



Jelentés az infláció alakulásáról

2013. szeptember





Jelentés az infláció alakulásáról

2013. szeptember



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1585-020X (on-line)

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2011. évi CCVIII. törvény, a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és vállalkozásokat egyaránt sújtó gazdasági ingadozások mértékét.

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

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

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

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

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2013. szeptember 19-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról és monetáris politikai helyzetértékelése	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	11
1.1. Inflációs előrejelzésünk	13
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	16
1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk	19
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	23
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	26
3.1. Nemzetközi környezet	26
3.2. Aggregált kereslet	32
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás	36
3.4. Foglalkoztatás és munkapiac	41
3.5. Gazdaság ciklikus pozíciója	45
3.6. Költségek és infláció	46
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	52
4.1. Hazai pénzpiaci folyamatok	52
4.2. Pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	56
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	59
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	59
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciónkra	63
5.3. Költségvetési folyamatok	65
6. Kiemelt témák	69
6.1. Előretekintő iránymutatás a nemzetközi gyakorlatban	69
7. A 2013. és 2014. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	76

Keretes íráások jegyzéke

1-1. keretes írás: Rugalmas inflációs célkövetés a gyakorlatban	15
3-1. keretes írás: A nemzetközi termelési láncok hatása külkereskedelmünkre	31
3-2. keretes írás: A magyar konjunktúra alapfolyamatait jelző indikátor	39
3-3. keretes írás: A versenyszféra termelékenységére különböző munkapiaci statisztikák tükrében	42
3-4. keretes írás: A 2012-es adminisztratív intézkedések hatása a bérek eloszlására a versenyszférában	50
5-1. keretes írás: A Magyarországra érkező EU-transzferek nagysága	62

A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról és monetáris politikai helyzetértékelése

2012 augusztusa óta a Monetáris Tanács óvatos lépésekben, de összességében számottevő mértékben csökkentette a jegybanki alapkamat szintjét.

A reálgazdaság helyzete, azon belül is elsősorban a gyenge belső kereslet a teljes időszakban az alapkamat érdemi csökkentése mellett szólt, miközben az inflációs kilátások összhangban maradtak a 3 százalékos inflációs cél középtávú elérésével. Az ország kockázati megítélésének alakulása végig támogatólag hatott. Az eddig megvalósított, összességében jelentős mértékű monetáris lazítás és a nemzetközi pénzügyi környezet változékonyabbá válása az elmúlt hónapban fokozottabb óvatosságot indokolt.

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 hangsúlyozottan tekintettel van pénzügyi stabilitási megfontolásokra is. A monetáris politika mozgásterét befolyásolhatja az ország kockázati megítélésének érdemi és tartós elmozdulása.

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

Az elmúlt hónapokban a jegybank inflációs alapmutatói historikusan alacsony dinamikát mutattak. A kedvező inflációs alapfolyamat a visszafogott belső kereslet, a mérséklődő külpiazi inflációs nyomás és az inflációs várakozások fokozatos alkalmazkodásának együttes eredménye. Az alacsony inflációs környezetet az idén több lépcsőben végrehajtott szabályozottár-csökkentések is érdemben támogatják.

Hosszabb távon fokozatosan jelentkezhethet az egyes ágazatok termelési költségeit növelő kormányzati intézkedések hatása a vállalati szektorban. A visszafogott belső kereslet mellett azonban a fogyasztói árakba történő továbbhárítás várhatóan fokozatos és csak részleges lehet. A vállalati jövedelmezőség helyreállítása, a laza munkapiaci környezet és az inflációs várakozások alkalmazkodása előretekinve mérsékelt bérdinamikát eredményezhet, ami segíti az alacsony inflációs környezet fennmaradását. Összességében az inflációs nyomás középtávon is mérsékelt maradhat.

A nemzetközi környezet a laza monetáris kondíciók tartós fennmaradásának irányába mutat.

A globális konjunktúrát a második negyedévben a fejlett gazdaságok élénkítették, míg a hazai kivétel szempontjából egyre inkább felértékelődő fejlődő országok a vártnál gyengébb gazdasági aktivitást mutattak. Előretekinve a legfontosabb gazdasági régiók közötti jelentős növekedési különbségek mérséklődhetnek és az év második felében várt lassú külső kereslet élénkülés jövedőre is folytatódhat.

A visszafogott növekedés mellett a keresletoldali inflációs nyomás változatlanul enyhe, így a fejlett országok jegybankjai fenntartották laza monetáris kondícióikat. A hazai kockázati megítélés szempontjából a globális pénzpiaci hangulat döntően támogatóan alakult, ugyanakkor az elmúlt negyedévben elbizonytalanodó hangulat és erősödő kockázatkerülés jellemezte a pénzügyi piacokat. Az európai adósságválság fejleményei mellett elsősorban a fejlett országok jegybankjai likviditásbővítő intézkedéseivel kapcsolatos várakozások és a nagy feltörekvő gazdaságokat érintő kockázatok befolyásolták leginkább a befektetői döntéseket.

Előretekintve, a Monetáris Tanács a GDP kiegyensúlyozottabb szerkezetű növekedésére számít.

A következő negyedévekben a gazdasági növekedés fokozatos javulása várható. Az alapfolyamatok lassú javulásához mind az export, mind pedig a belső keresleti tételek hozzájárulnak. A növekedést rövid távon továbbra is az export vezetheti: a javuló külső kereslet mellett, az új autópári kapacitásoknak köszönhetően, a hazai export piaci részesedésének növekedése is segítheti a kivitelt bővülését. A háztartások rendelkezésre álló jövedelmének vásárlóértékét növeli az alacsony infláció és a közsféra egyes csoportjait megcélzó béremelés. A lakosság óvatos, megfontolt magatartása azonban csak a felhalmozott adósságok leépítésével oldódhat. Az európai uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások mellett a magánvállalatok beruházási kereslete a kihasználatlan kapacitások, a bizonytalan növekedési kilátások és a szigorú hitelezési feltételek miatt visszafogottan alakulhat. Ugyanakkor a Növekedési Hitelprogram hozzájárul a kis- és középvállalatok finanszírozási korlátjainak oldódásához, ezzel támogatva a magánberuházások élénkülését.

A kereslet összességében azonban továbbra is elmarad a gazdaság termelőkapacitásainak szintjétől, így a reálgazdasági környezet előretekintve deflációs hatású marad. A negatív kibocsátási rés az előrejelzési horizont végén zárulhat.

Tovább folytatódhat a külső adósság csökkenése.

A magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete idén tovább növekedhet, amit a javuló cserearány hatására is emelkedő külkereskedelmi egyenleg, a jövedelemegyenleg várhatóan mérséklődő hiánya és az EU-transzferek emelkedő felhasználása magyaráz. 2014-ben ugyanakkor a külkereskedelem többlete – részben a beruházások mellett az importot is növelő Növekedési Hitelprogram hatására – nem emelkedik tovább, miközben az új költségvetési periódus miatt az EU-transzferek összege mérséklődhet. A magas külső finanszírozási képességgel párhuzamosan azonban továbbra is folytatódhat a külső adósságráták mérséklődése, amely csökkenti az ország sérülékenységét.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy az inflációs cél középtávú elérése és a reálgazdaság helyzete a továbbiakban is óvatos monetáris lazítást indokol.

A Monetáris Tanács megítélése szerint az idei év során beérkezett adatok arról tanúskodnak, hogy a gyenge belső kereslet és a laza munkapiac erősen fegyelmezi a gazdasági szereplők árazási és bérezési döntéseit. Az inflációt ugyan átmeneti hatások is érdemben csökkentik, azonban az alapfolyamatok alakulása középtávon is mérsékelt inflációs nyomásra utal. A gazdaságban jelentősek a kihasználatlan kapacitások, a kibocsátás csak fokozatosan közelítheti meg potenciális szintjét. Mindezen tényezők eredőjeként az infláció huzamosabb ideig a 3 százalékos cél alatt maradhat, majd a monetáris politika horizontján fokozatosan elérheti azt. Az alacsony inflációs környezet hozzájárulhat ahhoz, hogy a gazdaság nominális pályáját erősebben horgonyozza a jegybank inflációs célja. Az inflációs cél középtávú elérése – az ország kockázati megítélésének alakulását is figyelembe véve – a korábban megszokottnál óvatosabb monetáris lazítással biztosítható.

A makrogazdasági kilátásokat többirányú bizonytalanság övezi.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a gazdaság szabad kapacitásainak mértéke és deflációs hatása, valamint a külső környezet alakulásával kapcsolatos bizonytalanság jelentheti a monetáris politika jövőbeli vitele szempontjából leginkább releváns kockázatot. A beruházások alakulását, és ennek nyomán a gazdaság potenciális kibocsátásának jövőbeli pályáját kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a gyenge beruházási aktivitás és a finanszírozási korlátok következtében a magyar gazdaság potenciális kibocsátása a válságot követően lassan bővül, a termelésbe bevonható kapacitások mértékét ugyanakkor jelentős bizonytalanság övezi. Ha a termelőkapacitások csak kisebb mértékben sérültek, akkor a potenciális kibocsátás pályája magasabban húzódhat, a gazdaság ciklikus pozíciója nyitottabb lehet. A nyitottabb ciklikus pozíció és az alacsonyabb inflációs várakozások az árazási és bérezési döntéseken keresztül erősebb deflációhoz vezethetnek, ami további érdemi monetáris lazítást indokolhat. A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaság külső környezetében mind reálgazdasági, mind pénzügyi piaci oldalról jelentkezhetnek olyan fejlemények, amelyek az ország kockázati megítélését kedvezőtlenül érintik és korlátozhatják a monetáris politika mozgásterét. A beruházások előretekintve kedvezőbben alakulhatnak, ha

a Növekedési Hitelprogram keretében nyújtott hitelek közül a vállalatok nagyobb arányban fenntartható és addicionális beruházásokat valósíthatnak meg. Kedvezőtlenebb pályát eredményezhet, ha a beruházások válság során tapasztalt visszaesése a vártnál tartósabb folyamat.

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

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot számottevő kapacitásfelesleg jellemzi, az inflációs nyomás mérsékelt maradhat. A 3 százalékos inflációs cél középtávú elérése további monetáris lazítást tesz lehetővé. A globális pénzügyi környezet az elmúlt időszak változékonyságát követően stabilizálódás jeleit mutatja. A monetáris politika mozgásterét az ország kockázati megítélésének tartós és érdemi elmozdulása befolyásolhatja. A Monetáris Tanács úgy látja, hogy az inflációs és reálgazdasági kilátások alapján, az ország kockázati megítélésének figyelembevételével sor kerülhet még óvatos kamatcsökkentésre.

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

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

¹ 2009 májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre.² Összhangban exportszerkezetünk elmúlt évi változásával, külső keresleti mutatónk súlyait is revideáltuk.³ A GDP arányában.⁴ Pénzforgalmi szemléletben.⁵ Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.⁶ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.⁷ MNB-beclés.⁸ A szabad tartalékok teljes törlésével.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

Az elmúlt hónapok makrogazdasági folyamatai a monetáris politika számára legfontosabb makrogazdasági mutatók esetében a júniusi inflációs jelentés előrejelzésével összhangban alakultak. Az 2012. évi recessziót követően a hazai GDP év elején megindult növekedése mérsékeltebb ütemben, de a második negyedévben is folytatódott. A gazdaságot továbbra is erős nominális alkalmazkodás jellemzi. A visszafogott keresleti környezet változatlanul erős árleszorító hatással bír, miközben az elmúlt negyedévben az importált inflációs hatások enyhülése és az egyes hatósági árak esetében év közepén végrehajtott újabb árcsökkentések is az infláció folytatódó mérséklődése irányába hatottak. Az infláció a nyári hónapokban is érdemben a 3 százalékos célérték alatt alakult. A vállalatok a mérsékelt keresleti környezetben áremelések helyett változatlanul nagyobb részben termelési költségeik visszafogásával javíthatják jövedelmezőségüket.

A várható inflációs kilátások mind rövidebb, mind – a monetáris politika számára kiemelt jelentőséggel bíró – hosszabb idő-horizonton javultak. Aktuális előrejelzésünkben a fogyasztóiár-index a teljes előrejelzési horizonton a 3 százalékos cél alatt maradhat. A hatósági energiaárak idei év végére várható újabb csökkentése rövid távon tovább mérsékli a fogyasztói inflációt, míg az inflációs alapfolyamatokat meghatározó tényezők a teljes előrejelzési horizonton mérsékelt adószűrt maginflációt vetítenek előre. Az alacsony inflációs környezet fennmaradását keresleti, kínálati és az inflációs várakozásokon keresztül jelentkező hatások egyaránt támogatják. A csak fokozatos élénkülést mutató belföldi keresleti környezetben a fogyasztói árak emelésére változatlanul korlátozott lehetőség mutatkozik, miközben a világpiaci folyamatokból származó – mind a feldolgozott, mind a feldolgozatlan termékek esetében jelentkező – importált inflációs nyomás mérsékelt alakulására számíthatunk. Az inflációs várakozások alkalmazkodásának és a továbbra is laza munkapiaci kondíciók eredményeként a bérdinamika a teljes horizonton alacsony maradhat.

A következő negyedévekben a gazdasági növekedés folytatódó, fokozatos javulására számítunk. A növekedést rövid távon továbbra is elsősorban az export vezetheti, ugyanakkor a belföldi kereslet élénkülésével a növekedés szerkezete fokozatosan kiegyensúlyozottabbá válhat. A nemzetközi konjunktúra lassú erősödésével legfontosabb külkereskedelmi partnereink keresletében is bővülésre számítunk, miközben az új autópári kapacitások termelésének felfutása javíthatja exportpiaci részesedésünket. Az alacsony inflációs környezet, a közszféra egyes csoportjait érintő érdemi béremelések, valamint a munkajövedelmek közvetlen adóterheinek további mérséklése általánosan a lakossági reáljövedelmek növekedését okozza. A háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseiben a felhalmozott adósságok leépítése és a válság éveiben bizonytalanabbá váló munkapiaci kilátások miatti óvatossági megfontolások csak lassan oldódhatnak, így a fogyasztási kereslet alakulásában elhúzódó fordulatra számítunk. A megtakarítási hajlandóság fokozatosan csökkenhet, ám továbbra is magas szinten marad. Előrejelzési horizontunkon megtörhet a nemzetgazdasági beruházásokat a válság kitörése óta jellemző csökkenő tendencia és a beruházásokat újból bővülés jellemezheti. A beruházási aktivitás erősödéséhez elsősorban a dinamikus bővülő, európai uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások járulhatnak hozzá, miközben a kiterjesztett Növekedési Hitelprogram enyhítheti a kis- és középvállalatok finanszírozási korlátjait. Összességében a vállalatok beruházási aktivitása a meglévő kihasználatlan kapacitások és az egyelőre még bizonytalan keresleti kilátások mellett csak fokozatosan erősödhet, így jelentősebb beruházásbővülésre 2014-től számítunk.

A munkapiacon folytatódhat az aktivitás elmúlt években megfigyelt trendszerű növekedése. A mérsékelt keresleti környezet fegyelmezi az árazási döntéseket, ezért a vállalatok elsősorban bérköltségeik visszafogásával igyekeznek javítani jövedelmezőségüket. A keresleti kilátások fokozatos javulására a vállalatok kezdetben főként a munkaórak újbóli növelésével reagálhatnak, így a versenyszféra foglalkoztatása késve követheti a konjunktúra fordulatát. A teljes előrejelzési horizonton a termelékenység növekedésétől elmaradó reálbér-dinamikára számítunk, amit a laza munkapiaci kondíciók mellett az inflációs várakozások alkalmazkodása is támogat.

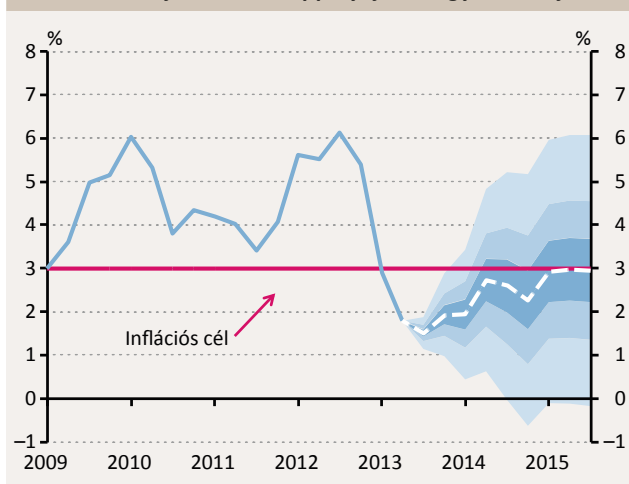
Össességében a magyar gazdaságot középtávon is mérsékelt – keresleti és költségoldali – inflációs nyomás, valamint a teljes előrejelzési horizonton negatív kibocsátási rés jellemezheti, ami együttesen a monetáris kondíciók további lazítása irányába mutat. Ugyanakkor a feltörekvő piacok kockázati megítélését az elmúlt hónapokban megnövekedett volatilitás jellemezte, ami a pénzpiaci hangulat törékenysége is felhívja figyelmet. Alap-előrejelzésünkben a feltörekvő piacokat érintő kockázatvállalási hajlandóság fokozatos normalizálódására számítunk, ami a hazai eszközök kockázati felárát is mérsékelheti. Előrejelzésünkkel konzisztens kamatpályánkban a kockázati környezet stabilizálódásával a cél alatti infláció és a gazdaság visszafogott ciklikus helyzete a kamatkondíciók további enyhe lazítását teszi lehetővé.

1.1. Inflációs előrejelzésünk

A fogyasztói infláció az idei és a jövő évben is a 3 százalékos cél alatt maradhat. Az idei évben több lépcsőben végrehajtott hatósági energiaár-csökkentés rövid távon számottevően mérsékli az inflációt, ugyanakkor a monetáris politika által kiemelten figyelt, a középtávú inflációs kilátásokat alapvetően meghatározó tényezők is általánosan mérsékelt inflációs nyomásra utalnak. A visszafogott belső kereslet továbbra is erős árleszorító hatással bír, miközben az importált inflációs hatások is mérséklődhetnek. Az inflációs várakozások fokozatos alkalmazkodása általánosan támogathatja az alacsony inflációs környezet fennmaradását.

1-1. ábra

Inflációs előrejelzésünk alappályája és legyezőábrája



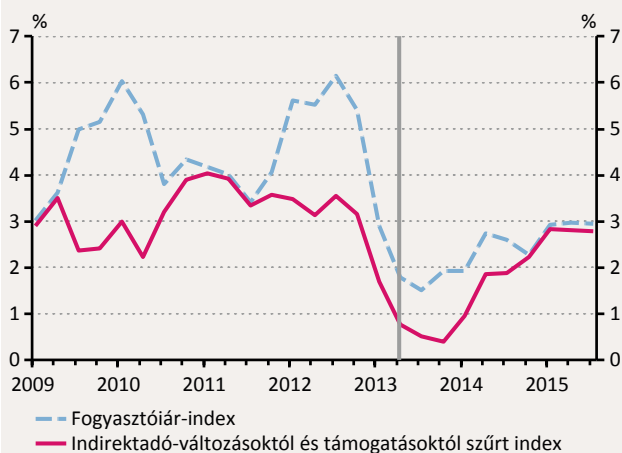
Összhangban az elmúlt hónapokban beérkezett kedvezőbb alapfolyamatokkal és az újonnan bejelentett őszi rezsicsökkentés inflációmérséklő hatásaival, teljes előrejelzési horizontunkon a júniusi előrejelzésünkönél alacsonyabb inflációra számítunk. Az infláció 2014-ben is a jegybank középtávú célja alatt maradhat, és csak a horizont végén, 2015 közepén emelkedhet 3 százalék közelébe.

A hazai indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció historikusan alacsony dinamikát mutat, köszönhetően a piaci szolgáltatások hosszabb ideje megfigyelt visszafogott árazásának és az importált termékek lassuló világpiaci árdinamikájával összhangban mérsékelt iparcikk-inflációnak. A feldolgozott élelmiszerek esetében a globálisan kedvező terméseredmények mellett várhatóan csökkenő nyersanyagárak már rövid távon is az inflációs nyomás csökkenését okozhatják.

