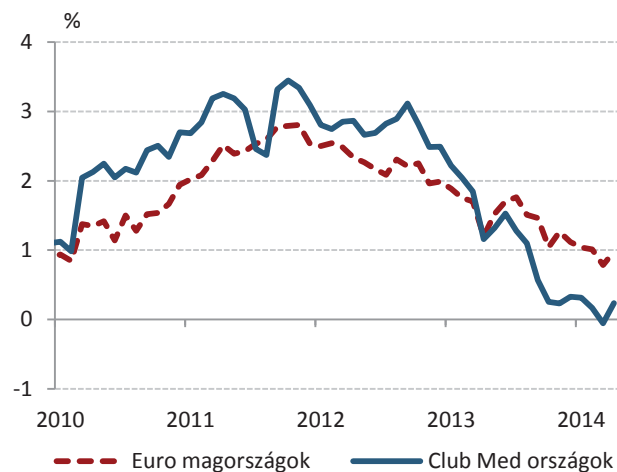
Az utóbbi hónapokban visszafogottan alakultak a nyersanyagárak (3—6. ábra). A Brent kőolaj világpiaci ára nem változott érdemben az elmúlt időszakban és továbbra is 110 dollár környékén ingadozott. Június második felében az iraki konfliktus súlyosbodása miatt a világpiaci ár 115 dollár közelébe emelkedett.

A határidős jegyzések a dollárban számított olajár fokozatos mérséklődését vetítik előre (3—7. ábra). Az elmúlt években az amerikai palaolaj kitermelés felfutása képes volt pótolni a politikai konfliktusok miatt kieső olajtermelést (főként a Közel-Keleten és Afrikában). Középtávon az energiahatékonyság javulása, valamint a megújuló energiahordozók szerepének növekedése miatt az olajkereslet lassabban növekedhet, mint a kínálati kapacitások. Így a világgazdaság élénkülése ellenére is mérsékeltten alakulhat a kőolaj ára. Ugyanakkor a geopolitikai bizonytalanságok miatt a rövid távú volatilitás erős maradhat.

Az ipari nyersanyagok (vasérc, szén) **ára jelentősen csökkent**, főként Kína acélkeresletének visszaesése miatt. A vasérc ára az év elejéhez képest májusra több mint 20 százalékkal mérséklődött. **A nyers élelmiszerek világpiaci ára** az év eleji – kedvezőtlen időjárási tényezőkhez köthető – emelkedést követően **stabilizálódott**.

Az inflációs ráták a fejlett országok többségében cél alatt vagy annak közelében alakultak (3—8. ábra). A fejlett országokat továbbra is negatív kibocsátási rés jellemzi, mérsékelt a keresletoldali inflációs nyomás. A mérséklődő nyersanyagárak és a lassú gazdasági növekedés együttesen fékezi az inflációt. Áprilisban az USA-ban 2 százalék, az euroövezetben 0,7 százalék volt az infláció. Májusban az euroövezet inflációja 0,5 százalékra mérséklődött. Az infláció üteme a magországokban is csökkent (3—9. ábra), Németországban a májusi adatok alapján 0,9 százalékra lassult az árak növekedési üteme. A mérsékelt euroövezeti inflációhoz a kihasználatlan kapacitások magas szintje mellett a felértékelődő euro (3—10. ábra), a csökkenő üzemanyagárak, illetve a lassuló ütemben emelkedő élelmiszerárak járultak hozzá. Japánban elsősorban a forgalmi adó 5-ről 8 százalékra emelésének köszönhetően haladta meg az áprilisi fogyasztóiár-index (3,4 százalék) a jegybank által kitűzött 2 százalékos célt. Habár az inflációs tendenciák biztatóak, elemzők arra figyelmeztetnek, hogy a fenntartható növekedési pálya eléréséhez a bérek hasonló ütemű emelkedésére lenne szükség. Az Egyesült Királyságban áprilisban 1,8 százalékra mérséklődött az

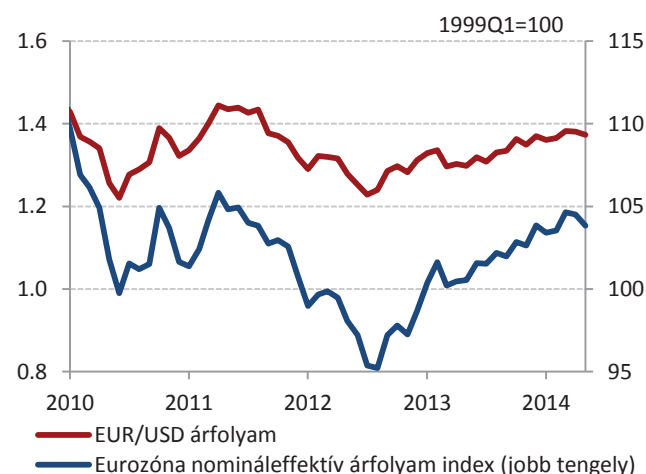
3-9. ábra: Infláció az euroövezetben



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: Eurostat

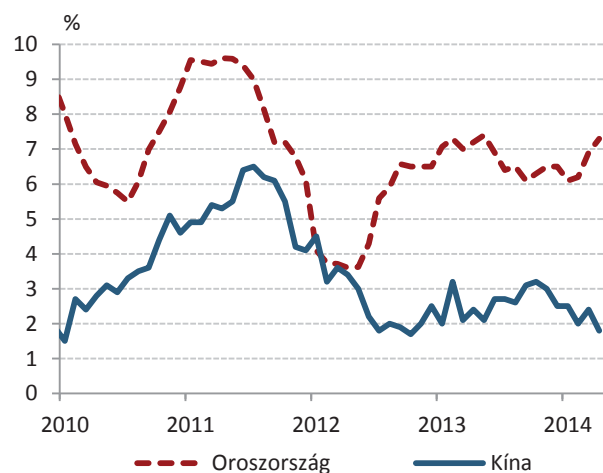
3-10. ábra: Az euro árfolyamának alakulása



Megjegyzés: A nagyobb érték az euro felértékelődését jelzi.

Forrás: EKB, Eurostat

3-11. ábra: Infláció Kínában és Oroszországban



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: OECD

inflációs ráta.

A nagyobb feltörekvő gazdaságok közül Kínában az infláció viszonylag mérsékelt maradt, a tavalyi év végi emelkedést követően áprilisra 1,8 százalékra csökkent az áremelkedés éves üteme. Oroszországban az inflációs kockázatok a növekvő energia- és élelmiszeráraknak, valamint a leértékelődő árfolyamnak köszönhetően fokozódtak, a fogyasztóiár-index áprilisra 7,3 százalékra emelkedett (3—11. ábra).

A közép-kelet-európai régióban változatlanul cél alatti infláció figyelhető meg. A régió országaiban továbbra is negatív a kibocsátási rés. Csehországban a fogyasztóiár-index és a monetáris politika szempontjából releváns (az indirekt adók első körös hatásától szűrt) infláció nulla közelében tartózkodik az év eleje óta. Ebben a szabályozott árak mérséklődő inflációja mellett a gazdaságban meglévő kihasználatlan kapacitások dezinflációs hatása játszott szerepet. A jegybanki beavatkozásnak köszönhetően gyengülő árfolyam begyűrűzése, valamint az adminisztratív árcsökkentések kifizetése ugyanakkor a későbbiekben a magasabb infláció irányába hat. Lengyelországban az infláció áprilisban 0,3 százalék volt, így továbbra is jelentősen a 2,5 százalékos cél alatt tartózkodik. A maginfláció az elmúlt hónapokban fokozatosan emelkedett, ugyanakkor továbbra is alacsony (1,1 százalék) alakul. Romániában az infláció alacsony szinteken ragadt, áprilisban 1,2 százalékot tett ki. Az 2013 óta tartó dezinfláció átmeneti hatások mellett a negatív kibocsátási réshez és az inflációs várakozások mérséklődéséhez köthető.

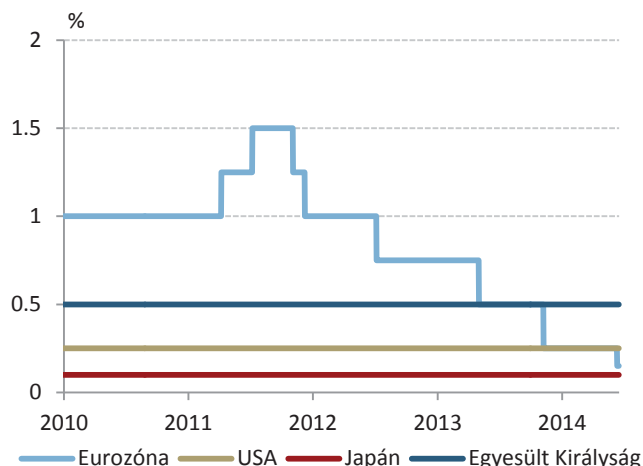
3.1.3. Monetáris politikai és pénzügyi piaci folyamatok

A globális jelentőségű jegybankok továbbra is úgy ítélték meg, hogy a gazdasági aktivitással összhangban a középtávú inflációs kockázatok visszafogottak, így **fenntartották a laza monetáris kondíciókat** (3—12. ábra).

A Federal Reserve folytatta az eszközvásárlások havi ütemének 2013 decemberében megkezdett csökkentését, így a havi vásárlások májustól 45 milliárd dollár értékben folytatódnak. Az előretekintő iránymutatás alapján a 0 közeli alapkamat emelése csak jóval az eszközvásárlások leállása után kezdődhet meg, különösen, ha az infláció a 2 százalékos hosszú távú cél alatt marad. A Fed döntéshozói 2015-ben várják az első kamatemelést.

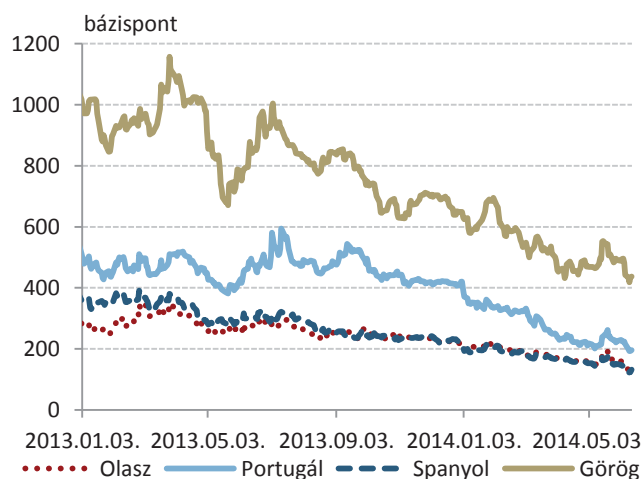
Az EKB júniusban 10 bázisponttal, 0,15 százalékra csökkentette az alapkamatot. Ezzel egyidejűleg, aszimmetrikusan 35 és 10 bázisponttal mérsékelte a kamatfolyosó szélét, így a refinanszírozási kamatot 40

3-12. ábra: A fejlett gazdaságok alapkamatainak alakulása



Forrás: Központi bankok adatbázisa

3-13. ábra: A 10 éves periféria államkötvények hozamfelárának alakulása a 10 éves német állampapírhozamokkal szemben



Forrás: Bloomberg

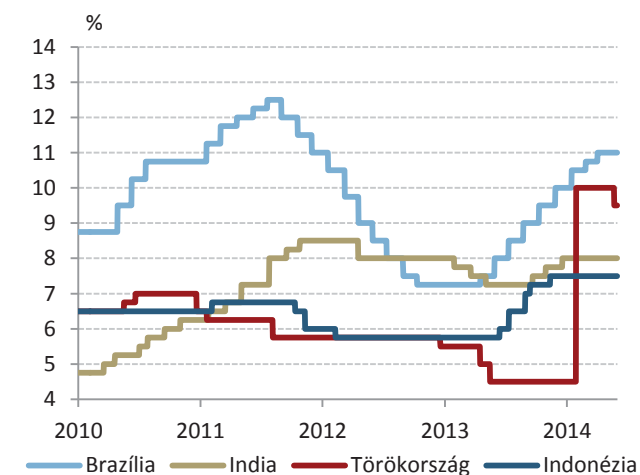
bázispontra, a jegybanki betéti kamatot mínusz 10 bázispontra csökkentette. Az EKB további négy, nem szokványos elemből álló intézkedéscsomagot jelentett be, amelyeket együttesen mennyiségi lazításnak tekintenek és a reálgazdaság hitelezésének fellendülését, valamint a transzmissziós mechanizmus helyreállítását célozzák. Draghi elnök módosításokkal megismételte az előretekintő iránymutatást, miszerint az EKB kamatai az aktuális inflációs kilátások alapján hosszabb ideig a jelenlegi szinten maradnak. A 2012 nyarától jellemző pénzügyi piaci stabilizálódás továbbra is megfigyelhető. Az euroövezet magországaiban az állampapír-hozamok és bankközi kamatok továbbra is alacsonyan alakulnak, és folytatódott a magországekba kihelyezett betétek visszaáramlása a periféria országokba (3–13. ábra).

Az angol jegybank a korábbi iránymutatásában alkalmazott munkanélküliségi küszöbértéket elérve módosított az előretekintő iránymutatáson. Ennek jegyében hangsúlyozták, hogy kamatemelésre várhatóan csak fokozatosan kerülhet sor, és annak időzítése, mértéke és folyamatossága a gazdasági kondícióktól, és több, főként a kapacitáskihasználtsághoz kötődő indikátor alakulásától függ majd. Emellett azt is jelezték, hogy legalább addig fenntartják az eszközvásárlások jelenlegi értékét, amíg nem emelik meg az irányadó rátát a jelenlegi 0,5 százalékos szintjéről.

Japánban a jegybank változatlanul hagyta a 2 százalékos inflációs cél elérése érdekében tavaly áprilisban meghirdetett mennyiségi és minőségi lazítási programját. A pénzügyi piaci kondíciók tartósan kedvezően alakulnak. A banki hitelezés ösztönzése érdekében a japán jegybank még februárban kiterjesztette a hitelösztönző programjait (Stimulating Bank Lending Facility, Growth Support Facility). Mindkettő esetében megduplázták a felhasználható keretösszeget és meghosszabbították az utóbbi eszköz lejáratát 1-3 évről 4 évre.

A globális pénzpiaci hangulat az időszak során összességében támogatóan alakult. A kockázatos eszközök jól teljesítettek, a fejlett tőzsdeindexek többször is historikusan magas szintre emelkedtek, míg a feltörekvő piaci tőzsdék többségén szintén emelkedés volt megfigyelhető. A feltörekvő országok kötvényhozamai csökkentek, miközben számos ázsiai és feltörekvő piaci gazdaság devizája erősödni tudott a dollárral szemben. A nagy feltörekvő gazdaságok monetáris politikája az elmúlt évben összességében a szigorodás irányába mutatott, de az elmúlt hónapokban jellemzően nem változtak az irányadó kamatok (3–14. ábra). Az időszak egyik legfontosabb piacmozgató eseménye, az orosz-ukrán

**3-14. ábra: A nagyobb feltörekvő országok
alapkamatainak alakulása**



Forrás: Központi bankok adatbázisa

konfliktus fokozódása márciusban és áprilisban több esetben is érdemben rontotta a globális kockázatvállalást, ennek hatása azonban májusban kevésbé érezte hatását a nemzetközi piacokon.

A kelet-közép-európai régió jegybankjai fenntartották a laza monetáris kondíciókat. Romániában legutóbbi, májusi kamatdöntő ülésén a jegybank a várakozásoknak megfelelően nem változtatott az alapkamat 3,5 százalékos értékén. A cseh központi bank az elmúlt hónapokban egyhangú döntéssel változatlan szinten, 0,05 százalékon hagyta az alapkamatot. A döntéshozók szerint az árfolyamszint melletti elköteleződés előreláthatóan legalább 2015 elejéig fennmaradhat a monetáris kondíciók gyengítése érdekében. A lengyel jegybank döntéshozói korábbi, megerősített iránymutatásuknak megfelelően – miszerint legalább 2014 szeptemberéig változatlan szinten tartják az irányadó rátát – az áprilisi és májusi ülésen változatlan szinten tartották a kamatot.

3-1. keretes írás: Deflációs kockázatok az eurozónában? – Mit mutatnak a japán tapasztalatok

Az eurozónában az infláció az utóbbi hónapokban 1 százalék alatt alakult, és így egyre inkább felerősödtek a defláció kialakulásával kapcsolatos félelmek. A japán gazdaság két évtizeden keresztül küzdött a defláció és az alacsony gazdasági növekedés problémájával, így érdemes lehet összehasonlítani a jelenlegi európai folyamatokat a szigetországban történetekkel.

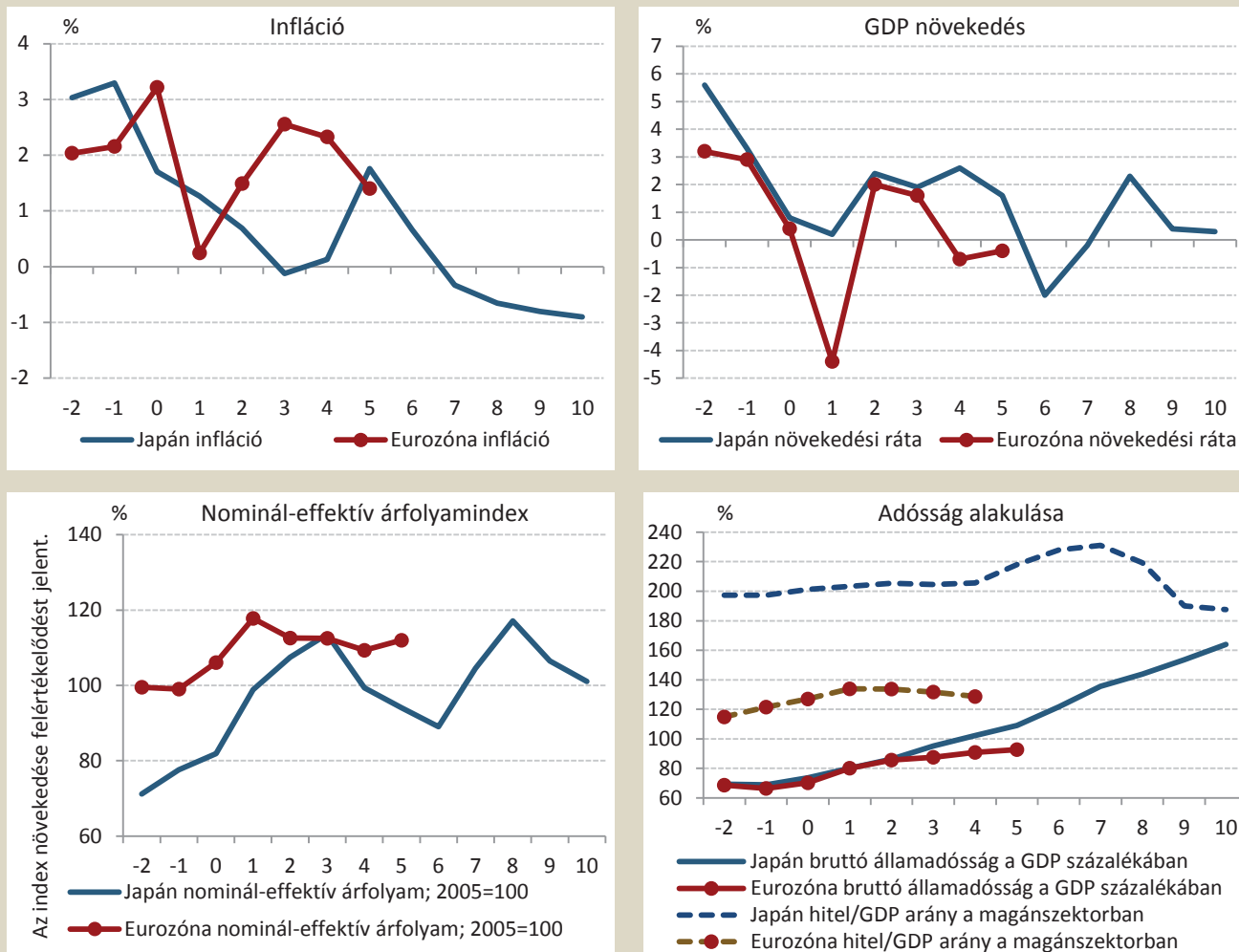
Japán az 1990-es évek közepe óta néz szembe az árcsökkenés problémájával. Az inflációs ráta 1995-ben fordult először negatív tartományba és 1998-tól egészen a tavalyi évig ott is maradt. **A japán defláció kialakulásának okaként** nem lehet egyetlen tényezőt kijelölni, **több hatás együttesen** járulhatott hozzá.

- Japánban a kilencvenes éveket megelőzően **ingatlanbuborék** alakult ki, melyhez hozzájárult, hogy az exportbevételekből megerősödő japán vállalatok ingatlanpiacba fektették pénzüket. Emellett az 1985-ös Plaza Egyezmény⁵ nyomán érdemben erősödő jen árfolyam negatív hatásait a japán jegybank laza monetáris politikával igyekezett ellensúlyozni, ami szintén fűtötte az ingatlanpiaci buborékot. A buborék **1992-es kipukkanásának eredményeként drasztikusan nőtt a munkanélküliség és jelentősen csökkentek az ingatlan- és földárak**. Az eszközárak esése miatt mind az államháztartás, mind a bankrendszer komoly veszteségeket volt kénytelen elszenvedni, melynek hatására **a hitelezés leállt, a kereslet pedig tartósan visszaesett**. Az aggregált keresletet a tartósan laza fiskális politika sem volt képes érdemben élénkíteni, ugyanakkor a fiskális expanzió az államadósság fokozatos emelkedéséhez vezetett.
- A japán gazdaságot a tartósan visszafogott kereslet mellett a **potenciális kibocsátás gyengélkedése** is sújtotta. Ebben a népesség gyors ütemű öregedése mellett a lassú termelékenység-növekedés is szerepet játszott. A termelékenység gyengélkedése pedig a vállalati és banki mérlegalkalmazkodás miatt tartósan visszaeső beruházásokkal függhetett össze.
- Nagyban hozzájárulhatott a negatív árindex kialakulásához a **felértékelődő árfolyam** is, annak ellenére, hogy a japán jegybank folyamatosan igyekezett gyengíteni azt.

⁵ Az egyezmény az 1980-as évek első felében jelentősen felértékelődő dollár gyengítését célozta a fejlett jegybankok közös intervenciója útján. A monetáris politikai lépések nyomán a jen 1985 és 1987 között kb. 50 százalékkal értékelődött fel a dollárral szemben.

- A negatív árdinamikát a **nominális bérek csökkenése** is követte. Mivel a japán gazdaságában nagy súllyal bír az elektromos gépek, eszközök gyártása, ezen ágazat árának nagymértékű csökkenése jelentősen befolyásolta árindexének alakulását. Az árcsökkenésben egyrészt a feltörekvő ázsiai országok olcsó munkaereje által támasztott verseny játszott fontos szerepet. Másrészt az 1985-ös Plaza Egyezmény hatása is jelentős volt a deflációt megelőző periódusban: a dollár nemzetközi koordináció útján történő leértékelése érdemben erősítette a jen árfolyamát.
- Szintén magyarázó tényező lehet az **inflációs várakozások** alakulása. Japán esetében sokan kiemelik, hogy az árcsökkenés egyfajta önbeteljesítő folyamat következménye. A jegybank nem volt képes horgonyozni a lakosság várakozásait és bár a deflációs időszak előestéjén a 10 éves várakozások még megnyugtatóan pozitív tartományban tartózkodtak, de az 1 éves prognózisok már jelentősen mérséklődtek.

3-15. ábra: Japán és az eurozóna összehasonlítása



Megjegyzés: A vízszintes tengelyen 0-val a válság évét jelöltük. (Japán esetében 1992, az Eurozóna esetében 2008.)

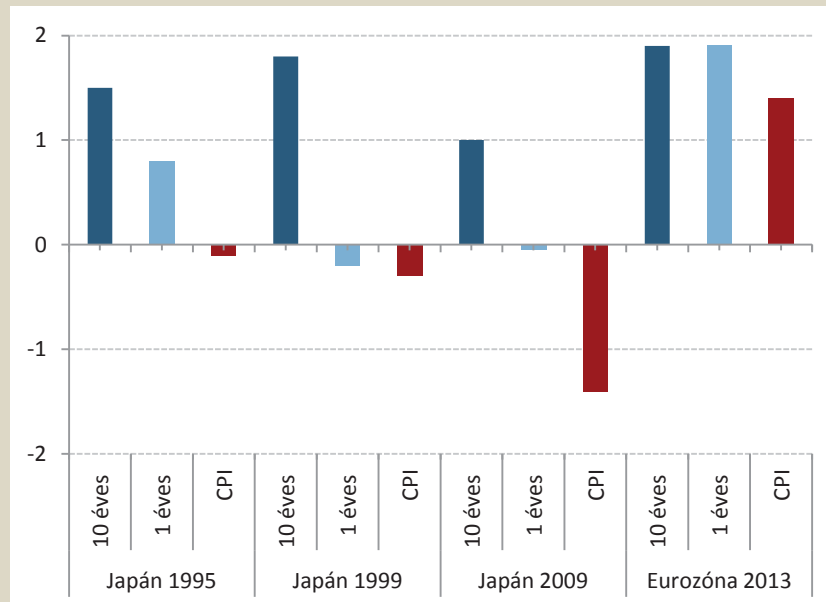
Forrás: Eurostat, WDI, OECD

Megvizsgálva az **eurozóna** legfontosabb makrogazdasági adatait **számos ponton találhatunk hasonlóságokat, ám az elmozdulások nagyságrendje egyelőre lényegesen mérsékeltebb, mint a Japán esetben volt.** A gazdasági világválságot megelőzően számos európai gazdaságban (főként a periféria országokban: Spanyolország és Írország) alakult ki ingatlanbuborék, melynek kipukkanása után az ingatlanárak drasztikusan zuhantak. Az ingatlan és pénzügyi eszközárak esése komoly terheket rótt a valutaunió pénzügyi rendszerére is. A pénzügyi rendszer megerősítése, a bankrendszer mérlegének a rossz eszközöktől való megtisztítása lassú folyamat, melynek következtében a hitelkínálat jelenleg is gyenge. Emellett az államadósság szintjének csökkentése érdekében alkalmazott fiskális megszorítások a keresletet is tovább szűkítették. Jelentős eltérés azonban, hogy míg Japánban a magánszektor is súlyos adósságokkal küzdött, addig az eurozónában ez nem általános, inkább csak néhány periféria országra jellemző. Ugyanakkor közös vonások lehetnek a

romló demográfiai trendek, a gyengülő beruházási aktivitás és lassú termelékenység-növekedés. Ezen túl az euro árfolyama is felértékelődött, bár közel sem a 90-es évekbeli japán tapasztalatoknak megfelelő mértékben.

Másfelől jelentős eltérés, hogy Európában egyelőre nem alakult ki általános negatív ár-bér spirál, bár egyes periféria országokban a bérszínvonal jelentősen csökkent a válság óta. Továbbá az eurozóna inflációs várakozásai a fogyasztóiár-index jelentős csökkenése ellenére továbbra is a 2 százalékos inflációs cél közelében alakulnak mind rövidebb (1 éves), mind hosszabb távon (10 éves). A monetáris politikát illetően az elemzők többsége kiemeli, hogy az Európai Központi Bank gyorsabban és határozottabban lépett fel a deflációs kockázatok ellen, mint a japán jegybank a 90-es években.

3-16. ábra: Lakossági inflációs várakozások



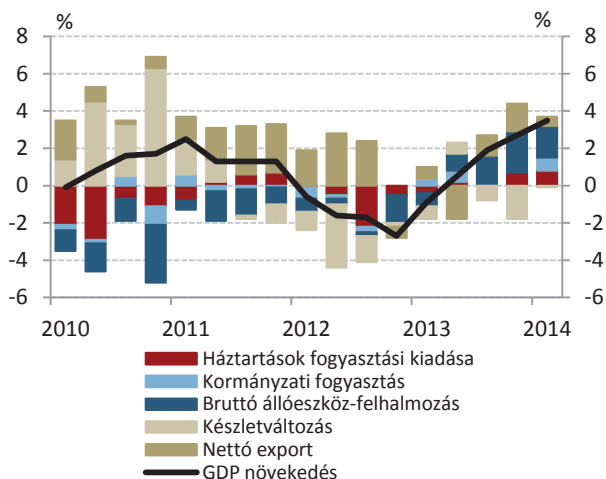
Forrás: Consensus Economics

Ahogy a japán példa is mutatja, a defláció kialakulása több tényező együttesére vezethető vissza. Ezek közt kiemelt szerepet játszik a bankrendszer elhúzódó gyengélkedése, az elégtelen aggregált kereslet, a romló növekedési potenciál, a felértékelődő árfolyam, valamint a várakozásokon keresztül kialakuló negatív ár-bér visszacsatolás kialakulása. A jelenlegi európai helyzet a meghatározó tényezőket illetően több ponton mutat hasonlóságokat a 90-es évek japán eseményeivel. Ám ezek nagyságrendje az eurozóna esetében egyelőre még mérsékeltebbnek és kezelhetőnek tekinthető.

3.2. Aggregált kereslet

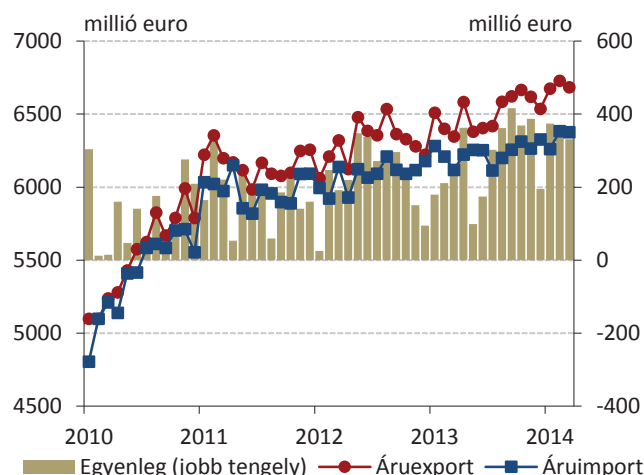
2014 első három hónapjában kiegyensúlyozott szerkezetben folytatódott a bruttó hazai termék bővülése, melyet keresleti oldalról a főként beruházások és a lakossági fogyasztás gyorsuló dinamikája magyarázott. A belső kereslet bővülése miatt növekvő importigény a nettó export pozitív hozzájárulását mérsékelte.

3-17. ábra: Az éves GDP-változás szerkezete



Forrás: KSH

3-18. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom értéke és egyenlege



Forrás: KSH

2014 első negyedében 3,5 százalékkal bővült a GDP az előző év azonos időszakához képest. A tavalyi év negyedik negyedéhez képest 1,1 százalékkal nőtt a kibocsátás, ami meghaladta a tavalyi év utolsó három hónapjában látott 0,7 százalékos ütemet.

Kiegyensúlyozott szerkezetben folytatódott a gazdaság növekedése. A lakossági fogyasztás, a magán- és állami beruházások és az export egyaránt bővült (3—17. ábra).

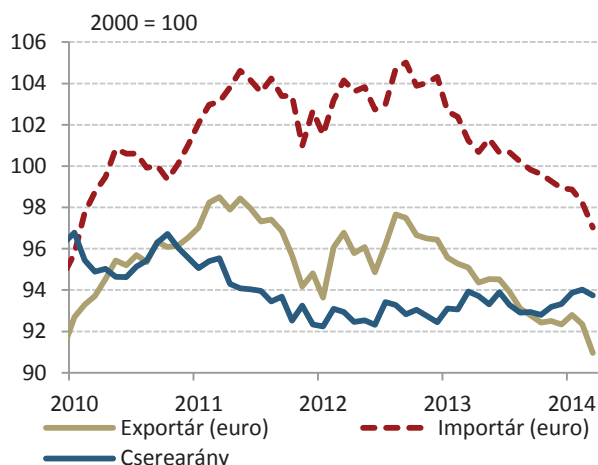
3.2.1. Külkereskedelem

Az első negyedében folytatódott a külkereskedelmi többlet bővülése (3—18. ábra). A korábbi negyedekhez hasonlóan leginkább a járműgyártás támogatta a kivitel növekedését, ugyanakkor az egyéb termelő ágazatok korábbinál szélesebb körében figyelhetők meg az értékesítések bővülését. Az áprilisi adatok alapján a második negyedében is folytatódhat a kivitel bővülése. A fokozatosan élénkülő belső kereslet állt a gyorsuló importbővülés hátterében, melyet a korábbi éveknél enyhébb időjárás miatt csökkenő energiainport mérsékel. A nettó export növekedéshez való hozzájárulása a GDP 0,5 százalékát tette ki az első negyedében, ami alacsonyabb a korábbi negyedekben látott mértéknél. A külkereskedelmi többlet lassulását elsősorban a növekvő importkereslet magyarázza.

A szolgáltatások külkereskedelme tovább nőtt az első negyedében. A nagy súlyú turizmus és szállítási szolgáltatások ágazatok kivitele és behozatala tíz százalék fölötti bővülést mutatott, míg a szintén jelentős üzleti szolgáltatások esetében közel öt százalékos bővülést láthattunk. Összességében kismértékben javult a szolgáltatás egyenleg az idei év első hónapjaiban. (A szolgáltatások külkereskedelmét részletesebben elemzi a 3—2. keretes írás).

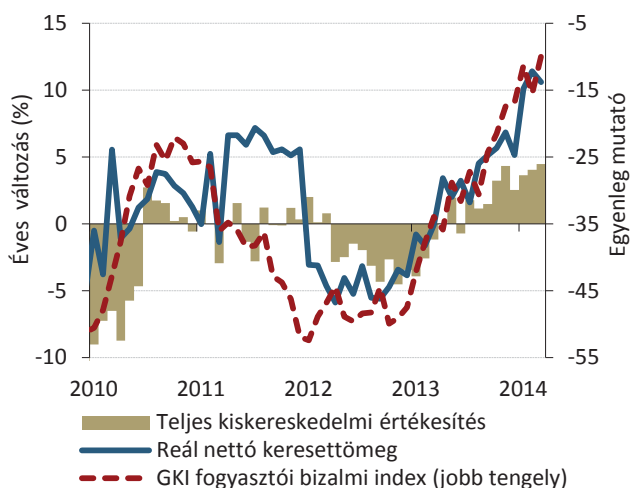
A cserearány kismértékben javult az év első hónapjaiban, enyhén csökkenő export és jelentősebb mértékben mérséklődő importárak mellett (euróban kifejezve). A visszafogott külső inflációs környezet, a mérsékelt nyersanyagárak és a kivitelünk összetételében a magasabb értékű termékek felé való elmozdulás egyaránt kedvezően hatott a cserearány alakulására (3—19. ábra).

3-19. ábra: A cserearány változása



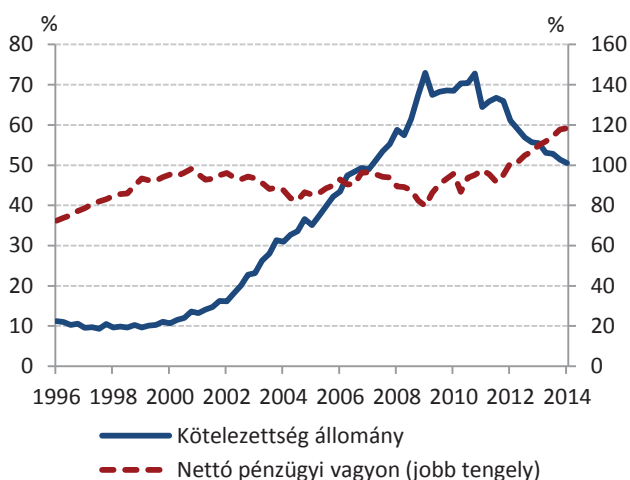
Forrás: KSH

3-20. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



Forrás: GKI, KSH

3-21. ábra: A háztartási szektor pénzügyi vagyona



Megjegyzés: A rendelkezésre álló jövedelem arányában (%). A nettó pénzügyi vagyont korrigáltuk a 2011. I. negyedévi magánnyugdíjpénztári vagyon átadásával.

Forrás: MNB

3.2.2. Lakossági fogyasztás

A háztartások fogyasztási kiadásaiban a tavalyi év második felében fordulatot láthattunk. A javuló munkapiaci helyzet és az alacsony infláció miatt növekvő reáljövedelmek és a kedvező fogyasztói bizalom egyaránt emelte a lakossági fogyasztás volumenét (3—20. ábra). Az első negyedévben 1,5 százalékkal nőtt a háztartások fogyasztási kiadása az előző év azonos időszakához képest. Az áprilisi kiskereskedelmi forgalmi adatok alapján a lassú élénkülés tovább folytatódhat a második negyedévben. Ugyanakkor az elmúlt években megfigyelt óvatossági motívumok továbbra is erősek, a lakosság megtakarítási hajlandósága az év elején is magas volt. Az első negyedévben az árfolyam leértékelődése a devizaadósságok növekvő törlesztő részletein keresztül tompíthatta a fogyasztás élénkülését, illetve erősíthette az óvatossági célú megtakarításokat.

A háztartások nettó pénzügyi vagyona a korábbi negyedévekhez hasonlóan tovább bővült az idei év első hónapjaiban is. Az adósságállomány fokozatos leépítése mellett a magas megtakarítási hajlandóság miatt a pénzügyi eszközök állománya is tovább emelkedett. A jövedelemarányos pénzügyi vagyon historikus csúcsra emelkedett az első negyedévben (3—21. ábra).

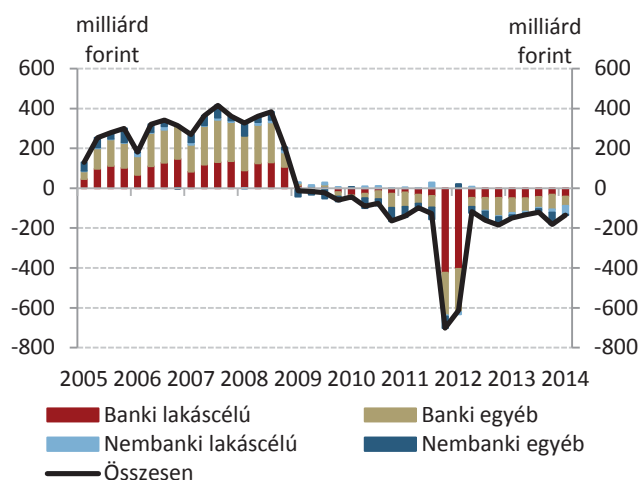
Az első negyedévben tovább folytatódott a pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállományának mérséklődése, összesen mintegy 135 milliárd forint értékben (3—22. ábra). Kínálati oldalon a bankok hitelezési feltételeinek enyhe oldódása volt megfigyelhető a fogyasztási terméktípusoknál, míg összességében a feltételek szinten tartása jellemezte a lakáscélú hiteleket. A jegybanksi alapkamat mérséklődésével párhuzamosan ugyanakkor csökkentek az új lakáshitelek kamatai, amely összességében a hitelkereslet növekedését eredményezheti a háztartási szegmensben. Bár az első negyedévet szezonális okok miatt inkább a visszafogott hitelfelvétel jellemzi, a háztartások óvatossága és a folytatódó mérleg-alkalmazkodása továbbra is meghatározó lehet a hitelfelvételi döntésekben.

3.2.3. Magánberuházások

A korábbi évek visszafogott aktivitása után a beruházási teljesítmény a tavalyi év közepe óta érdemben bővült, az első negyedévben folytatódott a beruházási fordulat (3—23. ábra). A kereslet fokozatos élénkülése, az uniós források gyorsuló ütemű felhasználása és a hitelkamatok mérséklődése együttesen élénkíti a hazai beruházási aktivitást.

Az idei év első negyedévében 13,3 százalékkal nőtt a

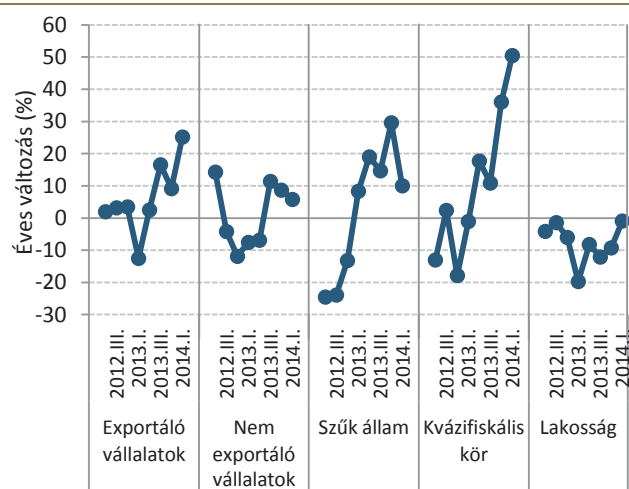
3-22. ábra: A háztartási szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása



Megjegyzés: A hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepeinek (speciális intézmények nélküli bankrendszer), valamint a szövetkezeti hitelintézetek és az egyéb pénzügyi közvetítők hitelei. Szezonálisan nem igazított és árfolyamhatással gördítetten korrigált nettó hitelállomány-változás.

Forrás: MNB

3-23. ábra: Szektorális beruházások alakulása



Forrás: KSH

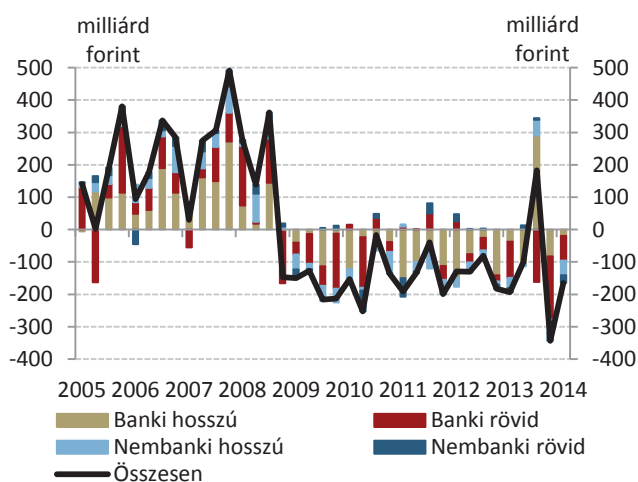
bruttó állóeszköz-felhalmozás, a beruházási ráta elérte a 19 százalékot. A beruházási alapfolyamatok kedvezőbbé váltak az elmúlt negyedévekben. Az Európai Bizottság tavaszi beruházási felmérése alapján mind a keresleti, mind a pénzügyi feltételek egyre inkább támogatják a beruházások élénkülését. Ugyanakkor a magas növekedési ütemben az alacsony tavalai bázis és az építőipar számára kedvező év eleji időjárás is szerepet játszhatott. A tavalyi évben elindított Növekedési Hitel Program (NHP) első ütemében már a tavalyi év végén valósultak meg gépbeszerzések, a hitelprogram az idei évben is élénkíthette a beruházási aktivitást.

A vállalati körben a korábbi negyedévekhez hasonlóan a feldolgozóipar beruházási aktivitása volt jelentős. A korábban létesült jelentős járműgyártási kapacitásokhoz számos kapcsolódó beszállító hajtott végre kapacitásbővítést. Az NHP második, 500 milliárd forintos keretösszegű üteme fokozatosan kerül felhasználásra. Ennek oka egyrészt a rendelkezésre álló hosszabb időkeret, másrészt a módosuló feltételrendszer, amely a hosszabb előkészületet igénylő beruházási célú hitelfelvételt részesíti előnyben.

A háztartások beruházási aktivitása 2014-ben túljuthat mélypontján. A jelentős mértékű lakossági mérlegalkalmazkodás, a magas megtakarítási hajlandóság, és a szigorú hitelezési kondíciók együttesen fékeztek a lakáspiaci aktivitást a válság óta. Míg a háztartások fogyasztási kiadásai fokozatosan növekedtek az elmúlt negyedévekben, a lakáspiac csak 2014 elején juthatott túl mélypontján. Az első negyedévi építési és rendelésállomány adatok azonban továbbra is a lakásépítések alacsony szintjét jelzik (a lakáspiaci folyamatokat és a középtávú kilátásokat az 1-2. keretes írás mutatja be részletesebben).

2014 első negyedévében összesen 165 milliárd forinttal csökkent a teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitel-állománya, a csökkenés döntő része a rövid lejáratú hiteleken keletkezett (3—24. ábra). Az előző évhez képest a teljes vállalati hitelállomány összesen 1,6 százalékkal csökkent, de összetételt tekintve a bankszektorban a kkv hitelek állománya 0,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva. A vállalati hitelezés alapfolyamatait a hitelfeltételek változatlanul szigorú szintje jellemezte a vizsgált időszakban, az ár- és nem-árjellegű hitelkondíciókon a bankok többsége ugyanis nem változtatott lényegesen a Hitelezési felmérés szerint. Keresleti oldalon az NHP mellett a tovább enyhülő kamatkörnyezet és a javuló konjunkturális kilátások

3-24. ábra: A vállalati szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása futamidő szerint



Megjegyzés: A hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi, valamint a szövetkezeti hitelintézetek és az egyéb pénzügyi közvetítők hitelei. Szezonálisan nem igazított és árfolyamhatással gördítetten korrigált nettóállomány-változás.

Forrás: MNB

támogathatták a nem-pénzügyi vállalatok hitelfelvételét.

Bár az aggregált vállalati hitelállomány csökkent, ebben technikai hatások is szerepet játszottak. Ezen belül a kkv szektor hitelállománya az NHP-nek köszönhetően emelkedett. A hitelállomány mérséklődésének egy része az NHP indirekt hatásaival magyarázható. Egyrészt a korábbiakhoz hasonlóan ebben a negyedévben is jelentős lehetett az a tranzakciós volumen, amely az NHP első szakaszában felvett hitelek miatt meg nem újított állományokhoz kötődik (előrehozott hitelfelvételek). Másrészt azonban előretekintve is felmerülhet ilyen technikai hatás: az NHP második fázisában tervezett hiteligénylések miatt a vállalatok későbbre tolhatják hitelfelvételüket (elhalasztott hiteligénylések).

3.2.4. Kormányzati kereslet

Az állami keresletet az első negyedévben a megelőző időszakhoz hasonlóan, az alacsony államháztartási hiányra fókuszáló fiskális politika és az uniós források korábbanál nagyobb ütemű felhasználása határozta meg. Az államhoz kötődő ágazatok beruházási kereslete az első negyedévben is érdemben bővült, az uniós források gyorsuló felhasználása tovább emelte az állami infrastrukturális beruházásokat, ezt pedig segítette az enyhe év eleji időjárás, amely kedvezett az építőipari munkáknak. Emellett számottevő gépbeszerzés is megvalósult, amely a közösségi közlekedést érintette.

3.2.5. Készletváltozás

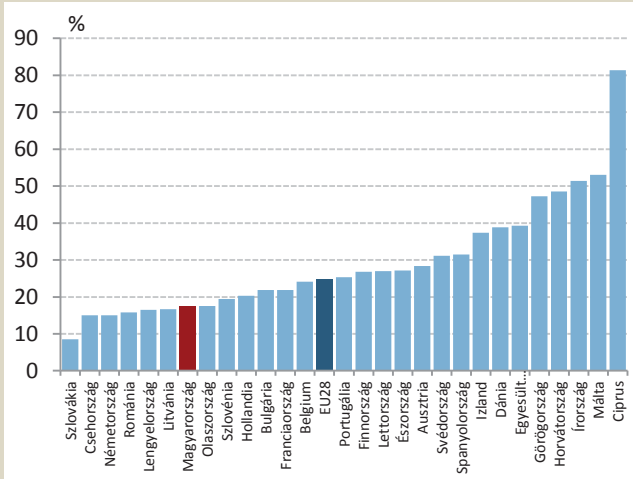
A nemzetgazdasági készletek kismértékben pozitívan járultak hozzá a bruttó hazai termék alakulásához az idei év első három hónapjában. A gazdaság saját termelésű készletei tovább bővültek, összhangban a javuló konjunktúrával és a lazuló hitelezési kondíciókkal.

3-2. keretes írás: A szolgáltatások külkereskedelmének alakulása

A külkereskedelmi folyamatok értékelésekor legtöbbször az áruforgalom alakulására fókuszálunk, miközben a teljes külkereskedelem közel egyötödét adó szolgáltatásokról kevesebb szó esik. Pedig az elmúlt évtizedek globalizálódó gazdaságaiban **az áruk mellett a szolgáltatások külkereskedelmi forgalma is egyre nagyobb szerepet kap.** A szolgáltatás-kereskedelem a válság alatt is gyorsan helyreállt, ami nem csak Magyarországra, hanem a világ többi részére is jellemző volt az elmúlt évek során (3—26. ábra). Ezt részben az magyarázhatja, hogy a szolgáltatások iránti kereslet kevésbé érzékeny a gazdasági ciklusokra, illetve a finanszírozási környezet állapotára. Emellett a válság során a relokációs folyamatok is felerősödhetnek, melyet egyes gazdaságokban a reálárfolyamok leértékelődése is támogathatta.

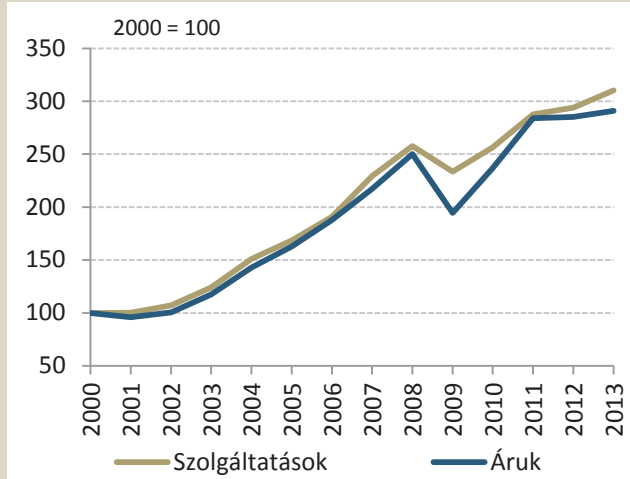
Magyarországon a szolgáltatás-kereskedelem aránya a teljes exporton belül EU-s összehasonlításban alacsony, ugyanakkor ez a tendencia a régió országaira egyaránt jellemző (3—25. ábra). A külkereskedelmi egyenleg esetében az elmúlt években a szolgáltatások szerepe jelentősen felértékelődött. **A szolgáltatások egyenlege a 90-es évektől folyamatosan pozitív volt,** és volumene a válság alatt is töretlenül bővült (3—27. ábra). **Az elmúlt évi jelentős külkereskedelmi aktívum mintegy fele a szolgáltatásokból adódott,** így érdemes közelebbről is megvizsgálni milyen tényezők állhatnak a rendkívül kedvező szolgáltatás-egyenleg hátterében.

3-25. ábra: A szolgáltatások aránya az exportban (2012)



Forrás: Eurostat

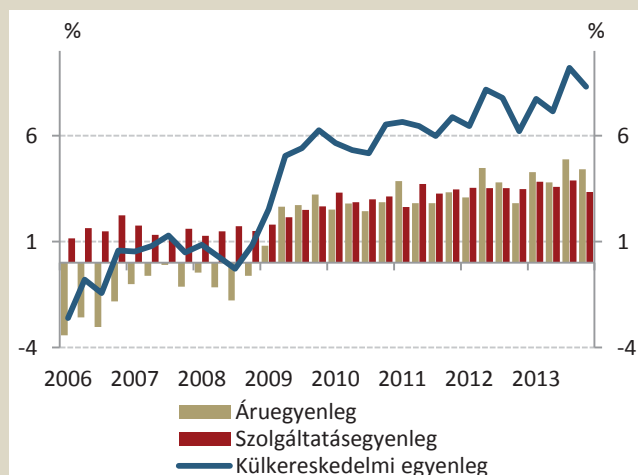
3-26. ábra: A világkereskedelem alakulása



Forrás: Világbank

A szolgáltatás-egyenleg jelentős aktívumához a ciklikus (a kereslet változásából adódó) és strukturális okok (új kapacitások kiépülése) egyaránt hozzájárulhattak. A nagy súlyú, külkereskedelemben is aktív szolgáltató ágazatok közül **a turizmus, a szállítás és az üzleti szolgáltatások körében láthattunk jelentős bővülést az elmúlt időszakban** (3–28. ábra). A hazai turizmus esetében az elmúlt időszak megvalósult – jelentős arányban EU-s forrásokból finanszírozott – beruházások támogatták a korábban meglévő kapacitások felújítását és új kapacitások kiépítését. Emellett az árfolyam leértékelődése is javíthatta az ágazat versenyképességét. Ezzel, valamint a belföldi turizmus arányának emelkedésével a turisztikai szolgáltatások egyenlege is folyamatosan javuló képet mutatott. 2009 óta a szállítási szolgáltatások exportja is folyamatosan bővült. Ehhez a válságot követően a külpiazi kereslet folyamatos helyreállítása mellett számos új logisztikai fejlesztés és a szállítói géppark bővítése is hozzájárult. A hagyományos szolgáltatások mellett a modern üzleti szolgáltatások is támogathatják az export bővülését. Az elmúlt években számos külföldi vállalat telepítette szolgáltató központjait Magyarországra (főleg Budapestre), elsősorban a képzett munkaerőre és az európai átlaghoz képest mérsékelt bérköltségekre alapozva (pl. EPAM Systems, GE és Vodafone).

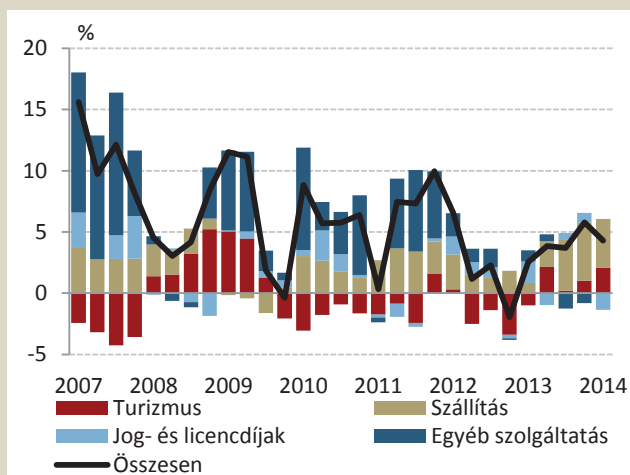
3-27. ábra: Áru- és szolgáltatásegyenleg alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában.

Forrás: KSH

3-28. ábra: Ágazatok hozzájárulása a szolgáltatásexporthoz



Megjegyzés: Éves változás folyó áron.

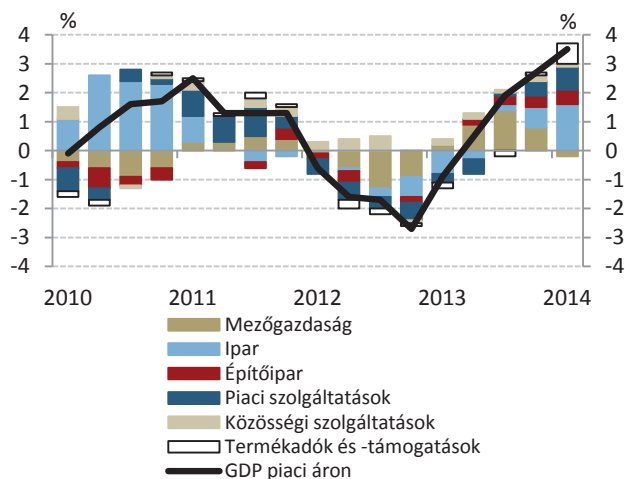
Forrás: KSH

A szolgáltatás-exportban a válság óta megfigyelt töretlen növekedés révén a szolgáltató szektorok teljesítménye egyre hangsúlyosabban befolyásolhatja a hazai export alakulását is. Mivel a szolgáltatások nemzetgazdasági szinten jellemzően az alacsonyabb importigényű ágazatok közé tartoznak, így a **szolgáltatás külkereskedelem részarányának emelkedése a hazai export hozzáadott értékét is növelheti**. Végül a szolgáltatások kereskedelme **kevésbé érzékeny az üzleti ciklusokra**, így egy diverzifikáltabb exportszerkezet a gazdaság ciklikus ingadozásainak tompításában is segíthet.

3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

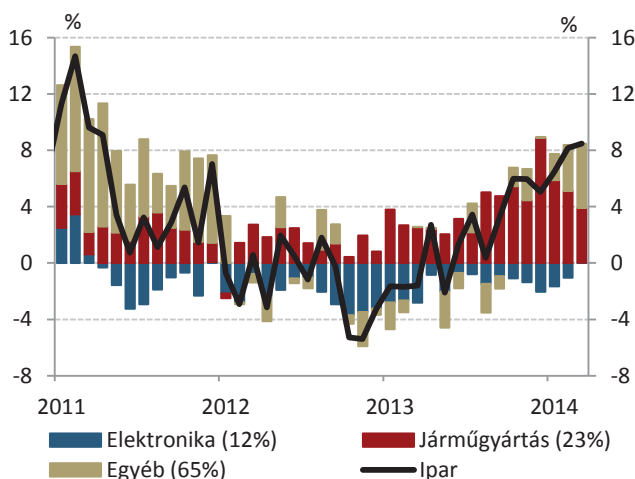
2014 első negyedében az ágazatok széles körében bővült a gazdasági aktivitás. Az exportra termelő ágazatok mellett, gyorsult a belföldre termelő ágazati kör kibocsátása is. A kedvező beruházási aktivitás és a javuló munkapiaci folyamatok a potenciális növekedés fokozatos élénkülésére utalnak.

3-29. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP növekedéshez való hozzájárulása



Forrás: KSH

3-30. ábra: Az ágazatok hozzájárulása az ipari termelés éves változásához



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok. A jelmagyarázatban az ágazatok 2013. évi súlya az ipari termelésből.

Forrás: KSH

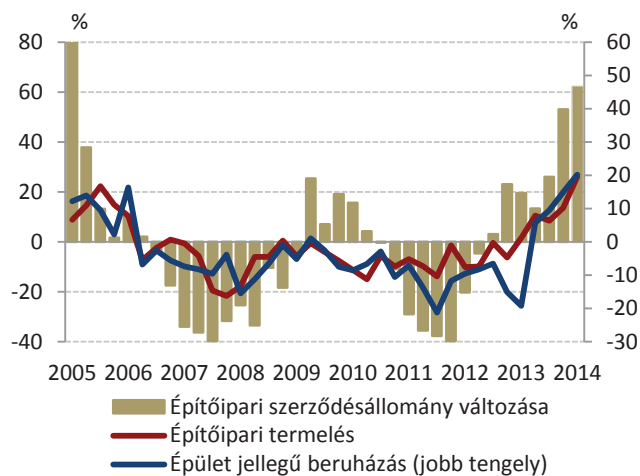
Az idei év első három hónapjában bővült a hazai gazdaság teljesítménye. A tavalyi negyedik negyedévhez képest 1,1 százalékkal nőtt a kibocsátás. Elsősorban az építőipar és az ipar teljesítménye volt jelentős, ám a piaci szolgáltatások körében is a korábbinál erőteljesebb aktivitást láthattunk. A mezőgazdaság az év elején kismértékben zsugorodott (3—29. ábra). Az áprilisi adatok alapján az ipari termelés tovább gyorsult, továbbá az építőipar és a kiskereskedelem teljesítménye is kedvezően alakult. Így a második negyedéves gazdasági növekedési is jelentős mértékű lehet.