Az inflációs alapfolyamatokat meghatározó tényezők júniusi előrejelzésünkben vártnál általánosan kedvezőbben alakulhatnak. A hazai gazdaság középtávú inflációs folyamataiban mind a keresleti, mind a költségoldali tényezők alacsony inflációs nyomás irányába mutatnak. A növekvő reáljövedelmek mellett a háztartások fogyasztási kereslete élénkülhet, ám ennek üteme a továbbra is erős óvatossági megfontolások mellett csak mérsékelt lehet. A fogyasztás szintje még előrejelzési horizontunk végén is elmaradhat a válság előtti években megfigyelt értékektől. A visszafogott belső kereslet mellett a költségvetési hiánycélok elérését biztosító – termelési költségeket növelő – adóintézkedések hatása csak korlátozottan jelenhet meg a fogyasztói árakban. A vállalatok elsősorban az egyéb termelési költségek visszafogásával, a bérek mérsékeltebb emelésével és a termelékenység javításával emelhetik profitabilitásukat. A folyamatot az inflációs várakozások fokozatos alkalmazkodása is segítheti. A huzamosabb ideig cél alatt alakuló infláció megtörheti a magyar gazdaságot hosszú ideje jellemző erős – ár- és bérvárakozá-

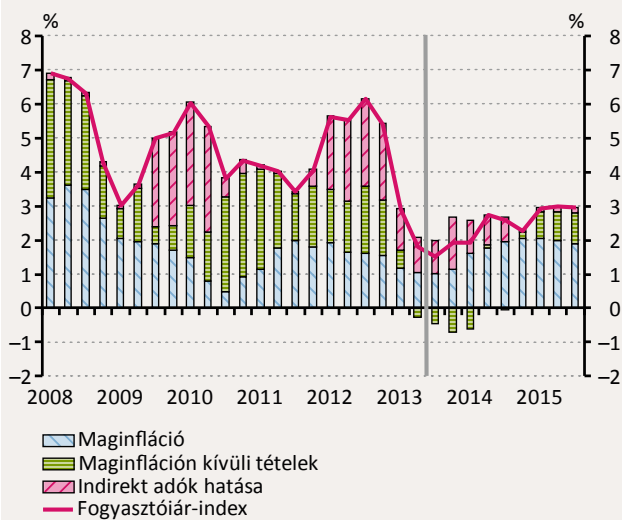
1-2. ábra

A fogyasztóiár-indexre és az adószűrt inflációra adott előrejelzésünk



1-3. ábra

Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója



sokon keresztül érvényesülő – nominális inerciákat, ezzel támogatva az alacsony infláció középtávú fenntarthatóságát.

A maginfláción kívüli tételek inflációja a teljes előrejelzési horizontunkon mérsékelt maradhat. Bár az üzemanyagárak a szíriai konfliktus következtében megemelkedett világpiaci olajár miatt az elmúlt hónapokban növekedtek, a határidős árjegyzések szerint a kőolaj ára a következő két évben ismét 100 dollár körüli szintre csökkenhet. A feldolgozatlan élelmiszer-árak alakulását a globálisan kedvező terméseredmények határozhatják meg. Ezzel összhangban a következő negyedévekben a mezőgazdasági alapanyagárak normalizálódására számíthatunk, melyek a határidős jegyzések szerint 2014-ben is mérsékelt szinten alakulhatnak.

A korábbi hatóságiár-csökkentések után az idei év végétől a szabályozott energiaárak (gáz, áram, távhő) újabb, 11,1 százalékos csökkentése tovább mérsékli az inflációt. A csökkentés teljes inflációs hatása mintegy 1 százalékpont, amelynek döntő része – a statisztikai elszámolás sajátosságai miatt – a jövő évi inflációt érintheti. A dohánytermékek kiskereskedelmi árresének emelkedése egyelőre alig érzékelhető hatással volt a fogyasztói árakra. Megítélésünk szerint a várt inflációs hatás elmaradását döntően időzíti okok okozhatták, így előrejelzési horizontunkon továbbra is a dohánytermékek jelentősebb áremelkedésére számítunk. Bár a pénzügyi tranzakciós adó ez év júliusi emelkedése fokozatosan az érintett szolgáltatások fogyasztói áraiban is megjelenhet, azonban összességében a kormányzati intézkedések közvetlen inflációs hatásai teljes előrejelzési horizontunkon a historikus átlagtól számottevően alacsonyabb szinten maradhatnak.

A visszafogott keresleti környezet, a mérsékelt importált inflációs nyomás és az összességében deflációs hatású kormányzati intézkedések együttesen az alacsony inflációs környezet fennmaradása irányába mutatnak. Az infláció az idei évet követően, 2014-ben is a jegybank inflációs célja alatt alakulhat, és várhatóan előrejelzési horizontunk végén éri el a 3 százalékos értéket.

1-1. táblázat

Inflációs előrejelzésünk legfontosabb részletei

		2011	2012	2013	2014
Magainfláció		2,7	5,1	3,5	3,8
Magainfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	4,3	6,8	7,3	3,0
	Járműüzemanyag és piaci energia	13,8	11,9	0,3	5,0
	Szabályozott árú termékek	4,0	4,7	-3,3	-3,5
	Összesen	6,4	6,8	-0,7	-0,3
Fogyasztóiár-index		3,9	5,7	2,0	2,4

1-1. keretes írás

Rugalmas inflációs célkövetés a gyakorlatban

Napjainkban közel 30 jegybank folytat inflációs célkövetést világszerte. Az inflációs célkövetés (*inflation targeting, IT*) olyan monetáris politikai stratégia, amelyben a jegybank elsődleges célja az árstabilitás, aminek megvalósítására egy nyilvánosan bejelentett inflációs cél elérésével törekszik. A keretrendszer egyik fontos eleme az intézményi elköteleződés az árstabilitás iránt. Ez azonban nem egyenértékű azzal, hogy a jegybank az inflációs szempontokon túl mást ne venne figyelembe a monetáris politika alakításánál. Erre utal, hogy az inflációs célkövetést alkalmazó jegybankok mindegyikénél megfigyelhető olyan hosszabb-rövidebb epizód, amikor az infláció érdemben eltér a kitűzött céltől.

Az inflációs célkövetés tehát a gyakorlatban mindig rugalmas.¹ A rugalmasság azt jelenti, hogy a jegybank a monetáris politika alakítása során az infláció alakulása mellett más szempontokat is figyelembe vesz, pl. a reálgazdaság stabilizálására is törekszik. Utóbbi alatt azt értjük, hogy a monetáris politika – bár hosszú távon nem tud annak szintjére hatni – stabilizálja a kapacitáskihasználtságot a normál szintje körül. A rugalmas szemléletet több szempont is indokolja. Fontos tényező, hogy a monetáris politika valamennyi késéssel tudja kifejteni hatását a gazdaságra, a monetáris transzmisszió időigényes, az alapkamat változása jellemzően több negyedév után tudja érdemben kifejteni makrogazdasági hatását. Az inflációs sokkok rövid távú ellensúlyozása tehát számottevően erősebb monetáris politikai reakciót kívánna a középtávra fókuszáló monetáris politikával összevetve. Ezenkívül a monetáris politikai reakció függ az inflációt érő sokk természetétől is. Keresleti sokknál a kibocsátás és az infláció egy irányba változik, kínálati (költség-) sokknál viszont a kibocsátás és az infláció ellenkező irányba mozdulnak. Kínálati sokknál az infláció gyors korrigálása reálgazdasági volatilitáshoz vezet, így a jegybank átváltással szembesül az inflációs és reálgazdasági szempontok között.

A gyakorlatban a rugalmasság több formában is megjelenhet. Egyik módja, hogy a jegybank nem az infláció azonnali, hanem középtávon várt alakulására reagál. Szintén a rugalmasságot jelzi, ha a jegybank közvetlenül nem reagál az árinдекс egyes volatilis áralakulású tételeire. A jegybankok különböző „menekülési záradékokat” is megfogalmazhatnak az inflációs cél elérésénél, amik szerint a monetáris politika hatókörén kívül eső, jelentős sokkok közvetlen árszintemelő hatására nem reagálnak. Ezekben az esetekben a jegybank elkerülheti, hogy az átmeneti árszintemelő hatásokra történő reakció az árstabilitás középtávú elérése szempontjából szükségtelen reálgazdasági ingadozással járjon. A jegybankok közvetlenül is reagálhatnak valamilyen reálgazdasági feszességet vagy pénzügyi egyensúlytalanságot mérő változóra, amivel gyenge keresleti környezetben lassítják, túlfűtöttség esetén pedig erősítik az inflációt emelő sokkokra adott reakciójukat.

Az inflációs célkövetést alkalmazó fejlett országok többségében kimutatható olyan epizód, amikor az inflációs cél átmenetileg nem teljesült, ami azt mutatja, hogy ezek a jegybankok az infláció céltól vett eltérésén túl más, pl. reálgazdasági vagy pénzügyi stabilitási szempontokat is figyelembe vettek. Minél hitelesebb a jegybank, minél hosszabb ideje tart fent alacsony inflációs környezetet, annál nagyobb valószínűséggel tud úgy átnézni egyszeri árszintcsúszások inflációs hatásán, hogy az inflációs várakozások horgonyozottsága biztosított marad. Példaként említhető az Egyesült Királyság, ahol az infláció tartósan a 2 százalék felett alakult az elmúlt három évben, és várhatóan a következő egy-másfél évben is a cél felett marad. A rövid távú várakozások megemelkedtek, de tartós elmozdulásra nincsenek jelek. Az 1970-es évek kiugró inflációjához képest abban lehet a jelenlegi helyzetben a fő különbség, hogy az inflációs várakozások a jegybank alacsony és stabil infláció melletti elkötelezettségének köszönhetően horgonyozottak voltak, amikor a költségsokkok (emelkedő globális energiaárak, az árfolyam gyengülése miatt emelkedő importárak, szabályozott árak növekedése, indirekt adók emelése) érték a gazdaságot (McCafferty, 2013).² Ez az inflációellenes hitelesség megadta a döntéshozóknak a kellő rugalmasságot, és a további reálgazdasági áldozat elkerülése érdekében a korábbiaknál hosszabb ideig tolerálták a cél felüllövését.

Az MNB előrejelzéseinek készítésénél alkalmazott endogén monetáris politikai reakció megfelel a rugalmas inflációs célkövetés elvének, hiszen az indirekt adók hatásától szűrt előre tekintő inflációra reagál és figyelembe veszi a kibocsátási rés alakulását.³

¹ SVENSSON, LARS E.O. (2008): Inflation Targeting. In: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd edition, Palgrave MacMillan.

² MCCAFFERTY, IAN (2013): *Inflation targeting and flexibility*, beszéd, 2013. június 14.

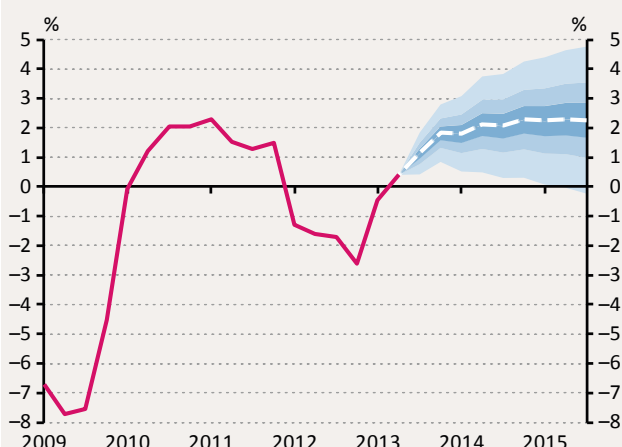
³ KRUSPER BALÁZS–SZILÁGYI KATALIN (2013): Hogyan jelenhetnek meg a reálgazdasági szempontok egy kamatszabályban?. *MNB-szemle*, május, pp. 43–50.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Előrejelzési horizontunkon a gazdasági növekedés fokozatos javulására számítunk. A 2012-ben jelentkező egyedi hatások első negyedévi korrekciója után a második negyedévtől az alapfolyamatok lassú javulása határozta meg a hazai konjunktúrát. A magyar gazdaság növekedését rövid távon továbbra is az export vezetheti. A fogyasztás és a magánberuházások csak fokozatosan élénkülhetnek a válság előtt felhalmozott adósságok leépítése, a bizonytalan gazdasági kilátások és a szigorú hitelezési feltételek miatt. A jegybanki Növekedési Hitelprogram érdemben lazíthatja a kis- és középvállalatok finanszírozási korlátait, amelynek keresletélénkítő hatásai a jövő évtől jelentkezhetnek. A belföldi felhasználás erőteljesebb bővülésére 2014-től számítunk, ami kiegyensúlyozottabb szerkezetű növekedést tesz lehetővé a jövő évtől.

1-4. ábra
GDP-előrejelzésünk legyezőábrája

(szezonálisan igazított és kiegyensúlyozott adatok)



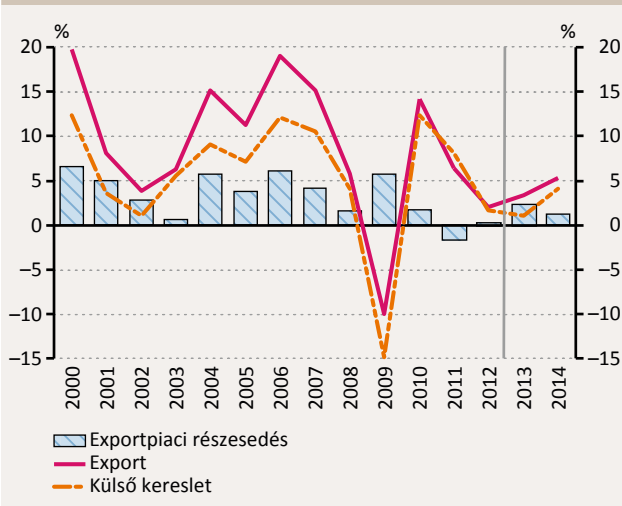
A második negyedévben folytatódott a hazai gazdasági növekedés. A 2012. évet érintő egyedi hatások (pl. aszályos időjárás, év végi gyárleállások) korrekciója 2013 elején megtörtént, ezt követően egyre inkább a lassú javulást mutató alapfolyamatok határozhatják meg a konjunktúrát. A termelési adatok és a konjunktúraindikátorok szerint a növekedéshez az ágazatok egyre szélesebb köre pozitívan járult hozzá. Hosszú idő után az export mellett a belföldi kereslet is emelkedni tudott a második negyedévben.

A gazdasági növekedés előrejelzési horizontunkon fokozatosan tovább erősödhet. A növekedési környezetet a fokozatosan élénkülő globális konjunktúra, az alacsony inflációs környezetben növekvő reáljövedelmek és a jegybanki hitelösztönző program következtében lazuló vállalati hitelezési kondíciók határozhatják meg.

A magyar gazdaság növekedését rövid távon továbbra is az export vezetheti. Az eurozóna recesszióból történő kilábalásával és a világ gazdasági konjunktúra további javulásával a külső kereslet 2013 második felétől fokozatosan erősödhet. Ezzel párhuzamosan az új autógyártási kapacitások termelésének felfutása a hazai exportpiaci részesedést is növelheti.

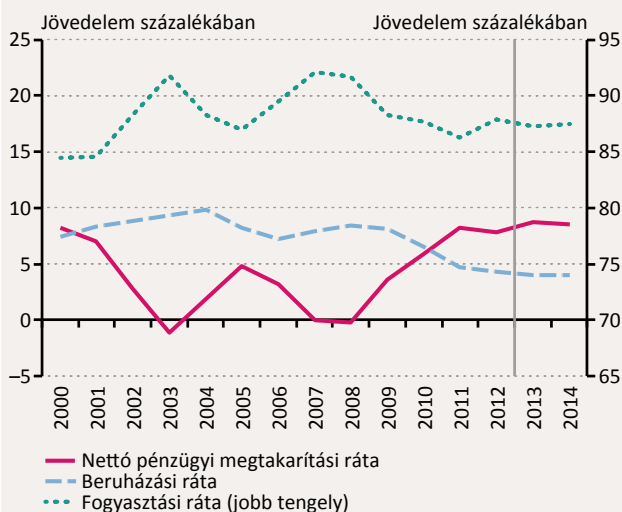
A lakossági fogyasztást a bővülő reáljövedelmek, valamint a válság előtt felhalmozott adósságok és a megnövekedett munkanélküliség miatti óvatos fogyasztói viselkedés kettőssége határozhatja meg. Az alacsony inflációs környezet általánosan a lakosság reáljövedelmének növekedése irányába hat. Emellett előrejelzési horizontunkon a rendelkezésre álló jövedelmeket növeli a bérek egyes állami foglalkoztatási csoportokban várható érdemi bővülése, és a személyi jövedelemadó-rendszer változásai (fél szuperbruttó kivételése, családi adókedvezmények kiterjesztése). A reáljövedelmek bővülése a magasabb fogyasztási hajlandósággal rendelkező, átlagbér alatti jövedelemmel rendelkező társadalmi csoport-

1-5. ábra
Az export és exportpiaci részesedésünk alakulása



1-6. ábra

Lakossági jövedelmek felhasználása

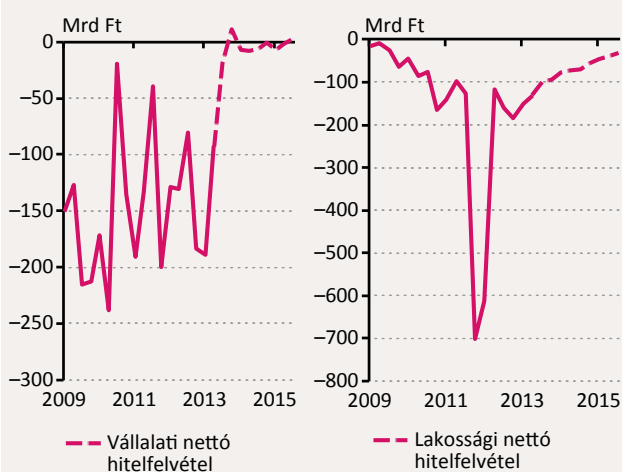


Megjegyzés: A rendelkezésre álló jövedelem arányában. A háztartások nettó pénzügyi megtakarításait a magánnyugdíjpénztárakba kötelezően befizetett járulékok nélkül vettük figyelembe.

1-7. ábra

Előrejelzésünk a vállalati és lakossági hitelezésre

(tranzakciók miatti nettó állományváltozás)



tok esetében lehet erősebb. A válság előtt felhalmozott adósságok elhúzódó leépítése és a bizonytalanabb munkapiaci környezet miatti óvatossági megfontolások várhatóan csak lassan oldódhatnak. Ezzel összhangban a háztartások megtakarítási rátája előrejelzési horizontunkon is magas szinten alakulhat.

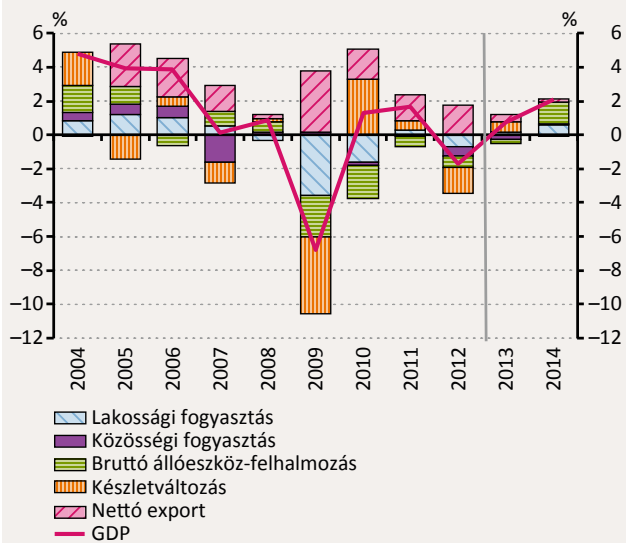
A beruházások növekedéséhez a dinamikus bővülő, EU-s forrásokból megvalósuló állami beruházások továbbra is jelentős mértékben járulhatnak hozzá. A Növekedési Hitelprogram számottevően hozzájárul a kis- és középvállalatok finanszírozási korlátainak oldódásához.⁴ Várakozásaink szerint az idei év végén megállhat a vállalati hiteleknek a válság kitörése óta jellemző csökkenése. Az érintett KKV-szektor beruházási keresletének jelentősebb növekedésére a belső kereslet robusztusabb bővülésével és a jelenleg meglévő kihasználatlan kapacitások leépülésével párhuzamosan a jövő évben számítunk. A külföldre termelő ágazatok esetében a nemzetközi konjunktúra helyreállításával folytatódhat a beruházások bővülése. A lakossági beruházások az idei évben historikusan alacsony szinten alakultak. A válság alatt felhalmozott adósság törlesztése és a csak lassan oldódó hitelkondíciók mellett érdemi fordulatra a következő években sem számíthatunk. A lakossági beruházások visszafogása továbbra is erős alkalmazkodási csatorna maradhat, elősegítve a háztartások fogyasztási pályájának simítását és a pénzügyi megtakarítások bővülését.

A keresleti környezet fokozatos javulása ellenére az aggregált kereslet továbbra is elmarad a gazdaság termelőkapacitásainak szintjétől. A gazdaság működését továbbra is jelentős szabad kapacitások jellemezhetik. Ezzel összhangban a reál-gazdasági környezet deflációs hatású marad. A negatív kibocsátási rés várhatóan az előrejelzési horizont végén zárulhat.