Az ipari teljesítmény a tavalyi év második felében megfigyelt élénkülést követően tovább tudott bővülni az idei év első hónapjaiban. A szektor hozzáadott értéke 6,7 százalékkal bővült 2013. I. negyedévéhez képest. Az ágazatok széles körében javult az ipari termelés összhangban a kedvező külső környezettel és a javuló gazdasági kilátásokkal. Ezzel szemben az enyhe év eleji időjárás hatására jelentősen mérséklődött az energiaipar termelése. A korábbi években megvalósult járműgyártó kapacitások kihasználtsága fokozatosan emelkedik. A fő exportőrök üzleti tervei alapján idén folytatódhat a kibocsátás emelkedése a járműiparban. Ezen túl az autóiipari beszállítói kör teljesítménye is fokozatosan élénkül. Az elmúlt években fokozatosan leépülő elektronika, optika ágazat termelése a tavalyi év végén elérhette a mélypontját, az első negyedévben enyhén emelkedett az ágazat kibocsátása (3—30. ábra).

Az építőipar kibocsátása jelentősen nőtt az első negyedévben, így a kis súlyú ágazat fél százalékkal járult hozzá a GDP bővüléséhez. A 25 százalékos éves bővülés mögött elsősorban az EU forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházások állnak, de az iparhoz köthető épületek építése is élénkül. A lakáspiac ezzel szemben továbbra is historikus mélypontján tartózkodik, és előretekintve csak lassú fellendülés várható. A kiugró első negyedéves építőipari teljesítményt a korábbi évek átlagos hőmérsékleténél enyhébb téli hónapok is érdemben támogatták. A tovább bővülő rendelés-állomány és az ágazati bizalmi indikátorok alapján a következő negyedévekben tovább folytatódhat a kedvező építőipari kibocsátás (3—31. ábra).

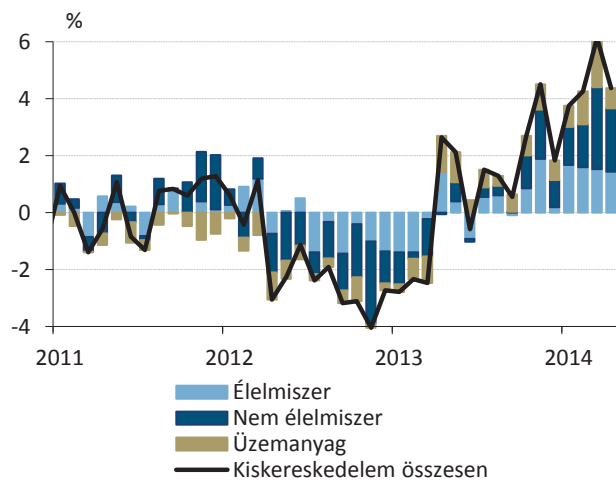
A mezőgazdaság hozzáadott értéke az első negyedévben kismértékben csökkent. Az elmúlt évek során az

3-31. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és épületjellegű beruházás éves változása



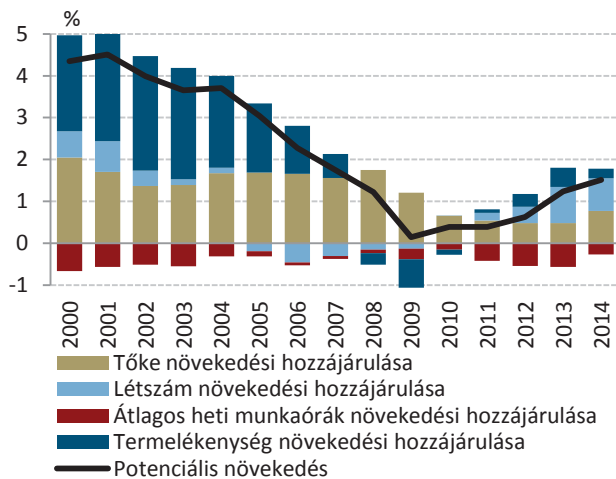
Forrás: KSH

3-32. ábra: A kiskereskedelmi forgalom éves változása



Forrás: KSH

3-33. ábra: Potenciális kibocsátás növekedése és a növekedési hozzájárulások



Forrás: MNB-számítások

agrárszektor kibocsátása rendkívül változékonynak alakult. Ebben a szántóföldi növénytermesztés nagy súlya miatt az időjárás változékonysága játszott döntő szerepet. A tavalyi év összességében átlagos terméseredményeket hozott. Az idei évre vonatkozó első várakozások közel hasonló terméskilátásokat jeleznek.

Folytatódott a szolgáltatások bővülése 2014 első három hónapjában. A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke 1,3 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A pénzügy és ingatlanügyletek ágazatok teljesítménye azonban az első negyedévben is csökkent. Ezt a csökkenő hitelaktivitás, illetve a tovább gyengélkedő ingatlanpiac magyarázza.

A kiskereskedelmi eladások jelentősen gyorsultak az idei év elejétől kezdve. Az első negyedévben 6,5 százalékkal nőtt a kiskereskedelmi értékesítések volumene (beleértve a járműértékesítéseket). Az összes termékkör esetében az eladások emelkedését figyelhettük meg (3—32. ábra). Az alacsony infláció és az emelkedő reáljövedelmek miatt folytatódott a lakossági fogyasztás bővülése, ugyanakkor a kiskereskedelmi forgalom élénkülésében a NAV-pénztárgépek aktiválásából eredő fehéredési hatás is szerepet játszhatott.

A vendéglátás és turizmus ágazatok teljesítménye is emelkedett az év első felében, mind a vendégéjszakák száma, mind a vendéglátóhelyek forgalma bővült az év első négy hónapjában. Az élénkülő idegenforgalmi kereslet részben a háztartások javuló jövedelmi helyzetére, valamint a hazai turizmust élénkítő, bérén kívüli juttatások növekvő felhasználására vezethető vissza. A külföldi vendégéjszakák számának folytatódó bővülését az elmúlt évek kapacitásbővítései mellett a gyengébb forintárfolyam is támogathatta.

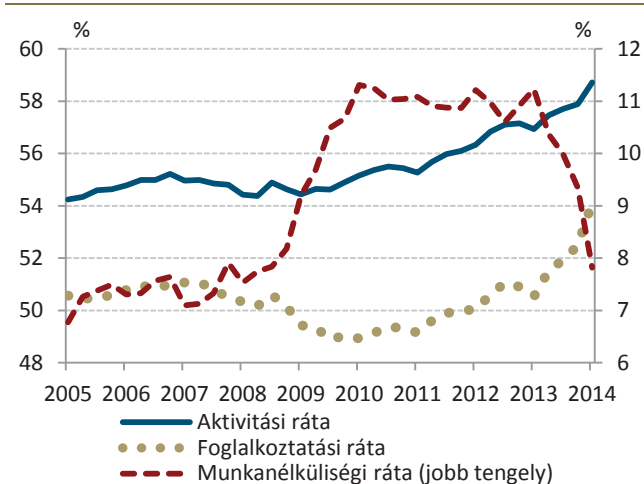
A pénzügy és ingatlanügyletek ágazat hozzáadott értéke az első negyedévben is csökkent. A hitelezési aktivitás továbbra is visszafogott így a pénzügyi közvetítők aktivitása is mérsékelt maradt. Az újlakás-piac historikus mélypontján tartózkodik, míg a használtlakások piacán mérsékelt emelkedés mutatkozott.

A potenciális növekedés fokozatosan gyorsulhat. Ehhez érdemben hozzájárulhatnak az új autóiipari kapacitások is, melyek a hazai beszállítói körrel kiegészítve évi akár 0,5 százalékkal növelhetik a gazdaság termelő kapacitásait. Az aktivitás és a versenyszféra foglalkoztatása is nőtt az első negyedévben. A potenciális növekedési ütem emelkedését a termelési tényezők oldaláról a vállalati szektor emelkedő beruházási teljesítménye, valamint a növekvő munkapiaci aktivitás is támogatja (3—33. ábra).

3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség

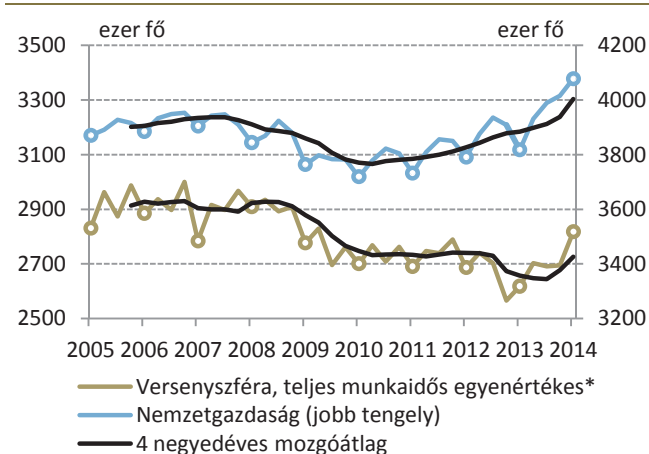
Az első negyedévben tovább bővült a foglalkoztatottak létszáma, melyhez a közmunkaprogramok valamint a versenyszféra létszámbővülése is hozzájárult. A munkanélküliségi ráta tovább csökkent, majd áprilisban stabilizálódott. A versenyszférában is növekvő munkakereslet valamint a munkanélküliség alacsony szintje alapján a munkapiac kevésbé laza, mint a korábbi években volt.

3-34. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH

3-35. ábra: A foglalkoztatottság alakulása



Megjegyzés: * Külföldi telephelyen dolgozók és közmunkások nélkül. A jelölők az I. negyedévi adatpontokat mutatják.

Forrás: KSH

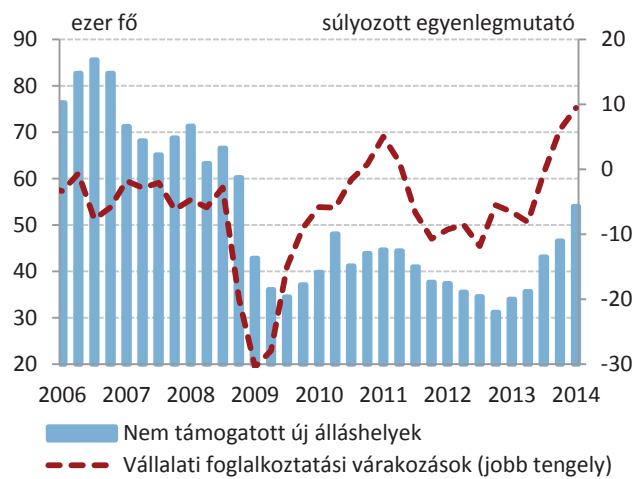
Az év elején tovább bővült az aktívok száma. Ennek hátterében főleg az inaktívok munkaerő-piacra való beáramlása áll, mivel a munkanélküliek számának csökkenésénél nagyobb mértékben bővült a foglalkoztatottság. Az első negyedévben 15-74 évesek körében az aktivitási ráta 58,7 százalék volt. (3—34. ábra)

2014 első negyedévében tovább bővült a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma (3—35. ábra). A szezonálisan igazítatlan adatok szerint az első negyedévekre általában jellemző csökkenés helyett több mint 60 ezer fővel nőtt a foglalkoztatás. A növekedés mind az államháztartásban, mind pedig a versenyszférában megmutatkozott. Az államháztartásban foglalkoztatottak számának emelkedése mögött a téli közmunkaprogramok kibővítése áll. A versenyszféra növekedését a feldolgozóipar mellett a piaci szolgáltatások létszámának emelkedése is támogatta. Ugyanakkor a vállalati szektor munkakereslete a jelentős első negyedévi bővülés után is érdemben elmarad a válság előtti szinttől.

A versenyszféra növekvő munkakeresletét jelezte a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálathoz bejelentett nem támogatott új álláshelyek számának első negyedévi emelkedése, valamint a foglalkoztatási szándékot felmérő vállalati bizalmi indikátorok is (3—36. ábra). Április-májusban kissé csökkent a kiírt új, nem támogatott álláshelyek száma, így a vállalati foglalkoztatás bővülése lassulhatott a második negyedévben.

A munkanélküliek száma tovább csökkent az év első negyedévében (3—34. ábra). Az erőteljes csökkenés fő oka a téli közmunkaprogramok beindítása lehetett. Ugyanakkor áprilisban mind a Munkaerő-felmérés, mind Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat havi adatai alapján megtorpant a munkanélküliek számának csökkenése. A munkanélküliségi ráta áprilisban is 8 százalék közelében alakult. A nem támogatott új álláshelyek számának emelkedése mellett a munkapiac kevésbé laza, mint a korábbi negyedévekben. (A szabad munkaerőkapacitás mérésével a 6.2. kiemelt téma foglalkozik.)

3-36. ábra: Munkakeresleti indikátorok alakulása



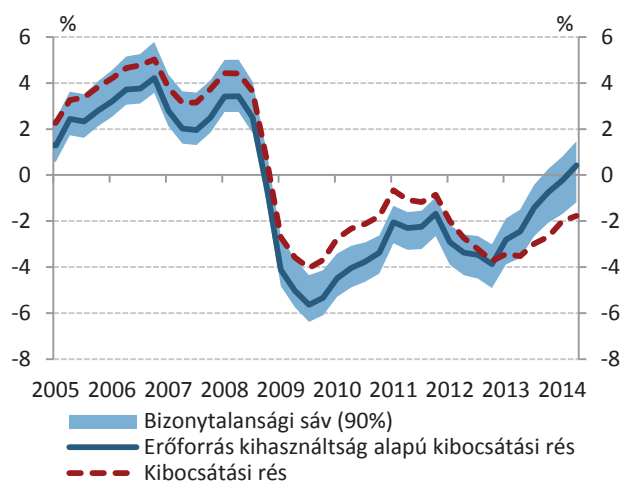
Megjegyzés: A vállalati foglalkoztatási várakozás időszora az ipar, az építőipar, a kereskedelem és a szolgáltatások mutatóinak súlyozott átlaga az ESI felmérés alapján.

Forrás: NFSZ, Európai Bizottság adatai alapján MNB számítás

3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

A gazdaságot továbbra is szabad kapacitások jellemezhetik, így a reálgazdasági oldalról jelentkező inflációs nyomás változatlanul mérsékelt. A világgazdaságban tapasztalt erős, keresleti oldali dezinflációs erők hatására a hazai kibocsátási rés is nyíltabb lehet a korábbi becslésünknél. Ugyanakkor a kereslet élénkülésével összhangban a kibocsátási rés fokozatosan záródik, amit az erőforrás-kihasználtságot mérő indikátorok is alátámasztanak.

3-37. ábra: Kibocsátási rés mutatók



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

Forrás: MNB

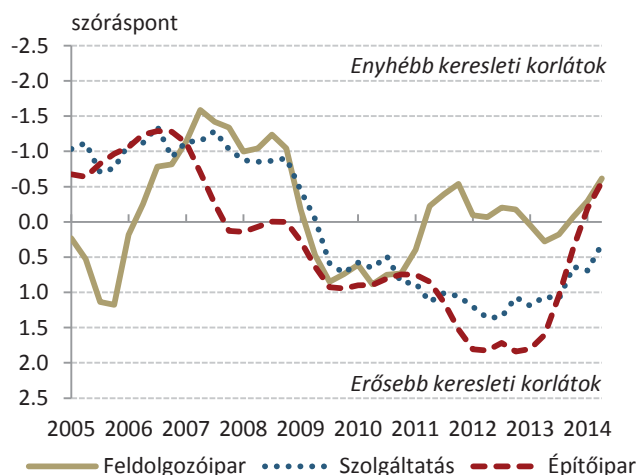
A reálgazdasági környezet változatlanul dezinflációs hatású. A visszafogott inflációs alapfolyamatokkal összhangban a hazai inflációs nyomást megragadó kibocsátási rés becslésünk továbbra is negatív. A kihasználatlan kapacitások jelenlétére utal az is, hogy a munkanélküliség továbbra is magasabb a válság előtti szinteknél.

A márciusi előrejelzés óta beérkezett adatok arra utalnak, hogy a vártnál kedvezőbb kínálati oldali hatások alakítják a hazai növekedési és inflációs folyamatokat. Az elmúlt időszakban a gazdasági növekedés a vártnál nagyobb mértékben bővült, míg az infláció alacsonyabb lett márciusi előrejelzésünknél. Az alacsonyabb infláció döntően költségoldali tényezők (nyersanyagárak, importárak) eredménye volt. A hazai termelő kapacitások vártnál kedvezőbb bővülésében szerepet játszhatott az új autópárház kapacitások kibocsátásának gyors felfutása is.

A márciusi Inflációs jelentéshez képest nyitottabbnak ítéljük meg a kibocsátási rést. Az elemzői várakozásoknál mérsékeltébb európai inflációs folyamatok a nemzetközi keresleti környezet erősebb dezinflációs hatását tükrözhetik. Felvevőpiacaink negatív kibocsátási rése mérsékli a hazai exportszektor kapacitáskihasználtságát, ami a hazai kibocsátási rést is nyitja. Emellett az alacsony nemzetközi infláció közvetlenül, az importárakon keresztül is érezteti hatását a hazai gazdaságban. A világgazdaság felől érkező, erős dezinflációs hatásokat részben ellensúlyozza, hogy a hazai lakossági fogyasztás a márciusi előrejelzésnél nagyobb mértékben élénkül. A fogyasztási kereslet élénkülése a belföldi kereslet dezinflációs erejének fokozatos mérséklődését vetíti előre.

A vállalati felmérésen alapuló bizalmi indikátorok folyamatos javulást mutattak az elmúlt hónapokban, ami arra utalhat, hogy a kapacitás-kihasználtság a kereslet élénkülésével egyre intenzívebbé válhat. A felmérések azt mutatják, hogy a kereslethiány egyre kevésbé korlátozza a termelés bővülését. Ugyanakkor ez a folyamat elsősorban azokat a gazdasági szektorokat érintette, amelyek nem meghatározóak a hazai inflációs nyomás szempontjából (ipar, építőipar).

3-38. ábra: A kereslet, mint termelést korlátozó tényező az ESI felmérésben



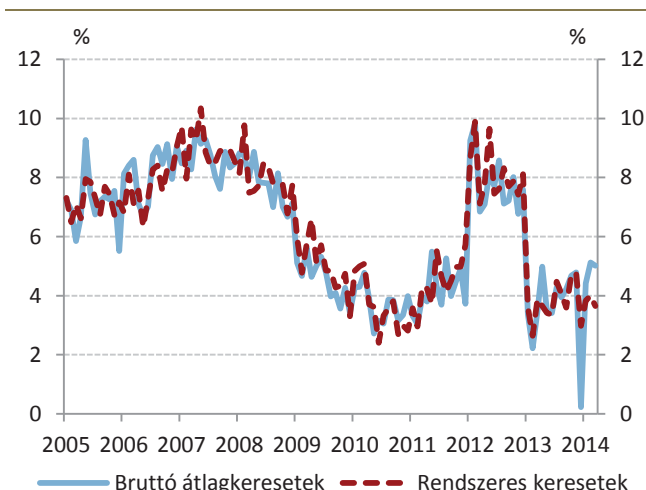
Megjegyzés: Standardizált adatok, fordított skála. 3 negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: Európai Bizottság

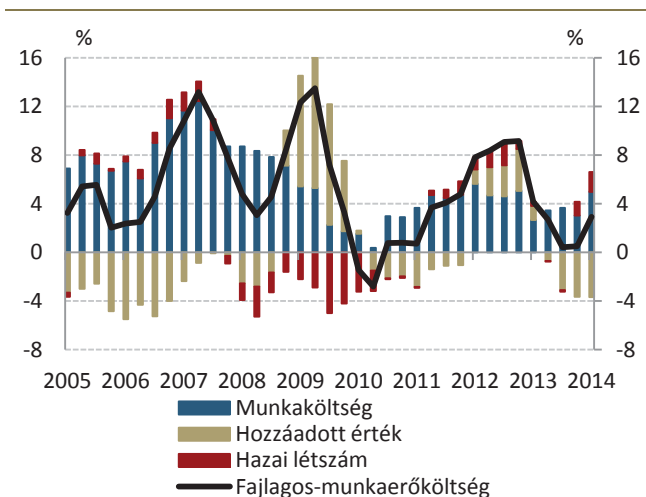
3.6. Költségek és infláció

Az elmúlt hónapokban az infláció tovább fékeződött és továbbra is historikusan alacsony szinten, jóval a 3 százalékos inflációs cél alatt tartózkodik. A mérsékelt inflációhoz a kedvező költségoldali nyomás, visszafogott keresleti környezet, a várakozások fokozatos alkalmazkodása, illetve a szabályozott energiaárak csökkentése egyaránt hozzájárulhattak. A versenyszféra bérindexe gyorsult az első negyedévben, melyet egyrészt az előző évről áthozott prémiumkifizetések, másrészt a rendszeres keresetek dinamikájának növekedése magyaráz.

3-39. ábra: A bruttó átlagkeresetek és a rendszeres (prémium, jutalom, egyhavi különjuttatás nélküli) keresetek éves változása



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



3.6.1. Bérek

A versenyszféra bérindexe gyorsult az első negyedévben, melyet egyrészt az előző évről áthozott prémiumkifizetések, másrészt a rendszeres keresetek dinamikájának enyhe növekedése magyaráz. Az év elején mind a rendszeres keresetek, mind pedig a bruttó átlagkeresetek dinamikája emelkedett a versenyszférában. A tavalyi év végén a piaci szolgáltatásokban a korábbi évekhez képest kevesebb prémiumot fizettek ki, amit az idei év elején pótolnak. Ez az átcsoportosítás is hozzájárult az idei magasabb bérindexhez. A bérdinamika a feldolgozóiparban a tavalyi évihez hasonlóan alakult. A rendszeres keresetek dinamikája a márciusi várakozásainknál némileg magasabb, ugyanakkor a válság előtti időszakhoz képest változatlanul alacsony (3—39. ábra).

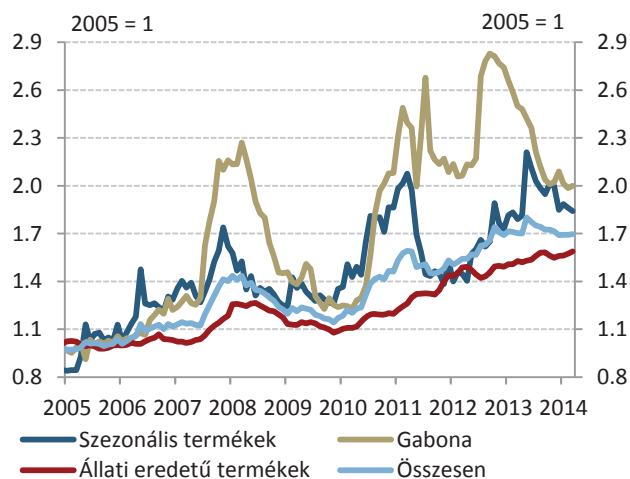
A munkaerő egységköltségének dinamikája mérsékeltten, 3 százalék körüli ütemben alakul a versenyszférában. Az I. negyedévben a gyors létszámbővülés a termelékenység enyhe lassulását okozta. Emellett a bérdinamika is emelkedett, így a fajlagos munkaköltség növekedésének üteme kissé gyorsult a tavalyi szintekhez képest. Azonban a fajlagos munkaköltség dinamikája hosszabb távú összevetésben továbbra is mérsékeltnek mondható (3—40. ábra).

3.6.2. Termelői árak

Az elmúlt hónapokban a nyersanyagárak felől általánosan visszafogott inflációs nyomás volt tapasztalható. A mezőgazdasági termékek termelői árai összességében stabilan alakultak (3—41. ábra). A gabona és kukoricaárak árszintje enyhén emelkedett, míg a szezonális termékek esetében további árcsökkenés valósult meg. Az állati eredetű termékek árai enyhén nőttek, döntően a tej áremelkedése miatt. A takarmányköltségek csökkenése a következő negyedévekben az állati eredetű termékek árainak mérséklődését okozhatja.

Az ipari termelői árakat visszafogott dinamika jellemezte az elmúlt hónapokban (3—42. ábra). A termelői árak kedvező dinamikája globálisan is megfigyelhető jelenség volt. A fogyasztási cikkek gyártó és a továbbfelhasználásra termelő ágazatok árai érdemben

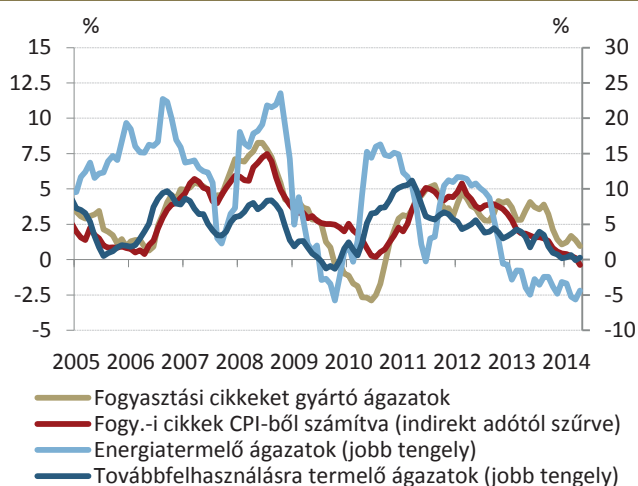
3-41. ábra: A mezőgazdasági termelői árak



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

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-42. ábra: Az ipari termelői árak éves változása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

nem változtak. Az elmúlt időszak gyengébb árfolyamának hatását tompíthatta a visszafogott kereslet, illetve az alacsony importált inflációs nyomás. Az energiatermelő ágazatok árai csökkentek éves összehasonlításban. Az ágazat termelői árának alakulását részben az magyarázza, hogy tartalmazza a lakosság esetében csökkenő energiaárak hatását is. Az ipari felhasználók által használt villamos energia és gáz ára kis mértékben csökkent az elmúlt év során az Európai Unió országaiban.

A hazai termelői árak tendenciája megfelelt az eurozónában megfigyelt folyamatoknak. A termelői árak változását a gyenge keresleti feltételek, nyersanyagárak visszafogott alakulása, illetve az inflációs várakozások fokozatos alkalmazkodása egyaránt magyarázhatja. Ennek következtében **a feldolgozott termékek körében továbbra is alacsony importált inflációs nyomást tapasztalhattunk.**

3.6.3. Fogyasztói árak

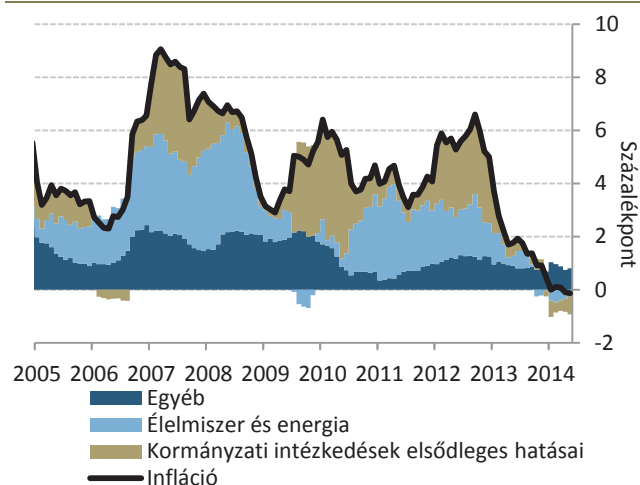
Az elmúlt hónapokban az infláció tovább fékeződött és 0 százalék közelében tartózkodik. A mérsékelt inflációhoz a kedvező költségoldali nyomás, a visszafogott keresleti környezet, a várakozások fokozatos alkalmazkodása, illetve a szabályozott energiaárak csökkentése egyaránt hozzájárult (3—43. ábra).

Az inflációs alapfolyamat mutatók az elmúlt időszakban mérséklődtek (3—44. ábra). **Az alapmutatók alacsony szintje továbbra is mérsékelt inflációs környezetre utal.** Az indikátorok stabilan pozitív tartományban tartózkodnak, így a 0 százalék közeli fogyasztóiár-index ellenére jelenleg igen mérsékeltnek tekinthető a defláció kialakulásának veszélye.

Az iparcikkek árai az elmúlt hónapokban visszafogottan alakultak, amit az importárak kedvező alakulása és a gyenge kereslet magyarázhat. Összességében az iparcikket az elmúlt időszakban mérsékelt árdinamika jellemezte. A külső inflációs nyomást a gyenge árfolyam és az élénkülő lakossági fogyasztás együttesen sem volt képes ellensúlyozni. Az iparcikkekben belül a tartós termékek inflációja háromhavi emelkedést követően az elmúlt hónapokban már csökkent. A nem tartós iparcikkek árai visszafogott dinamikát mutattak.

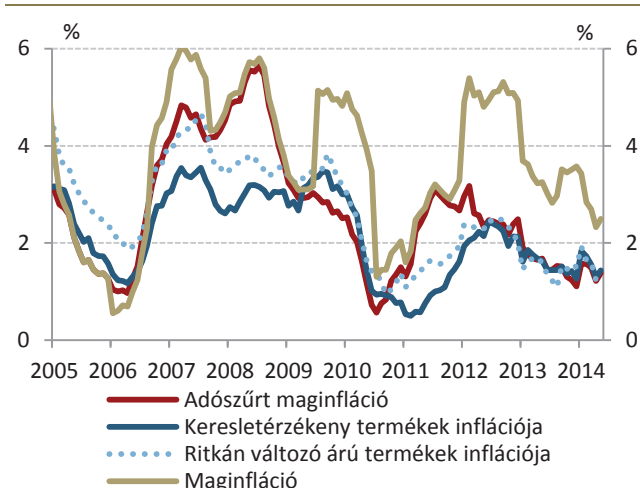
Az elmúlt időszakban a piaci szolgáltatások havi árváltozása összességében mérsékelt maradt. A termékkör árváltozását áprilisban egyedi hatás, a banki díjemelések visszavonása befolyásolta. (Mivel az árváltozás a termékek szűk körét érinti, valamint az inflációt csak átmenetileg befolyásolja, ezért ennek hatását az indirekt adók között számoltuk el.) Ettől eltekintve azonban az

3-43. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-44. ábra: Az inflációs alapmutatók alakulása



Forrás: KSH, illetve KSH adatok alapján MNB számítás

egyéb szolgáltatások széles körében mérsékelt áremelkedést figyelhattunk meg. Ennek eredményeként a termékkör indirekt adóktól szűrt inflációja mérsékelt szinten tartózkodik.