⁴ A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa 2013. szeptember 11-én a Növekedési Hitelprogram (NHP) folytatásáról döntött. Az előrejelzési horizontunkon várható növekedési dinamikát nagyban befolyásolhatja, hogy a meghatározott 2000 milliárd forintos hitelkeretből véglegesen mekkora összegben és milyen célokra hívnak le forrásokat az érintett vállalkozások. Alap-előrejelzésünkben csak az október 1-jétől megnyitásra kerülő 500 milliárd forintos hitelösszeg lehívásával számoltunk. Ugyanakkor érzékelve a bizonytalanságot, egy ettől nagyobb mértékű lehívás hatásait a Monetáris Tanács döntésének megfelelően az alternatív forgatókönyveket tárgyaló 2. fejezetben bemutatjuk.

1-8. ábra

A GDP-változás szerkezete

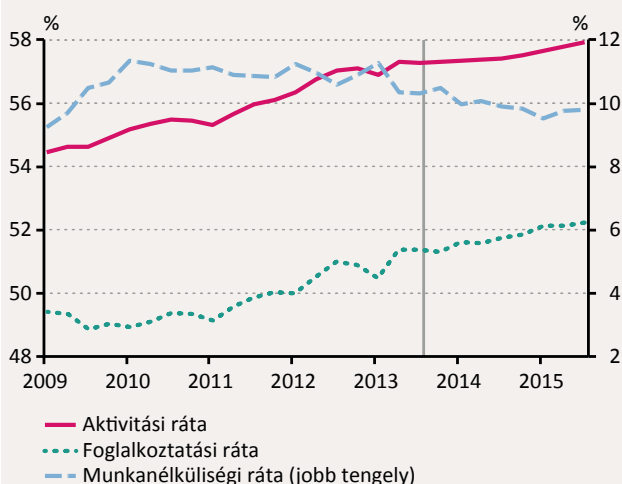


1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk

A munkapiac az aktivitás folytatódó bővülésére számítunk. A visszafogott keresleti környezet árleszorító hatása miatt a vállalatok továbbra is egyéb termelési költségeik, elsősorban bérköltségeik visszafogásával igyekeznek javítani jövedelmezőségükön. A vállalatok rövid távon nagyjából a ledolgozott munkaórák számának növelésével reagálhatnak a konjunktúra erősödésére, így a versenyszféra munkakereslete rövid távon mérsékelt maradhat, a versenyszféra foglalkoztatásának élénkülése késve követheti a hazai konjunktúra fordulatát. A visszafogott bérdinamika a teljes előrejelzési horizonton fennmaradhat, amit a laza munkapiaci feltételek mellett az inflációs várakozások csökkenése is támogathat.

1-9. ábra

Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség alakulása



A második negyedévben historikusan magas szintet ért el az aktivitási ráta. A korábbi években meghozott, az aktivitás bővülését célzó kormányzati intézkedések révén a munkakínálat a következő negyedévekben is tovább bővülhet.

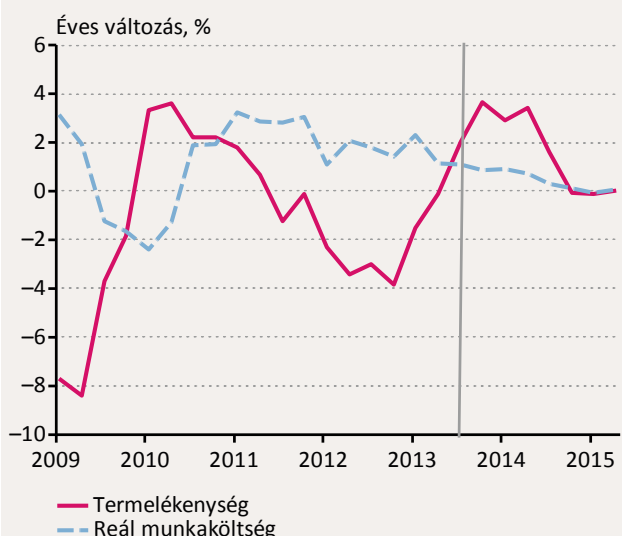
A vállalati szektor munkakereslete rövid távon visszafogottan alakulhat. A tavalyi recesszió és a termelési költségeiket emelő adóintézkedések mérsékelték a vállalatok jövedelmezőségét. A lanyha fogyasztói kereslet korlátozza a cégek áremelési lehetőségeit, ezért a jövedelmezőség helyreállítása érdekében a vállalati szektor bérköltségei visszafogására törekszik. Ennek egyik fontos csatornájaként – kihasználva az új Munka törvénykönyve rugalmasabb foglalkoztatási formák elősegítését tartalmazó passzusait – az elmúlt negyedévekben a ledolgozott munkaórák számának csökkenését figyeltük meg, miközben nőtt a részmunkaidőben foglalkoztatottak aránya is. A gazdasági növekedés újraindulása rövid távon nagyjából a ledolgozott órák ismételt emelkedését eredményezheti. A foglalkoztatottak száma csak a konjunktúra határozottabb erősödésével párhuzamosan növekedhet érezhető mértékben. A nemzetgazdasági foglalkoztatás alakulásában továbbra is meghatározó szereppel bírhatnak az állami közfoglalkoztatási programok.

A bővülő munkakínálat és a lassan emelkedő munkakereslet eredőjeként a munkanélküliségi ráta előrejelzési horizontunkon 10 százalék körül alakulhat. A válság óta megemelkedett munkanélküliség továbbra is érdemi bérleszorító hatással bír. Ezzel összhangban a bérdinamika a következő évben is mérsékelt maradhat a versenyszférában. A reálbérek a munkatermelékenységtől elmaradó ütemben bővíthetnek.

A mérsékelt bérdinamikát erősíti meg a Hay Group 2013. augusztusi felmérésének eredményei is (1-11. ábra). A megkérdezett, főként nagyvállalatok jövőre nagyjából hasonló – 2 százalék körüli – bérnövekedéssel számolnak, mint idén.

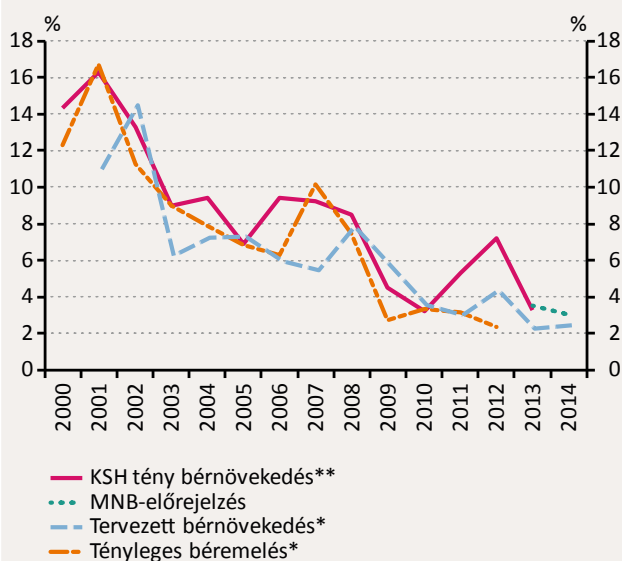
1-10. ábra

A termelékenység és a reálbérek várható alakulása



1-11. ábra

A béremelésekre vonatkozó várakozások a Hay-felmérés szerint



* A Hay Group felmérése alapján (létszámmal súlyozottan).

** 2013-ban csak az I. félév adata.

Ugyanakkor bizonytalanságra utal, hogy 2014-re közel felük még nem döntötte el, hogy emeli-e az alkalmazottai bérét.

A laza munkapiac lehetővé teszi, hogy a vállalatok a béremelések visszafogásával javítsák jövedelmezőségi helyzetüket. Emellett a huzamosabb ideig cél alatt alakuló infláció elősegítheti az inflációs várakozások mérséklődését, ami hozzájárulhat az alacsony bérdinamika fennmaradásához középtávon is.

1-2. táblázat

Előrejelzésünk változása a legutóbbi inflációs jelentésünkhöz képest

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

¹ 2009 májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre.

² Összhangban exportszerkezetünk elmúlt évi változásával, külső keresleti mutatóink súlyait is revideáltuk.

³ A GDP arányában.

⁴ Pénzforgalmi szemléletben.

⁵ Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.

⁶ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehértett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

⁷ MNB-becsülés.

⁸ A szabad tartalékok teljes törlésével.

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

	2012	2013	2014
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2013. szeptember)	5,7	2,0	2,4
Consensus Economics (2013. augusztus) ¹	5,7	1,5– 2,0 – 2,5	2,0 – 2,7 – 3,3
Európai Bizottság (2013. május)	5,7	2,6	3,1
IMF (2013. április)	5,7	3,2	3,5
OECD (2013. május)	5,8	2,8	3,5
Reuters-felmérés (2013. augusztus) ¹	5,7	1,6 – 2,1 – 2,3	1,6 – 2,9 – 4,1
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2013. szeptember)	–1,7	0,7	2,1
Consensus Economics (2013. augusztus) ¹	–1,7	0 – 0,5 – 1,0	1,0 – 1,4 – 2,0
Európai Bizottság (2013. május)	–1,7	0,2	1,4
IMF (2013. április)	–1,7	0,0	1,2
OECD (2013. május)	–1,7	0,5	1,3
Reuters-felmérés (2013. augusztus) ¹	–1,7	0,0 – 0,5 – 0,8	0,7– 1,5 – 1,7
Folyó fizetési mérleg egyenlege³			
MNB (2013. szeptember)	1,7	3,4	3,3
Európai Bizottság (2013. május)	2,3	3,3	3,6
IMF (2013. április)	1,7	2,1	1,8
OECD (2013. május)	1,5	2,4	3,2
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint)^{3, 4}			
MNB (2013. szeptember)	2,0	2,6	2,9
Consensus Economics (2013. július) ¹	1,9	2,4 – 2,8 – 3,5	2,1 – 3,0 – 4,0
Európai Bizottság (2013. május)	1,9	3,0	3,3
IMF (2013. április)	2,5	3,2	3,4
OECD (2013. május)	2,0	2,8	3,2
Reuters-felmérés (2013. augusztus) ¹	1,9	2,2 – 2,8 – 3,5	2,5 – 2,9 – 4,0
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2013. szeptember)	1,7	1,5	4,2
Európai Bizottság (2013. május) ²	1,7	1,6	5,2
IMF (2013. április) ²	1,7	1,7	3,9
OECD (2013. május) ²	0,4	1,2	4,5
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2013. szeptember)	0,8	0,5	1,8
Európai Bizottság (2013. május) ²	0,8	0,6	1,9
IMF (2013. július) ²	0,8	0,6	1,7
OECD (2013. május) ²	0,6	0,5	1,8

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

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

³ A GDP arányában.

⁴ A szabad tartalmak teljes törlésével.

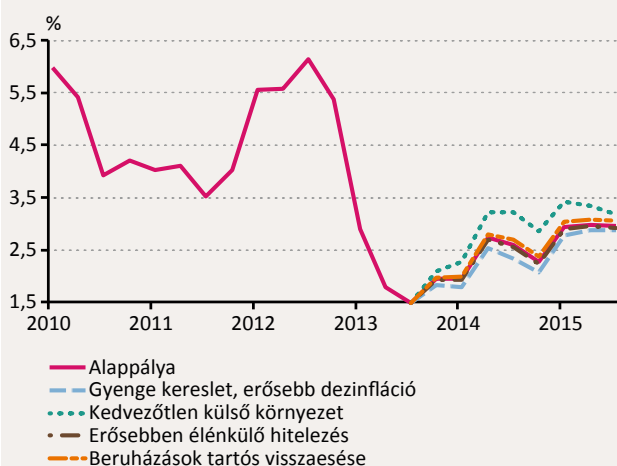
Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2013. július); European Commission Economic Forecasts (2013. május); IMF World Economic Outlook Database (2013. április); Reuters-felmérés (2013. augusztus); OECD Economic Outlook, No. 93 (2013. május).

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

Az előrejelzés alappályája mellett a Monetáris Tanács több kockázati tényezőt is azonosított. A Tanács értékelése szerint továbbra is bizonytalanság övezi, hogy a válság hatásai milyen mértékben érintették a gazdaság termelési kapacitásait. Emellett a döntéshozók a Növekedési Hitelprogram gazdaságösztönző hatásaiban és a külső környezet várható alakulásában érzékelnek az alappályában feltételezettől eltérő kimeneteket. Amennyiben a gyenge kereslet dezinflációs hatása az alappályában feltételezetténél erősebb, akkor az inflációs cél alacsonyabb kamatpálya mellett is elérhető. Kedvezőtlen külső környezettel, azaz nagyobb gazdasági visszaeséssel és magasabb befektetőkockázat-kerüléssel jellemezhető forgatókönyv esetén azonban szigorúbb monetáris politika válhat szükségessé. A Tanács megítélése szerint elképzelhető, hogy a Növekedési Hitelprogram hitelezésre, és így a beruházásokra gyakorolt hatása az alappályában feltételezetténél erősebb lesz, ami magasabb növekedést eredményezhet. Másrészt elképzelhető, hogy a termelőkapacitások nagyobb mértékben épültek le a válság során, ez esetben a gazdasági növekedés a kilábalási periódusban is visszafogottabb lehet.

A beérkező makrogazdasági adatok megerősítik, hogy a gyenge belső kereslet erős fegyelmző hatást gyakorol a gazdasági szereplők árazási és bérezési döntéseire. A belső kereslet dezinflációs hatásának mértékét ugyanakkor jelentős bizonytalanság övezi, ami főként abból adódik, hogy a gazdaság ciklikus pozíciója (az aktuális és a potenciális kibocsátás különbsége) közvetlenül és valós időben nem megfigyelhető változó. A válság potenciális kibocsátásra gyakorolt hatása csak nagy bizonytalansággal becsülhető. Elképzelhető, hogy a gazdaság növekedési potenciálja az alappályában feltételezetténél kisebb mértékben sérült, azaz nagyobb a kihasználatlan kapacitások mértéke.

2-1. ábra
Az alternatív forgatókönyvek hatása inflációs előrejelzésünkre



Emellett a nominális folyamatokat az inflációs várakozások is érdemben befolyásolhatják. A meredeken csökkenő és cél alatti infláció felveti annak a lehetőségét, hogy a gazdaság szereplőinek inflációs várakozásai számottevően lefelé módosulnak. Ez az árazási és bérezési döntésekben egyaránt megjelenik. Így a fegyelmzett árazás, a visszafogott bérezés és a kialakult alacsony inflációs környezet endogén módon támogathatja egymást. A nyitottabb ciklikus pozíció és az alacsonyabb inflációs várakozások középtávon is mérsékelt inflációs nyomást eredményeznek. Ebben a forgatókönyvben az erősebb dezinfláció következtében az inflációs cél középtávon az alappályában feltételezetténél lazább kamatkondíciók mellett is elérhető, miközben a gazdaság az alappályában bemutatottnál gyorsabban növekedhet.

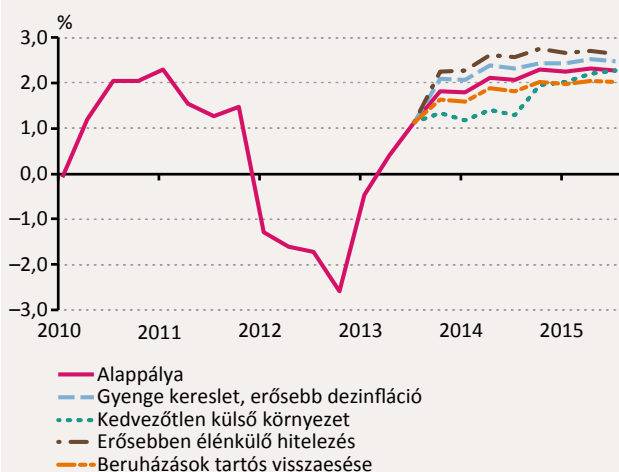
Bár a második negyedévben enyhe élénkülést figyelhattunk meg, a globális konjunktúra összességében továbbra is visszafogottan alakul. Az adósságválság tartós megoldása vál-

tozatlanul érdemi kockázatot jelenthet az eurozónában, miközben a magyar exportszektor szempontjából egyre inkább felértékelődő feltörekvő országok konjunkturális kilátásait is jelentős a bizonytalanság övezi. A pénzügyi piacokat az elmúlt hónapokban törékeny hangulat jellemezte. Elsősorban a fejlett országok likviditásbővítő intézkedéseivel kapcsolatos fejlemények és a nagy feltörekvő országok növekedési kilátásait érintő bizonytalanság gyakorolhat jelentős befolyást a globális kockázatvállalási hajlandóságra.

Összességében mind reálgazdasági, mind pénzügyi oldalról jelentkezhettek olyan kockázatok, amelyek realizálódása érdemben kedvezőtlenebb külső környezetet eredményezne. Mindezek miatt relevánsnak látszik egy nagyobb gazdasági visszaeséssel és magasabb befektetőkockázat-kerüléssel jellemezhető forgatókönyv számbavétele is.

Ebben a forgatókönyvben külső piacaink alacsonyabb bővülésével és a kockázati prémium számottevő emelkedésével számolunk. Az alacsonyabb külső kereslet nagyrészt a ciklus pozíció romlásában jelentkezik. Az inflációs folyamatok tekintetében a magasabb kockázati prémium miatt gyengülő árfolyam hatását csak részben ellensúlyozza a negatívabbá váló kibocsátási rés. Ebben a forgatókönyvben a forrásköltségek drágulása és a kockázati prémium emelkedése a banki hitelezést is visszafogja, ezért vállalati és lakossági oldalon egyaránt szigorodnának a hitelezési feltételek. A külső kereslet romlása, valamint a kockázati prémiumnak az árfolyamra és a hitelezésre gyakorolt hatása miatt e forgatókönyvben a növekedés elmarad az alappályában vázolttól. A romló kockázati megítélés és az emelkedő infláció mellett az alappályánál szigorúbb monetáris politika biztosíthatja, hogy az előrejelzési horizont végére az infláció a 3 százalékos céllal összhangban alakuljon.

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

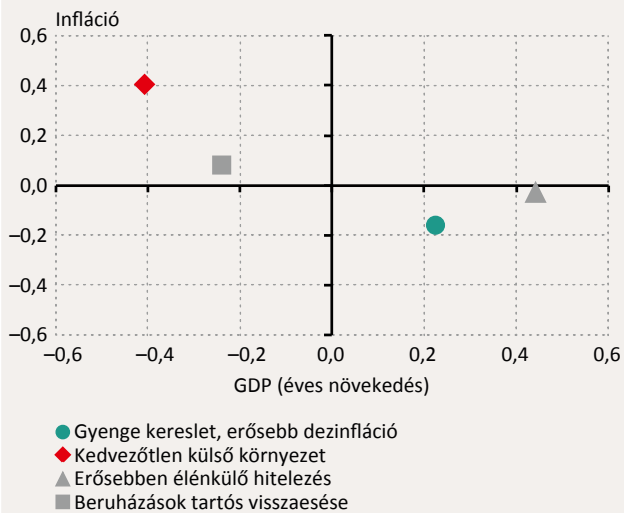


A Monetáris Tanács értékelése szerint a beruházási aktivitást, és ennek nyomán a gazdaság hosszú távú növekedési képességét kétirányú kockázatok övezik.

A hitelezési folyamatok alakulását érdemben befolyásolhatja, hogy a vállalatok milyen mértékben veszik igénybe a Növekedési Hitelprogram (NHP) keretében nyújtott hiteletet, illetve azokból milyen arányban valósítanak meg addicionális beruházásokat. Elképzelhető, hogy a vállalatok részéről erősebb hitelkereslet mutatkozik, így a bankok az általunk vártnál gyorsabban és nagyobb arányban új beruházásokra helyezhetik ki a Növekedési Hitelprogramban elérhető forrásokat. Az erősebb hitelezési aktivitás egyrészt az alappályában feltételezetttnél magasabb GDP-növekedést eredményezhet, másrészt a gazdaság hosszú távú növekedési potenciálját is javíthatja, így összességében a ciklus pozíció változatlan marad. Tekintve, hogy a nagyobb mértékű hitelkihelyezés és beruházásnövekedés főként a gazdaság hosszabb

2-3. ábra

Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre



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

távú növekedési potenciálját élénkítheti, így ebben a Szenárióban a magasabb növekedés csak mérsékelt inflációs hatásokkal jár, ami ennek megfelelően nem eredményezne az alappályától érdemben eltérő kamatpolitikát.

Az előzőekkel szemben negatív irányú kockázatot jelenthet, ha a termelőkapacitások a feltételezettnél nagyobb mértékben épültek le a válság során, így az alacsony növekedés kisebb része vezethető vissza a kihasználatlan kapacitásokra. Ez azt jelenti, hogy beruházások válság alatt megfigyelt visszaesése az alappályában feltételezettnél tartósabb folyamat, ezért a gazdaság középtávú kibocsátási potenciálja is alacsonyabb lehet. Az alappályához képest a következő években a beruházás és a GDP is mérsékeltebben bővül. A ciklikus pozícióra és az inflációra gyakorolt hatás ez esetben is kismértékű, ami nem eredményez az alappályától érdemben eltérő kamatpolitikát.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. Nemzetközi környezet

Enyhe élénkülés mellett változatlanul visszafogott növekedés jellemezte a globális konjunktúrát 2013 második negyedévében. A legfontosabb gazdasági régiókat továbbra is jelentős növekedési különbségek jellemzik, ám ezen eltérések mértéke az elmúlt hónapokban némileg csökkent. A válság éveiben gyors növekedést mutató feltörekvő piacokat a korábbiaknál mérsékeltebb növekedési ütem jellemezte, miközben rövid távú konjunkturális kilátásaik is romlottak. Ezzel szemben a fejlett gazdaságok növekedését a várakozásoknál némileg kedvezőbb adatok jellemezték. A keresletoldali inflációs nyomás változatlanul enyhe, így a fejlett jegybankok fenntartották laza monetáris kondícióikat. Az elmúlt negyedévben elbizonytalanodó hangulat és erősödő kockázatkerülés jellemezte a pénzügyi piacokat. Az európai adósságválság fejleményei mellett elsősorban a fejlett jegybankok likviditásbővítő intézkedéseivel kapcsolatos várakozások és a nagy feltörekvő gazdaságokat érintő kockázatok befolyásolták leginkább a befektetői értékeléseket. A feltörekvő piacokat érintő hangulatváltozás következtében több feltörekvő ország jegybankja monetáris szigorításra, illetve devizapiaci intervencióra kényszerült.

3.1.1. GLOBÁLIS KONJUNKTURÁLIS FOLYAMATOK

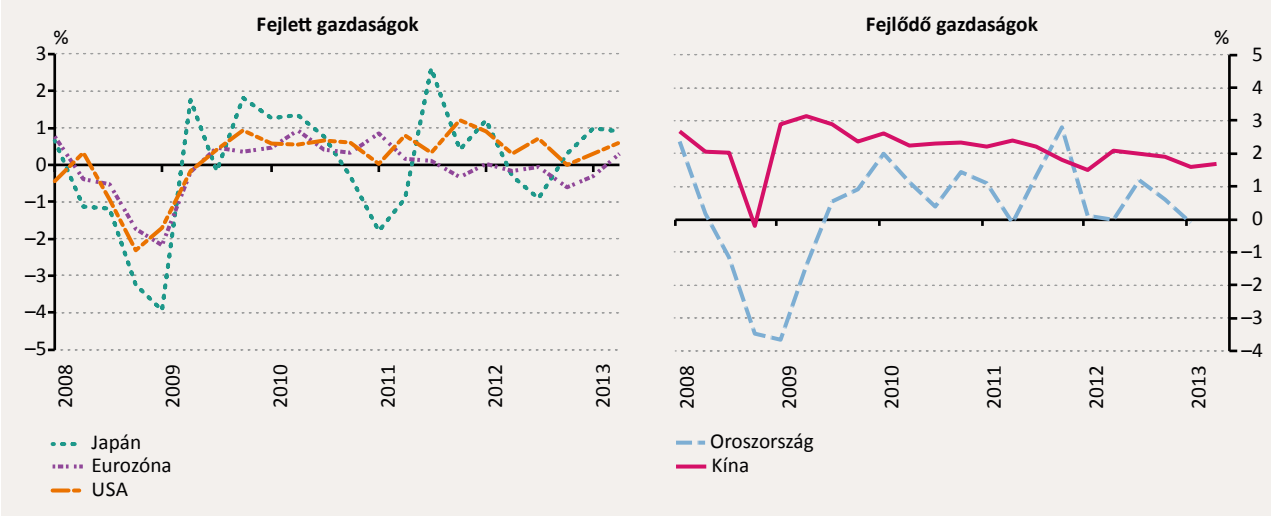
A világgazdaság növekedése a második negyedévi enyhe élénkülés ellenére továbbra is visszafogottan alakult. A legfontosabb gazdasági régiók növekedése között a válság éveiben kialakult jelentős ütemkülönbségek továbbra is megfigyelhetők, ám a fejlett és fejlődő piacok közötti erős kettőség az elmúlt negyedévekben némileg enyhült. A főbb fejlett gazdaságok növekedése 2013 első felében különböző mértékben, de lassú élénkülést mutatott. Az USA gazdasági kilábalása tovább folytatódott. A revideált második negyedéves adat (+2,5 százalékos évesített negyedéves növekedés) jelentős pozitív meglepetést okozott. A magánszektor beruházásai és fogyasztása továbbra is erőteljesen támogatják az amerikai növekedést, és az ingatlan-, valamint a munkapiaci helyzet is fokozatosan javult. A Fed továbbra is nemkonvencionális eszközökkel próbálja támogatni a növekedést, de a fiskális konszolidáció mérsékli az eszközök hatékonyságát. A Fed szeptemberi döntése és üzenetei az eszközvásárlások lassításának későbbi megkezdéséről azt jelzi, hogy az amerikai gazdaság növekedési pályája bár fokozatosan javul, de a helyzet még továbbra is törékeny. A döntéshozók szerint a fokozatosan csökkentett stimulus mellett egyelőre nem feltétlenül maradhat fenn az erős gazdasági aktivitás.

Japánban az erőteljes fiskális és monetáris politikai élénkítő intézkedések ellenére a második negyedévben elmaradt a várakozásoktól a növekedés üteme, de a kilábalás a kormányzati beruházások hatására tovább folytatódott.

3-1. ábra

GDP-növekedés a jelentősebb gazdaságokban

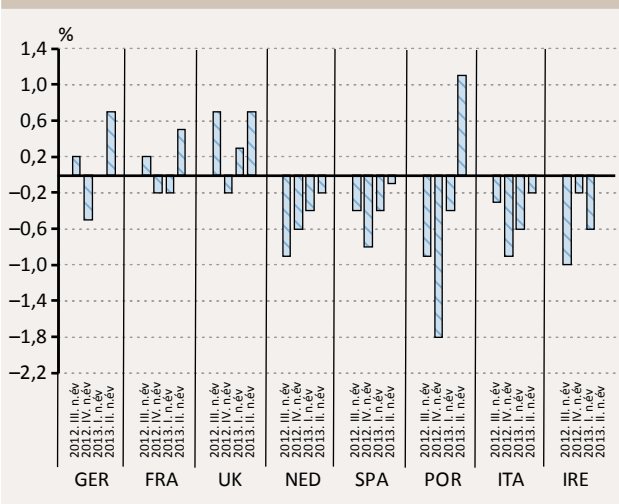
(szézonálisan igazított adatok negyedéves változása)



A feltörekvő gazdaságok növekedése lassult. Kína gazdasága 7,5 százalékkal bővült a második negyedévben éves alapon. A kínai növekedési pályát elsősorban a növekvő pénzügyi stabilitási kockázatok veszélyeztetik. Emellett a pálya fenntarthatóságát bizonytalanná teszi, hogy kihelyezett hitelek növekedési hatása egyre kisebb. Ennek ellenére a kormányzati infrastrukturális beruházások és az ingatlanpiac élénkülése továbbra is támogatja a dinamikus növekedést. Az éves növekedési ráta enyhe lassulása a gyenge külső keresletre vezethető vissza. Az orosz és a dél-afrikai gazdasági növekedés is mérséklődött a második negyedévben, ahogy az indiai gazdaság is tovább lassult (+4,4 százalékos második negyedévi növekedési ütem). India makrogazdasági és pénzügyi helyzete a feltörekvő térségek számára érdemi kockázatot jelenthet. Az utóbbi hónapokban jelentős hazai forráskivonás zajlott az országból, amit a gazdaság finanszírozási igénye miatt a hatóságok igyekeztek korlátozni, de a beavatkozások a külföldi források erőteljes kivonáshoz vezettek.

3-2. ábra

Negyedéves növekedés az euroövezeti centrum- és perifériaországokban

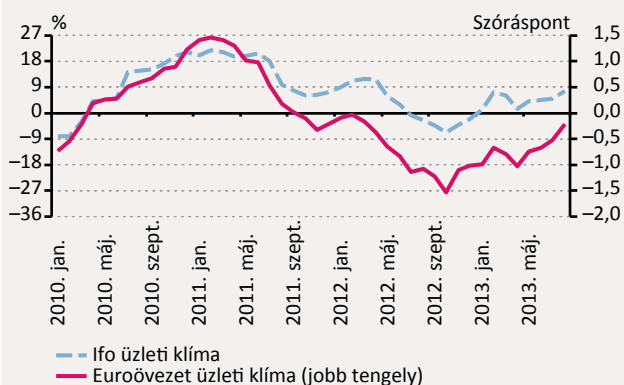


Az eurozónában az év közepén véget ért a másfél éve tartó recesszió. A belföldi kereslet bővülésére alapozva különösen erős növekedés jellemezte legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, Németország konjunkturális adatait. A centrum-országok mellett a korábbi években súlyos gazdasági visszaesést elszenvedő, magas adósság szinttel küzdő mediterrán országok (CLUBMED) GDP-je is a visszaesés ütemének csökkenését, illetve a stabilizálódás jeleit mutatták. Az előretekintő bizalmi indikátorok elmúlt havi értékei alapján a fokozatosan erősödő konjunktúra a következő negyedévekben is fennmaradhat, így folytatódhat a recesszióból történő lassú kilábalás.

3-3. ábra

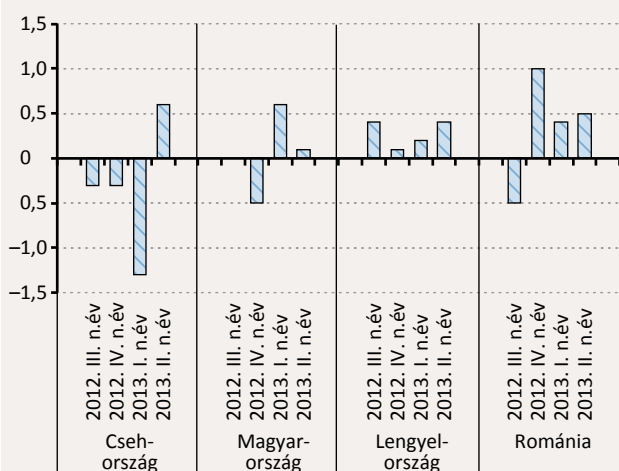
Az euroövezeti és a német Ifo konjunktúraindikátorok alakulása

(Eabc, Ifo)



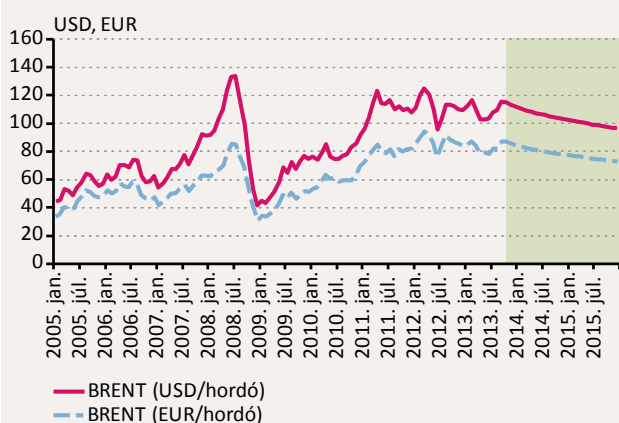
3-4. ábra

Negyedéves növekedés a kelet-közép-európai országokban



3-5. ábra

A spot és a határidős Brent-olajár alakulása különböző valutákban



A második negyedévben a kelet-közép-európai régió növekedése nem változott érdemben az előző év azonos időszakához képest. Lengyelország növekedése kismértékben gyorsult. Csehországban az elmúlt negyedévek recesszióját követően korrekciót mutatott a gazdaság, míg Romániában a fiskális megszorítások következtében némileg lassult a növekedés. Magyarországon az első negyedévben véget ért a recesszió, és a második negyedéves növekedési adat a gazdasági növekedés folytatódására utal. A régió növekedési kilátásainak további javulására utalhat a német Ifo index elmúlt háromhavi emelkedése és a német gazdaság dinamikus második negyedéves növekedése.

3.1.2. GLOBÁLIS INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

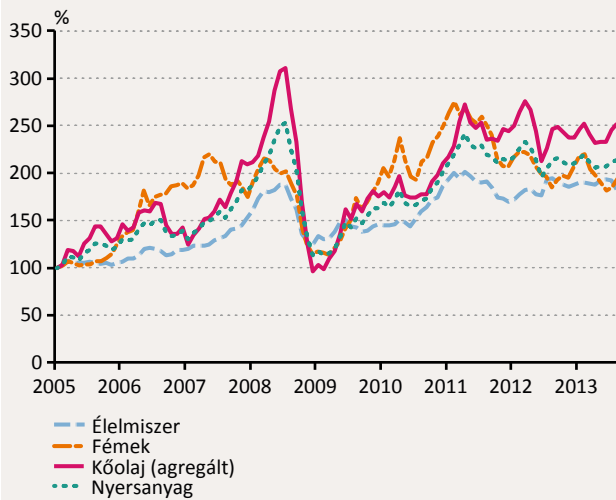
A visszafogott világgazdasági teljesítménnyel összhangban a nyersanyagárak összességében stagnáltak az előző negyedévben. A Brent-olaj ára az időszak végéig 105–108 dollár között alakult, majd az utolsó hetekben az egyiptomi és a szíriai konfliktusok miatt 112–115 dollár közötti sávba emelkedett. A szíriai konfliktus elhúzódása és az esetleges katonai beavatkozás magasabb szinteken tarthatják a világpiaci árakat, bár a határidős jegyzések középtávon csökkenést jeleznek.

Az ipari nyersanyagok (vasérc, szén) ára, összhangban a mérsékelt ipari kereslettel, jelentősen csökkent. Bár a nyers élelmiszerek ára az utóbbi hónapokban kismértékben emelkedett, a legfontosabb növényi kultúrák esetében az idei évre vonatkozó globális termésbecslések számottevően meghaladhatják az elmúlt év eredményeit. Ezzel összhangban a búza és a kukorica határidős árai február óta fokozatosan csökkentek.

Az inflációs ráták az utóbbi negyedévben enyhén emelkedtek, de a nagy jegybankok esetében továbbra is cél alatt alakultak. A fejlett gazdaságokban a középtávú inflációs kockázatok visszafogottak, így ezen országok jegybankjai fenntartották vagy tovább lazították monetáris kondícióikat. Augusztusban az USA-ban 1,5 százalék, az euroövezetben 1,3 százalék volt az infláció, így a dinamika mindkét esetben az árstabilitási cél alatt alakult. Japánban az importárak emelkedése révén júniusra pozitív tartományba került, és júliusban tovább növekedett az éves infláció. Az elkövetkező hónapokban azonban az emelkedő trend megállására számítanak a jegybanki döntéshozók, elsősorban bázishatások miatt. Az angol jegybank a cél fölötti infláció ellenére augusztusban állapotfüggő előretekintő iránymutatást jelentett be, amely a munkanélküliség csökkenéséhez köti a jegybanki alapkamat emelését. A nagyobb feltörekvő gazdaságok közül Kínában alacsony ütem mellett némileg gyorsult az infláció az előző negyedévhez képest, míg Oroszországban

3-6. ábra
Fontosabb nyersanyagárak alakulása

(USD)



kismértékben csökkent, de továbbra is magas szinten alakult a mutató.

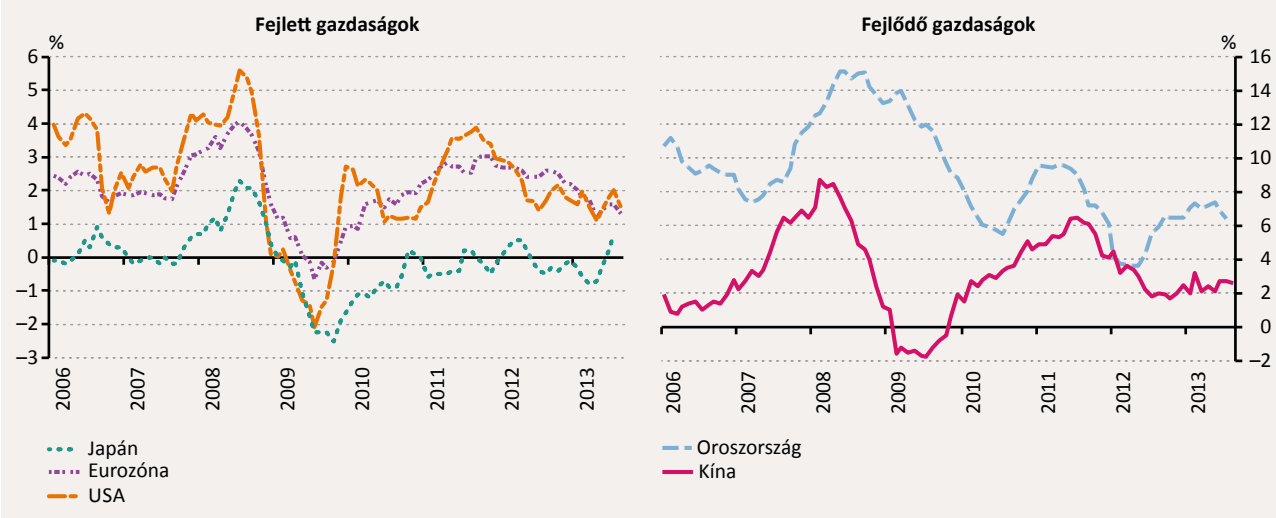
A KKE-régióban Románia kivételével minden országban továbbra is a jegybanki célok alatt alakult az éves infláció. Csehországban erősödött a defláció kockázata. Lengyelországban az infláció júliusban kismértékben növekedett, és az előrejelzésekkel összhangban a kamatcsökkentési ciklus befejezése is bejelentésre került. A román jegybank a célt és a várakozásokat meghaladó infláció mellett is kamatcsökkentési ciklusba kezdett. Az alacsonyabb kamatpályát elsősorban az előrejelzési horizonton várhatóan erősödő dezinfláció indokolta. A monetáris politika számára releváns – a nyersanyagár-sokkaktól és az indirektadó-emelésektől – megtisztított árindexek továbbra sem jeleznek érdemi inflációs nyomást.

3.1.3. MONETÁRIS POLITIKAI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FOLYAMATOK

Az elmúlt negyedévben elbizonytalanodott a globális pénzpiaci hangulat és erősödő kockázatkerülés jellemezte a piacokat. Az utóbbi hónapokban a fejlett országok jegybankjainak likviditásbővítő intézkedéseivel kapcsolatos fejlemények és a nagy feltörekvő gazdaságokat érintő kockázatok befolyásolják legjobban a nemzetközi hangulatot. A Fed eszközvásárlási programjának kivezetésével kapcsolatos fejlemények erős volatilitást okoztak a globális pénzügyi piacokon. A május vége óta tartó turbulencia július elején tetőzött, azóta némi korrekció zajlott, de a piacok hangulata továbbra is törékeny. Az USA-ból beérkező kedvező makrogazdasági adatok inkább az eszközvásárlási program közeljövőbeni lassításával kapcsolatos várakozásokat erősítették. Ennek ellenére a Fed

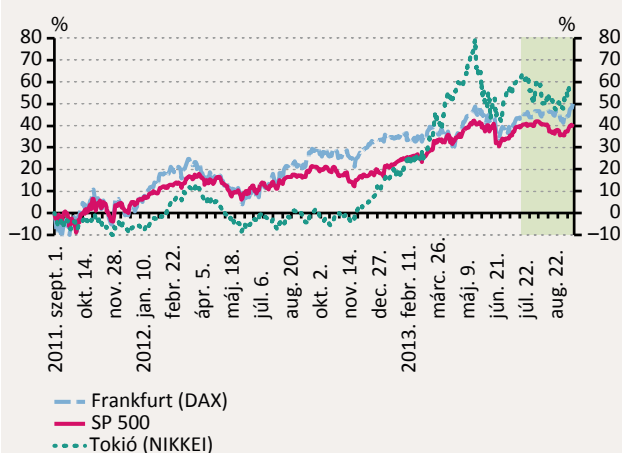
3-7. ábra
Infláció a jelentősebb gazdaságokban

(%, év/év)



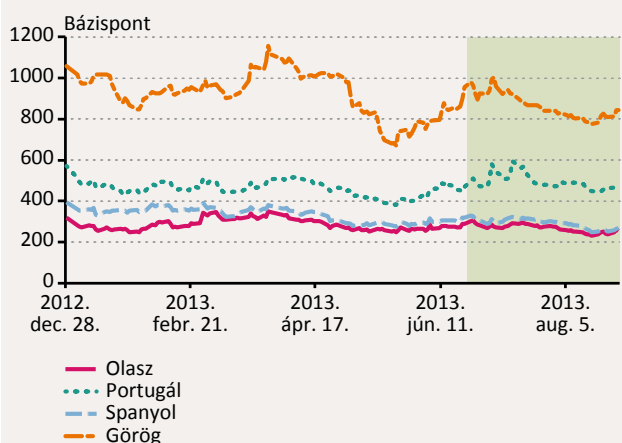
3-8. ábra

Főbb tőzsdeindexek alakulása



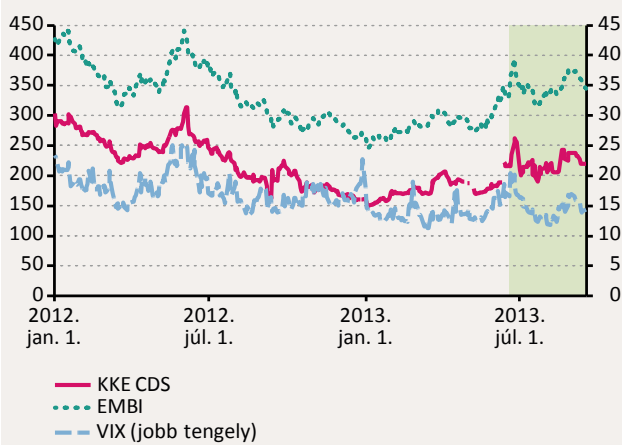
3-9. ábra

A 10 éves periféria államkötvények hozamfelárának alakulása a 10 éves német állampapírhozammal szemben



3-10. ábra

Kockázati indexek alakulása



döntéshozói – a piaci várakozással ellentétben – az eszközvásárlások lassítását nem látták megalapozottnak, mert erősödtek a növekedési kilátásokkal összefüggő lefelé mutató kockázatok. Az angol jegybank vezetése az augusztusi előretekintő iránymutatással egyidejűleg bejelentette, hogy a jövőben további eszközvásárlások megindítását kezdeményezheti.