A mezőgazdasági termelői árakkal összhangban az élelmiszerek árai visszafogottan alakultak. A feldolgozott termékek körében általánosan mérsékelt dinamika volt jellemző az elmúlt hónapokban. A feldolgozatlan élelmiszerek szezonálisan igazított árszintje májusban csökkent, melyet a kedvező tavaszi időjárás támogathatott.

Az üzemanyagárak lényegében nem változtak az elmúlt időszakban. A nemzetközi olajárak enyhe emelkedését ellensúlyozta a forint/dollár árfolyam erősödése. Európában a negyedév korábbi részében a finomítók karbantartása zajlott, melynek következtében a finomított termékek árrezei emelkedésnek indultak. Május elején a teljes kapacitások újbóli üzembe helyezését követően a finomítói árrezei ismét csökkentek, ami mérséklőleg hatott az üzemanyagok áraira.

A szabályozott árak inflációja mérsékelt maradt az utóbbi hónapokban. A termékkör inflációját érdemben befolyásolja a szabályozott energiaárak tavaly év végi csökkentése, illetve az év folyamán életbe lépő további energiaár-csökkentések. Az egyéb szabályozott tételek körében is összességében visszafogott áralakulás tapasztalható. Az árcsökkentések a CPI és HICP-indexekben eltérő időzítéssel jelennek meg, így a kétféle inflációs mutató közt átmeneti elnyílás mutatkozik.

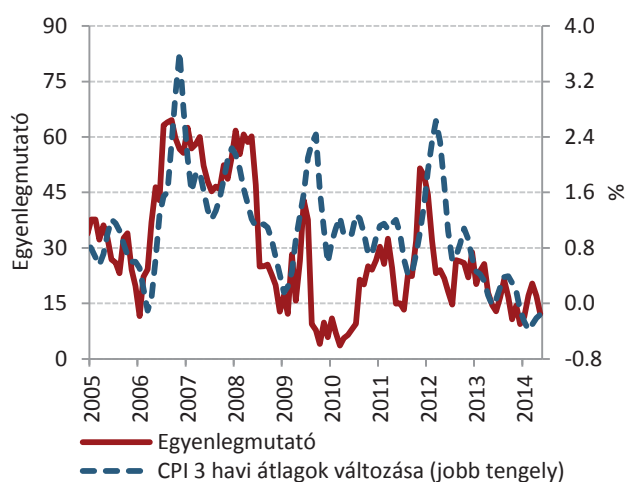
A beérkezett inflációs adatok az elmúlt időszakban alacsonyabbak voltak a jegybanki várakozásoknál. Az eltérés jelentős részét költségoldali tényezők magyarázzák, ezen belül is a nyersanyagárak, illetve az olajárak kedvező alakulása. Emellett azonban az eltéréshez az iparcikkek visszafogott inflációja is hozzájárult, melyhez döntően az importárak felől jelentkező alacsony árnyomás járulhatott hozzá.

Összességében az elmúlt hónapokban mérsékelt inflációt figyelhattunk meg. Rövid távon a nyersanyagárak, illetve importárak felől mérsékelt inflációs nyomás jelentkezhet, ezzel ellentétes irányba hat a belső kereslet fokozatos élénkülése.

3.6.4. Inflációs várakozások

A fogyasztói árak rövid távú alakulása szempontjából meghatározó, **a kiskereskedelmi szektor értékesítési áraira vonatkozó várakozások alacsony szinten maradtak az elmúlt időszakban.** Ez arra utalhat, hogy a költség- és keresletoldali tényezők nem indokolnak áremelést a

3-45. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tény infláció



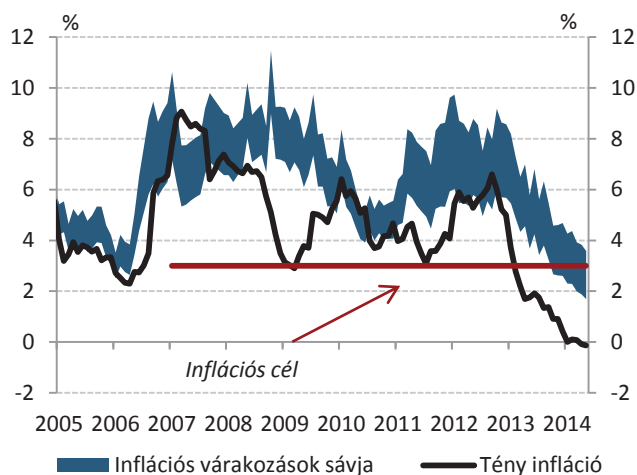
Megjegyzés: * Az egyenlegmutató az áremelkedésre számítók aránya és az árcsökkenésre számítók arányának a különbsége.

Forrás: GKI, illetve KSH adatok alapján MNB számítás

következő hónapokban (3—45. ábra).

A lakossági inflációs várakozások folyamatosan mérséklődtek a tavalyi év folyamán a tényinfláció csökkenésével. Az év eleje óta további csökkenést figyelhattunk meg (3—46. ábra). Az inflációs várakozások visszafogott alakulása elősegítheti, hogy a gazdasági szereplők árazási és bérezési döntései középtávon is az inflációs céllal összhangban alakuljanak.

3-46. ábra: Lakossági inflációs várakozások



Forrás: Európai Bizottság adatai alapján MNB számítás

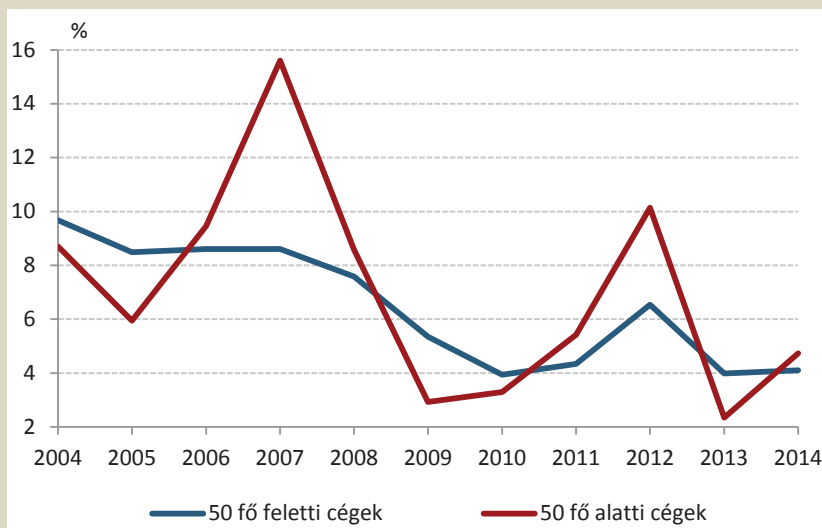
3-3. keretes írás: A versenyszféra bérezésének megítélését alakító tényezők

A márciusi Inflációs jelentés alacsony (2,4 százalékos) bérdinamikát jelzett előre az idei évre a versenyszférában. Ezt alapvetően a vállalatok gyenge jövedelmezőségi helyzete, a laza munkapiaci környezet valamint a mérséklődő inflációs várakozások indokolták. A laza munkaerő-piac lehetővé teszi, hogy a vállalatok a béremelések visszafogásával javítsák jövedelmezőségi helyzetüket, ha erre a fogyasztói árak emelésén keresztül korlátozott lehetőség mutatkozik. A mérséklődő inflációs várakozások pedig hozzájárulhatnak az alacsony bérdinamika középtávú fennmaradásához. Ebből következően azt feltételeztük, hogy a bérköltségek fegyelmezett alakítása az élénkülő keresleti környezetben is jellemző marad. Ezek alapján a munkapiac oldaláról érkező inflációs nyomást gyengének ítéltük meg.

Azonban a **2014. március havi béradatak** – amelyek a korábbi évek tapasztalatai alapján az egész évi beralakulás szempontjából meghatározóak – **várakozásainknál magasabb bérdinamikát mutatnak:** a bruttó átlagkereset 5,3 százalékkal, a rendszeres keresetek 3,9 százalékkal nőttek az előző év azonos időszakához képest. Az előrejelzésünknel **magasabb tényadat háttérében több tényező állhat:**

- **Egyrészt a márciusi előrejelzésnél kedvezőbben alakult a konjunktúra.** Az első negyedévben a GDP volumene 3,5 százalékkal, a folyó áras hozzáadott érték pedig közel 7 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A javuló konjunktúra több teret adhatott a bérek emelésére. A vállalatok javuló kilátásait az ágazati bizalmi indikátorok 2012 vége óta jelzik. Ha a vállalatok a termelékenység növekedésével párhuzamosan emelték béreiket, akkor a magasabb bérindex nem okoz inflációs nyomást.
- **Másrészt a vállalatok jövedelmezőségi helyzete is kedvezőbb lehetett korábbi feltevésünknel,** ami már az elmúlt években is a feltevéseinknél nagyobb mozgásteret engedhetett a bérek emelésére (bővebben lásd az 1–3. keretes írást).
- **Továbbá elképzelhető, hogy a vállalatok korábbi, magasabb inflációs várakozások mellett alakították ki az idei évi béremelések mértékét.** Ezt a feltételezést erősíti, hogy a munkaadói érdekképviseltek és a szakszervezetek között született év eleji megállapodás a 2014-re vonatkozó országos béremelési ajánlásuk megtételekor 2,5 százalékos fogyasztói árindexet vett figyelembe, miközben aktuális előrejelzésünk 0 százalékos inflációt vetít előre 2014-re. Ha a béreket a ténylegesnél magasabb inflációs várakozásokhoz igazították, akkor ez alkalmazkodásra készítheti a vállalatokat. Gyenge kereslet mellett a jövőbeli béremelések lehetnek alacsonyabbak, erősödő kereslet mellett azonban áremelésre is sor kerülhet.
- **A várakozásunknál magasabb bérdinamika arra is utalhat, hogy a korábbi megítélésünknel feszesebb lett a munkapiaci környezet** (a munkapiaci feszesség mérésével kapcsolatos problémákat a 6.2. kiemelt téma mutatja be). Mivel az egy üres álláshelyre jutó jelentkezők számának csökkenése miatt a vállalatoknak magasabb béreket kell ígérniük a megfelelő munkaerő felvételéhez illetve megtartásához, így a feszesebb munkapiaci környezetben magasabb bérdinamika érvényesül. Ebben az esetben a költségoldali inflációs nyomás erősödik.
- **Ezek mellett a magasabb bérdinamika részben adódhat mérési problémákból.** A KSH intézményi bérstatistikája az 50 fő feletti cégeket teljes körűen, az ennél kisebb vállalatokat pedig reprezentatív mintavétellel figyeli meg. Az 50 fő alatti cégek mintája évente lecserélődik, ami összetétel-hatáson keresztül torzíthatja a bérindexet. A két létszámkategória bérindexeinek alakulásából valószínűsíthető, hogy a mintaváltás lefelé torzíthatta a 2013. évi bérindexet. A nagyobb cégekre vonatkozó, teljes körű megfigyelésen alapuló adatok alapján idén nem gyorsult a rendszeres keresetek dinamikája (3–47. ábra). Ha statisztikai hatás magyarázzák a magasabb bérindexet, az nem jelent költségoldali inflációs nyomást.
- Másrészt a személyi jövedelemadó rendszer átalakítása és az adóbeszedés hatékonyságának növelését célzó kormányzati intézkedések a bérek fehéredését is eredményezhették (ez a jelenség emelte pl. 2006-7-ben erőteljesebben az 50 fő alatti cégek bérindexét). Ekkor a magasabb bérindex nem okoz inflációs nyomást.

3-47. ábra: A rendszeres keresetek éves indexének alakulása a versenyszférában (éves átlag)



Megjegyzés: 2014-re I. negyedévi adat.

Forrás: KSH

Összességében a várakozásainknál magasabb bérdinamikához több tényező is hozzájárulhatott. A magasabb bérindex inflációs hatásainak értékelése nagyban függ a munkapiac feszességének, a vállalatok jövedelmezőségi helyzetének valamint a kihasználatlan kapacitások alakulásának megítélésétől. Ennek pontosabb eldöntésében a következő havi bér adatok segíthetnek. Előrejelzésünk alappályájában a laza munkapiaci környezet és a mérséklődő inflációs várakozások biztosíthatják a korábbi évekhez képest mérsékelt bérindex fennmaradását.

3-1. táblázat: A bérezést alakító tényezők lehetséges hatásai

A bérindex emelkedése mögött álló tényező	A bérindex várható jövőbeli változása	Ebből fakadó inflációs kockázat
kedvezőbb konjunktúra	nem változik	alacsony
kedvezőbb vállalati jövedelmezőség	nem változik	alacsony
magasabb inflációs várakozások	csökken	közepes
feszesebb munkapiac	nem változik/emelkedik	magas
mérési hiba	nem változik	nincs
fehéredés	nem változik	nincs

4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

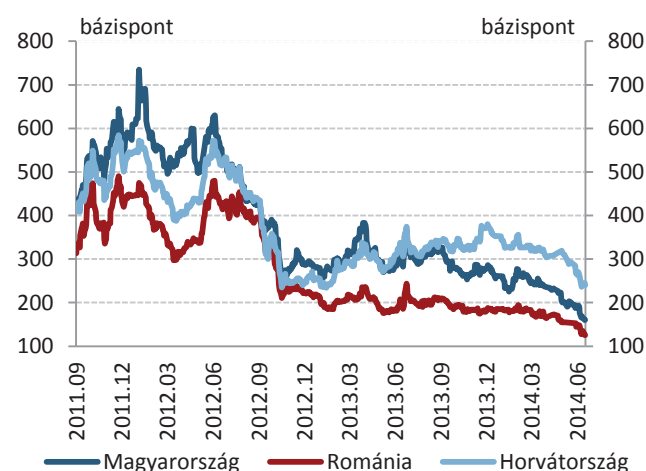
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt három hónapban hazánk kockázati megítélése összességében javulást mutatott. A nemzetközi piacmozgató események közül kiemelt jelentőséggel bírt az orosz-ukrán konfliktus, melyben az átmeneti enyhülési időszakokat leszámítva egyértelmű javulás nem látszott az időszak során, ennek ellenére a térségből érkező kedvezőtlen hírek a korábbiakhoz képest visszafogottabban éreztették hatásukat a hazai pénzpiacokon. Az időszak végén az ukrán gázellátással kapcsolatos kérdések és a konfliktus további eszkalálódása kapcsán ismét piaci fókuszba került az ukrán helyzet, továbbá az iraki konfliktus éleződése és a Világbanknak a korábbinál pesszimistább növekedési prognózisa váltott ki korrekciót a piacokon. A fejlett jegybankok monetáris politikája az EKB lazító lépésére vonatkozó piaci várakozások, később konkrét intézkedések meghozatala kapcsán került fókuszba, míg a Fed havi eszközvásárlásainak a piaci konszenzussal megegyező ütemben történő csökkentése nem okozott jelentős piaci mozgásokat. Az időszak elején átmeneti piaci turbulenciát váltott ki a Fed első kamatemelésének várható idejére vonatkozó jegybanki kommunikáció, később azonban további nyilatkozatokkal sikeresen nyugtatták a piacokat az amerikai jegybankárok. Összességében a fejlett jegybankok monetáris politikáját az elmúlt 3 hónapban alkalmazkodó irányultság jellemezte, amely a globális és egyben a hazai piaci folyamatokat is kedvezően befolyásolta.

Hazánk kockázati megítélését leginkább a nemzetközi folyamatok mozgatták, míg az országspecifikus tényezők közül a vártnál alacsonyabb inflációs számok okoztak némi forintgyengülést, a várakozásokat felülteljesítő GDP növekedési adat publikálása pedig ezzel ellentétesen hatott az árfolyamra. Hazánk országhoz tartozó kockázati megítélését javíthatta az S&P kilátásjavítása, ugyanakkor a devizahitelekhez kötődő problémakör tekintetében a Kúria jogegységi határozatát követően a kormányzati megoldáshoz kapcsolódóan maradtak nyitott kérdések. Az időszak elején az ukrán válság, valamint az Oroszország és a nyugati nagyhatalmak között feszülő politikai ellentéttel kapcsolatos feszültség enyhe csökkenésével párhuzamosan - a forintárfolyam március végi megugrásától eltekintve - a hazai kockázati mutatók csökkenésnek indultak, az időszak fennmaradó részében pedig tovább javultak. Hazánk CDS-felára a márciusi közepi 240 bázispont körüli szintről fokozatosan 170 bázispont alá csökkent. A forintárfolyam az időszak során összességében közel 1 százalékkal erősödött.

Érdemi állampapír-piaci hozamcsökkenés nyomán historikus mélypontra csökkentek a magyar benchmark hozamok. Az állampapír-piaci hozamgörbe rövid vége 50-55 bázisponttal mérséklődött a márciusi szintekhez képest, míg a hosszú vége 130 bázisponttal tolódott lejjebb. Kiemelt kereslet mutatkozott az állampapír aukciókon mind a rövidebb, mind pedig a hosszabb papírok iránt. A kibocsátó a legtöbb papír esetében csökkenő átlaghozam mellett a meghirdetetten felül vont be forrást. A külföldiek állampapír-állománya közel 300 milliárd forinttal 4900 milliárd forint fölé bővült.

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

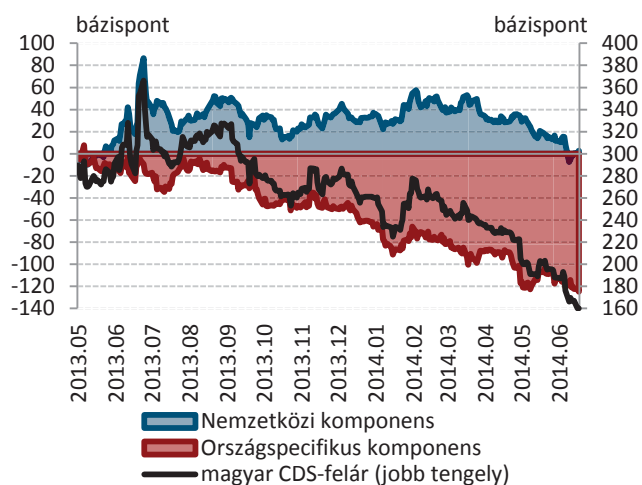


Forrás: Bloomberg

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

A hazai kockázati mutatók érdemben javultak a márciusi inflációs jelentés megjelenése óta. A magyar 5 éves szuverén CDS-felár jelentősen csökkent, az állampapír-piaci hozamok számottevően mérséklődtek, a forintárfolyam pedig kisebb ingadozások mellett összességében erősödött. A hazai kockázati mutatók alakulásának alapvetően kedvezett a globális piaci hangulat, amely a legtöbb eszközosztály, így a feltörekvő piaci eszközárak esetében is pozitív irányú változást idézett elő. Az időszak első felében az ukrain válsághoz köthető események árnyékkolták be a nemzetközi befektetői kedvet, és rontották a térség kockázati megítélését, később azonban az ukrán belpolitikai feszültségek fennmaradása ellenére sem volt megfigyelhető érdemi negatív hatás a közép-kelet európai térség piacain. Az ukrán konfliktus időszak végi

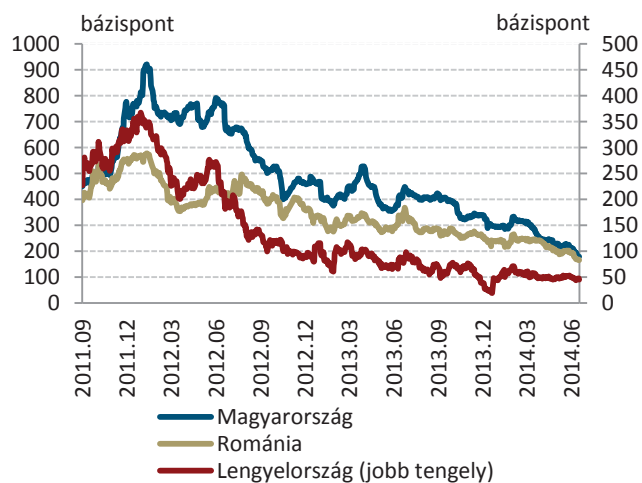
4-2. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

Forrás: Bloomberg

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



Forrás: Thomson Reuters

ismételt eszkalálódása ugyanakkor a helyzet nagyfokú bizonytalanságára utal.

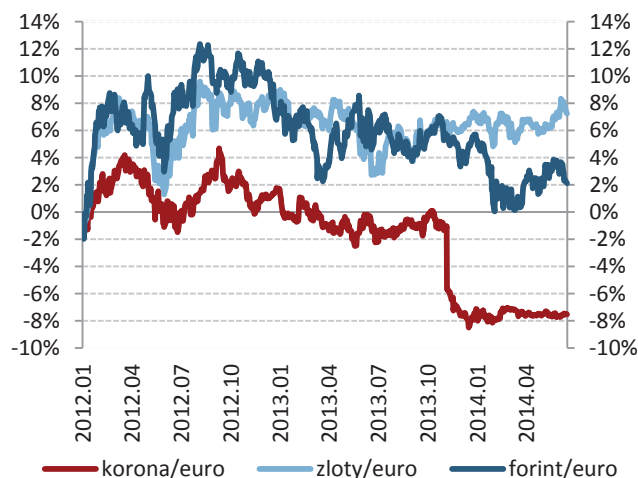
Hazánk 5 éves CDS-felára a márciusi közepi szintről fokozatosan 170 bázispont alá csökkent, amely mintegy 70 bázispontos mérséklődést jelent. A régiós CDS-felárakban szintén érdemi szűkülés volt megfigyelhető, ami azt jelzi, hogy hazánk kockázati felárának változása a hasonló megítélésű régiós országokéval összhangban alakult (4—1. ábra). Pozitívan befolyásolhatta hazánk kockázati megítélését, hogy március végén negatívról stabilra javította a magyar adósság-besorolását a Standard and Poor's a gyorsuló gazdasági növekedés és a külső sérülékenységünk csökkenésére hivatkozva. A Fitch Ratings ugyanakkor nem változtatott Magyarország korábbi besorolásán, továbbra is stabil kilátás mellett. Az időszak során bejelentett jegybanki önfinszírozási koncepció piaci fogadtatása kedvező volt, és hazánk külső sérülékenységének várható csökkentésén keresztül hozzájárulhatott kockázati mutatóink javulásához. Sem a parlamenti választások kimenetele, sem pedig a piaci konszenzusnak megfelelő kamatdöntések nem váltottak ki érdemi piaci reakciót.

CDS dekompozíciós módszertanunk szerint az időszak elején a CDS-felarat befolyásoló hazai komponensek emelőleg hatottak a szpredre, ezt azonban ellensúlyozni tudták a nemzetközi tényezőkhöz kötődő felárcsökkentő hatások. Az időszak fennmaradó részében mind a nemzetközi, mind pedig az országspecifikus tényezők a szpred csökkenésének irányába mutattak, de a vizsgált periódus egészét tekintve a nemzetközi komponens felárcsökkentő hatása volt túlsúlyban (4—2. ábra). Mind a dollárban, mind az euróban denominált **devizakötvényeink hozama csökkent az elmúlt 3 hónap során.** Az euróban denominált papírok esetében átlagosan közel 50, a dollárban denominált papírok esetében 60 bázispont körüli átlagos csökkenést tapasztaltunk (4—3. ábra).

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint/euro árfolyam az előző negyedévhez képest kisebb volatilitás mellett 301,8 és 313,7 között ingadozott, és a márciusi inflációs jelentés lezárása óta összességében közel 1 százalékkal erősödött. Az euro/forint kereszt kezdetben gyengébb szinteken tartózkodott, majd március végén bontakozott ki egy intenzív erősödés, melynek során a forint a feltörekvő devizaárfolyamokhoz hasonló ütemű erősödés során 305 alá süllyedt, majd ismét egy kisebb mértékű gyengülés következett. A felértékelődés második szakaszában a forintot erősíthette a vártnál jobb növekedési adat,

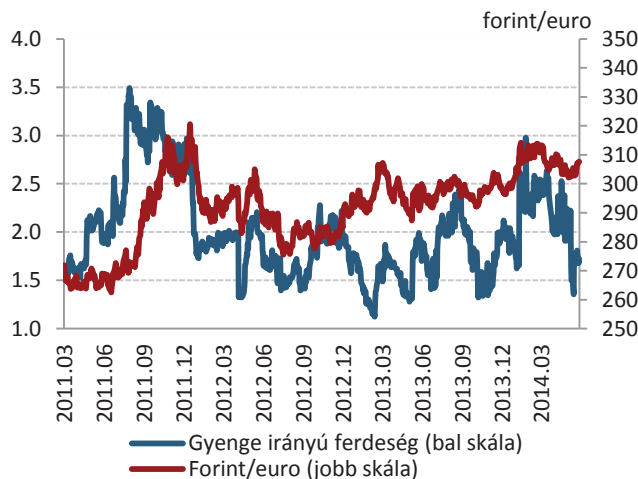
4-4. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Thomson Reuters

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



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

Forrás: Bloomberg

valamint az EKB monetáris politikai lépéseire kötődő várakozások fokozódása és az alapvetően kedvező globális hangulat. Az időszak végén tapasztalt korrekció következtében 307 fölé kerültek a forint/euro jegyzések.

A forintárfolyam a régiós devizaárfolyamok közül a stagnáló cseh koronánál jobban, míg a hozzávetőlegesen 1,5 százalékkal erősödő lengyel zlotynál és a román lejnél gyengébben teljesített az időszak egészét nézve (4—4. ábra).

A forint/euro árfolyamra vonatkozó ferdeségi mutatóban az időszak során ellentétes irányú mozgások voltak megfigyelhetők, de az időszak egészére nézve érdemi csökkenés ment végbe. Az EUR/HUF volatilitás a forintárfolyam erősödésével párhuzamosan mérséklődött, amely a jövőben várt árfolyamalakulás eloszlásának az erősödés irányba történő elmozdulására utal (4—5. ábra). A Reuters által gyűjtött elemzői rövid távú árfolyamvárakozások alacsonyabb szórás mellett a márciusinál erősebb árfolyamszint irányába mozdultak el, míg egyéves időtávon az erősebb spot árfolyam ellenére némileg emelkedett a várakozások mediánértéke.

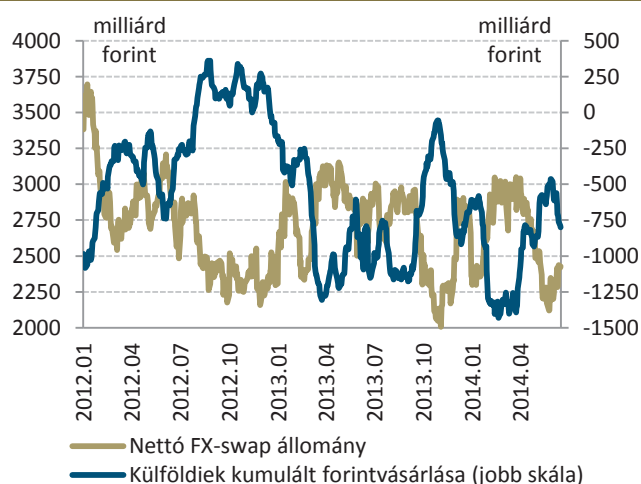
A hazai FX-swap piacon alapvetően feszültségmentes kereskedés zajlott. A rövid futamidejű FX-swap piaci felárak alakulását a korábbi időszakokban is megfigyelt volatilis mozgás jellemezte, a vizsgált időszak végére azonban a kiinduló szinteken álltak a szpredek. A felárak ingadozása március végén volt jelentős, azonban a negyedév végéhez kötődő megugrás csak átmenetinek bizonyult. A hosszabb futamidejű felárakban a negyedév végi feszültség nem jelentkezett, és a swap-felárak érdemi elmozdulást nem mutattak az időszak során.

A külföldi szereplők nettó FX-swap állománya az időszak végére 470 milliárd forinttal csökkent, a nem rezidens szereplők kumulált forintvásárlása közel azonos mértékben emelkedett (4—6. ábra). A külföldiek kéthetes MNB-kötvényállományának érdemi csökkenését követően az állomány csaknem a felére mérséklődött. Az első negyedévben tapasztalt portfólió leépítést követően a külföldi szektor állampapír-állománya hozzávetőlegesen 300 milliárd forinttal bővült, így az újra megközelítette év eleji feltörekvő piaci turbulencia előtti szintet. Részesedésük a teljes állományon belül 42 százalék fölé emelkedett (4—7. ábra).

4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

A rövid futamidejű diszkontkincstárjegyek aukcióit átlagosan 2,7-szeres lefedettség jellemezte, és a legtöbb esetben az ÁKK a meghirdetett mennyiségen felül

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



Megjegyzés: Külföldiek kumulált forintvásárlása:

2010. január 4. = 0.