Az eurozóna periféria relatív megítélése javult az elmúlt időszakban, ennek eredményeképp a legtöbb perifériaország (CLUBMED) felára csak visszafogottan reagált a romló piaci hangulatra. Ez részben a javuló konjunkturális kilátásokra is visszavezethető. Ugyanakkor a potenciális kockázatok továbbra is fennállnak (pl. a harmadik görög mentőcsomaggal kapcsolatos viták).

A romló reálgazdasági kilátások és a Fed eszközvásárlásainak lassítására vonatkozó várakozások érdemi tőke kivonást okoztak a feltörekvő piacokról. Ennek eredményeképp a régióban jelentős állampapír-piaci hozamemelkedés és devizaárfolyam-gyengülés volt megfigyelhető, különösen a korábban kiemelkedően teljesítő latin-amerikai és ázsiai országokban. A feltörekvő európai régiót ugyanakkor a tőke kivonási hullám egyelőre relatíve kevésbé érintette. A Fed szeptemberi döntése eszközvásárlások folytatásáról megnyugvást hozhat a piacokon.

A devizaárfolyamok gyengülésére eltérő eszközökkel reagáltak a feltörekvő országok jegybankjai: a legtöbben (Törökország, India, a legtöbb latin-amerikai ország, Dél-Afrika stb.) eleinte devizapiaci intervención keresztül igyekeztek megállítani a helyi deviza leértékelődését, de több ország nyúlt a kamatemelés eszközhöz, és volt ország (India), amelyik részleges tőkekorlátozásokat vezetett be. Az indiai jegybank 1,2 milliárd dollár értékű likviditásbővítést jelentett be, mert az augusztusi helyi tőkekorlátozásra vonatkozó hatósági intézkedések aggodalmakat okoztak a piacokon.

3-1. keretes írás

A nemzetközi termelési láncok hatása külkereskedelmünkre

Az idei év első félévében a világgazdaságban elsősorban a fejlett országok mutattak kedvező növekedési teljesítményt, míg a korábbi évek konjunktúráját meghatározó fejlődő országokban a vártnál gyengébb adatok láttak napvilágot. Bár kivitelünk legnagyobb részét a fejlett országokkal bonyolítjuk, ezen belül is kiemelkedik az eurozóna szerepe, a fejlődő országok növekedésének lassulása számos közvetlen és közvetett csatornán keresztül érintheti a hazai külkereskedelmi kilátásokat.

A fejlődő országok magyar exportban betöltött szerepének vizsgálata során nem elegendő a külkereskedelmi statisztikák szokásos exportadatainak vizsgálata. A világgazdasági termelési folyamatokban egyre fontosabb szerep jut a nemzetközi termelési láncoknak, ahol az egyes exportált termékek nem közvetlenül a végfelhasználó országba kerülnek, hanem további feldolgozást követően jutnak csak el a végső állomásukra. Magyarország a régió országaival egyetemben az elmúlt két évtizedben jelentős külkereskedelmi kapcsolatokat épített ki beszállítóként. Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk ebben a viszonylatban Németország. Elsősorban gépeket, berendezéseket és egyéb műszaki cikkeket szállítunk német partnereinknek, akik ezeket felhasználva továbbexportálják az Egyesült Államokba, illetve a fejlődő, ázsiai piacokra. E gazdasági kapcsolatokon keresztül tehát a fejlődő országok lassulása közvetve is érintheti a magyar kivitel iránti keresletet.

E közvetett külkereskedelmi kapcsolatokat vizsgálatát teszi lehetővé a több nemzetközi szervezet együttműködésével kialakított ún. World Input Output Database, illetve az OECD Trade in Value Added (TiVA) adatbázisa, melyek adatai jelenleg 2009-ig állnak rendelkezésre.

Az adatok alapján leszűrhető, hogy a magyar export szerkezete 2000 óta fokozatosan átstrukturálódik. Egyrészt a közvetlen kivitel esetében is látható hogy a fejlődő országok aránya fokozatosan emelkedik, míg a beszállítói kapcsolatokat feltérképező közvetett exportszerkezet némileg ennél is jelentősebb eltérést mutat a fejlődők irányába. A fejlődő gazdaságok jelenleg a magyar export több mint harmadát teszik ki. A közvetett kapcsolatokat figyelembe véve, az exportált magyar hozzáadott érték végső felhasználási helyét tekintve pedig 40 százalékot közelíti a fejlődő országok részaránya.

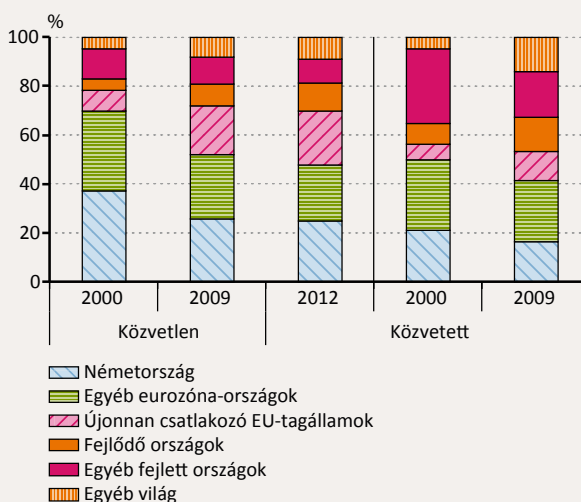
A kivitelünk elsősorban ázsiai országok irányába emelkedett számottevően. Itt Kína súlyának emelkedése számottevő, de a térség többi országával is erősödtek a külkereskedelmi kapcsolatok. Jelentős bővülést könyvelhetünk el Oroszország irányába is az elmúlt évtizedben. Számottevő visszaesést elsősorban az Egyesült Államokba szállított exportban láthatunk.

Külkereskedelmi partnereink közül továbbra is Németország a legfontosabb. Az elmúlt évtizedben jelentős beszállítói kapcsolatok szövődtek a hazai és német vállalati kör között. Ugyanakkor érdemes megjegyezni, hogy a Németországba exportált magyar hozzáadott érték mintegy harmada további exportra kerül magasabb feldolgozottságú termék formájában.

Összességében megállapítható, hogy valamennyi külkereskedelmi statisztika szerint az elmúlt évtizedben növekedett a fejlődő gazdaságok súlya a magyar exporton belül. A globális termelési láncokon keresztül jelentkező közvetett hatásokat is figyelembe vevő statisztikák mellett a hazai export fejlődő piacokkal szembeni kitettsége még magasabb lehet. A közvetett hatások döntő része a Németországba irányuló exportunkon keresztül jelentkezik. Ugyanakkor a fejlett régiókba irányuló export súlya továbbra is több mint 60 százalék, így a fejlett gazdaságok kilábalása változatlanul érdemben meghatározza növekedési pályánkat.

3-11. ábra

A magyar export földrajzi szerkezetének alakulása

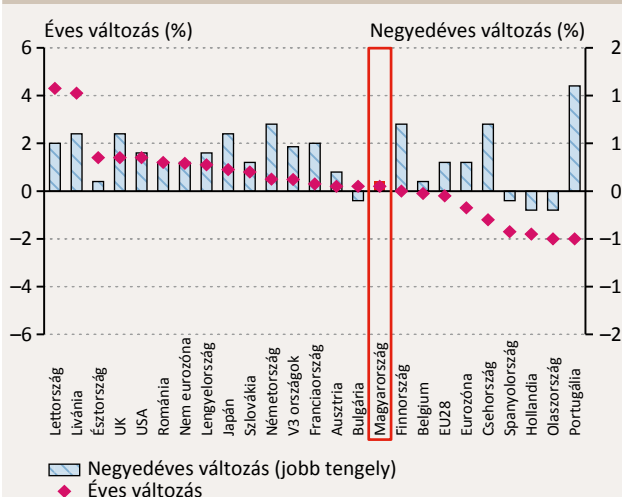


3.2. Aggregált kereslet

A magyar gazdaság az idei év első felében kikerült az elmúlt évi recesszióból. Az első negyedévnél mérsékelt ütemben, de az év második negyedévében is folytatódott a növekedés. A növekedés szerkezetét a korábbi években jellemző erős kettősség az elmúlt negyedévekben jelentősen mérséklődött: az exportértékesítések bővülése továbbra is támaszt ad a növekedésnek, ám az elmúlt hónapokban a belföldi kereslet esetében is a stabilizálódás jeleit tapasztalhattuk. Az erősen bővülő import mellett a nettó export növekedési hozzájárulása az év közepére negatívvá vált. A szigorú hitelkörnyezet, a magánszektor elhúzódozó mérlegalkalmazkodása és az erős óvatossági megfontolások továbbra is visszafogják a lakossági fogyasztást, ám az alacsony inflációs környezetben növekvő reáljövedelmek a lakossági kereslet enyhe élénkülését okozták.

3-12. ábra

Az európai és a fő gazdaságok növekedése a második negyedévben



2013 második negyedévében folytatódott a hazai gazdaság bővülése. Az átmeneti hatásokat (pl. aszályos időjárás, év végi gyárleállások) is tartalmazó erős első negyedéves értékhez képest negyedéves összevetésben 0,1 százalékos volt a bővülés. Az első félév egészét tekintve a gazdaság teljesítménye megfelelt a régiós folyamatoknak.

A lassan javuló nemzetközi környezet elsősorban az autóipari exportértékesítések növekedésében jelentkezett, így az export – a korábbiaknál kisebb mértékben, de – továbbra is pozitívan járult hozzá a hazai növekedéshez. A belső kereslet alapfolyamatai a lassú stabilizálódás jeleit mutatták. A lakossági fogyasztás enyhén bővült, míg a válság kitörése óta szinte folyamatosan csökkenő nemzetgazdasági beruházások esetében a második negyedévben jelentős bővülést láthattunk.

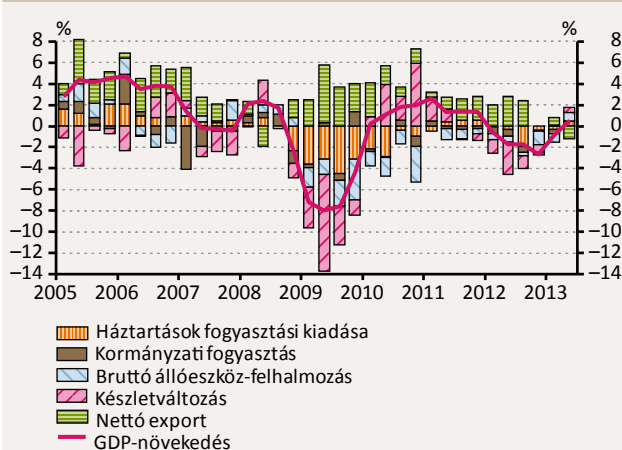
3.2.1. KÜLKERESKEDELEM

Legfontosabb külkereskedelmi partnereinket a vártnál némileg erőteljesebb gazdasági növekedést jellemezte a második negyedévben. A kedvezőbb külső keresleti környezet hatása a hazai áruexport volumenének növekedésében is jelentkezett. A bővülés elsősorban az új kapacitások termelésének felfutásával párhuzamosan az autóipari ágazatban jelentkezett, míg a további feldolgozóipari ágazatokban inkább fékeződött az értékesítések üteme. Az elektronikai szektor kapacitásainak elmúlt években megfigyelt leépülése az idei évben már megállhatott. Az ágazat értékesítéseinek szintje stabilizálódott.

A második negyedévben mérsékelt ütemben, de tovább folytatódott a szolgáltatásexport bővülése. A növekedésben meghatározó lehetett a turizmus ágazat javuló teljesítménye, amit az elmúlt évek kapacitásbővítései mellett a korábbiaknál gyengébb forintárfolyam is segíthetett.

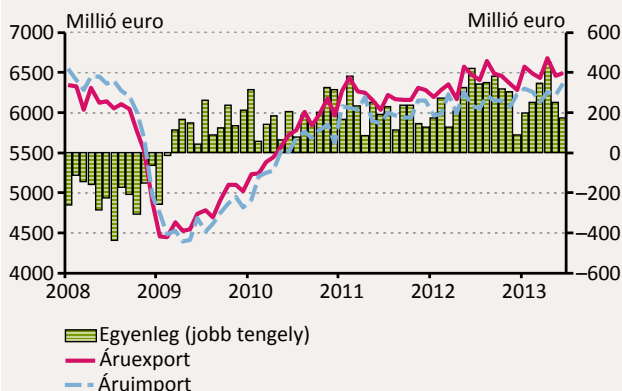
3-13. ábra

A hazai éves GDP-változás szerkezete



3-14. ábra

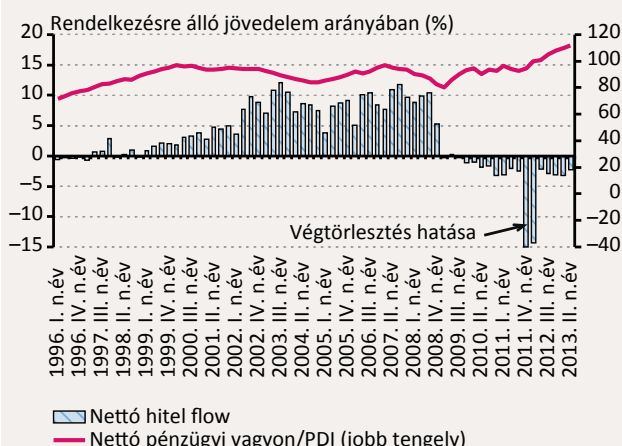
A külkereskedelmi termékforgalom értéke és egyenlege



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

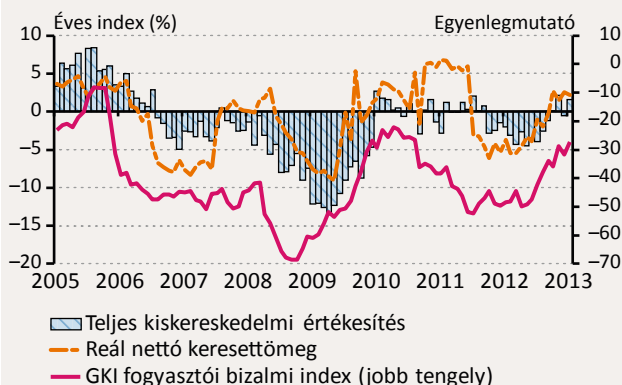
3-15. ábra

A háztartási szektor jövedelemarányos nettó pénzügyi vagyonának változása



3-16. ábra

A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



Az exportértékesítéseknel jelentősebb ütemben emelkedett a hazai behozatal, érdemben mérsékelve az év eleji magas külkereskedelmi többletet. Az import erőteljes bővülése mögött, részben a termelésbe újonnan bekapcsolódó új ipari kapacitások készletigénye állhat, míg a lassan javuló belső kereslet elsősorban a beruházási célú behozatalon keresztül járult hozzá az import bővüléséhez.

3.2.2. LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS

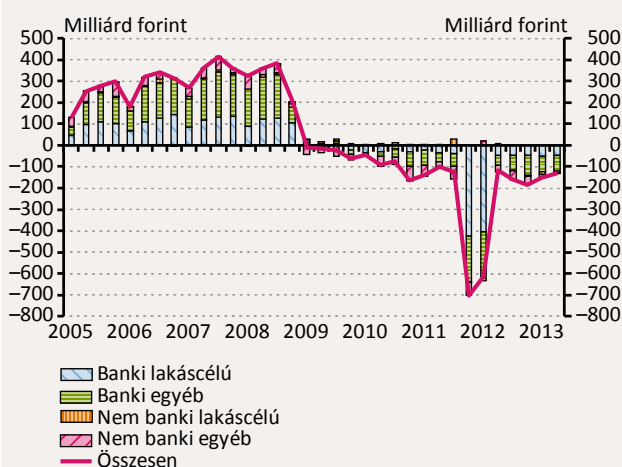
A lakossági fogyasztást meghatározó alapfolyamatok tovább javultak a második negyedév során, ám a fogyasztási kereslet ezzel együtt visszafogottan alakult. Az év eleje óta tartósan alacsony infláció a reáljövedelmek emelkedésén keresztül javította a lakossági jövedelempozíciót, míg a második negyedéves foglalkoztatottság-bővülés a háztartások hosszabb távú jövedelemvárakozásait érinthette kedvezően. Erre utal a lakossági bizalmi indikátor elmúlt hónapokban megfigyelt fokozatos javulása is. Ugyanakkor továbbra is jelentős maradt a magánszektor adósság-éleépítése, így a kedvezőbb jövedelmi folyamatok elsősorban az adósságok visszafizetésén és a nettó megtakarítások emelkedésén keresztül éreztették hatásukat. A lakossági vásárlásokat jellemző óvatossági motívum a második negyedévben is meghatározó maradt. A növekvő reáljövedelmek és az erős óvatossági megfontolások eredményeként a háztartások nettó pénzügyi vagyona az elmúlt negyedévekben tovább emelkedett és historikusan is magas szint közelében alakul.

A kiskereskedelmi értékesítések esetében a nyári hónapokban fokozatos javulást láthattunk. Az eladások erősödésében jelentős szerepet játszott az üzemanyag-értékesítések bővülése, míg az egyéb termékkörökben csak mérsékelt növekedést tapasztalhattunk. Tekintve, hogy az üzemanyag-eladások növekedésében a vállalkozói vásárlások is megjelenhettek, így a lakosság fogyasztási keresletét a kiskereskedelmi adatoknál mérsékeltbb bővülés jellemezte.

A háztartási hitelezésben tovább folytatódott a hitelállomány – elsősorban a devizahitelek esetében megfigyelhető – csökkenése. Az új hitelkihelyezésekben azonban némi javulás volt tapasztalható a korábbi mélyponthoz képest, melyben növekvő szerep jut a kamattámogatásos hitelkonstrukciónak. Szintén a hitelezési feltételek oldódását jelezték a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok is, amiben az alacsonyabb szintre süllyedő jegybanki alapkamat hatása is megjelenhetett. Keresleti oldalon a háztartások óvatos viselkedése, illetve az eladósodott háztartások folyamatos mérlegalkalmazkodása továbbra is korlátot jelenthet, így a lakossági hitelezés jelentősebb élénkülésére rövid távon nem számíthatunk.

3-17. ábra

A háztartási szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása hitelcél szerint



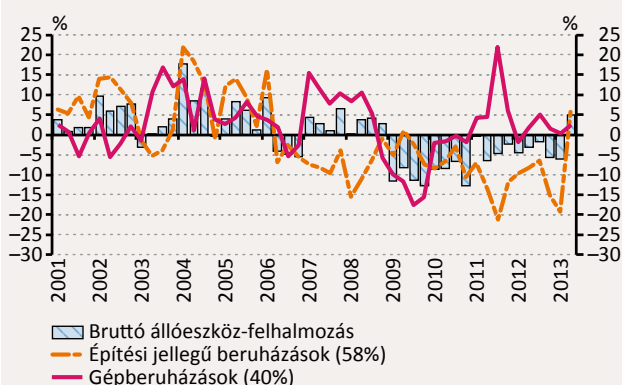
Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított és árfolyamhatással gördített korrigált nettó hitelállomány-változás.

Forrás: MNB.