Forrás: MNB

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



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

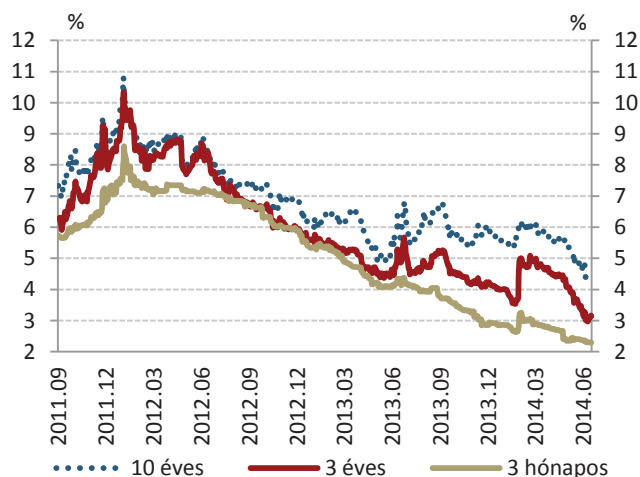
Forrás: MNB

bocsátott ki állampapírt. A 3 hónapos DKJ papírok esetében 13 aukció alkalmával összesen 250 milliárd forint, míg a 12 hónapos DKJ tekintetében 6 alkalommal 120 milliárdnyi többletlikviditás bevonására került sor. A kialakuló aukciós átlaghozam az időszak egészében csökkent, ami összhangban állt a kamatcsökkentési várakozásokban megfigyelt változásokkal, és a forint állampapírok iránt jelentkező erős kereslettel.

Az állampapírok elsődleges piacán a 3, 5 és a 10 éves kötvények iránt átlagosan háromszoros túlkereslet mutatkozott. A kibocsátó néhány aukció kivételével az államkötvények esetében is a meghirdetetten felül vont be forrást, és az aukciós átlaghozamok több mint 100 bázisponttal estek az időszak során.

Az állampapírpiaci hozamgörbe az időszak elejéhez képest érdemben lejjebb toldódott. A görbe rövid vége 50-55 bázisponttal mérséklődött a márciusi szintekhez képest, míg a hosszú vége 130 bázisponttal került lejjebb. A legnagyobb esés a középső szakaszon ment végbe, ahol a 3 és 5 éves referenciahozamok 150 bázisponttal csökkentek (4–8. ábra). A másodpiaci hosszú hozamok érdemi esésével párhuzamosan a hozamgörbe meredekségében is csökkenés következett be. A csökkenő hozamkörnyezet a tágabb értelemben vett feltörekvő univerzumban és a régiós országokban is megfigyelhető volt, a hazai hozamcsökkenés azonban meghaladta a környező országokét, így a magyar 10 éves referenciahozam május végén a román alá süllyedt. A MNB által április végén bejelentett önfinanszírozási koncepció, az EKB monetáris lazítást célzó intézkedései, a támogató nemzetközi környezet és az inflációs várakozások mérséklődése mind hozzájárulhatott a hazai hozamok csökkenéséhez. A bankközi spot hozamgörbe szintén jelentős, de az állampapírpiaci görbéhez képest kisebb mértékű elmozdulást mutatott. A bankközi kamatokból implikált forward kamatpálya egészének érdemi csökkenése annak köszönhető, hogy az időszak során vélhetőleg kiárazódtak a kamatpálya alakulását övező kockázati forgatókönyvek. Az idei illetve a jövő év végére vonatkozó forward kamatok 110, illetve 140 bázispontos mérséklődése a görbe laposabbá válása mellett következett be.

4-8. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok alakulása



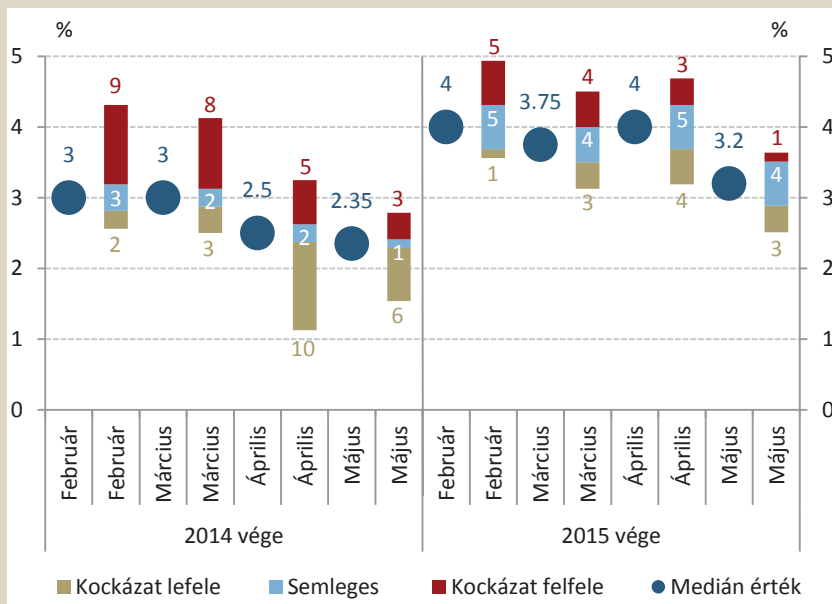
Forrás: ÁKK

4-1. keretes írás: Az elemzői és piaci kamatvárakozások a tartósan laza kamatkondíciók irányába mutatnak

Az elemzői és piaci rövid távú kamatvárakozások látványos változáson mentek keresztül az idei évben. A változás mind az elemzői felmérésekből kirajzolódó, legvalószínűbb forgatókönyv szerinti várt kamatpálya terén, mind pedig az alappályát övező kockázatok terén tetten érhető.

Az év elejéhez képest az elemzők a laza monetáris kondíciók tartósabb fennmaradására számítanak. A felmérések mellett a piaci árazásból is hasonló következtetést lehet levonni, miután a bankközi hozamgörbe rövid meredeksége érdemben mérséklődött az elmúlt időszakban és ismét a feltörekvő piaci átlag körül található.

4-9. ábra: A 2014 és 2015 végére vonatkozó elemzői kamatvárakozások és a pontbecslésekhez tartozó kockázati irányok a Reuters kamatdöntések előtti felmérése alapján



Megjegyzés: A konszenzust reprezentáló medián értékek melletti oszlopok az egyedi elemzői becslésekhez tartozó domináns kockázati irányokat mutatják, ahol az oszlopok méretezése a válaszok számához igazodik.

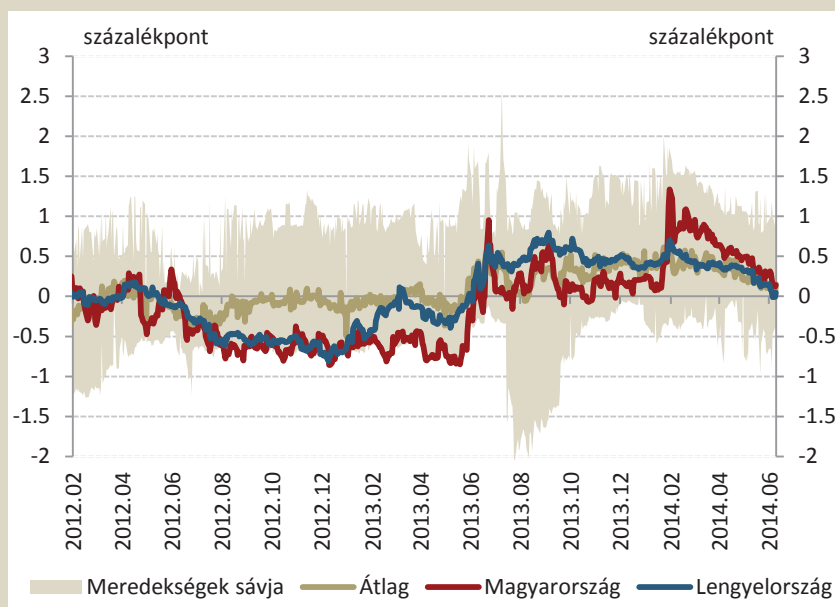
Forrás: Thomson Reuters

A májusi elemzői felmérésig a kamatdöntések előtti konszenzus már nem számolt további kamatcsökkentéssel az aktuális kamatdöntést követően (4—9. ábra). Az alapforgatókönyv szerinti várakozásokban a 2015-ig terjedő időhorizonton egy fokozatosan emelkedő kamatpálya képe rajzolódott ki, ahol a várt kamatemelés már idén megindult volna. **A májusi Reuters felmérés ezzel szemben már azt mutatta, hogy a megkérdezett szakértők további lazítást valószínűsítenek és az alapkamat a korábbinál huzamosabb ideig maradhat alacsony szinten.** Továbbá a 2015 végére várt alapkamat is érdemben alacsonyabb lehet, mint amire egy hónappal korábban számítottak.

Még látványosabb változás figyelhető meg az alapforgatókönyv szerint várt kamatpályát övező kockázatok terén. Februárban és márciusban mind a 2014 végi szint, mind pedig a 2015 végi szint tekintetében jellemzően felfelé érzékelt kockázatot az elemzők. **Áprilistól viszont, bár a következő év végére vonatkozó egyedi válaszok szórása továbbra is magas maradt, az alapforgatókönyvhöz képest a lefelé mutató kockázatok kerültek túlsúlyba.** Az elmozdulást egyrészt a váratlanul alacsony inflációs környezet tartósabb fennmaradása magyarázhatta, másrészt az Európai Központi Bank újabb lazító lépéseivel kapcsolatos várakozás, amely azóta be is igazolódott.

Az elemzői várakozásokban megfigyelt változáshoz **hasonló folyamatot mutat a bankközi hozamgörbe rövid meredekségének alakulása is** (4—10. ábra). A januári feltörekvő piaci turbulenciát követően a forint hozamgörbe két éves illetve három hónapos pontjának a különbözete a feltörekvő régiós átlagtól eltávolodva látványosan megugrott, majd a február eleji korrekciót követően a korábbinál érdemben magasabb szinten maradt. A március közepén megindult süllyedés következtében május végére a feltörekvő régiós átlaghoz csökkent vissza a hazai meredekség. A januári megugráshoz hasonló emelkedést a globális kockázatvállalási hajlandóságot érdemben csökkentő Fed eszközvásárlás leépítéséhez kapcsolódó két esetben, a 2013. májusi Bernanke nyilatkozatot követően és a szeptemberi FOMC ülést megelőzően lehetett korábban megfigyelni. A meredekség aktuális nulla közeli szintje így arra utalhat, hogy a lefelé mutató kockázatok realizálódása, illetve fennmaradása következtében a pénzpiaci szereplők is tartósan alacsony kamatkörnyezettel számolnak a következő két évben.

4-10. ábra: A bankközi (swap) hozamgörbe rövid meredekségének (2 év mínusz 3 hónap) alakulása a feltörekvő piacokon



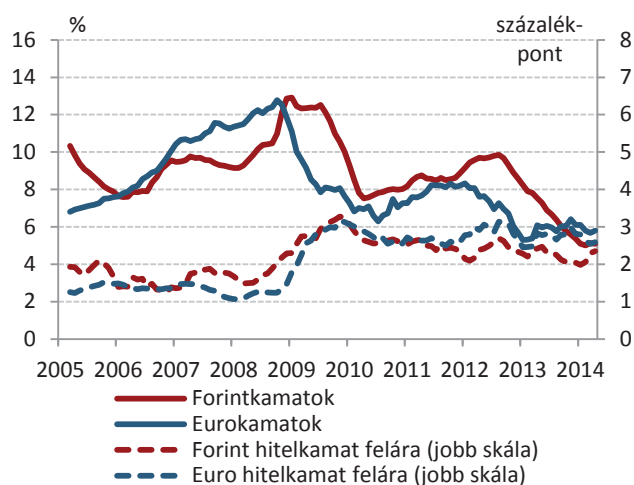
Megjegyzés: A vizsgált feltörekvő országok: Chile, Dél-Afrika, India, Lengyelország, Magyarország, Románia, Thaiföld, Törökország.

Forrás: Bloomberg

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A vállalati szegmensben a megvalósult ügyletek alapján 2014 első négy hónapjában mérséklődtek a finanszírozási költségek. A kamatlábak csökkenése az év eleji hónapokban nem érte el a referencia kamat mérséklődésének mértékét, így a felár emelkedett. A hitelezési felmérésre adott válaszaikban⁶ a bankok összességében a hitelezési feltételek változatlanóságáról számoltak be. A gazdasági kilátások már a bankok nettó értelemben vett közel harmadánál hatnak a feltételek enyhítése irányába, azonban egyes iparág-specifikus problémák továbbra is a szigorítás irányába mutatnak. A háztartási szegmensben belül a fogyasztási hitelek esetében tovább folytatódott a hitelezési feltételek enyhülése, míg a lakáscélú hitelek kondíciói változatlanok maradtak. A teljes hitelköltség minden hitelszegmensben mérséklődött, a lakáscélú hitelek esetében a referenciakamathoz képesti felár is csökkent. Az egyéves reálkamat döntően a csökkenő inflációs várakozások miatt emelkedett az utóbbi hónapokban, értéke azonban historikusan továbbra is alacsonynak tekinthető.

4-11. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



Megjegyzés: A havi kamatadatok 3 havi mozgóátlaga. A felárak a 3-hónapos EURIBOR, illetve BUBOR kamat feletti felár 3 havi mozgóátlaga. Változó kamatozású, vagy maximum 1 évig rögzített kamatok.

Forrás: MNB

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

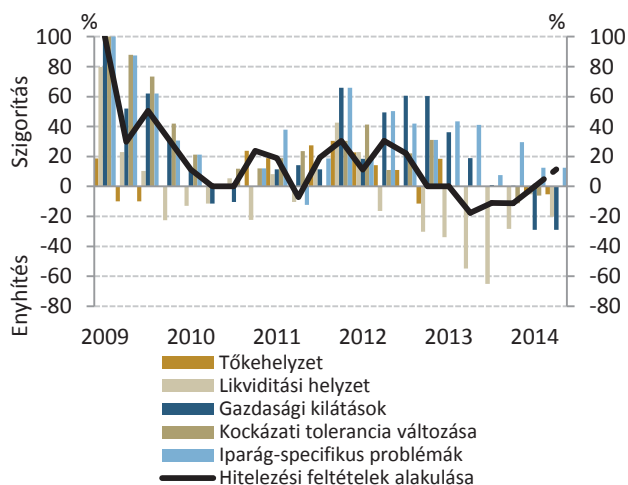
2014 első negyedévében az alapkamat fokozatos mérséklődésével párhuzamosan csökkentek a vállalati hitelkamatok. A változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással⁷ rendelkező forinthitelek 3 havi mozgóátlaggal simított kamatlába a megvalósult ügyletek alapján 5,4 százalékról 5,1 százalékra mérséklődött az első negyedév során, míg áprilisban nem változott érdemben. A kamatláb csökkenése összességében nem érte el a referencia kamat (3-hónapos BUBOR) azonos időszakban látható mérséklődését, így a kamatfelár áprilisra 2,4 százalékra emelkedett. A hitelképes kkv-k számára továbbra is a Növekedési Hitelprogram maximum 2,5 százalékos kamatozású hitelei jelentenek alacsony költségű finanszírozást. Az euroalapú hitelek esetében az első negyedévben a kamatszint és a referencia kamat (3-hónapos EURIBOR) feletti felár is csökkent, amit áprilisban enyhe emelkedés követett. Az euroalapú hitelek 3 havi mozgóátlaggal simított kamatszintje így áprilisban 2,9 százalékot, míg a felár 2,6 százalékpontot tett ki (4–11. ábra).

A hitelezési felmérés alapján 2014 első negyedévében összességében nem változtak a hitelkondíciók. Kedvező fejlemény, hogy a bankok nettó értelemben vett közel harmada szerint a gazdasági kilátások már enyhítően hatnak a hitelfeltételek alakulására. Szintén az enyhítés irányába hat a hitelezési képességet meghatározó likviditási- és tőkehelyzet is, továbbá a kockázati tolerancia emelkedése is. A hitelfeltételek a válság kitörése óta eltelt évek tartós banki óvatossága következtében még mindig szigorúnak tekinthetők, egyes iparág-specifikus problémák pedig továbbra is hátráltatják a hitelfeltételek enyhítését (4–12. ábra).

⁶ A hitelezési felmérés eredményeinek részletesebb elemzése megtalálható az MNB Hitelezési folyamatok című kiadványában: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu-hitelezesi-folyamatok/201406/Hitelezesi_folyamatok_201406_HU.pdf

⁷ A Növekedési Hitelprogram keretén belül folyósított hitelek többsége éven túli hitel, így az általunk vizsgált kamatlábak elsősorban a piaci folyamatokat tükrözik.

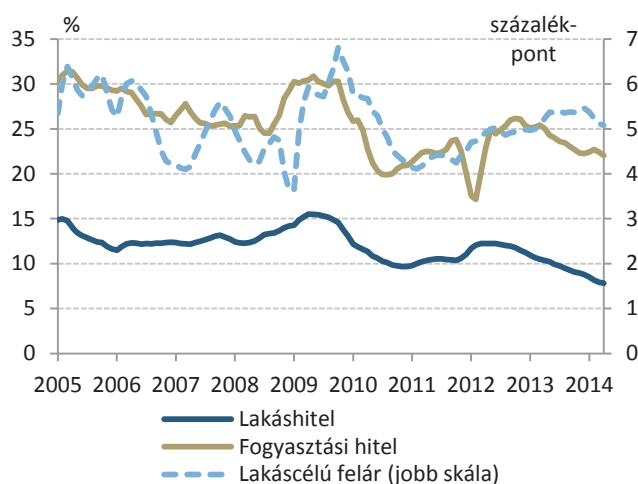
4-12. ábra: A hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben



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

Forrás: MNB a bankok válaszai alapján

4-13. 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

A megvalósult lakáscélú jelzáloghitel ügyleteknél a három hónapos mozgóátlaggal simított teljes hitelköltség (THM) 2013 év vége óta mintegy 1 százalékponttal mérséklődött, értéke áprilisban 7,8 százalék volt. A hitelköltség csökkenése meghaladta a 3-hónapos BUBOR azonos időszakban megfigyelhető mérséklődését, így a kamatfelár a decemberi 5,4 százalékpontos értékhez képest áprilisban 5,1 százalékpontot tett ki (4—13. ábra). Az ügyfél által fizetendő hitelköltséget tovább enyhítheti az állami kamattámogatás, melynek igénybevétele mellett az adós által fizetendő kamatláb akár 6 százalékra is csökkenhet. 2014 első negyedévében a folyósítások közel harmada valósult meg államilag támogatott formában.

A fogyasztási hitelek 3-hónapos mozgóátlaggal simított teljes hitelköltsége (THM) az első negyedévben összességében enyhén emelkedett, majd áprilisban mintegy 0,4 százalékponttal mérséklődött. December óta a hitelköltség mind a szabad felhasználású jelzáloghitelek, mind az egyéb fogyasztási hitelek esetében csökkent. Utóbbiak THM-e 25,2 százalékról 24,5 százalékra, míg a szabad felhasználású jelzáloghitelek teljes hitelköltsége 10,9 százalékról 10,3 százalékra mérséklődött.

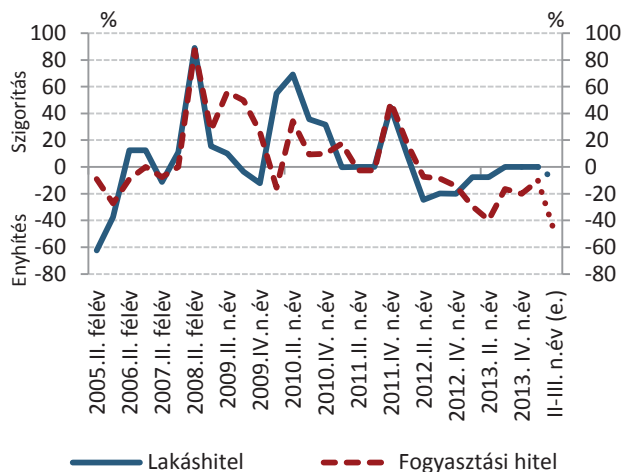
A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok az előző negyedévhez hasonlóan nem változtattak a lakáscélú hitelek feltételein, míg a fedezetlen fogyasztási hitelek esetében nettó értelemben⁸ vett 10 százalékuk jelentett enyhítést. A megvalósult ügyletek hitelfeltételei szintjüket tekintve továbbra is szigorúnak számítanak: a lakáscélú hitelügyletek alapján a hitelfedezeti arány (LTV) 56 százalék körül alakult az első negyedévben, valamint az 5 százalékpont feletti kamatfelár is magasnak számít nemzetközi összehasonlításban. A bankok várakozásai szerint előre tekintve mindkét háztartási hitelszegmensben enyhülni fognak a hitelfeltételek (4—14. ábra).

4.2.3. Reálkamatok alakulása

2014 első negyedévében az egy évre előre előretekintő reálkamat összességében enyhén emelkedett, mind az 1 éves állampapír-hozam, mind a legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok alapján számolva (4—15. ábra). Az év első három hónapjának emelkedő tendenciája áprilisban megfordult és a reálkamat csökkenése volt megfigyelhető. Az inflációs várakozások mérséklődése 2013 decembere óta tartósan a reálkamat növekedésének irányába hat, amit a zérókupon-hozam

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

4-14. ábra: A hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben

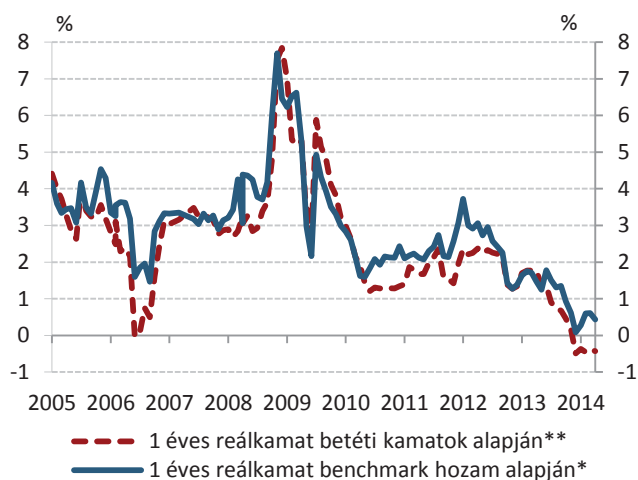


Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

Forrás: MNB a bankok válaszai alapján

csökkenése tompít. A reálkamat historikusan továbbra is alacsonynak számít: az 1 éves állampapír-hozamok alapján értéke 0,4, míg a legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok alapján -0,4 százalék volt áprilisban.

4-15. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása



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

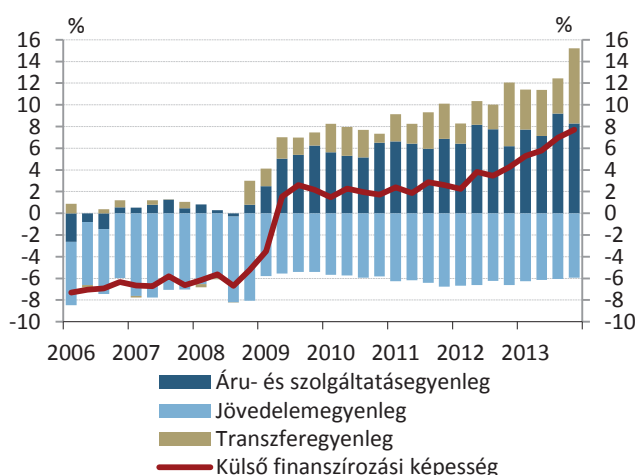
Forrás: MNB, Reuters poll

5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete tovább emelkedett 2013. IV. negyedévében, és a GDP közel 8 százalékát tette ki. Az emelkedésben elsősorban a transzferegyenleg növekvő többlete játszott szerepet, miközben az áru- és szolgáltatasegyenleg kismértékben mérséklődött. A finanszírozási adatok is hasonló mértékű külső finanszírozási képességet jeleztek, melyben döntően az adósság típusú források kiáramlása tükröződött. Így az ország sérülékenysége szempontjából meghatározó külső adósságmutatóink is tovább mérséklődtek a IV. negyedévben.

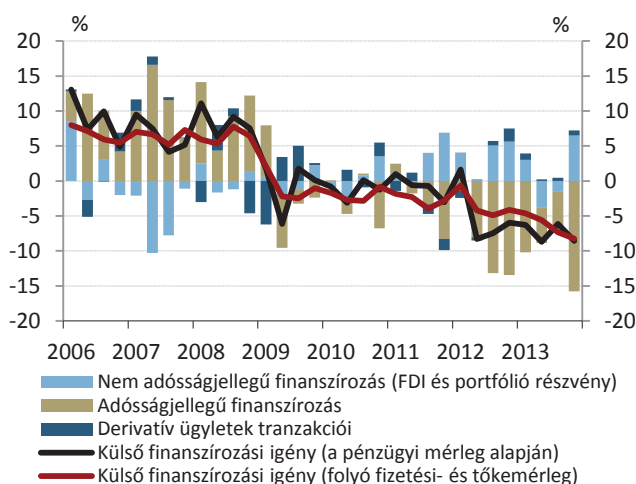
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (szezonálisan igazított értékek, GDP arányában)



Megjegyzés: Az idősorok szezonális igazítása direkt igazítással készült, így a külső finanszírozási képesség komponenseinek összege nem feltétlenül egyezik meg a külső finanszírozási képesség igazított értékeivel.

Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB

5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciónk alakulása

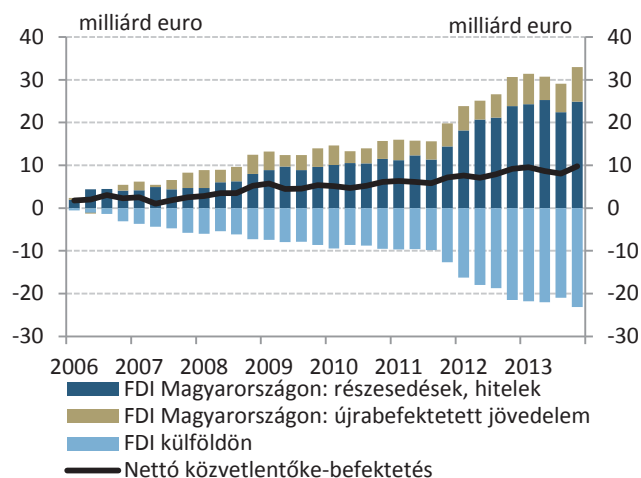
A reál gazdasági oldalról számított finanszírozási képesség 2013. IV. negyedévében megközelítette a GDP 8 százalékát. Bár a nettó export enyhén csökkent a IV. negyedévben, a közel 8 százalékot kitevő GDP-arányos többlet továbbra is nagymértékben járul hozzá az ország külső finanszírozási képességéhez. A külső egyensúlyi pozíció javulása a **transzferegyenleg** jelentős mértékű emelkedéséhez köthető (5—1. ábra). A nettó EU-transzfer felhasználás a IV. negyedévben közel 2,2 milliárd euro volt, mely nagymértékben, mintegy 550 millió euróval múlta felül a 2012 hasonló időszakában megfigyelt igen magas értéket. Az EU-transzferek felhasználása 2013 egészében is számottevően meghaladta a korábbi években tapasztalt értékeket, összesen 5,4 milliárd eurót tett ki. A magasabb felhasználás azzal magyarázható, hogy a kifizetések döntően a 2007–2013-as EU-s költségvetési periódus végére koncentráltak. A **jövedelemegyenleg** hiányának enyhe mérséklődése is hozzájárult a nettó finanszírozási képességének emelkedéséhez. Az előző negyedévektől elmaradó mértékű hiányban elsősorban a hitelekre fizetett kamatok csökkenése tükröződött.

A teljes, 2013. évet tekintve az ország nettó külső finanszírozási képessége a GDP 6,5 százalékát tette ki. A külső egyensúly javulásában az új autóiipari kapacitások termelésbe való bekapcsolódása miatt emelkedő külkereskedelmi többlet, a növekvő EU-transzfer-felhasználás, valamint a jövedelemegyenleg hiányának enyhe csökkenése is szerepet játszott. Előzetes adatok alapján az első negyedév során az áru- és szolgáltatasegyenleg többlete ismét emelkedett.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A finanszírozási adatok alapján számolt mutató is számottevő, a reál gazdasági adatok alapján számítottéhoz hasonló mértékű nettó megtakarítói pozíciót jelzett a IV. negyedévben. A külső finanszírozási többlettel összhangban a nettó adósság típusú források nagymértékben csökkentek, miközben a nem adósság típusú forrásoknál jelentősebb mértékű beáramlás történt (5—2. ábra).

5-3. ábra: A közvetlen-tőke befektetések összetevőinek alakulása (kumulált tranzakciók)

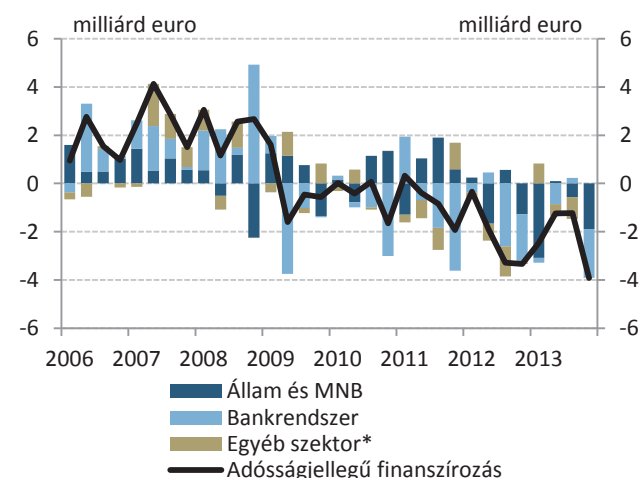


Forrás: MNB

A korábbi negyedévek döntően szezonális, illetve egyedi tételekhez (E.ON felvásárlása) kötődő mérséklődését követően a IV. negyedévben emelkedtek a közvetlentőke-befektetések. A IV. negyedévi növekedésben a részesedések emelkedése, az újrabefektetett jövedelmek, illetve a tulajdonosi hitelek növekedése is közrejátszott (5—3. ábra). Így összességében – a II. és III. negyedévi csökkenés ellenére is – a nettó FDI-beáramlás közel 0,6 milliárd eurót tett ki 2013-ban, ami nagyjából megfelel a válság utáni szinteknek.

Az adósság típusú források IV. negyedévi nettó kiáramlása megközelítette a 4 milliárd eurót. A mérséklődés döntően két szektorhoz kötődött: az MNB-vel konszolidált államháztartás és a bankszektor is mintegy 2-2 milliárd euróval csökkentette nettó külföldi forrásait. Az államháztartás nettó külső adósságának csökkenésében a külföldiek állampapír-állományának mérséklődése, illetve az EU-transzferek miatt emelkedő devizatartalék is szerepet játszott. A bankszektor külső forrásai – az előző negyedévek összességében enyhe forráskiáramlását követően – számottevő mértékben csökkentek a IV. negyedévben, amiben szerepet játszhatott a vállalati szektor hitelállományának csökkenése is: a bankok a felszabaduló forrásból külföldi tartozásaikat mérsékelhették. A vállalatok külső adóssága ugyanakkor nem változott érdemben (5—4. ábra).

5-4. ábra: Az adósságjellegű finanszírozás szerkezete



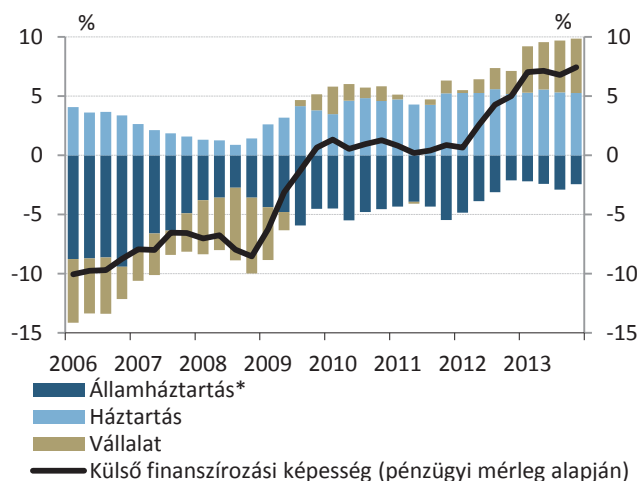
Megjegyzés: * Nem pénzügyi vállalatok, egyéb pénzügyi vállalatok, háztartások.

Forrás: MNB

2013-ban az adósság jellegű forráskiáramlás az előző évhez hasonló mértékű volt, és közel 9 milliárd eurót tett ki. A forráskiáramlás mindhárom szektort érintette, ugyanakkor a korábbi évekkel ellentétben a legnagyobb kiáramlást nem a bankszektor, hanem az államháztartás esetében figyelhettük meg, amiben a jegybanki devizatartalék EU-transzferek miatti emelkedése mellett a belföldi szektoroknak az államháztartás finanszírozásában betöltött nagyobb szerepvállalása is közrejátszott.

A historikusan magas külső finanszírozási képesség a háztartások magas szinten stabilizálódó nettó pénzügyi megtakarítása, a vállalatok növekvő finanszírozási képessége, illetve az államháztartás mérséklődő finanszírozási igénye mellett alakult ki (5—5. ábra). A háztartások négy negyedéves nettó pénzügyi megtakarítása – a reáljövedelmek emelkedésével párhuzamosan – a GDP több mint 5 százalékát tette ki. A konszolidált államháztartás négy negyedéves eredményszemléletű finanszírozási igénye is mérséklődött, ami az adóbevételek előző évhez képest változó szezonálisához köthető. A vállalati szektor pénzügyi megtakarítása is tovább emelkedett, amiben az év végi

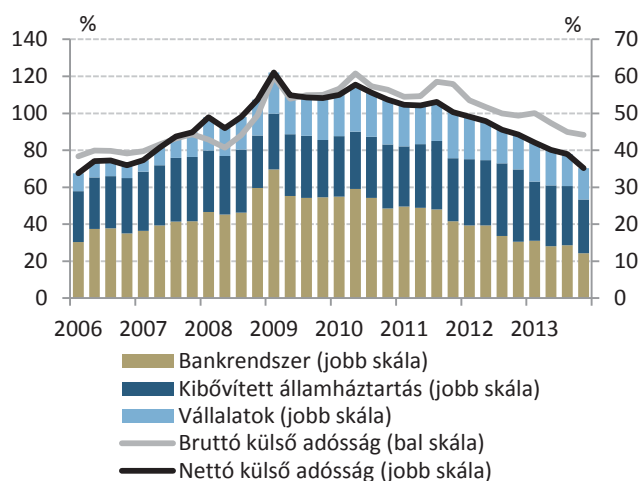
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint (négy negyedéves GDP-arányos értékek)



Megjegyzés: * Az államháztartásnál a pénzügyi számlák szerinti finanszírozási igényt mutatjuk be, 2011-ben korrigálva a magánnyugdíjpénztári vagyonátadással.

Forrás: MNB

5-6. ábra: A külső adósság szektorok szerinti felbontása (GDP-arányos értékek)



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül.

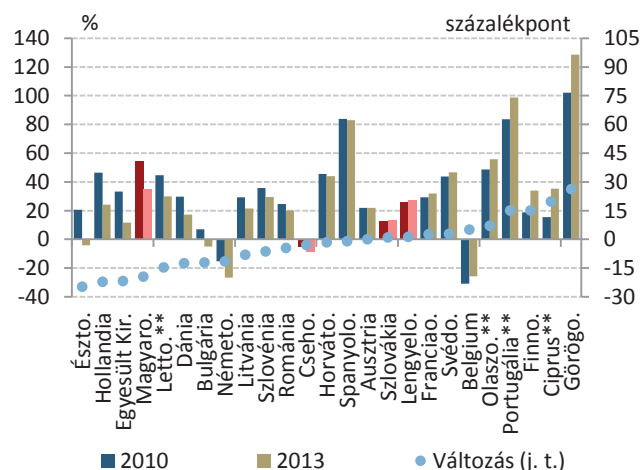
Forrás: MNB

jelentős EU-transzfer-felhasználás is szerepet játszhatott.

A fenti folyamatok eredményeként a IV. negyedévben tovább folytatódott a kockázati megítélésünk szempontjából fontos külső adósságmutatóink mérséklődése: a GDP-arányos nettó külső adósság 35 százalékra süllyedt, az ország bruttó külső adóssága pedig a GDP 88 százaléka körül alakult. A bankszktor nettó külső adóssága az előző negyedévi enyhe emelkedés után a IV. negyedévben újra csökkent és lényegesen alacsonyabb szintet ért el, mint a válság kitörésekor. A konszolidált államháztartás nettó külső adóssága is tovább, 2006 óta nem tapasztalt szintre süllyedt. A vállalatok nettó külső adóssága ugyanakkor nem változott érdemben, továbbra is az utóbbi évek egyik legalacsonyabb szintjét figyelhettük meg. A bruttó külső adósságban a nettó mutatóban tapasztaltnál kisebb mérséklődés volt megfigyelhető, amiben a novemberben megvalósult, a devizatartalékok hasonló mértékű növekedésével együttjáró devizakötvény-kibocsátásnak volt a legnagyobb szerepe (5—6. ábra).

A nettó külső adósságállományokat tekintve Magyarország alkalmazkodása az EU többi országával összevetve is számottevő mértékű volt. Míg a régió több országában (pl. Szlovákia, Lengyelország) az elmúlt években enyhén emelkedett a külső adósság GDP-arányos szintje, addig Magyarországon 2010 óta jelentősen, mintegy 20 százalékponttal mérséklődött, és a GDP 35 százalékát tette ki 2013 végén. Bár a magyar nettó külső adósságállomány továbbra is meghaladja a régiós átlagot, ugyanakkor az elmúlt évek jelentős alkalmazkodása révén már kevésbé szembetűnő a különbség (5—7. ábra).

5-7. ábra: A nettó külső adósság* alakulása az EU-ban
(GDP-arányos értékek)



Megjegyzés: * Tulajdonosi hitelek nélkül. ** 2013. III. negyedévi adat.

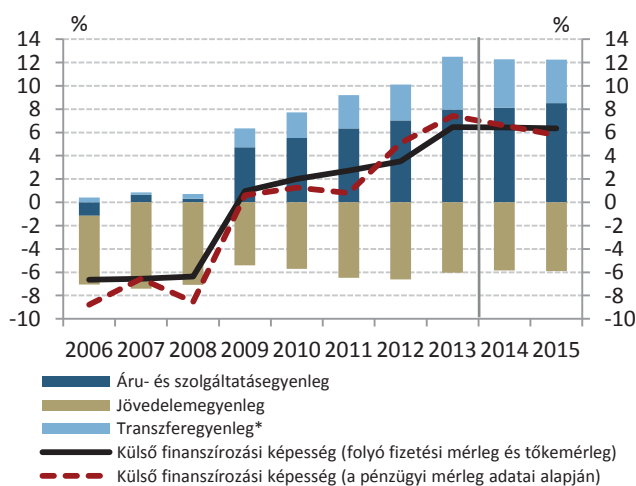
Forrás: MNB

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

2014-15-ben magas szinten stabilizálódhat hazánk külső finanszírozási képessége. A külkereskedelmi egyenleg idén a tavalyihoz hasonló szint közelében alakulhat, jövőre pedig a belső felhasználás mérséklődése és az élénkülő külső kereslet mellett tovább bővíthet. A döntően EU-támogatásokat tartalmazó transzferegyenleg enyhén mérséklődhet az új EU-s költségvetési periódus kezdetén, azonban továbbra is számottevő mértékben járul hozzá az ország finanszírozási képességéhez. A jövedelemegyenleg hiánya a külső adósság csökkenésével párhuzamosan enyhén mérséklődhet. Az egyes szektorok megtakarítói pozícióit vizsgálva megállapítható, hogy az államháztartás finanszírozási igénye – a fegyelmezett fiskális politikának köszönhetően – továbbra is visszafogott, miközben a magánszektor prognosztizált nettó finanszírozási képessége viszonylag magas marad. A következő években azonban a vállalati megtakarítás a beruházás növekedésével mérséklődhet, miközben a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása – az idei növekedést követően – jövőre is magas szinten maradhat.

A külső egyensúlyi pozíciónk magas szinten stabilizálódhat a következő években. A nettó export a javuló cserearányoknak köszönhetően – a fogyasztás és beruházás miatt emelkedő import ellenére is – magas maradhat 2014-ben, míg jövőre a belső felhasználás mérséklődése és a várhatóan élénkülő külső kereslet járul hozzá a magas külkereskedelmi többletkez. A következő években a külkereskedelmi egyenleg mellett az EU-transzferek is számottevően hozzájárulhatnak az ország nettó finanszírozási képességéhez. A támogatások továbbra is meghaladhatják a korábbi évekre jellemző szinteket, ugyanakkor a transzferek az új EU-s költségvetési periódus miatt kismértékben csökkenhetnek 2014-15-ben. A külső egyensúlyi pozíciónk magas szinten történő maradásához a jövedelemegyenleg hiányának enyhe mérséklődése is hozzájárulhat. A kedvezőbb jövedelemegyenleg irányába hathat többek között az is, hogy a külső finanszírozási képességgel összhangban

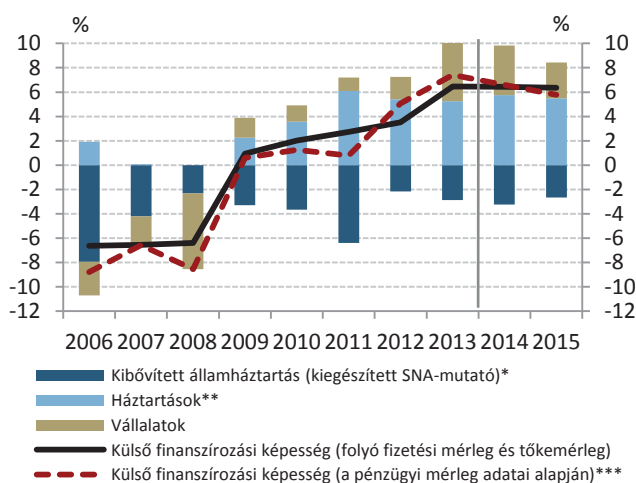
5-8. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (GDP arányos értékek)



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

Forrás: MNB

5-9. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (GDP arányában)



Megjegyzés: * A kibővített államháztartásba az állami költségvetésen túl az önkormányzatok, az MNV Zrt., a kvázifiskális feladatokat ellátó intézmények (MÁV, BKK) és az MNB tartoznak. A kiegészített SNA-mutató figyelembe veszi a magánnyugdíjpénztári megtakarítást.

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

*** A NEO esetében azt feltételezzük, hogy fokozatosan visszatér a historikus szintjéhez.

Forrás: MNB

csökken a külső adósság, így a külföldre utalt jövőbeli kamatkifizetések is (5–8. ábra).

A külső egyensúlyi folyamatokat a szektorok oldaláról vizsgálva elmondható, hogy a **historikusan magas finanszírozási képesség a magánszektor magas szinten maradó pozíciója és az államháztartás visszafogott költségei mellett valósulhat meg** (5–9. ábra).

A **vállalati szektor nettó megtakarítói pozíciója lassú mérséklődésnek indulhat** a következő években, ami elsősorban az emelkedő beruházási aktivitás tükröződhet. A vállalati beruházások növekedését a Növekedési Hitelprogram mellett az előző EU-s költségvetési periódus kifizetései is támogatják.

A **háztartások nettó megtakarítása várakozásaink szerint idén tovább emelkedhet, jövőre pedig magas szinten stabilizálódhat**. A lakossági megtakarítások alakulását továbbra is elsősorban az óvatossági motívumok és a mérlegkiigazítás határozhatja meg. A bővülő reáljövedelmek egy részét megtakarítja a lakosság, így a háztartások megtakarítása – az emelkedő fogyasztás ellenére is – magasan maradhat a következő években.

Az **államháztartás finanszírozási igénye a következő években is visszafogottan alakulhat**, de ezen belül 2014-ben némileg emelkedhet a tágabban vett államháztartás SNA szerinti finanszírozási igénye. A magasabb finanszírozási igény mögött a pedagógus életpályamodell bevezetése, a családi adókedvezmény kiterjesztése és a közfoglalkoztatás emelkedése áll, amit csak részben ellensúlyoz az egyes adónemekből várható magasabb bevétel. 2015-ben ugyanakkor mérséklődhet az eredményszámla hiány, amiben a gazdaság élénkülésének hatása mellett az alacsony infláció miatt GDP-arányosan csökkenő nyugdíjkiadások és az állami bérek mérsékeltebb emelkedése játszhat szerepet.

A **külső finanszírozási képességgel párhuzamosan folytatódhat a külföldi, döntően adósság típusú források kiáramlása is**. A magas külső egyensúlyi többlet így a **nettó külső adósság további csökkenésében is tükröződhet**. A **bruttó külső adósság mérséklődését az MNB önfinanszírozási programja is támogathatja**. Az államadósság finanszírozásának a devizakötvény-kibocsátások felől a forintfinanszírozás irányába való eltolódása révén csökkenhet a bruttó külső adósság. Emellett a program nemcsak a bruttó adósság szintjére, hanem annak devizaösszetételére is kedvező hatással lehet: a forint árfolyam-ingadozásai kisebb mértékben jelennek meg az adósságműutatókban. A program ugyanakkor nem befolyásolja az ország nettó külső

adósságát, mivel az alacsonyabb deviza-kötvénykibocsátás melletti devizalejáratok mérséklék a devizatartalékok szintjét is.

5.3. Költségvetési folyamatok

Előrejelzésünk szerint az államháztartás ESA-hiánya 2014-ben és 2015-ben is a kormányzati cél alatt, 2014-ben a GDP 2,7 százaléka, 2015-ben pedig 2,6 százaléka körül alakulhat, tehát várhatóan megfelel a maastrichti hiánykritériumnak. Prognózisunk a korábbiakhoz hasonlóan, de az előirányzattól eltérően, az Országvédelmi Alap teljes törlésével számol, aminek következtében a hiánycélhoz képest évente a GDP 0,2 százalékanak megfelelő mozgástér marad. Elsősorban a makrogazdasági folyamatok és a költségvetés bevételeinek alakulása eredményezte, hogy hiányprognózisunkat mindkét évre vonatkozóan csökkentettük a márciusi előrejelzéshez képest. Változást jelent emellett, hogy kormányrendelet szerint a közfoglalkoztatottak létszáma tartósan 200 ezer fő körül alakulhat, és a közszférában – a pedagógus életpálya-modellen kívül – 2015-ben igen mérsékelt bérnövekedéssel számoltunk a Konvergencia Program alapján. A 2013. évi 2,4 százalékos hiányt követően 2014-ben a GDP 0,7 százaléka lehet a fiskális politika keresletet ösztönző hatása, ami elsősorban a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének növekedésén keresztül érvényesülhet, míg 2015-ben kisebb mértékben keresletszűkítő fiskális impulzussal számolunk. A 2013. év végi, változatlan árfolyamon számított GDP-arányos bruttó államadósság a teljes előrejelzési horizonton csökken, tehát az államadósság-szabály teljesül, de a tényleges adósságrátát a forint árfolyamának alakulása jelentősen befolyásolja a jövőben is.

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

	2013**	2014	2015
ESA-egyenleg*	-2,4	-2,7	-2,6
Ciklikus komponens (MNB-módszer)	-1,0	-0,5	-0,1
Ciklikusan igazított kiegészített (SNA) egyenleg*	-1,9	-2,8	-2,6
Fiskális keresleti hatás***	0,6	0,7	-0,3

Megjegyzés: * Az egyenlegmutatók számításakor a rendelkezésre álló szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) teljes törlését tételeztük fel. ** A 2013-as ESA-hiány az előzetes adatokhoz képest a friss EDP-jelentés alapján és a GDP revíziója miatt kis mértékben emelkedett. *** A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.

Forrás: KSH, MNB

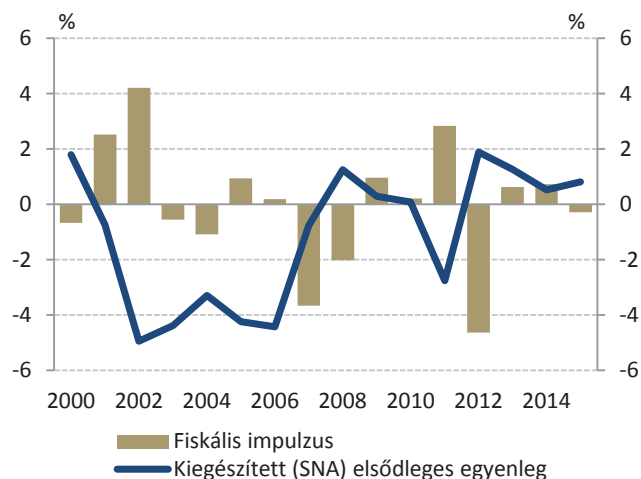
5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

Prognózisunk szerint az államháztartás ESA-hiánya 2014-ben a GDP 2,7, míg 2015-ben a GDP 2,6 százaléka lehet, azaz mindkét évre mérsékeltük deficitprognózisunkat a márciusi inflációs jelentéshez képest, főként a költségvetési tényadatok és a makrogazdasági kilátások javulása alapján (5—1. táblázat). A gazdaság ciklikus helyzete 2014-ben a GDP 0,5 százalékaival járul hozzá a hiányhoz, de a makrogazdasági előrejelzés szerint 2015-ben nagymértékben zárul a kibocsátási rés, így a költségvetési hiány ciklikus komponense is mérséklődik. Az ESA-egyenleg a fellendülő gazdasági teljesítmény ellenére alig változik 2015-ben, mert a 2014-es évvel ellentétben nem várható jelentős bevétel az állami vagyonnal kapcsolatos értékesítésekből (koncessziós díjbevétel).

A 2013-as keresletnövelés után 2014-ben a költségvetési politika ismét az aggregált kereslet bővítése irányába hat.⁹ Előrejelzésünk szerint a fiskális politika növeli a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét, ugyanis az állami bérkifizetések érdemben bővíthetnek, az adóterhelés pedig – főként a Munkahelyvédelmi akciótervnek köszönhetően – GDP-arányosan kissé csökkenhet. Ezekkel ellentétben, de kisebb hatású a szociális kiadások visszafogott növekedése. A vállalati szektor irányában a beruházási és dologi kiadások növekedése erősíti a pozitív fiskális impulzust. 2015-ben a fiskális impulzus enyhén

⁹ A fiskális impulzust a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával számszerűsítjük, ami megmutatja, hogy a költségvetési intézkedések és folyamatok, valamint az automatikus stabilizátorok miként érintik a többi szektor jövedelmi helyzetét.

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



Megjegyzés: 1. A fiskális impulzus megegyezik a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával. 2. Pozitív előjel keresletbővítést, negatív előjel keresletszűkítést jelent. 3. A költségvetési szabad tartalékok törlését feltételezve 2014-2015-ben.

Forrás: MNB

5-2. táblázat: A 2014. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (márciusi jelentéshez képest; a GDP százalékában)

	Makroadat	Intézkedés	Egyéb
I. Központi bevételek	0,4	-	-0,1
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,1	-	-
Munkát terhelő adók, járulékok	0,3	-	-0,1
II. Központi kiadások	-	-0,1	-
Közmunkaprogram	-	-0,1	-
III. Egyéb hatások	-	-	0,1
Önkormányzatok	-	-	0,1
Egyéb tételek	-	-	-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,4	-0,1	-0,1

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

Forrás: MNB

negatívvá válhat. A GDP-arányosan 0,3 százalékos keresletszűkítés nagyrészt a beruházási kiadások csökkenésével függ össze, amit a kismértékben csökkenő EU-támogatások okoznak (5—10. ábra).

5.3.2. A 2014. évi egyenleg

2014-re az államháztartás ESA-hiányára vonatkozó prognózisunk a GDP 2,7 százaléka, ami 0,2 százalékponttal kedvezőbb a márciusi inflációs jelentésben közölt előrejelzésünkénél (5—2. táblázat). Ezt alapvetően a bérekhez és a fogyasztáshoz kapcsolódó adóbevételekre vonatkozó prognózisunk növelése okozta, amit egyrészt a kedvező második negyedévi adó- és járulékbévételek, másrészt a várható nemzetgazdasági bértömeg dinamikusabb emelkedése támaszt alá. A fogyasztáshoz kapcsolódó adóbevételek a GDP 0,1 százalékpontjával haladhatják meg korábbi várakozásunkat, elsősorban a kiskereskedelmi forgalom fellendülése következtében. Az előrejelzésünk már számol a reklámadóból származó bevétellel.

Az éves kamatbevételek a márciusi előrejelzésünkhöz képest a GDP közel 0,1 százalékpontjával magasabban alakulhatnak, mert a kibocsátáskor realizált kamatprémium mértéke kedvezőbben alakul az alacsony hozamkörnyezet miatt, és az éves átlagos állami betétállomány a korábban vártnál nagyobb lehet.

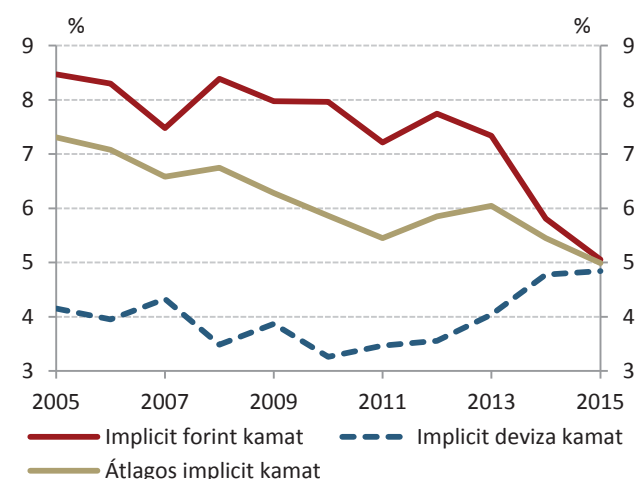
A kiadási oldalon a Foglalkoztatási Alap kiadásaira vonatkozó várakozásunkat a GDP 0,1 százalékaival növeltük, összhangban a kormányzati tervek szerint tartósan 200 ezer főre emelkedő közfoglalkoztatotti létszámmal. A bejelentett állami részesedésvásárlások¹⁰ a pénzforgalmi hiányt növelik, de az ESA-módszertan szerinti egyenleget várhatóan nem befolyásolják, mert abban pénzügyi tranzakcióként jelennek meg. A kamatkiadásokra vonatkozó eredményszemléletű prognózisunk változatlansága mögött két ellentétes hatás húzódik meg. A hozamok mérséklődése érdemben csökkenti az államháztartás bruttó kamatkiadásait, míg az év első felében előfinanszírozási célból megemelt kibocsátások növelik azokat. A forintadósság finanszírozása jelentősen olcsóbbá vált, így az államadósság implicit kamata a két devizanem esetében az előrejelzési horizont végére – az átlagos implicit ráta csökkenése mellett – csaknem megegyezik (5—11. ábra).¹¹

Már korábban is azt feltételeztük, hogy az önkormányzati

¹⁰ A Főgáz Zrt-ben és az Antenna Hungária Zrt-ben.

¹¹ Az ESA-módszertan változása miatt a származékos ügyleteken elért nyereség (vagy veszteség) 2014-től nem szerepel az EDP módszertan szerinti egyenlegben.

5-11. ábra: Az államháztartás implicit kamatainak alakulása



Forrás: MNB

5-3. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2014. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	-0,1
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók (áfa, jövedéki adó, pti)	-0,5
Kisvállalati adónevek (eva, kata, kiva)	-0,1
Munkát terhelő adók és járulékok	0,7
E-útdíj, energiaellátók jöv. adója és egyéb adók	-0,2
II. Központi kormányzat kiadásai	-0,2
Költségvetési szervek kiadásai - KLIK forrásigénye	-0,1
Költségvetési szervek kiadásai - EU-s kiadások	0,3
Közmunkaprogram	-0,2
Nettó kamatkidadások	-0,1
III. Egyéb hatások	0,5
Önkormányzatok	0,3
Tartalékok zárolása	0,3
Egyéb	-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,2

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

** A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.

Forrás: MNB

szektor egyenlege többletet mutathat 2014-ben, azonban az első negyedévi adatok alapján további 0,1 százalékos GDP-arányos egyenlegjavulást látunk elérhetőnek.

A 2014. évi költségvetési törvényben kitűzött kormányzati ESA-hiánycél a GDP 2,9 százaléka, aminél 0,2 százalékponttal alacsonyabb az előrejelzésünk (5—3. táblázat). Ezt részben az okozza, hogy a költségvetési törvénytől eltérően feltételezzük az Országvédelmi Alap teljes törlését, ami önmagában a GDP 0,3 százalékaival kedvezőbb egyenleget eredményez. A fogyasztáshoz kapcsolódó adóbevételek alakulásának kedvez a forgalom bővülése, azonban az alacsony infláció mérsékli azokat. A kormányzati áfa-előrejelzés mögött vélhetően az áfabeszedési hatékonyság jelentős javulásának feltételezése állhat, nagyrészt ebből eredhet, hogy az előirányzatnál a GDP 0,5 százalékaival alacsonyabb bevételeket jelzünk előre. A munkát terhelő adók és járulékok esetében GDP-arányosan 0,7 százalékkal magasabb bevételt várunk. A jelentős különbséget leginkább a nemzetgazdasági bértömeg kedvező alakulása, valamint a kisvállalati adók igénybevételére vonatkozó eltérő feltevések okozzák. A kisvállalati adónevekből származó bevételi prognózisunk a GDP 0,1 százalékaival marad el az előirányzattól, mert a kisvállalati adó (KIVA) és a kisadózó vállalkozások tételes adója (KATA) esetében alacsonyabb igénybevétellel számolunk.

A közmunkaprogram, az eredményszemléletű nettó kamatkidadások és a Klebelsberg Intézményfenntartó Központ forrásigénye¹² miatt a GDP 0,4 százalékaival magasabbak lehetnek a kiadások az előirányzatnál. A közfoglalkoztatási kiadások eltérését az időközben 200 ezer főre emelt tervezett létszám indokolja, míg a kamatkidadásoknál az idei első negyedévi tényadatok okozzák a különbséget. Az EU-támogatások esetében óvatosságból a kormányzati várakozásnál alacsonyabb igénybevételt feltételezünk (hasonlóan a márciusi prognózisunkhoz), ami kevesebb állami önrészt igényel, és így a kedvezőbb egyenleg irányába hat. Mindezekon felül az idei évi bejövő adatokat figyelembe véve az önkormányzati egyenleg várható alakulása a GDP 0,3 százalékaival lehet kedvezőbb az előirányzatnál.

¹² Az átvilágítást végző kormánybiztos jelentése szerint az intézményfenntartó központnak a GDP 0,1 százalékát kitevő nem bérjellegű kiadása keletkezhet.