3-18. ábra

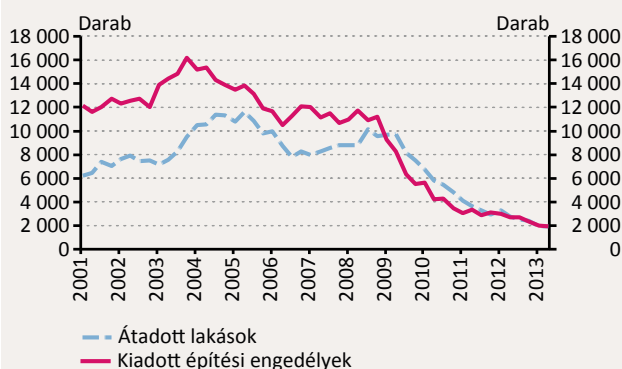
Nemzetgazdasági beruházások alakulása

(éves változás)



3-19. ábra

Újlakás-építés és a kiadott engedélyek száma negyedévente



⁵ Az MNB 2013. augusztusi Hitelezési folyamatok c. kiadványa alapján.

3.2.3. MAGÁNBERUHÁZÁSOK

A beruházások az idei év második negyedévében éves összevetésben emelkedtek. A bővülést a bázishatások mellett elsősorban az állami körhöz kötődő infrastrukturális beruházások erősödése okozta. A háztartások és a vállalatok beruházási aktivitása továbbra is visszafogottan alakult. A belföldi keresletre termelő ágazatok beruházási aktivitása változatlanul mérsékelt. Ugyanakkor kedvező fejlemény, hogy a feldolgozóiparban az elmúlt években tapasztalt jelentős új autógyártási fejlesztéseket követően a beruházások szintje az idei év első felében sem csökkent. Az autógyártásban megjelenő új termelőkapacitások tovagyrúzó hatása a beszállítói körben is a beruházási aktivitás erősödését eredményezte.

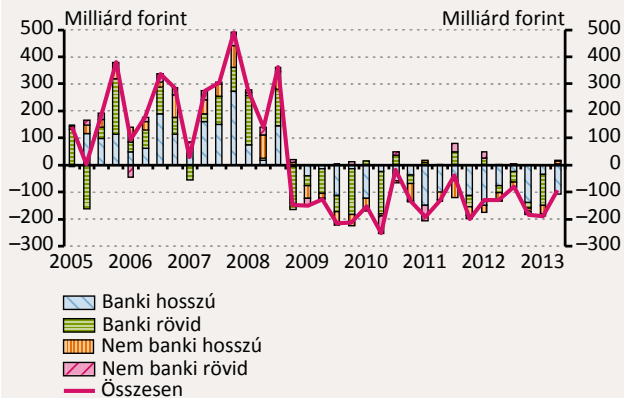
A háztartások beruházási viselkedését a mérlegalkalmazkodás, a szigorú hitelkörnyezet és az óvatossági motívumok együttesen fékezik, a lakáspiaci indikátorok historikus mélypontjukon tartózkodnak.

2013 második negyedévében a korábbi időszakokhoz képest mérsékeltébb ütemben csökkent a hazai pénzügyi közvetítők vállalati hitel-állománya. A második negyedévében a mérséklődés egésze a hosszú futamidejű hiteleken realizálódott, míg a rövid hitelek enyhe mértékben ugyan, de emelkedtek. A hosszú futamidejű hitelezés csökkenéséhez a jegybanki hitelprogram (NHP) miatti kivárás is hozzájárulhatott.

A hitelezési folyamatok mögött meghúzódó kínálati tényezők alapvetően változatlanok a megelőző időszakokhoz képest. A korábban kialakult szigorú hitelezési feltételek a bankok döntő többségénél változatlanul fennállnak, kínálati korlátot okozva ezzel a hitelezésben.⁵ A KKV-szegmensben a hitelhez való hozzáférést a nyári hónapoktól az MNB Növekedési Hitelprogramja könnyíti meg, amely esetében a növekvő ügyféligények a bankok által érzékelt keresletben is visszatükröződnek.

3-20. ábra

A vállalati szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása futamidő szerint



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

3.2.4. KÉSZLETVÁLTOZÁS

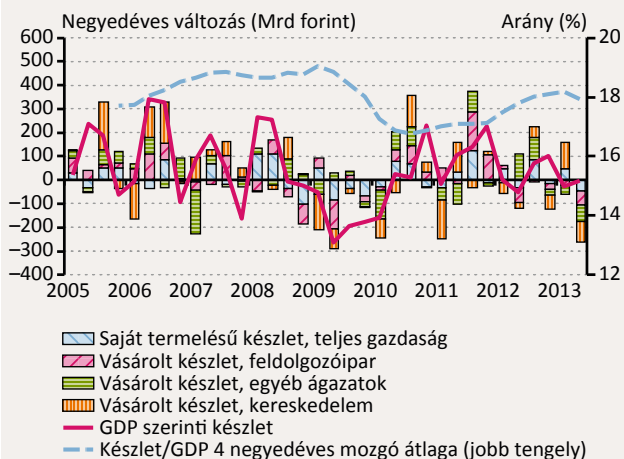
A második negyedévben a nemzetgazdasági készletek csökkentek, ám mivel ennek mértéke elmaradt az előző évi azonos időszakában megfigyelttől, a készletváltozás pozitívan járult hozzá a bruttó hazai termék alakulásához. A következő hónapokban a készletek emelkedésére számíthatunk. Ezt elsősorban két tényező magyarázhatja, egyrészt a tavalyi mezőgazdasági termésnél lényegesen kedvezőbb idei terméseredmények növelhetik a készletszinteket, ezen túlmenően a fokozatosan termelésbe álló autóiipari kapacitások szintén készletbővítést indokolhatnak. Ez utóbbi összhangban van az elmúlt hónapokban látott erős importbővüléssel, amely mérsékelhette a külkereskedelmi többletet a második negyedévben.

3.2.5. ÁLLAMI KERESLET

Az állami keresletet a második negyedévben is az alacsony államháztartási hiány fenntartására törekvő fiskális politika és a gyorsuló ütemben felhasználásra kerülő uniós források kettőssége határozta meg. Az állami körhöz kötődő, többségében infrastrukturális fejlesztések (út- és vasútfelújítás), jelentős mértékben járultak hozzá az építőipari termelés felfutásához és a második negyedéves kedvező beruházási aktivitáshoz. Egyedi hatásként a nyár eleji dunai árvíz elleni védelmi munkálatok is emelték az állami beruházásokat.

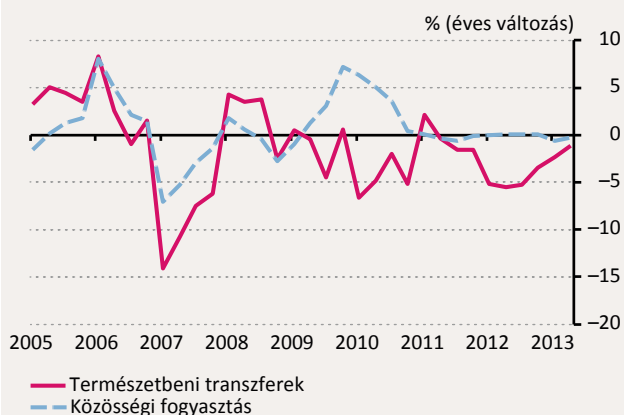
3-21. ábra

A készletváltozás folyó áron és GDP szerint, illetve a készlet szint a nominális GDP arányában



3-22. ábra

A kormányzati fogyasztás változása

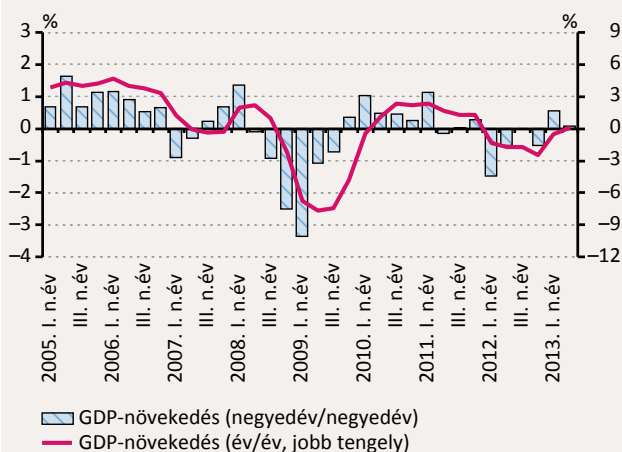


3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

2013 második negyedévében tovább emelkedett a kibocsátás szintje. Míg az első negyedévben a tavaly évi kedvezőtlen folyamatok korrekciója zajlott, a második negyedéves adat jobban tükrözheti az alapfolyamatokat. A növekedést meghatározó alapfolyamatokban enyhe javulást tapasztaltunk. Az európai konjunkturális kilátások javultak, bár a magyar ipar indikátoraiban ez egyelőre csak mérsékelt tükröződött. A belföldi keresletre termelő ágazatok teljesítménye fokozatosan javulhat. Az államhoz kötődő beruházások az építőipar kibocsátását emelték, a fogyasztási kereslet mérsékelt javulása pedig a kiskereskedelmi forgalom szintjének emelkedésében tükröződött. Eközben a mezőgazdaság hozzáadott értéke a gyenge tavalyi terméseredmények után korrigálódott. A gazdaság potenciális növekedése továbbra is mérsékelt lehet, ám az ezt meghatározó tényezőkben az utóbbi negyedévben enyhe javulást hozott, hogy a vállalati beruházások visszaesése mérséklődött, miközben a munkapiaci aktivitás, illetve a foglalkoztatás tovább emelkedett.

3-23. ábra

A gazdaság növekedési üteme



2013 második negyedévében éves összevetésben 0,5 százalékkal, az előző negyedévhez viszonyítva a szezonális hatások kiszűrésével 0,1 százalékkal bővült a hazai gazdaság kibocsátása. Miközben az év első negyedévében az előző év végi kedvezőtlen egyedi hatások korrekciója zajlott, a második negyedéves adat már jobban tükrözheti az alapfolyamatokat. A GDP-adat megfelelt a júniusi Inflációs jelentésben szereplő várakozásunknak.

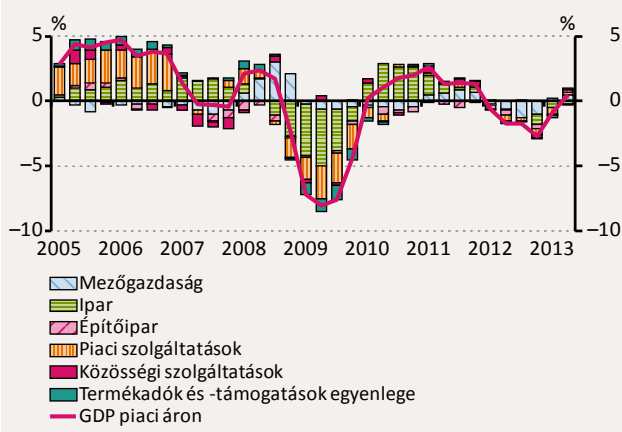
A második negyedévben a GDP növekedésének elsődleges forrása a mezőgazdaság volt. Emellett az építőipar járult hozzá a GDP bővüléséhez. Mutatóink ugyanakkor több ágazat esetében összességében enyhén javuló alapfolyamatokat tükröznek.

Az *ipari termelés* a második negyedévben 1,6 százalékkal volt magasabb az előző negyedévinél. A termelés bővülése elsősorban a gépiparhoz köthető. Ezen belül a járműgyártásban tapasztaltunk érdemi növekedést, melyhez hozzájárulhattak az új autóiipari kapacitások, valamint ezek beszállítóinak növekvő teljesítménye is. Az ágazat termelése júliusban jelentősen emelkedett. Az év végéig a járműipari termelés további bővülésére számítunk, ami az év második felében jelentkező erős bázishatások miatt az éves növekedési ütem jelentős javulását okozhatja. Az első félévben megállhatott az elektronikai vállalatok kapacitásainak leépülése, a szektor termelése stabilizálódott.

A rövid távú konjunktúra-indikátorok az európai ipari konjunktúrájának enyhe javulását jelzik a harmadik negyedévben. A német gazdaság esetében a feldolgozóipari várakozások és klíma alakulását jelző Ifo indikátor és a feldolgozóipari beszerzésimenedzser-index is emelkedett a harmadik negyedév elején. Ugyanakkor a német ipari termelés bővülé-

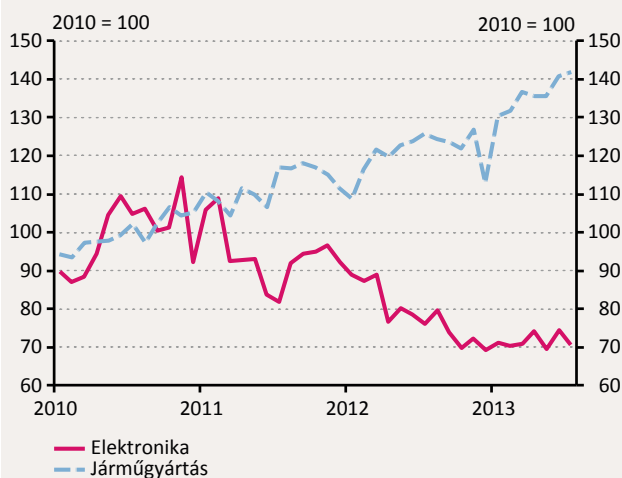
3-24. ábra

A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP növekedéshez való hozzájárulása



3-25. ábra

A gépipar és főbb ágazatainak termelése

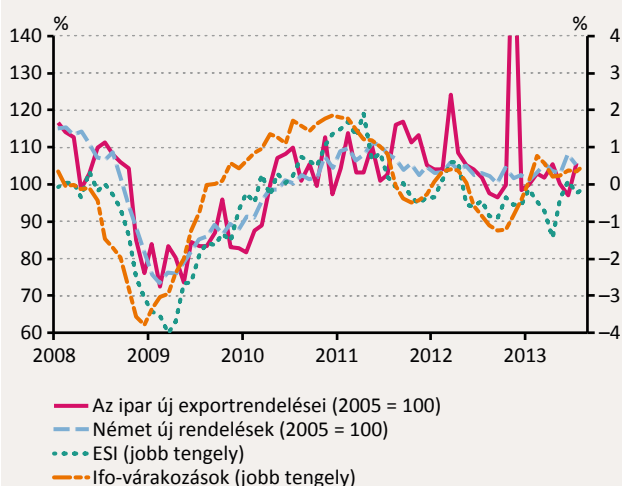


sét elsősorban a belső kereslet növekedése hajtja, míg a fejlődő országok irányába romlottak az exportkilátások. Ez magyarázhatja, hogy a nemzetközi ipari konjunktúra javulása a hazai indikátorokban eddig csak mérsékeltebben jelent meg.

Az építőipar teljesítménye a második negyedévben tovább bővült, az előző negyedévhez képest 4 százalékos emelkedést figyelhetünk meg. A növekedést továbbra is elsősorban az EU-forrásokból finanszírozott, állami beruházásokhoz köthető egyéb építmények építése vezérelte. A szerződésállomány változatlanul emelkedik, így a következő negyedévekben további lassú javulásra lehet számítani az építőipar teljesítményét illetően. Az építőipari bizalmi indikátorok is kedvezőbb kilátásokat tükröznek. A főként magánszektorhoz köthető épületek építése azonban változatlanul visszafogott.

3-26. ábra

Az ipari új rendelések és a bizalmi indikátorok



A mezőgazdaság teljesítménye az év első felében számottevően emelkedhetett, az előző évben tapasztalt kedvezőtlen egyedi hatások korrekciója eredményeképpen. A főbb gabonák idei terméseredményei meghaladhatják a tavalyi szinteket, és összességében az elmúlt évek átlagához közeli gabonatermés várható. A mezőgazdasági termés elszámolásának statisztikai sajátosságai miatt a javuló terméseredmények jórészt már az első félév GDP-adataiban megjelentek.

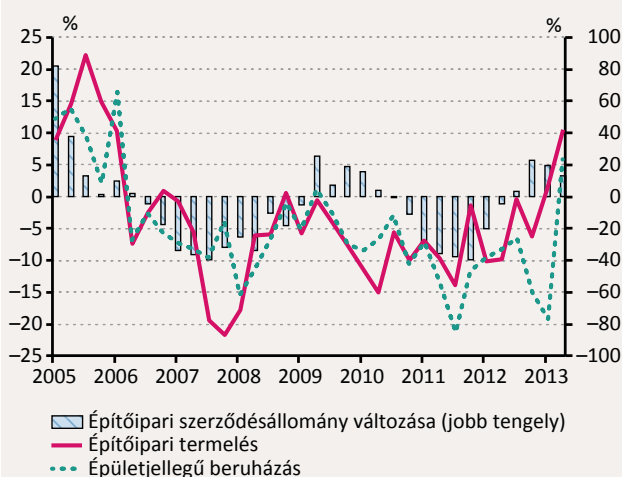
Enyhén bővült a *kiskereskedelmi forgalom*: a második negyedévben 0,5 százalékkal volt magasabb az első negyedévben megfigyeltnél. A mérsékelt növekedés összhangban áll a lakossági fogyasztás stabilizálódásával. A háztartások viselkedését a magas eladósodottság és a továbbra is magas munkanélküliség miatt óvatosság jellemzi, ami a tartós fogyasztási cikkek mérsékelt keresletében is tükröződik. A nem tartós termékek közül az üzemanyagok értékesítése jelentősen növekedett a második negyedévben. Ez azonban nagyrészt a vállalkozások emelkedő üzemanyag-vásárlásaival magyarázható, melyben a csökkenő gázolajárak is szerepet játszhattak. A lakossági reáljövedelmek folytatódó növekedésével az ágazati értékesítések az év második felében is lassú emelkedést mutathatnak.

A *vendéglátás* ágazatban 2013 második negyedévében is folytatódott a forgalom növekedése. A növekedés elsősorban a külföldi vendégek növekvő foglalásaihoz köthető, amihez az elmúlt negyedévekben gyengébb forintárfolyam is hozzájárulhatott.

A *pénzügyi és ingatlan ágazatok* teljesítménye továbbra is mérsékelt alakult. Mind a lakossági, mind a vállalati hitelaktivitás visszafogott, a hitelállományok folyamatosan csökkennek. Emellett a második negyedévben tovább folytatódott a lakáspiac visszaesése. Az építési engedélyek száma az első negyedévi jelentős csökkenést követően tovább mér-

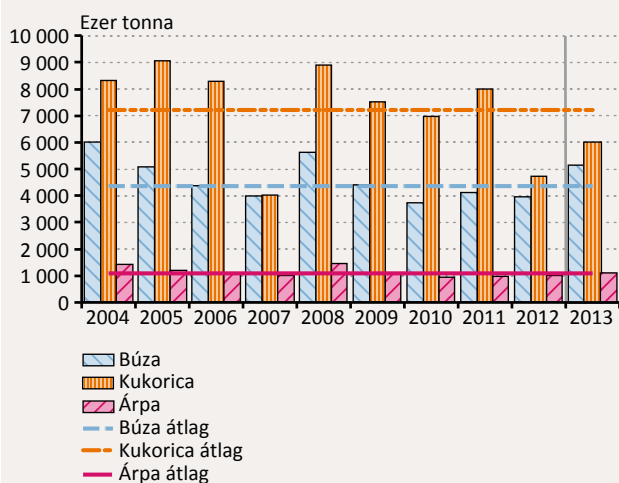
3-27. ábra

Az építőipari termelés, szerződésállomány és épületjellegű beruházás alakulása



3-28. ábra

Mezőgazdasági termésátlagok

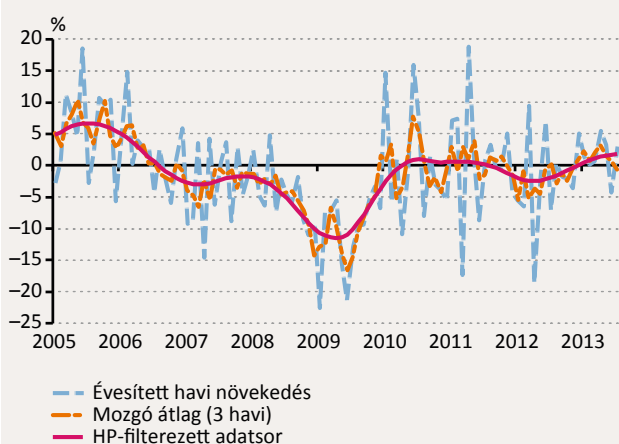


séklődött, így a használatba vett lakások száma a következő negyedévekben historikusan is alacsony szinten alakulhat.