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

	Makroadat	Intézkedés	Egyéb
I. Központi bevételek	0,3	-	-0,1
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,1	-	-
Munkát terhelő adók, járulékok	0,2	-	-0,1
II. Központi kiadások	0,1	-	0,1
Állami bérek	-	0,2	-
Nyugdíjkiadások	0,06	-	0,06
Közmunkaprogram	-	-0,1	-
Összesen (I.+II.)	0,4	0,0	0,0

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

Forrás: MNB

5.3.3. A 2015. évi egyenleg

2015-ben a GDP 2,6 százaléka lehet becslésünk szerint az államháztartás GDP-arányos ESA-hiánya, ami a decemberi prognózisunknál 0,4 százalékponttal kedvezőbb, és a Konvergencia Programban kitűzött célnál is 0,2 százalékponttal alacsonyabb (5—4. táblázat). Az egyenleg változását nagyrészt a 2014. évihez hasonló hatások okozták. Bevételi oldalon emelkedett a munkát terhelő adókra és járulékokra, valamint a fogyasztási adókra vonatkozó becslésünk. Kiadási oldalon a Konvergencia Program alapján mérsékeltek a közszféra bérkiadására vonatkozó előrejelzésünket. Előzőleg a nemzetgazdasági bérindexhez hasonló növekedést tételeztünk fel, azonban a Konvergencia Program szerint nem várható általános illetményemelés 2015-ben. Figyelembe véve ezt, valamint az elmúlt évek átlagát, aktuális előrejelzésünkben mérsékelte, 1 százalék alatti bérkorrekcióval számoltunk (a pedagógus-életpályamodell soron következő lépésén felül). A Nemzeti Foglalkoztatási Alap Startmunka programhoz kapcsolódó kiadásait a kormányzati létszámterv alapján a GDP 0,1 százalékával nagyobbra becsüljük az előző prognózisunknál. A nyugdíj és nyugdíjszerű ellátások 2015-ben a GDP 0,1 százalékával mérséklődtek a 2014-es beérkezett tényadatok és az alacsonyabb inflációs várakozás miatt.

5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

Előrejelzésünket kétirányú kockázatok övezik. Kedvezőbb egyenleget okozhat többek között a járulékbévételek alakulása, mert a bérekhez kapcsolódó bevételi prognózisunkat óvatosan emeltük: a járulékbévételek április-májusi alakulása gyorsabb növekedést mutatott, mint amit az év hátralévő részére feltételeztünk. Továbbá a GDP 0,2 százalékát kitevő pozitív kockázat jelentkezik 2015-ben a dologi kiadások esetében, ugyanis a korábbi tapasztalatok alapján – az óvatosság elvének megfelelően – a Konvergencia Programnál magasabb kiadási szintet tételeztünk fel.

Negatív kockázatot jelent, hogy az állami részesedés-vásárlások egy része az ESA-szemléletű hiányt is növelheti, valamint, hogy az európai uniós támogatások és a projektekhez kapcsolódó állami kifizetések pénzforgalmi egyenlege idén – az önerőn túlmenően is – negatív lehet, ami az eredményszemléletű egyenleg számítása során korrigálódik, ugyanakkor a pozitív egyenlegkorrekció mértéke bizonytalan, és így feltételezésünkénél kisebb is lehet. Emellett kellően részletes információk hiányában nem számoltunk a Paksi Atomerőmű bővítésével kapcsolatos hitel lehívásával és a beruházás

5-12. ábra: Az adósságpálya várható alakulása –
előretekintve változatlan, 2013. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

megkezdésével az előrejelzési horizonton.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

Az MNB előzetes pénzügyi számlái alapján az államháztartás bruttó konszolidált adóssága 2014 első negyedévének végén a GDP 84,6 százaléka volt. A 2013. év végéhez viszonyított emelkedést nagyrészt átmeneti tényezők okozták. Egyrészt a várható teljes éves pénzforgalmi hiány mintegy kétharmada már az első negyedévben jelentkezett. Másrészt az állami betétek a sikeres forint- és deviza államkötvény-aukciók nyomán jelentősen növekedtek, de az év második felében várhatóan a tavalyi szint közelébe csökkennek, ami majd mérsékli az adósságot. Végül a forint árfolyamának gyengülése az előző negyedévhez képest 1,1 százalékponttal növelte a GDP-arányos államadósságot.

Az év végi adatokra nézve a teljes előrejelzési horizonton csökkenő adósságrátát prognosztizálunk 2013. év végi változatlan árfolyamot feltételezve, tehát az államadósság-szabály várhatóan teljesül. 2014 végére az államadósság GDP-hez viszonyított aránya 78,7 százalék lehet, ami a vártnál nagyobb GDP-növekedés és a hiány csökkenése ellenére az állami részesedésvásárlások finanszírozási igénye következtében megegyezik a márciusi prognózisunkkal. Az adósságráta GDP-hez viszonyított aránya az említett kedvező hatások miatt jövőre 78 százalék alá süllyedhet (5–12. ábra).

A GDP-arányos államadósság mérséklődését támogatja a gazdaság élénkülése, illetve a kormányzati szektor alacsony hiánya, amely prognózisunk szerint a maastrichti kritériumnak megfelelően alakulhat. Prognózisunk készítése során figyelembe vettük az ÁKK új finanszírozási tervét, ami nagyobb mértékben támaszkodik forint kibocsátásokra, ebből következően az adósságállományon belül a devizaadósság részaránya a korábbinál gyorsabb ütemben csökkenhet. Az előrejelzésünk változatlan, 2013. év végi árfolyam feltételezése mellett készült, de az adósságráta alakulását a forint árfolyama érdemben befolyásolhatja: például az árfolyam 10 forint/euro mértékű gyengülése 1,1 százalékponttal növeli az adósságot a devizaadósság-állomány forintban kifejezett értékének változásán keresztül.

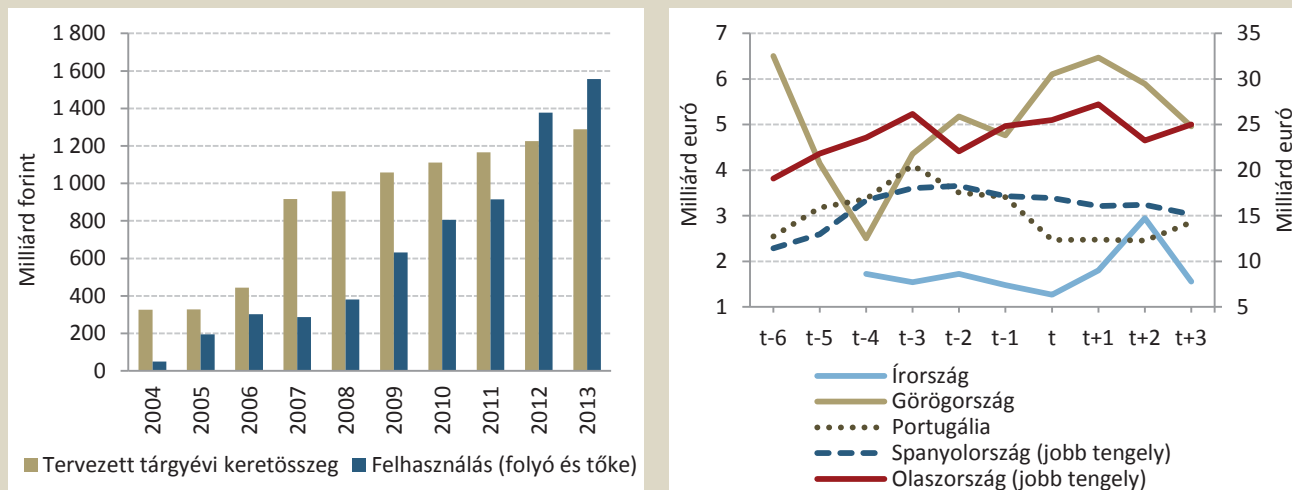
5-1. keretes írás: Az uniós források szerepe a beruházások alakulásában

A nemzetgazdasági beruházások 2013 második felétől tapasztalt emelkedésében kiemelt szerepet játszik az uniós források gyorsuló lehívása. Beruházási szempontból elsősorban a költségvetésben megjelenő források lényegesek, ezek közül a Strukturális Alapokból, a Kohéziós Alapból érkező támogatások és a vidékfejlesztésre fordítható összegek jelentősek. A 2004-2006 közötti időszak alacsonyabb mértékű támogatása után a Kormány 2014-es konvergencia programja alapján a 2007-2013-as uniós költségvetési ciklusban már 8200 milliárd forint állt rendelkezésre, amelynek körülbelül 70 százaléka tőketranszfer. A következő, 2014-2020-as ciklusban a lehívható keret 7500 milliárd forint.

Az uniós források az uniós költségvetési ciklus végén kerültek nagyobb arányban felhasználásra. A 2007-2013-as időszak eleji alacsony lehívást követően az intézményrendszer abszorpciós képességének javulásával 2012-2013-ban felgyorsult a rendelkezésre álló keretösszeg felhasználása és 2013 végére megközelítette a 70 százalékat. Az uniós szabályozás jelenleg a tárgyévet követő két éven belül lehetővé teszi a fel nem használt keretösszegek lehívását (úgynevezett n+2-es szabály), így azzal számolunk, hogy 2015 végéig a 2007-2013-as időszak keretösszegének még további 20 százalékat meghaladó része kerülhet felhasználásra. Ennek következtében a keretösszeg felhasználása meghaladhatja a 90 százalékat. Emellett az előző időszakból maradt keretek lehívása az új költségvetési ciklus elején ellensúlyozza az új források kezdetben alacsony szintű felhasználását. Az új források lassabb lehívása többek közt abból fakadhat, hogy jellemzően változnak a pályázati kiírások feltételei, melyekhez a résztvevőknek alkalmazkodnia kell. Emellett nagy, infrastrukturális beruházások esetén az előkészületek is hosszabb időt vehetnek igénybe.

Az uniós források felhasználásának időzítésére vonatkozó nemzetközi tapasztalatok vegyesek (5–13. ábra). A 2000-2006-os uniós költségvetési időszakban jelentős forrásokban részesülő periféria országokban kétféle mintázat figyelhető meg. Az országok egyik csoportjában (Görögország, Írország, kisebb mértékben Olaszország) a ciklus elején alacsonyabb volt a kapott beruházási támogatások felhasználása. Itt az időszak vége felé jelentős felfutás, majd azt követően mérséklődés figyelhető meg. Más országokban (Portugália, Spanyolország) egyenletesebb volt a lehívások üteme, itt nem tapasztalható hasonló visszaesés. Magyarországon a 2007-13-as ciklus forrásfelhasználása az első csoporthoz hasonló.

5-13. ábra: Az uniós források felhasználása Magyarországon illetve kapott beruházási támogatások az eurozóna periféria országokban



Megjegyzés: A jobb oldali panelen a nemzeti számla D.92 kategóriájának (kapott beruházási támogatások) teljes gazdaságra vonatkozó adatai szerepelnek, amely tartalmazza az EU-tól kapott transfereket. A 2000-2006-os uniós költségvetési ciklus vége (2006) a t-edik időpont az ábrán.

Forrás: NGM, Eurostat

Az új uniós költségvetési ciklus kiadási szerkezete szintén az előző időszakból maradt keretek felhasználásának kifutása után válik meghatározóvá. A 2007-2013-as időszak tőketranszfereinek nagyjából kétharmada a kormányzathoz érkezik, amely döntően infrastrukturális fejlesztéseket valósít meg ezekből a forrásokból. A tavalyi évtől gyorsuló forrásfelhasználás is nagyrészt ezekbe a projektekbe irányul, amelyet jelez, hogy az úgynevezett kvázifiskális kör beruházásai a tavalyi év második felétől erőteljes emelkedést mutatnak. Ebbe a körbe soroljuk azon ágazatokat, amelyek

állami indíttatású és tisztán üzleti beruházásokat is tartalmaznak. A legnagyobb súllyal a szállítás-raktározás ágazat rendelkezik (e szektorban kerülnek elszámolásra az út- és vasútépítések, valamint a közösségi közlekedés járműbeszerzései). **Az új, 2014-2020-as programozási időszakban a hangsúly a vállalkozásfejlesztésre helyeződik át, így a transzfereken belül az arány várhatóan a vállalati szektor felé tolódik.** A kiírandó programok típusa fogja meghatározni, hogy pontosan milyen mértékben fog részesedni a magánszektor az uniós transzferekből.

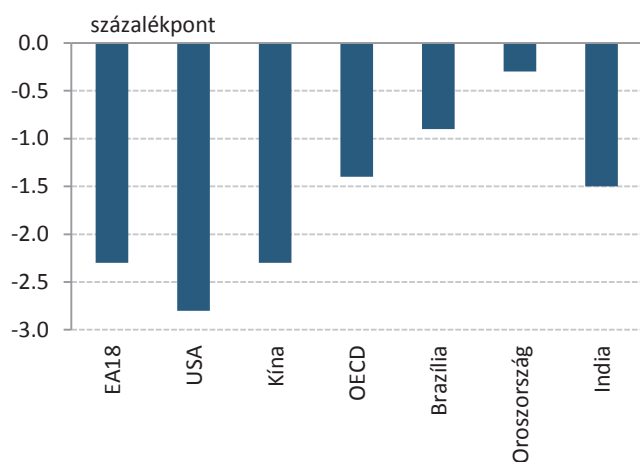
Összességében előrejelzési horizontunkon az uniós forrásfelhasználás várt időzítésével összhangban az állami beruházások 2014-ben erőteljesen növekedhetnek, 2015-ben pedig szinten maradhatnak. Előretekintve 2016-ban az uniós források visszaesésével párhuzamosan az állami beruházások jelentős mérséklődésére számítunk. A 2016-os csökkenést követően, összhangban az új uniós prioritásokkal, **a vállalatok által kapott transzferek a korábbi ciklus átlagánál magasabb szintre emelkedhetnek,** míg az állam által felhasznált források tartósan alacsonyabb szinten alakulhatnak.

6. KIEMELT TÉMÁK

6.1. Az alacsony külső inflációs környezet okai

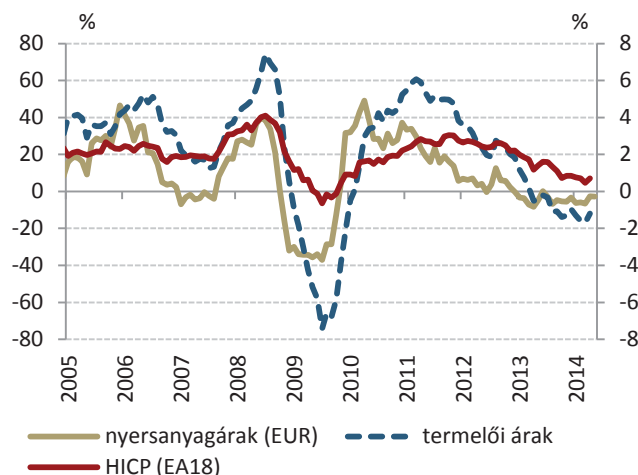
2011 közepétől kezdődően globálisan is kedvező tendenciák jellemezték az inflációs folyamatokat. A fogyasztói ár-index az eurozónában érdemben mérséklődött 2011 végéhez képest, és a világ több nagyobb gazdaságában is az infláció csökkenését lehetett megfigyelni (6—1. ábra). Az elmúlt időszakban ennek következtében az infláció a jegybanki célok alatt alakult. Azonban a túlzottan alacsony árdinamika felveti akár a tartósan alacsony inflációs környezet vagy csökkenő árak (defláció) kockázatát, mely a reálgazdaságra is káros hatással bírna. A globális tendenciák jobb megértése érdekében érdemes áttekinteni, hogy milyen tényezők húzódnak meg az aktuálisan megfigyelt globális dezinfláció mögött.

6-1. ábra: Az infláció csökkenése 2011. IV. negyedéve és 2014. I. negyedéve között



Forrás: OECD

6-2. ábra: Nyersanyag-, termelői és fogyasztói árak az eurozónában



Forrás: IMF, Eurostat

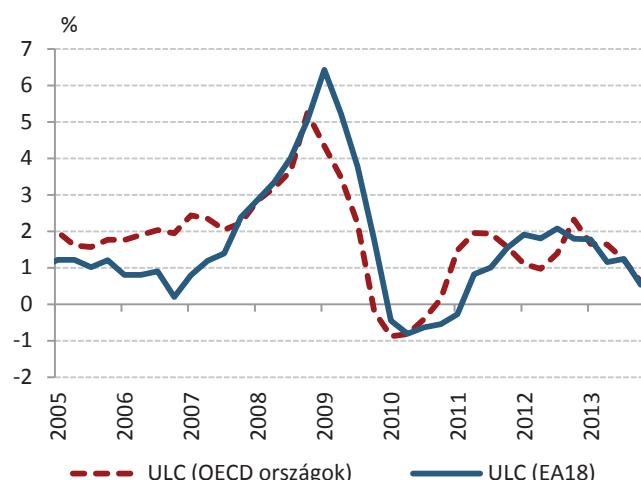
6.1.1. A globális dezinfláció közvetlen okai

A megfigyelt dezinfláció több hatás együttes következménye: a költség, illetve a keresleti tényezők mellett a várakozások alkalmazkodása egyaránt magyarázhatja. Egyes országok esetében átmeneti hatások is felmerülhetnek. A fiskális konszolidációk keretében végrehajtott indirekt adó- és szabályozottár-emelések hatása kiesett az árindekből. Emellett a korábbi költségsokkok (élelmiszer- és olajár) bázisból való kiesése is alacsonyabb infláció irányába hatott (6—2. ábra).

A költségoldali tényezőket tekintve 2012 eleje óta **a nyersanyagárak felől általánosan mérsékelt inflációs nyomás figyelhető meg**. Az energia- és élelmiszerárak visszafogott ütemben növekedtek, a fogyasztói árakhoz való hozzájárulása közel nulla volt az eurozónában 2014 elején. A nyersanyagárak mérsékelt dinamikája a kínálati feltételek javulásához, illetve a gyenge keresleti feltételekhez köthető. Kínálati oldalon a gáz és olajtermelésben alkalmazott új technológiák (palagáz/palaolaj) növelték a kitermelhető tartalékok mértékét és csökkentették a termelés határköltségét. Másrészt egyes régiókban a geopolitikai kockázatok oldódása is emelte a világpiacon megjelenő kínálatot. A gyenge keresleti feltételek között érdemes kiemelni a kínai növekedés lassulását. A kínai növekedésben bekövetkező szerkezetváltás (a privát fogyasztás szerepének növekedése, az infrastrukturális beruházások lassulása) mérsékelheti a kínai gazdaság nyersanyagintenzitását. **Az eurozóna esetében a nyersanyagok felől jelentkező mérsékelt nyomást fokozta, hogy 2012 közepéhez képest az euró érdemben – kb. 10 százalékkal – erősödött a dollárhoz képest.**

A nyersanyagárak mellett **a munkapiac felől is mérsékelt inflációs nyomás tapasztalható a fejlett gazdaságokban**. A laza munkapiaci feltételek következtében visszafogott bérezés jellemző, a fajlagos munkaköltség mérsékelt ütemben nő (6—3. ábra).

6-3. ábra: A globális fajlagos munkaköltségek (ULC) alakulása



Forrás: OECD, Eurostat

6-4. ábra: A kibocsátási rés a világban és az eurozónában



Megjegyzés: A globális kibocsátási részt az egyes országokra vonatkozó kibocsátási rés becslésekből számítottuk a világ GDP-ből vett súlyok segítségével.

Forrás: IMF WEO (2014. április) adatok alapján MNB számítás

A fejlett gazdaságokban a kibocsátás továbbra is érdemben elmarad potenciális szintjétől. A fejlett gazdaságok jelentős része 2008-2009-ben egy szinkronizált adósság-válságon esett át. A historikus tapasztalatok szerint a magas adósságszintből következő adósságproblémákat követően a kereslet helyreállása rendkívül lassú. Ennek legfőbb okai: az érintett gazdasági szereplők mérlegkiigazítása, a pénzügyi közvetítés számottevő lassulása és az általánosan erősödő óvatossági megfontolások. Ezzel összhangban **a kereslet felől mérsékelt inflációs nyomás figyelhető meg** az árazási döntéseket illetően, mely a maginfláció fokozatos mérséklődésében is megmutatkozik. Becslések szerint a kibocsátási rés továbbra is negatív az OECD országokban és csak fokozatos záródása valószínűsíthető a következő években (6—4. ábra).¹³

Az elmúlt időszakban az infláció csökkenésével párhuzamosan a várakozások is alkalmazkodtak, hozzájárulva az alacsony inflációs környezet kialakulásához. A lakossági inflációs várakozások az eurozónában mérséklődtek az elmúlt negyedévekben a tény infláció csökkenésével párhuzamosan. Az elemzők (Survey of Professional Forecasters) a következő években az alacsony inflációs környezet fennmaradását vetítik előre, elmaradva az EKB inflációs céljától. A második negyedéves felmérések szerint az eurozóna inflációjára vonatkozó középtávú elemzői várakozások tovább mérséklődtek. Ugyanakkor negatív árindexnek továbbra is alacsony valószínűséget tulajdonítanak az elemzők. További lefelé mutató kockázatot főként a belső tényezőknek tulajdonítanak (gazdasági növekedés, munkapiac alakulása), de külső folyamatok (nyersanyagárak, árfolyam) is fontos szerepet kapnak.

A többnyire rövidebb távú ciklusos tényezők mellett több elemzés felveti a demográfiai folyamatok inflációra gyakorolt hatásait is. A társadalmak előregedése, a nyugdíjrendszerek fenntarthatóságának megítélése érdemben megváltoztathatja a fogyasztók fogyasztói-megtakarítási viselkedését. A fogyasztói hajlandóság csökkenése az érintett gazdaságokban tartósan mérsékelheti a gazdaságban jelentkező inflációs nyomást.

¹³ A kereslet inflációs hatásával kapcsolatban felmerülhet, hogy változott-e annak mértéke, mellyel aktuálisan több elemzés is foglalkozik. Egyes érvelések szerint a gyenge kereslet fogyasztói árakra gyakorolt hatása erősebb lehet tartósan negatív, nagy kibocsátási rés esetén. Ennek vizsgálatára több becslés is rendelkezésre áll, melyek azonban nem vezettek egyértelmű következtetésekre.

6.1.2. Előretekintve milyen folyamatok várhatók?

A következő hónapokban a várakozások szerint a globális infláció továbbra is visszafogott szinten maradhat. Azonban középtávon az infláció fokozatos emelkedése várható a jegybanki lazító lépések és a konjunktúra élénkülésével párhuzamosan.

Összességében a külső infláció érdemben mérséklődött az elmúlt időszakban, melyben a gyenge keresleti feltételek alakulása mellett érdemi szerepet játszott a nyersanyagárak mérséklődése, illetve az inflációs várakozások fokozatos alkalmazkodása. A gazdasági elemzők a következő 2-3 évben az EKB inflációs céljától elmaradó, lassan emelkedő árindexre számítanak. Az EKB júniusi előrejelzése, valamint más nemzetközi intézmények prognózisai ehhez hasonló képet mutatnak. A huzamosabb ideig alacsony infláció mellett az eurozónában – és más fejlett gazdaságokban – a laza monetáris kondíciók tartós fennmaradására is lehet számítani.

6.2. A munkaerő kihasználtságának mérőszámai

A munkanélküliség az elmúlt időszakban nagymértékben csökkent: a Munkaerő-felmérés szerinti munkanélküliek létszáma 2014 első negyedévében 28 százalékkal alacsonyabb volt, mint 2013 azonos időszakában, és visszatért a válság előtti szintre. A munkanélküliek száma azért fontos, mert **a kihasználatlan munkaerő-kapacitás mértékét tükrözi**, amely hatással van a munkapiacról érkező inflációs nyomásra. **A munkanélküliség azonban nem az egyetlen mutató, amivel a szabad munkaerő-kapacitást mérhetjük.** A jelenlegi helyzetben a korábbinál is nagyobb a szabad munkaerő-kapacitás megítélése körüli bizonytalanság. Ez nem csak Magyarországra igaz: a közelmúltban több nagy jegybank is foglalkozott ezzel a témával¹⁴. Ebben a keretes írásban megvizsgáljuk azokat a csoportokat, amelyek tagjai legalább részben szabad munkaerő-kapacitásnak tekinthetők, és azt, hogy ők hogyan befolyásolják a munkapiaci kapacitáskihasználtságról alkotott képünket. Nagyságrendjük két okból is kiemelten fontos a monetáris politikai döntések szempontjából: egyrészt a munkapiaci szabadkapacitások érdemben befolyásolják a munkapiacra kialakuló bérnyomást. Nagyobb szabadkapacitások mellett a gazdasági növekedés mérsékeltebb bérnyomással párosulhat. Másrészt a munkapiacra rövid távon bevonható munkavállalók nagyobb aránya a gazdasági növekedés ciklikus okok miatt bekövetkező élénkülését is dinamizálhatja.

A Nemzetközi Munkaügyi Szervezet (International Labour Organisation, ILO) definíciója alapján munkanélküli az, aki megfelel a következő három kritérium mindegyikének: nincs fizetett munkája, képes lenne munkába állni, és keres munkát. A kihasználatlan munkaerő-kapacitás alatt azonban mindazokat értjük, akik a termelésbe potenciálisan bevonhatóak, függetlenül attól, hogy a munkanélküliség definíciójának megfelelnek-e. Amikor a munkapiaci feszességet próbáljuk megítélni (amely a munkapiacról érkező inflációs nyomás megítélése miatt fontos a jegybanknak), akkor pedig azok létszáma fontos, akik egy üres álláshelyre potenciálisan jelentkezhetnek a versenyszférában.

Szélsőséges esetben mindenki, aki egy adott időszakban nem foglalkoztatott, szabad munkaerő-kapacitásnak számít, hiszen valamilyen időtávon foglalkoztathatóvá válhat. Ez azonban nagyon heterogén csoport, és magában foglal olyanokat is, akik a termelésben csak nagyon nehézkesen és alacsony termelékenységgel tudnának részt venni. A termelésbe legkönnyebben a munkanélküliek vonhatóak be, mivel ők éppen nem dolgoznak, de keresnek állást, és munkába is tudnának állni. Ám már e csoporton belül is különbséget tehetünk a munkanélküliségben eltöltött időszak hossza alapján, mivel a hosszú távú munkanélküliségben a korábban megszerzett tudás erodálódik és nehezebbé válik az elhelyezkedés. Emellett a foglalkoztatottak és az inaktívak között is vannak olyanok, akik teljesen vagy részben kihasználatlan kapacitást jelentenek, és viszonylag rövid távon a termelésbe bevonhatóak lennének.

A következő csoportokat vizsgáljuk meg aszerint, hogy milyen mértékben vonhatóak be a termelésbe:

1. a *munkanélküliek* közül a hosszú távon munkanélküliek elhelyezkedési esélyei romlanak, ezért kevésbé jelentenek termelésbe vonható szabad kapacitást, mint a rövid ideje munkanélküliek.
2. a *foglalkoztatottak* között lehetnek olyanok, akik részben szabad munkaerő-kapacitásnak tekinthetők, illetve versenyeznek a versenyszférában meghirdetett állásokért. Ilyenek a következő csoportba tartozók:
 - a. alulfoglalkoztatott részmunkaidősök;
 - b. azok a közfoglalkoztatottak, akik átmenetileg dolgoznak ilyen pozíciókban, de a közfoglalkoztatás ideje alatt vagy azt követően a versenyszférában szeretnének dolgozni és ott munkát keresnek;
 - c. azok, akik átmenetileg külföldön dolgoznak, de a konjunktúra javulásával újra belföldön keresnének munkát.
3. az *inaktívak* között is lehetnek olyan csoportok, akik részben megfelelnek az ILO definíciónak, ezért szabad munkaerő-kapacitásnak tekinthetjük őket:
 - a. reményvesztett munkanélküliek: szeretnének dolgozni, de nem keresnek munkát, mert azt gondolják, hogy a gazdasági ciklus aktuális pozíciója mellett úgysem találnának;

¹⁴ Bank of England (2014): Report on Inflation, 2014. május.

Bank of Canada (2014): Beyond the Unemployment Rate: Assessing Canadian and U.S. Labour Markets since the Great Recession, Bank of Canada review, 2014 tavasz

European Central Bank (2013): Monthly Bulletin, 2013. június

Rosengren, Eric S. (2014): Underutilization in U.S. Labor Markets, Federal Reserve Bank of Boston, beszéd, 2014. február 6.

Sveriges Riskbank (2013): Monetary Policy Report, 2013. október

- b. egyéb potenciális munkaerő-tartalék: keresnek munkát, de nem tudnának 2 héten belül munkába állni, vagy már van munkájuk, amelyben később fognak elkezdni dolgozni.

A 6—1. táblázat foglalja össze, hogy a szabad munkaerő-kapacitás csoportjai mennyire könnyen vonhatóak be a termelésbe. Itt a termelésbe való bevonásuk időigényét és képzési igényét vesszük figyelembe (a foglalkoztatottak esetén munkahelyváltáskor legalább a toborzási és felmondási idővel kell számolni, a munkanélküliek esetében toborzási idővel, és mindkét esetben felmerülhet a képzés, betanítás időigénye). Ezután részletesen leírjuk, hogy hogyan alakult a különböző csoportokba tartozók létszáma és jellemzőik.

6-1. táblázat: A szabad munkaerő-kapacitásba tartozó csoportok a termelésbe való bevonhatóság szerint

A termelésbe nagyon könnyen bevonhatóak (nincs toborzási és betanítási költség)	alulfoglalkoztatott részmunkaidősök	foglalkoztatottak, magasabb óraszámban szeretnének dolgozni, legtöbbször ugyanabban a munkakörben, amiben dolgoznak
A termelésbe könnyen bevonhatóak (gyorsan munkába tudnak állni)	kevesebb, mint 12 hónapja munkanélküliek	nincs fizetett munkájuk, képesek lennének munkába állni és keresnek munkát, tudásuk még nem erodálódott
A termelésbe nehezebben vonhatóak be (foglalkoztatottak, vagy vélhetően képzés, betanítás szükséges a foglalkoztatásukhoz)	tartósan (12 hónapon túl) munkanélküliek	nincs fizetett munkájuk, képesek lennének munkába állni és keresnek munkát, tudásuk erodálódott
	közfoglalkoztatottak	fizetett munkájuk van, amely azonban átmeneti és amelynek célja a versenyszférában való elhelyezkedés segítése
	reményvesztett munkanélküliek	nincs fizetett munkájuk, képesek lennének munkába állni, de nem keresnek munkát
A termelésbe nagyon nehezen vonhatóak be	egyéb potenciális munkaerő-tartalék	nincs fizetett munkájuk, keresnek munkát, de nem tudnának munkába állni, vagy nincs fizetett munkájuk, képesek lennének munkába állni, de csak passzív módszerekkel keresnek munkát, vagy van munkájuk, amelyet később kezdenek meg
	ciklikus okok miatt külföldön dolgozók	fizetett munkájuk van külföldi telephelyen, amelyet a hazai laza munkapiaci feltételek miatt végeznek

6.2.1. Alulfoglalkoztatott részmunkaidősök

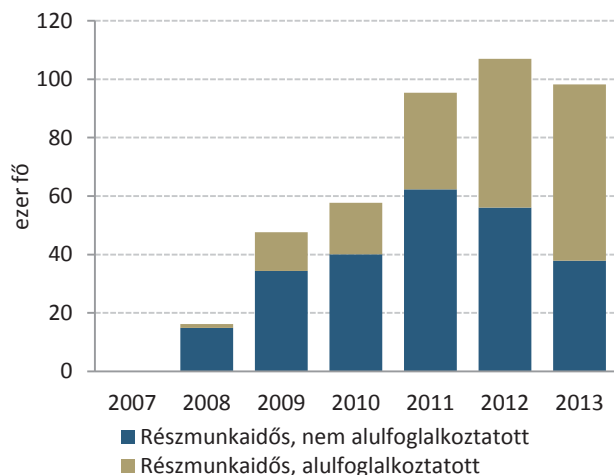
A válság kezdete óta a részmunkaidőben foglalkoztatottak létszáma erősen emelkedett, bár nemzetközi összehasonlításban még alacsony. A részmunkaidőben foglalkoztatottak létszáma több ok miatt nőhetett. Elemzésünk alapján az egyik ok az volt, hogy a vállalatok az egy főre jutó munkaidő változtatásával alkalmazkodtak a lecsökkent aggregált kereslethez.¹⁵ Ezt részben úgy valósították meg, hogy korábban teljes munkaidőben foglalkoztatott munkavállalókat részmunkaidősként alkalmaznak, részben pedig úgy, hogy a teljes munkaidőben foglalkoztatottak ledolgozott munkaóráit csökkentették (például a túlórák mérséklése révén). A konjunktúra felívelésekor a leggyorsabban úgy tudnak alkalmazkodni a vállalatok, hogy növelik a részmunkaidőben foglalkoztatottak ledolgozott munkaóráit. Ebben az esetben nem kell számolniuk toborzási és betanítási költséggel, valamint azok időigényével sem.

A részmunkaidőben foglalkoztatottak több mint harmada magasabb munkaidőben szeretne dolgozni (őket alulfoglalkoztatott részmunkaidősöknek nevezzük). Ez azt jelenti, hogy őket részben szabad munkaerő-kapacitásként kell figyelembe vennünk. A részmunkaidősök létszáma 2013-ban enyhén csökkent, azonban az alulfoglalkoztatott részmunkaidősöké emelkedett (6—5. ábra). Az alulfoglalkoztatott részmunkaidősök átlagosan heti 22 órát, miközben a teljes munkaidős foglalkoztatottak átlagosan heti 38 órát dolgoznak. Az alulfoglalkoztatott részmunkaidősök tehát

¹⁵ Lásd: Bodnár K. (2014): Részmunkaidős foglalkoztatás a válság alatt, MNB Szemle, 2014. március.

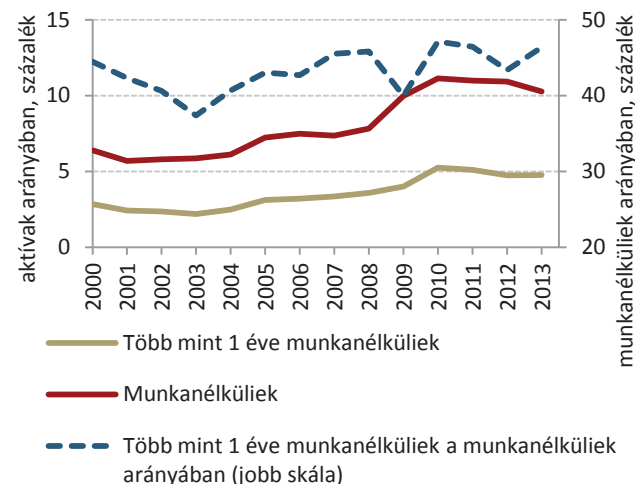
csaknem kétszer annyit is hajlandóak lennének dolgozni, hogy a teljes munkaidős óraszámot elérjék. Több elemzés az alulfoglalkoztatott részmunkaidősök létszámát veszi figyelembe, amikor a szabad munkaerő-kapacitást számszerűsíti, mi a szabad munkaerő-kapacitás számszerűsítéséhez a teljes munkaidősök ledolgozott munkaóráihoz való elmaradás arányában is kiszámoltuk a létszámukat.

6-5. ábra: A részmunkaidős foglalkoztatottak létszámának változása 2007 óta



Forrás: Munkaerő-felmérés

6-6. ábra: A munkanélküliségi ráta és a tartós munkanélküliek aránya



Forrás: Munkaerő-felmérés

6.2.2. Munkanélküliek a munkanélküliségben töltött időszak hossza alapján

A munkanélküliségben eltöltött időszak alatt a munkában használt képességek megkopnak, erodálódnak. Előfordulhat, hogy emiatt a hosszabb ideje munkanélküliek nehezebben találnak munkát, ami miatt még tovább munkanélküliek maradnak. Ez lehet az egyik oka annak, hogy **a munkanélküliségi ráta jelentős emelkedése után az egyensúlyi munkanélküliségi ráta is emelkedik (hiszterézis).** A tartósan munkanélkülieket emiatt a termelésbe nehezen bevonhatónak ítélik meg, mivel a vállalatok számára felvételük, átképzésük valószínűleg jelentősebb költségeket és idővesztést okoz.

2008 után a lecsökkent munkakereslet és az emelkedő munkapiaci aktivitás eredményeképpen a munkanélküliek száma másfélszeresére növekedett. A legalább egy éve munkát keresőket tekintjük tartósan munkanélkülieknek (bár egy nemrég megjelent tanulmány szerint az USA munkapiacán 8 hónap munkanélküliségben töltött időszak után csökken le jelentősen az állástalálás valószínűsége¹⁶), arányuk az aktív népességben belül 3 százalék közeléből 5 százalék fölé emelkedett, majd 2012-13-ban mérséklődött. Az összes munkát keresőnek csaknem a fele több, mint egy éve keres munkát (6–6. ábra). Ezt az arányt nagymértékben mozgatták a közmunkaprogramok, mivel a tartósan munkanélküliek ezekben könnyebben el tudtak helyezkedni, mint a nem támogatott állásokban. Emellett a munkahelyvédelmi program is pozitív hatással lehetett: a tartósan munkanélküliek foglalkoztatásának támogatása révén (a járulékkedvezményt azok után lehet igénybe venni, akik a foglalkoztatást megelőző 275 napon belül legalább 183 napig nyilvántartott álláskeresők voltak, amelybe a közfoglalkoztatás időszaka nem számít bele).

6.2.3. Közfoglalkoztatottak

A Nemzetközi Munkaügyi Szervezet (ILO) szabványai alapján a közfoglalkoztatottak egyértelműen foglalkoztatottnak tekintendők (a kérészt megelőző héten legalább egy órányi keresőtevékenységet folytattak), így foglalkoztatásuk statisztikailag csökkenti a munkanélküliek számát. A **közmunkaprogram** azonban **szándéka szerint átmeneti és a privát szférába átmenetet jelentő foglalkoztatási forma**, amelynek célja egyrészt a privát szféra lecsökkent munkakeresletének

¹⁶ Kroft, Kory – Fabian Lange – Matthew J. Notowigido (2013): Duration Dependence and Labor Market Conditions: Evidence from a Field Experiment, The Quarterly Journal of Economics, 2013, 1123-1167. oldal

helyettesítése, másrészt a versenyszférában foglalkoztatásra való felkészítés az inaktivitásból a munkapiacra belépők számára. **Ezért szükséges megvizsgálni, hogy a közfoglalkoztatottak milyen mértékben jelentenek szabad munkaerő-kapacitást,** vagy másképp hogy a munkanélküliség közmunkaprogramok miatti csökkenése valóban együtt jár-e a szabad munkaerő-kapacitás mérséklődésével (6—2. táblázat).

6-2. táblázat: A közmunkások csoportjai és hatásuk a szabad munkaerő-kapacitás mértékére

Közmunkaprogram előtt	Közmunkaprogram alatt	A közmunkaprogram hatására a szabad munkaerő-kapacitás...	A munkanélküliség a szabad munkaerő-kapacitások mértékét...
1. állást kerestek a versenyszférában, ott hasznosítható tudással is rendelkeztek	nem keresnek munkát	csökken	jól tükrözi
2. állást kerestek a versenyszférában, ott hasznosítható tudással is rendelkeztek	keresnek munkát	nem változik	alulbecsli
3. nem kerestek állást a versenyszférában vagy kerestek ugyan, de nem rendelkeztek hasznosítható tudással	nem keresnek munkát	nem változik	jól tükrözi
4. nem kerestek állást a versenyszférában vagy kerestek ugyan, de nem rendelkeztek hasznosítható tudással	keresnek munkát	nő	alulbecsli

Amennyiben a közmunkásokat a közmunkaprogram időtartama alatt nem keresnek munkát, akkor nem kell beleszámítanunk őket a termelésbe bevonható szabad munkaerő mennyiségébe (1. és 3. eset). Ezt a feltételezést erősíti, hogy a munkaerő-felmérés adatai alapján a közmunkások zöme nem keres állást a közmunkaprogram időtartama alatt, illetve hogy eddig csak a közmunkából kikerülő kis hányada vált később nem-közmunkás foglalkoztatottá. Ugyanakkor ez nem zárja ki, hogy a közmunkaprogramból kikerülve (újra) kereshetnek munkát a versenyszférában, így továbbra is szabad munkaerő-kapacitást jelenthetnek.

Amennyiben a közmunkások a közmunkaprogramban való foglalkoztatás ideje alatt állást keresnek a versenyszférában, és így valós versenytársakat jelentenek az ezekre az álláshelyekre pályázóknak (2. és 4.), akkor a közmunkások létszámát figyelembe kell vennünk szabad munkaerő-kapacitásként. Becsléseink szerint a közmunkásokkal együtt számított szabad munkaerő-kapacitás kisebb mértékben csökkent az utóbbi időben, mint a munkanélküliség. A közmunkások vélhetően megoszlanak az általunk felsorolt kategóriák között. Azonban nem tudjuk, hogy milyen arányban vannak azok, akik munkaerő-kihasználtság szempontjából közelebb állnak a munkanélküliekhez, és milyen arányban azok, akiket semmilyen időtávon nem kell szabad munkaerő-kapacitásnak tekintenünk.

6.2.4. Reményvesztett munkanélküliek és egyéb potenciális munkaerő-tartalék

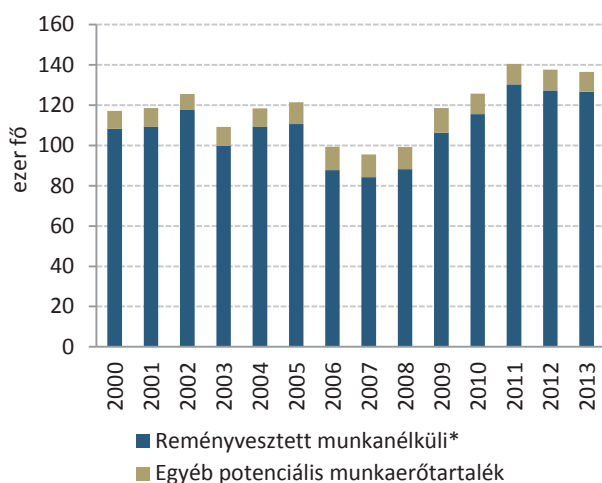
A gazdasági ciklus visszaeső szakaszában megnőhet azoknak a száma, akik a növekvő munkanélküliség miatt kivonulnak a munkapiacról. Ők azért nem keresnek munkát, mert úgy gondolják, az adott munkapiaci helyzetben úgysem tudnának elhelyezkedni. Ennek a csoportnak a tagjai szeretnének dolgozni, de nem keresnek munkát a ciklus adott szakaszában. Amikor a munkapiac kevésbé lesz laza, akkor azonban visszatérhetnek a munkapiacra.

Végül az **egyéb potenciális munkaerő-tartalékba** soroljuk azokat, akik keresnek munkát, de nem tudnának munkába állni, vagy már van munkájuk, amelyet később fognak megkezdeni. Ide tartoznak azok is, akik keresnek munkát és munkába is tudnának állni, de kizárólag passzív módszerekkel próbálnak munkát találni (például álláshirdetéseket olvasnak, vagy állásinterjú eredményére várnak). E csoport létszáma kicsi, és nem változik a gazdasági ciklussal (6—7. ábra).

6.2.5. Átmenetileg, ciklikus okok miatt külföldön dolgozók

A válság során megnövekedett a külföldön munkát vállaló népesség száma. Egy részük valószínűleg ciklikus okok miatt helyezkedett el külföldön, azaz a hazai munkakereslet növekedése esetén újra belföldön keresne munkát. Nem tudjuk elkülöníteni, hogy a külföldön dolgozók mekkora része tartozik ide, azonban a belföldi lakóhellyel rendelkező, átmenetileg külföldön dolgozók között magasabb lehet az arányuk, mint a tartósan kivándoroltak között. Az átmenetileg külföldön dolgozók létszáma 2013 végére megközelítette a 100 000 főt (6—8. ábra). Elemzésünk szerint a munkaerő-felmérésben megjelenő átmenetileg külföldön dolgozók között többségben vannak a szakképzett középfokú végzettséggel rendelkezők, akik belföldi foglalkoztatása drasztikusan visszaesett. Ez utalhat arra, hogy ciklikus okok miatt dolgoznak külföldön, és a hazai foglalkoztatás bővülésekor újra belföldön kereshetnek munkát.

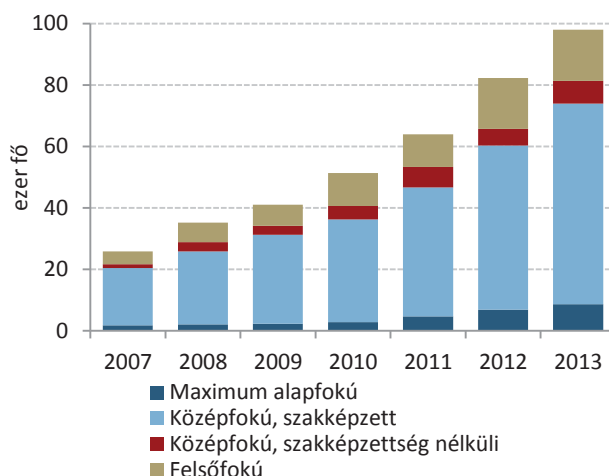
6-7. ábra: A reményvesztett munkanélküliek és az egyéb potenciális munkaerő-tartalék



Megjegyzés: * Munkába tudna állni, de nem keres, mert megítélése szerint úgysem találja.

Forrás: Munkaerő-felmérés

6-8. ábra: Az átmenetileg külföldön foglalkoztatottak létszáma 2007 óta iskolai végzettség szerinti kategóriákban

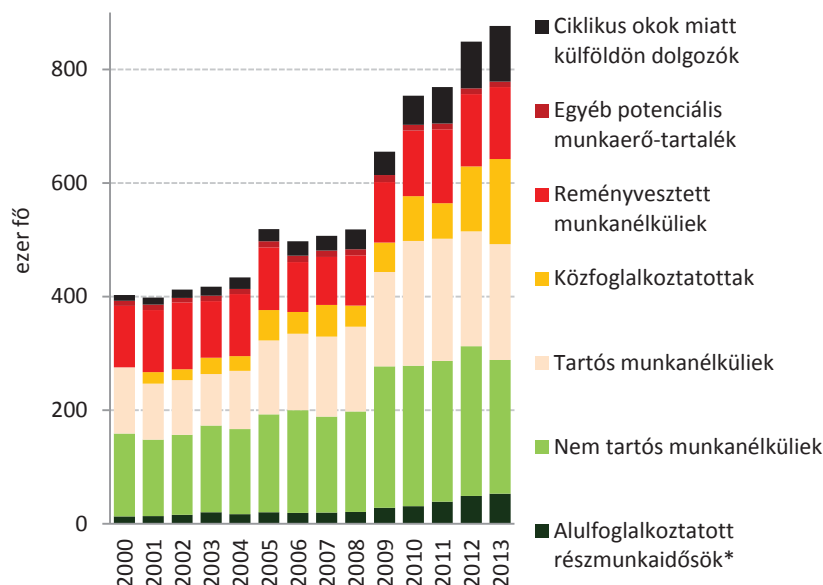


Forrás: Munkaerő-felmérés

6.2.6. A szabad munkaerő-kapacitás mértéke

A fentiekben megvizsgáltuk, hogy a főbb csoportokat figyelembe véve hogyan alakul a szabad munkaerő-kapacitás. A **közfoglalkoztatottak, illetve az átmenetileg külföldön dolgozók esetében nem tudjuk, hogy e csoportoknak mekkora része tekinthető valóban szabad munkaerő-kapacitásnak a belföldi vállalatok szemszögéből.** Felső becslésként e két esetben a teljes csoport létszámát figyelembe vesszük. Az így számolt mutató alakulását leginkább a közfoglalkoztatottak kezelése befolyásolja: **amennyiben minden közfoglalkoztatottat szabad munkaerő-kapacitásként veszünk figyelembe, a munkaerő-kihasználtság 2013 végéig nem növekedett. Ha azonban a közfoglalkoztatottak nem számítanak szabad kapacitásnak, akkor a termelésbe bevonható munkaerő mennyisége jelentősen csökkent.** A 2014 első negyedévi adatok alapján a munkanélküliség a közfoglalkoztatás bővülésén túl is mérséklődött. **Azonban a szabad munkaerő-kapacitás így is a válság előtti szint fölött áll,** ezért egyelőre a munkapiac oldaláról érkező inflációs nyomás érdemi növekedését nem tapasztaljuk. és erre előrejelzési horizontunkon sem számítunk (6—9. ábra).

6-9. ábra: A versenyszféra számára elérhető szabad munkaerő-kapacitás



Megjegyzés: * A teljes munkaidős munkaórákhoz hiányzó órák arányában.

Forrás: Munkaerő-felmérés

Összefoglalva, elemzésünk rámutat a rendelkezésre álló munkaerő kihasználtságának mérési bizonytalanságaira. Rövid távon a munkapiacról érkező inflációs nyomás szempontjából az a lényeges, hogy mennyien vannak a termelésbe gyorsan bevonható csoportokban. **A munkanélküliség nem inflatorikus szintje (NAIRU) szempontjából is elsősorban a gyorsan mozgósítható csoportokat kell figyelembe vennünk.** E munkaerő-tartalék a konjunktúra és a munkakereslet élénkülésével fogyásnak indult, így a munkapiac a korábbiaknál kevésbé lehet laza. Ugyanakkor középtávon a jelenleg a termelésbe kevésbé bevonható, nagyobb számú csoportok is aktiválhatók. A középtávon egyensúlyinak tekinthető munkanélküliségi ráta szintje jelentős részben e rétegek foglalkoztatási esélyein is múlik.

7. A 2014. ÉVI ÁTLAGOS FOGYASZTÓIÁR-INDEX FELBONTÁSA

7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra (2014)

	Inflációs hatás 2014-re		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	-1,0	-0,2	-1,2
Piaci	-0,2	0,9	0,7
Indirekt adók és intézkedések	0,7	-0,1	0,5
Infláció	-0,6	0,6	0,0

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 (amelynek 2014. évi mértéke érzékeny a 2013. decemberi inflációs adatra), míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzó és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirekt adóintézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirekt adó intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra (2014)

2014					
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó Indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirektadó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	-1,8	0,0	0,7	0,0	-1,1
nem feldolgozott	-6,0	0,0	-0,3	0,0	-6,3
feldolgozott	0,2	0,0	1,2	0,0	1,3
Ipari termékek	0,1	0,0	0,5	0,0	0,5
tartós	-0,6	0,0	0,0	0,0	-0,6
nem tartós	0,3	0,0	0,7	0,0	1,0
Piaci szolgáltatások	1,1	1,0	1,7	-0,8	3,1
Piaci energia	-0,6	0,0	-1,3	0,0	-1,9
Alkohol, Dohány	0,0	4,9	1,4	0,3	6,7
Benzin	-1,8	0,0	1,5	0,0	-0,3
Szabályozott árak	-5,4	0,0	-0,9	0,0	-6,3
Infláció	-1,2	0,7	0,7	-0,1	0,0
Maginfláció	0,4	1,0	1,1	-0,2	2,4

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 (amelynek 2014. évi mértéke érzékeny a 2013. decemberi inflációs adatra), míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzó és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirekt adóintézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirekt adó intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	11
1-3. ábra: Harmonizált fogyasztói infláció az eurozónában	12
1-4. ábra: Inflációs előrejelzés dekompozíciója	12
1-5. ábra: A bázishatások szerepe az idei évi inflációban	13
1-6. ábra: GDP-előrejelzésünk legyezőábrája (szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján)	14
1-7. ábra: A GDP-növekedés alakulása	14
1-8. ábra: Az exportpiaci részesedés alakulása	15
1-9. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként	15
1-10. ábra: A megtakarítási ráta és a munkanélküliség alakulása	15
1-11. ábra: A lakossági és a vállalati hitelezés negyedéves alakulása	16
1-12. ábra: Az átadott új építésű lakások számának és a lakossági beruházás alakulása	16
1-13. ábra: A lakásárak alakulása	16
1-14. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	18
1-15. ábra: A termelékenység* és a reál munkaköltségek alakulása a versenyszektorban	18
1-16. ábra: Tőkehányad a versenyszektorban (eltérés a 2000-2007 közti átlagtól)	20
1-17. ábra: A nem pénzügyi vállalatok adóssága és kamateredménye	20
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	23
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP előrejelzésünkre	24
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	25
3-1. ábra: GDP növekedés a fejlett gazdaságokban (szezonálisan igazított negyedéves változás)	26
3-2. ábra: Német és euroövezeti konjunktúra indikátorok alakulása	27
3-3. ábra: GDP növekedés az euroövezetben	27
3-4. ábra: Negyedéves növekedés a közép-kelet-európai országokban	28
3-5. ábra: GDP növekedés Kínában és Oroszországban (szezonálisan igazított negyedéves változás)	28
3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (dollár)	29
3-7. ábra: Olajár-feltevésünk változása	29
3-8. ábra: Infláció a fejlett gazdaságokban	29
3-9. ábra: Infláció az euroövezetben	30
3-10. ábra: Az euro árfolyamának alakulása	30
3-11. ábra: Infláció Kínában és Oroszországban	30
3-12. ábra: A fejlett gazdaságok alapkamatainak alakulása	31
3-13. ábra: A 10 éves periféria államkötvények hozamfelárának alakulása a 10 éves német állampapírhozamokkal szemben	31
3-14. ábra: A nagyobb feltörekvő országok alapkamatainak alakulása	32
3-15. ábra: Japán és az eurozóna összehasonlítása	33
3-16. ábra: Lakossági inflációs várakozások	34
3-17. ábra: Az éves GDP-változás szerkezete	35
3-18. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom értéke és egyenlege	35
3-19. ábra: A cserearány változása	36
3-20. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása	36
3-21. ábra: A háztartási szektor pénzügyi vagyona	36
3-22. ábra: A háztartási szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása	37
3-23. ábra: Szektorális beruházások alakulása	37
3-24. ábra: A vállalati szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása futamidő szerint	38
3-25. ábra: A szolgáltatások aránya az exportban (2012)	39
3-26. ábra: A világkereskedelem alakulása	39
3-27. ábra: Áru- és szolgáltatásegyenleg alakulása	39
3-28. ábra: Ágazatok hozzájárulása a szolgáltatásexporthoz	39

3-29. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP növekedéshez való hozzájárulása	40
3-30. ábra: Az ágazatok hozzájárulása az ipari termelés éves változásához	40
3-31. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és épületjellegű beruházás éves változása	41
3-32. ábra: A kiskereskedelmi forgalom éves változása	41
3-33. ábra: Potenciális kibocsátás növekedése és a növekedési hozzájárulások	41
3-34. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	42
3-35. ábra: A foglalkoztatottság alakulása	42
3-36. ábra: Munkakeresleti indikátorok alakulása	43
3-37. ábra: Kibocsátási rés mutatók	44
3-38. ábra: A kereslet, mint termelést korlátozó tényező az ESI felmérésben	44
3-39. ábra: A bruttó átlagkeresetek és a rendszeres (prémium, jutalom, egyhavi különjuttatás nélküli) keresetek éves változása	45
3-40. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása	45
3-41. ábra: A mezőgazdasági termelői árak	46
3-42. ábra: Az ipari termelői árak éves változása	46
3-43. ábra: Az infláció dekompozíciója	47
3-44. ábra: Az inflációs alapmutatók alakulása	47
3-45. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tény infláció	48
3-46. ábra: Lakossági inflációs várakozások	48
3-47. ábra: A rendszeres keresetek éves indexének alakulása a versenyszférában (éves átlag)	50
4-1. ábra: 5 éves szuverén CDS-felárak a régióban	51
4-2. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	52
4-3. ábra: 2018-ban lejáró régiós euróban denominált devizakötvény felárak	52
4-4. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	53
4-5. ábra: A forint/euro árfolyam szintjének és az árfolyam 1 hónapos gyenge irányú ferdeségi mutatójának az alakulása	53
4-6. ábra: A külföldi szereplők nettó forint-deviza swap állománya és kumulált forintvásárlása	54
4-7. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya	54
4-8. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok alakulása	55
4-9. ábra: A 2014 és 2015 végére vonatkozó elemzői kamatvárakozások és a pontbecslésekhez tartozó kockázati irányok a Reuters kamatdöntések előtti felmérése alapján	55
4-10. ábra: A bankközi (swap) hozamgörbe rövid meredekségének (2 év mínusz 3 hónap) alakulása a feltörekvő piacokon	56
4-11. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban	57
4-12. ábra: A hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben	58
4-13. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára	58
4-14. ábra: A hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben	59
4-15. ábra: Az előrettekintő reálkamatlábak alakulása	59
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (szezonálisan igazított értékek, GDP arányában)	60
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása (GDP-arányos értékek)	60
5-3. ábra: A közvetlen-tőke befektetések összetevőinek alakulása (kumulált tranzakciók)	61
5-4. ábra: Az adósságjellegű finanszírozás szerkezete	61
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint (négy negyedéves GDP-arányos értékek)	62
5-6. ábra: A külső adósság szektorok szerinti felbontása (GDP-arányos értékek)	62
5-7. ábra: A nettó külső adósság* alakulása az EU-ban (GDP-arányos értékek)	63
5-8. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (GDP arányos értékek)	64
5-9. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (GDP arányában)	64
5-10. ábra: A fiskális impulzus (a GDP százalékában)	66
5-11. ábra: Az államháztartás implicit kamatainak alakulása	67
5-12. ábra: Az adósságpálya várható alakulása – előrettekintve változatlan, 2013. végi árfolyamon számítva	69

5-13. ábra: Az uniós források felhasználása Magyarországon illetve kapott beruházási támogatások az eurozóna periféria országokban.....	70
6-1. ábra: Az infláció csökkenése 2011. IV. negyedéve és 2014. I. negyedéve között	72
6-2. ábra: Nyersanyag-, termelői és fogyasztói árak az eurozónában.....	72
6-3. ábra: A globális fajlagos munkaköltségek (ULC) alakulása	73
6-4. ábra: A kibocsátási rés a világban és az eurozónában.....	73
6-5. ábra: A részmunkaidős foglalkoztatottak létszámának változása 2007 óta	77
6-6. ábra: A munkanélküliségi ráta és a tartós munkanélküliek aránya	77
6-7. ábra: A reményvesztett munkanélküliek és az egyéb potenciális munkaerő-tartalék.....	79
6-8. ábra: Az átmenetileg külföldön foglalkoztatottak létszáma 2007 óta iskolai végzettség szerinti kategóriákban	79
6-9. ábra: A versenyszféra számára elérhető szabad munkaerő-kapacitás.....	80

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk változása a legutóbbi Inflációs jelentéshez képest.....	21
1-3. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	22
3-1. táblázat: A bérezést alakító tényezők lehetséges hatásai	50
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában).....	65
5-2. táblázat: A 2014. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (márciusi jelentéshez képest; a GDP százalékában)	66
5-3. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2014. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	67
5-4. táblázat: A 2015. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (decemberi jelentéshez képest; a GDP százalékában)	68
6-1. táblázat: A szabad munkaerő-kapacitásba tartozó csoportok a termelésbe való bevonhatóság szerint	76
6-2. táblázat: A közmunkások csoportjai és hatásuk a szabad munkaerő-kapacitás mértékére.....	78
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra (2014).....	81
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra (2014)	81

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 emelhessék, reform jellegű, átfogó pénzügyi intézkedésekre volt szükség. Mátyás felismerte, hogy megoldást csak egy központosított, az egész országra kiterjedő pénzügyi rendszer jelenthet, a királyi jövedelmeknek egy kézbe, a kincstartóhoz kell befutnia. Mátyás reformjait az országgyűlés elfogadta, és rendeleteit 1467. március 25-én ki is hirdették.

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

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2014. június

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