A *potenciális kibocsátás* növekedési üteme aktuálisan is mérsékelt lehet, ám a második negyedévben a termelési tényezők felhalmozásában kedvező irányú változásokat is megfigyelhettünk. A beruházási aktivitás az elmúlt években csökkent, igaz, jelentős ágazati különbségek mellett. A magasabb termelékenységű – jellemzően exportra termelő – feldolgozóipari ágazatok beruházásai az elmúlt években is a válság előtti aktivitás közelében alakultak. A kiépült új autógyártó termelőkapacitások kedvező tovaryűrűző hatásai az első félévben a beszállítói körben is jelentkeztek. A munkapiaci aktivitás az elmúlt félévben tovább emelkedett, miközben a versenyszféra foglalkoztatása is várakozásainknál kedvezőbbnek bizonyul. Amennyiben a beruházásoknál érzékelt enyhe növekedés a következő negyedévekben is fennmarad, akkor ez a realizált termelési adatok mellett a gazdaság kínálati kapacitásaira is pozitív hatással lehet.

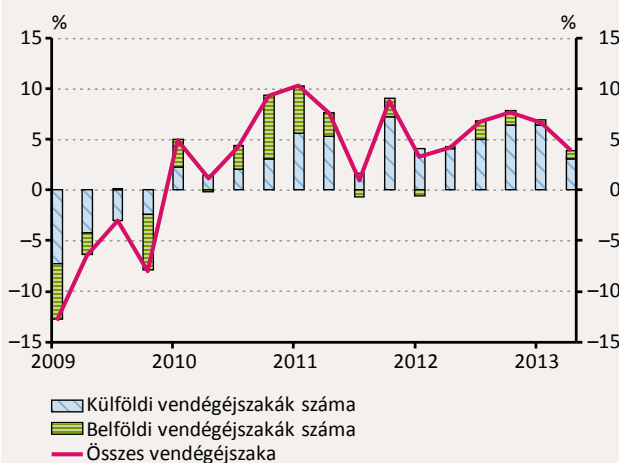
3-29. ábra

A kiskereskedelmi értékesítések havi trendmutatói



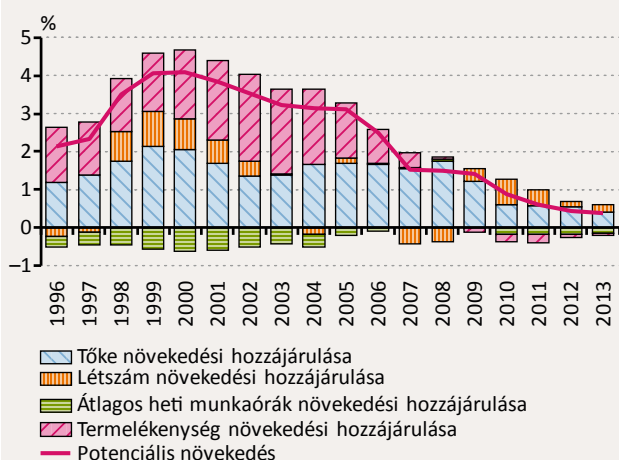
3-30. ábra

A kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák növekedésének megoszlása hazai és külföldi vendégek között



3-31. ábra

Potenciális kibocsátás növekedése és a növekedési hozzájárulások



3-2. keretes írás

A magyar konjunktúra alapfolyamatait jelző indikátor

A konjunktúra aktuális helyzetének minél pontosabb, azonos időben történő megítélése kiemelten fontos bármely gazdaságpolitikai döntés meghozatala során. A legfontosabb reálgazdasági mutató, a bruttó hazai termék (GDP) azonban csak negyedévente áll rendelkezésre, ráadásul a tárgynegyedév lezárulta után másfél hónappal kerül publikálásra. A nagy publikációs késés mellett a GDP idősorának revíziói – különösen a szezonálisan igazított adatok végponti bizonytalansága – is nehezítik az elemzők munkáját.

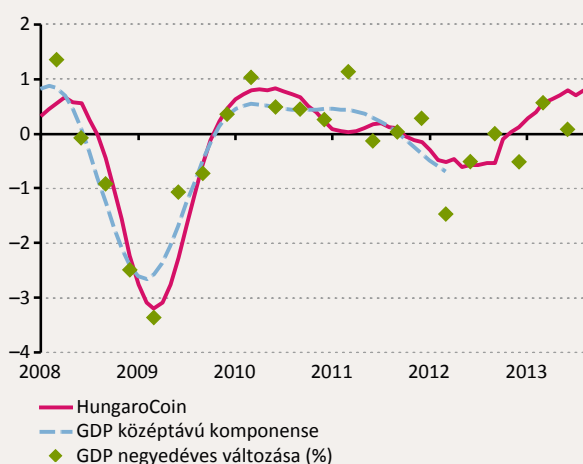
Áthidalandó a publikációs késésből adódó információs veszteséget, a gazdasági folyamatok valós idejű értékeléséhez a szakirodalom többféle mutatót is ajánl. Az indikátorok egy része az adott negyedévre vonatkozó GDP-adatot igyekszik minél pontosabban megbecsülni. A mutatók másik csoportja a konjunktúra alapfolyamatait igyekszik azonosítani. E megközelítés szerint a GDP csupán a konjunktúra tőkéletlen, zajos indikátora. E logikát követi például a National Bureau of Economic Research, amely az amerikai gazdaság recesszióit és expanzióit több idősor együttes alakulásából azonosítja.

Az MNB által fejlesztett HungaroCoin indikátor a konjunktúra alapfolyamatait méri valós időben. Az indikátor a CEPR által közölt EuroCoin mutató módszertanát követi, Altissimo et al. (2007) fejlesztése nyomán. Az indikátor készítéséhez a GDP idősorából frekvenciaszűrővel távolítjuk el a rövid távú ingadozásokat, hogy a tartósabb trendeket azonosíthassuk. A beérkező friss GDP-adatok hatására a frekvenciaszűrővel azonosított trend végpontja jelentősen változhat. E végponti bizonytalanságot úgy kezeljük, hogy dinamikus faktormodell segítségével előre jelezzük a GDP közeljövőben várható alakulását, és a meghosszabbított idősoron végezzük el a frekvenciaszűrést. A faktormodell számos olyan változót használ fel, melyek jó előrejelzői (pl. bizalmi indikátorok, ágazati újrendelés adatok, hiteladatok) a GDP alakulásának.

Bár az indikátor még jelenleg is tesztelés alatt áll, több kedvező tulajdonságára derült már fény. A konstrukcióból fakadó előnyös tulajdonság, hogy az indikátor egyáltalán nem revideálódik: a

3-32. ábra

A GDP alapfolyamatait jelző indikátor



HungaroCoin adott havi értéke azt mutatja, hogy az e hónapban rendelkezésre álló információk mellett mi volt a legjobb becslés a konjunktúra alapfolyamatainak adott havi alakulására. További előny az indikátor naprakész volta: havonta, kis késéssel állítható elő. Végül az elmúlt évek adatain vizsgálva, a mutató jól jelezte valós időben a konjunktúra fordulópontjait .

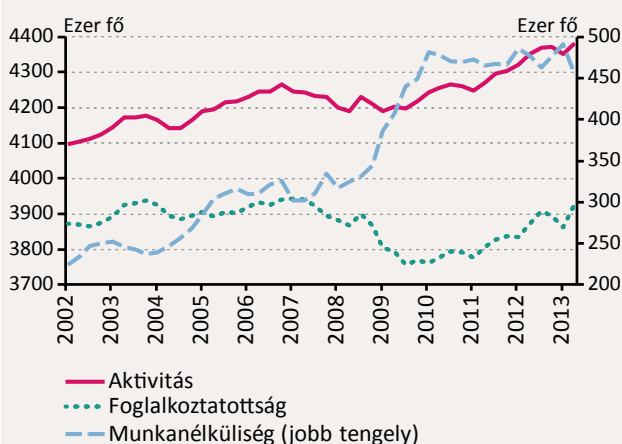
A mutató 2012 vége óta a konjunktúra alapfolyamatainak fokozatos javulását jelzi. A GDP 2012 végi visszaesése jelentős egyedi hatásokat tartalmazhatott (mezőgazdaság visszaesése, szokásosnál hosszabb év végi gyárleállások), majd ezek 2013 első negyedévében korrigálódtak. Ezért a GDP negyedéves dinamikája 2012–13 fordulóján erőteljes kilengéseket mutatott, melyek megnehezítették az elemzők számára a növekedési folyamatok megítélését. A HungaroCoin indikátor már 2012 végén a recesszióból való kilábalást sejtette, és a tavaszi hónapokban folyamatos javulást mutatott. A beérkezett második negyedévi GDP-adat és a júliusi termelési indikátorok megerősíteni látszanak az indikátor által sugallt képet a konjunktúra lassan javuló alapfolyamatairól.

Összességében az indikátor a reálgazdasági helyzet értékelésének hasznos eszköze lehet. A tesztelés során leszárt tapasztalatok felhasználásával a közeljövőben tervezzük a mutató véglegesítését, és külön publikáció keretében a részletesebb ismertetését. Ezt követően az indikátor rendszeres közzétételét tervezzük, hogy az elemzők között szélesebb körben hozzáférhetővé váljanak a konjunktúra alapfolyamataival kapcsolatos naprakész információk.

3.4. Foglalkoztatás és munkapiac

Az első negyedévi megtorpanást követően 2013 második negyedévében folytatódott az aktivitási ráta emelkedése. A nemzetgazdasági foglalkoztatottak száma a második negyedévben meghaladta a válság előtti szintet. A foglalkoztatás bővülése a munkanélküliségi ráta csökkenésében is jelentkezett. A növekvő foglalkoztatás továbbra is nagyobb részben a közmunkaprogramoknak köszönhető, ugyanakkor az elmúlt hónapokban a versenyszféra munkakereslete is lassú élénkülést mutatott. Az egy főre eső ledolgozott munkaórák száma ugyanakkor mérséklődött, amelyben a részmunkaidős foglalkoztatás trendszerű emelkedése és a konjunktúra alakulása is szerepet játszott. A munkapiaci környezet változatlanul laza, ami elősegítheti, hogy a vállalatok a fogyasztóiár-emelések helyett a bérköltségek visszafogásán keresztül javíthassák jövedelmezőségüket.

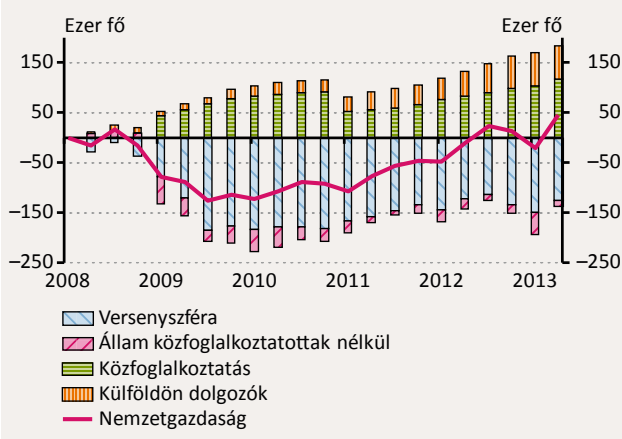
3-33. ábra
Aktivitás, foglalkoztatottság és munkanélküliség



Az aktivitás ráta az első negyedévi megtorpanást követően 2013 második negyedévében 57,4 százalékra emelkedett. Az aktivitás elmúlt negyedévekre jellemző volatilis alakulását a közmunkaprogramok időzítése magyarázhatja, amely az első negyedévben nagyon alacsony volt, a második negyedévben azonban eddigi maximumára emelkedett.⁶

A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma 2013 második negyedévében 1,4 százalékkal, júliusban 1,7 százalékkal volt több, mint az előző év azonos időszakában. A foglalkoztatottak létszáma a válság előtti szint fölé emelkedett. A nemzetgazdasági foglalkoztatottságot hosszabb ideje elsősorban a közfoglalkoztatás és a bővülő külföldi munkavállalás emeli. Eközben a konjunktúra alakulásával szorosabb kapcsolatot mutató intézményi statisztika szerinti versenyszféra-foglalkoztatás továbbra is a válság előtti szint alatt van. Ugyanakkor a második negyedévben a versenyszféra munkakereslete is enyhén emelkedett.

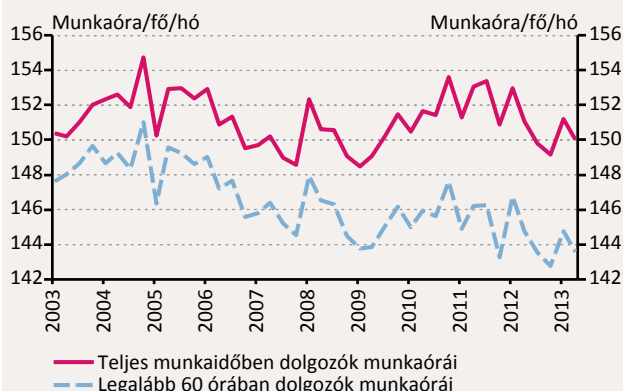
3-34. ábra
A foglalkoztatottság kumulált változásának dekompozíciója



A vállalatok munkakereslete nemcsak a foglalkoztatottak számán, hanem a ledolgozott munkaórákon keresztül is alkalmazkodik a konjunktúra változásaihoz. Ennek formája lehet a túlórák eltörlése, részmunkaidős foglalkoztatás, vagy egyes üzemekben a négynapos munkahét bevezetése. A vállalatok számára ez kedvezőbb lehet, mint a munkavállalók elbocsátása, a későbbi fellendülés esetén ugyanis így nem jelentkezik a felvétel, illetve a betanítás költsége. A foglalkoztatás rugalmasabb módjai felé történő elmozdulást a Munka Törvénykönyvének módosításai is támogatják. Az átlagosan ledolgozott munkaórák 2012 eleje óta érdemben mérséklődtek. A legalább 60 órában foglalkoztatottak munkaóráinak számában hosszabb ideje csökkenő tendencia figyelhető meg. Ez részben annak köszönhető, hogy a rész-

⁶ A közfoglalkoztatottak egy része a programok átmeneti szüneteltetésekor ugyanis nem munkanélkülinek, hanem inaktívnak számít, vagyis nem keres a privát szférában munkát, a közfoglalkoztatás újbóli elindítására vár.

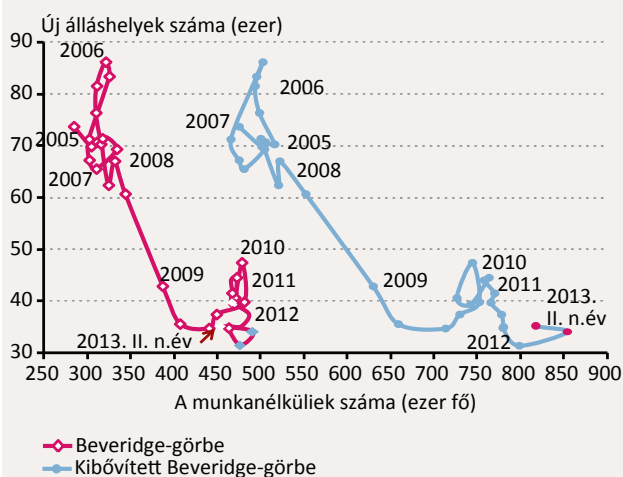
3-35. ábra
Munkaórák száma



munkaidőben foglalkoztatottak aránya huzamosabb ideje emelkedik.

A második negyedévben mind a nyilvántartott, mind a munkaerő-felmérés szerinti munkanélküliség mérséklődött. A nyilvántartott állás keresők számában nagyobb csökkenést figyelhettünk meg. E folyamatok mögött több tényező állhat. Egyrészt a versenyszféra enyhén magasabb munkakereslete csökkentette a munkanélküliséget. Ezt támasztja alá a nem támogatott új álláshelyek számának enyhe növekedése is. Másrészt az év második negyedévében a közmunkaprogramokban foglalkoztatottak száma a korábbi szinteket meghaladóan alakult, ami a munkanélküliek számának mérséklődését is magyarázhatja.

3-36. ábra
A Beveridge-görbe alakulása



Megjegyzés: A Beveridge-görbe az új (államilag nem támogatott) álláshelyek számát mutatja a munkanélküliséghez viszonyítva. A kibővített munkanélküliek a munkaerő-felmérés szerinti munkanélkülieken kívül az alulfoglalkoztatottakat és a potenciális munkaerőtartalékba tartozókat is magában foglalja.

A munkapiac továbbra is lazának tekinthető. 2013 második negyedévében az új álláshelyek száma enyhén emelkedett, miközben a regisztrált munkanélküliek száma csökkent. Azonban e javulással együtt is sok állás kereső jut minden új, a közmunkaprogramokon kívül kiírt álláshelyre.

3-3. keretes írás

A versenyszféra termelékenysége különböző munkapiaci statisztikák tükrében

A Munkaerő-felmérés (LFS) adatai szerint a versenyszféra foglalkoztatása az elmúlt évi recesszió mellett is szinte folyamatosan emelkedett. Ezzel összhangban a kibocsátás és a foglalkoztatás elmozdulásának eredője a termelékenység jelentős romlását jelezte ezen időszakban. A romló termelékenység mind rövid, mind hosszabb távon kockázatokat jelezhet. A termelékenység romlása rövid távon a fajlagos munkaköltségek növekedését és ezzel az inflációs nyomás erősödését okozhatja, míg hosszabb távon a termelékenység bővülése a potenciális növekedés egyik legfontosabb tényezője, így alakulása a gazdaság hosszabb távú felzárkózási pályáját is befolyásolja. Az alábbi keretes írásban áttekintjük, milyen tényezők befolyásolhatták a termelékenység elmúlt időszakban megfigyelt alakulását, kiemelt figyelmet fordítva a statisztikai hatásokra.

A magyar gazdaság egy foglalkoztatottra eső kibocsátása a '90-es évek közepe óta szinte folyamatosan bővült, alakulásában számottevő visszaesés a 2008–2009-es válság idején történt. A termelékenységsromlás annak ellenére bekövetkezett, hogy a hazai versenyszféra vállalatai – különösen a feldolgozóiparban – a recessziós periódusban meglehetősen rugalmasan reagáltak az aggregált kereslet csökkenésére. A kilá-

balás során a GDP bővülésével a vállalatok a foglalkoztatottak létszámát is fokozatosan bővítették. A létszám bővülése a 2012-es gazdasági visszaesés idején sem állt meg. Így a versenyszféra létszámával számolt munkatermelékenység tavaly ismét jelentősen romlott. Azonban e mutatót több statisztikai hatás is torzíthatta.

A termelékenységről pontosabb képet kaphatunk, amennyiben a Munkaerő-felmérés foglalkoztatotti létszámából kiszűrjük azokat, akik Magyarországon élő háztartáshoz kötődnek, de külföldön dolgoznak. A Munkaerő-felmérésben a külföldön dolgozók száma 2008 óta fokozatosan növekedett, 2013 második negyedévében a számuk elérte a 100 ezer főt. Az így számolt mutató kissé kedvezőbb képet ad a termelékenységről, de a 2012-es romlás továbbra is szembetűnő.

További fontos tényező, hogy a hazai hozzáadott érték előállításában foglalkoztatottak ténylegesen hány órát dolgoznak. A magyar vállalatok a visszaeső keresletből származó bevételkiesés egy részét úgy igyekeztek kigazdálkodni, hogy alkalmazottaik leépítése helyett azok foglalkoztatásának intenzitását fogták vissza (pl. túlórák eltörlése, részmunkaidőbe sorolás, vagy egyes üzemekben a négynapos munkahét bevezetése). Intenzív oldali alkalmazkodás során a ledolgozott munkaórák számában csapódik le a ciklus sokk egy része. A munkaórákkal számolt termelékenység dinamikája 2011 végig nagyon hasonló a fent bemutatott két mutató értékéhez, 2012-ben azonban lényegesen kedvezőbb képet fest (3-36. ábra). A munkaórákkal számolt termelékenység szintje is közelebb áll a válság előttihez, mint a létszám alapú mutatók.

A munkatermelékenységet alakulásában mind ciklikus, mind tartós elemek szerepet játszanak. Ciklikus tényezőknek számít a munkaerő-tartalékolás: visszaesések idején nem bocsátanak el annyi dolgozót, mint amennyi indokolt lenne, hogy később az újabb munkatársakat ne kelljen betanítani. Ez rövid távon csökkenti a termelékenységet. Másfelől a termelékenység ciklikus javulása irányába hat, ha recessziók idején az alacsonyabb termelékenységű foglalkoztatottakat bocsátják el.

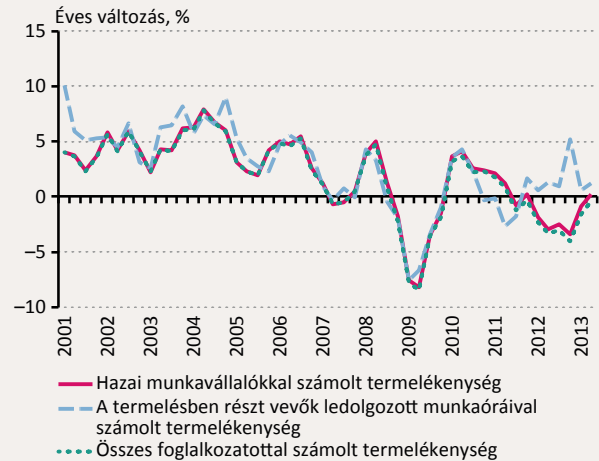
A hazai foglalkoztatás európai összehasonlításban kevésbé reagál az üzleti ciklusra. Ez már a válság előtti években is megfigyelhető volt, ahogyan a 2008-at követő években is igaznak bizonyult. A foglalkoztatás a válság alatt nem csökkent olyan mértékben, ahogyan azt a kereslet visszaesése indokolta volna. Erre a jelenségre az elmúlt évek elemzéseire alapozva kétféle magyarázat is adható. Hozzájárulhatott ehhez a gazdaság szerkezetváltásából fakadó ágazati átrendeződés, valamint az is, hogy a hazai vállalatok az európai átlagnál rugalmasabban reagálhattak a konjunktúra sokkjaira bérezésben és munkaintenzitásban. A hazai munkaerő-piaci intézmények a vállalatok számára nagyobb mozgásteret biztosítanak a béralkalmazkodásra, amit a válság során a vállalatok ki is használtak. A magyar vállalatok bérezési döntéseire kisebb hatással vannak a nemzetgazdasági vagy ágazati szintű bérajánlások, így lehetőségük van a keresletet érő váratlan sokkokhoz való gyorsabb alkalmazkodásra. Gál et al. (2013)⁷ arra a következtetésre jutottak, hogy míg a 2008-as sokkot követően Magyarországon történt a legnagyobb a reálbér-alkalmazkodás a vizsgált 20 OECD-tagország közül, addig a létszám-alkalmazkodás a harmadik legkisebb volt. A ledolgozott munkaórákban azonban jelentős alkalmazkodást láttunk a válságban és 2012-ben is. Ezt az alkalmazkodást előretétekintve segítheti a 2013-tól érvényes új Munka törvénykönyve is, ami nagyobb mozgásteret biztosít a rugalmasabb foglalkoztatási formák igénybevételére (pl. munkavégzés behívás alapján, munkakör megosztása, több munkáltató által létesített munkaviszony stb.).

A ciklikus összetevőkön kívül tartós tényezők is hatnak a munkatermelékenységre. Az aktivitás emelkedése középtávon csökkenti a termelékenységet. A növekvő munkakínálat lefelé hajtja a reálbéreket, ami relatíve olcsóbbá teszi a munkát a tőkéhez képest, így a termelés munkaintenzív irányba mozdulhat el.

A munkatermelékenység növekedését középtávon fékezi a tőkefelhalmozás lelassulása. A válság nyomán tartósan csökkenő kockázatvállalási kedv megemeli a tőkebefektetésektől elvárt hozamot. Emiatt nem valósulnak meg a kevésbé jövedelmező beruházások. Szintén gátol

3-37. ábra

A versenyszféra termelékenységének változása különböző munkapiaci statisztikákkal számolva



⁷ GÁL, P.–A. HUIZEN–Z. WOLF (2013): The Role of Institutions and Firm Heterogeneity for Labour Market Adjustment: Cross-Country Firm-Level Evidence. IZA DP, No. 7404.

ja a tőkefelhalmozást a hitelkínálati feltételek szigorodása, ami korlátozza a beruházási aktivitást. Végül a recesszió és a hitelszűke miatt emelkednek a vállalati csődráták is. A felszámolt cégek eszközei hosszabb időre (vagy akár végleg) kieshetnek a termelésből, különösen ha a csőd- és felszámolási eljárások időigényesek, nem eléggé hatékonyak.

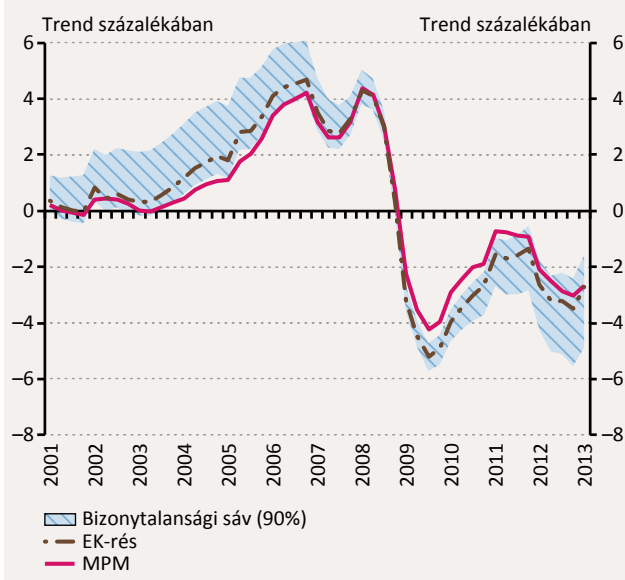
A teljes tényezőtermelékenység (TFP) növekedése is lassulhatott a válság hatására. Bár a recessziók idején először a legkevésbé hatékony cégek vonulnak ki a piacról, válságidőszakban drasztikusan nő a makrogazdasági környezet bizonytalansága, ami a piacon maradó vállalatokat kapacitásbővítő beruházásaik elhalasztására ösztönözheti. Így az erőforrások hatékonyabb cégekhez történő átáramlása lelassulhat. Emellett a forrásszűke és a bizonytalan középtávú növekedési kilátások miatt csökkenhet a kutatás-fejlesztési aktivitás, ami szintén visszavetheti a termelékenység növekedését.

Összességében a Munkaerő-felmérés legegyszerűbb létszámstatisztikájával számolva, a hazai vállalatok termelékenysége jelentősen visszaesett 2012 folyamán. Azonban a ledolgozott munkaórák számával mért termelékenységben hasonló visszaesést nem láthatunk. Ez arra utalhat, hogy a versenyszféra fokozatosan növekvő foglalkoztatása rövid távon fenntartható lehet. Ugyanakkor előretekintve, több ciklikus és strukturális tényező is arra utal, hogy a termelékenység növekedése középtávon a válság előttinél lassabb lehet.

3.5. Gazdaság ciklikus pozíciója

A magyar gazdaság működését továbbra is érdemi szabad kapacitások jellemezhetik. A kibocsátási rés változatlanul negatív. A tavalyi év recesszióját követően a gazdaság lassú növekedésével párhuzamosan megkezdődhetett a kibocsátási rés záródása. A termelőkapacitások továbbra is alacsony kihasználtsága változatlanul erős ár- és bérleszorító hatásként jelentkezik a vállalatok működésében.

3-38. ábra
Kibocsátási rés mutatók



Az idei év elején Magyarország kikerült a recesszióból, a növekedés pedig a második negyedévben is folytatódott, így a kibocsátási rés az idei év első felében záródhatott, de továbbra is negatív. Az alacsony kapacitáskihasználtság mindegyik termelési tényező esetében megjelenik. A tőke tényező historikustól elmaradó kihasználtsága hozzájárul a vállalatok alacsony beruházási aktivitásához. A munkaerő kihasználtságának mérséklése az elmúlt negyedévekben elsősorban a rugalmasabb foglalkoztatási formák aktívabb használatában és így a ledolgozott munkaórák számának mérséklődésében jelentkezett.

A kibocsátási rés szerkezete némileg változott a második negyedév során. Az alacsony külföldi inflációs környezet egy nyitottabb globális ciklikus pozíció irányába mutat, ami a hazai export nyitottabb ciklikus helyzetével konzisztens. Ezzel párhuzamosan a belföldi kereslet javuló alapfolyamatai kismértékben zártabb fogyasztási és beruházási rést indokolnak.

3.6. Költségek és infláció

2013 első félévében a vállalatok árazási és bérezési döntései is visszafogottan alakultak. A fogyasztói árak emelkedése az elmúlt hónapokban historikusan alacsony volt, ami főként a visszafogott belföldi keresletnek és a szabályozott árak csökkenésének köszönhető. A versenyszférában az első félévben alacsony bérexeket figyelhattunk meg. A rendszeres keresetek esetében nagyobb béremelésre idén az alacsonyabb (minimálbér környéki) jövedelemkategóriák esetében került sor. A vállalatok bérezését továbbra is a laza munkapiac tartja alacsonyan.

3-39. ábra

A versenyszféra rendszeres havi bruttó átlagkeresetének változása



3.6.1. BÉREK

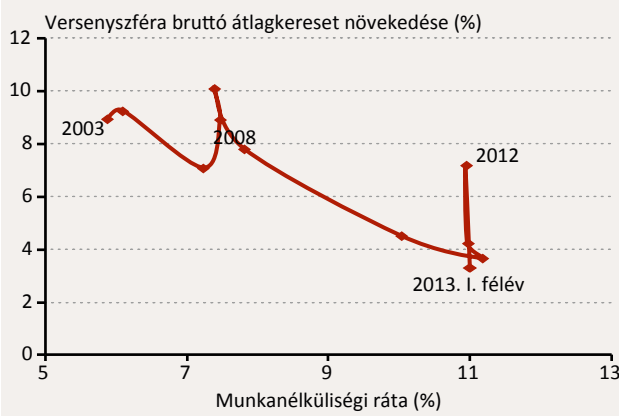
Az első félévben a vállalatok visszafogottan emelték a béreket, a munkapiac oldaláról nem tapasztaltunk költségoldali inflációs nyomást. A visszafogott bérezés erőteljesebben jelentkezett a piaci szolgáltatásoknál, mint a feldolgozóiparban. Ugyanakkor mindkét ágazatban történelmi mélyponton van a rendszeres keresetek alakulása.

A laza munkapiac lehetővé teszi, hogy a vállalatok bérköltségeik visszafogásával állítsák helyre jövedelmezőségüket. A válság óta tartóan megemelkedett munkanélküliséggel párhuzamosan érdemben mérséklődő bérdinamikát figyelhattunk meg, melyben a tavalyi minimálbér-emelés csak átmeneti megugrást hozott.

A rendszeres bérek év elején visszafogottan emelkedtek, ennek köszönhetően 2013 első félévében összességében alacsony bérexeket figyelhattunk meg a versenyszférában. Mivel a cégek az éves teljesítményhez kapcsolódó jutalmakat zömmel az év utolsó két hónapjában fizetik ki, ezért az éves bérexről a IV. negyedév adatai közvetíthetnek majd érdemi új információt.

3-40. ábra

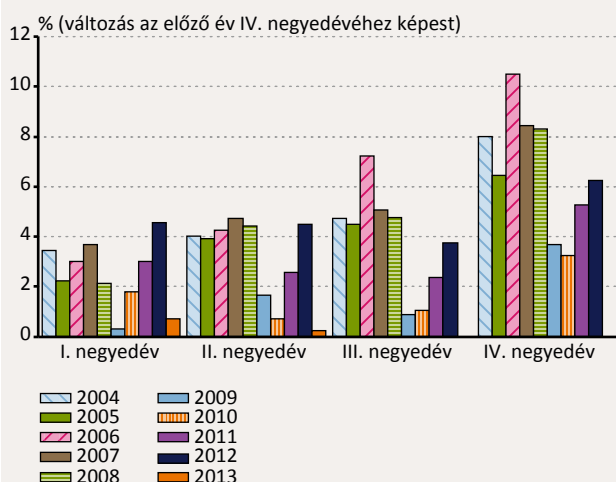
A Phillips-görbe alakulása



Számottevő bérnövekedés csak az alacsonyabb kereseti kategóriákban volt jellemző az első félévben. A keresetek nagysága szerint továbbra is az alacsony kereseti (jellemzően minimálbér környéki) kategóriákban volt jelentősebb béremelés, míg a magasabb keresetű csoportokban továbbra is alacsonyabb a bérdinamika. Ez arra utalhat, hogy a tavalyi minimálbér-emelés után nincs jelentős bértorlódás a magasabb kereseti kategóriákban. Az egyéb munkajövedelem-tömeg (pl. cafetéria, költségtérítés) aránya a bruttó kereset-tömeghez képest továbbra is alacsony, ami azt jelezheti, hogy a vállalatok a béren kívüli juttatásokon keresztül is igyekeznek mérsékelni foglalkoztatási költségeiket.

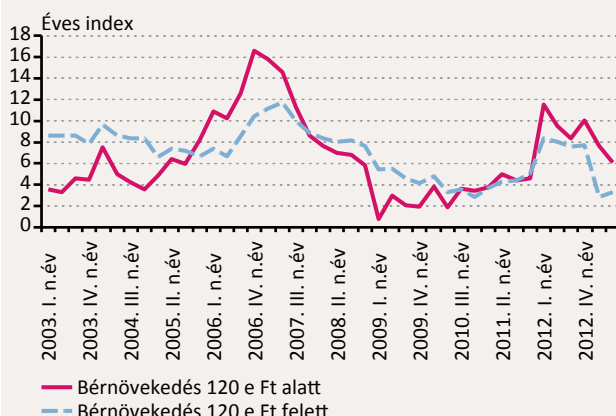
3-41. ábra

A versenyszféra rendszeres havi bruttó átlagkeresetének változása



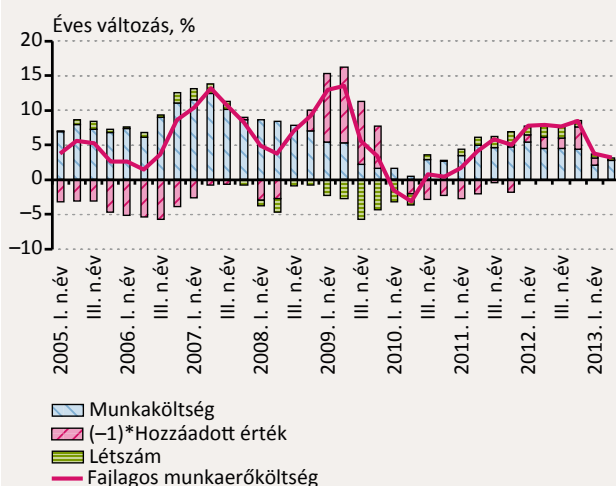
3-42. ábra

A 120 ezer forint alatt és felett keresők rendszeres béreinek indexe



3-43. ábra

Fajlagos munkaerőköltség változása és tényezői a versenyszférában



A fajlagos munkaköltség dinamikája tovább mérséklődött, ami segítheti a vállalati jövedelmezőség helyreállítását. A bérköltség mérséklődő dinamikája jelentősen hozzájárult a fajlagos munkaerőköltség csökkenéséhez a versenyszférában. Emellett a profitabilitás javulásához a munkatermelékenység további növekedése is szükséges, melyet a konjunktúra további javulása támogat.

3.6.2. TERMELŐI ÁRAK

A nyersanyagárak felől összességében enyhült az inflációs nyomás az elmúlt hónapokban. A gabonafélék árdinamikája mérséklődött az utóbbi hónapokban, valamint a határidős tőzsdei árak is alacsonyabb szintre kerültek az elmúlt negyedévben. Előretekintve a kedvező nemzetközi terméseredmények csökkenthetik az árak dinamikáját. A szezonális termékek árindexe jelentősen nőtt az utóbbi hónapokban, mely háttérben főleg a burgonya árának jelentős emelkedése áll. Az állati eredetű termékek áremelkedése mögött feltehetőleg a korábbi magasabb takarmányárak állnak.

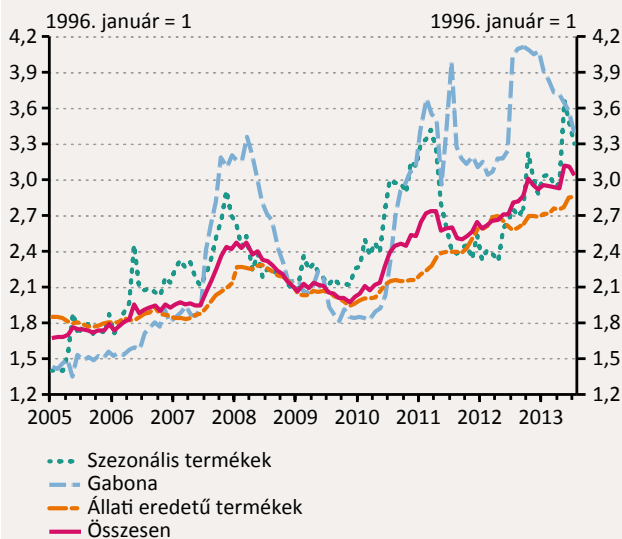
Az olajárak határidős jegyzései emelkedtek az előző negyedévhez képest, melyben geopolitikai bizonytalanságok is szerepet játszhattak. Ugyanakkor a határidős jegyzések továbbra is visszafogott olajár-dinamikát vetítenek előre.

A feldolgozott termékek árai visszafogottan alakultak a világpiacon. Az eurozóna termelői árszintje az elmúlt hónapokban kissé csökkent, és az iparcikkek fogyasztói árának dinamikája is fékeződött.

A fogyasztási cikkek gyártó ágazatok hazai termelői árai mérséklődő dinamikát mutatnak, összhangban nemzetközi folyamatokkal. Az utóbbi hónapokban az ipari termelői árakra mérsékelt dinamika volt jellemző. Az eurózónában is visszafogottan alakultak a feldolgozóipari termelői árak. Az energiatermelő ágazatok árszintje a hatósági energiaár-csökkentés hatására mérséklődött.

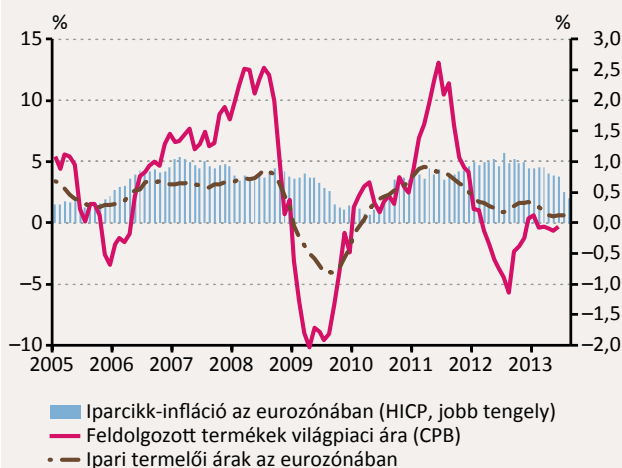
3-44. ábra

A mezőgazdasági termelői árak



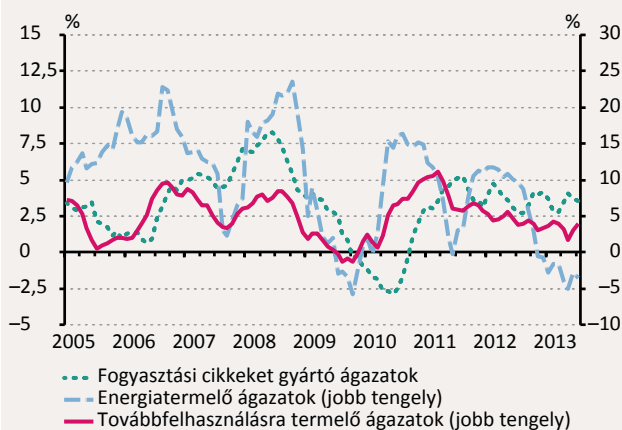
3-45. ábra

A feldolgozott termékek nemzetközi áralakulása



3-46. ábra

Az ipari termelői árak



3.6.3. FOGYASZTÓI ÁRAK

Az infláció továbbra is historikusan alacsony, melyben a visszafogott belföldi kereslet erős árleszorító hatása, valamint a szabályozott árak mérséklése játszanak szerepet. A fogyasztóiár-index az utóbbi hónapokban rendre a jegybank inflációs célja alatt alakult. Az inflációs alapfolyamatokat továbbra is alacsonyak. A maginfláció az utóbbi hónapokban tovább csökkent. A keresletérzékeny infláció alacsony, ami a nyomott belső kereslet dezinflációs hatására utal.

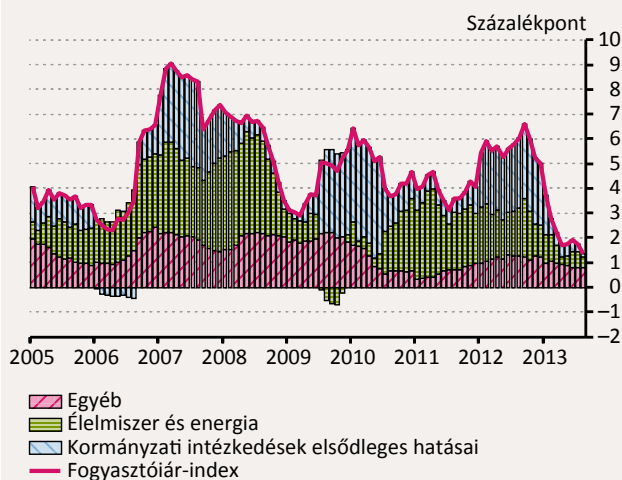
Az iparcikkek áremelkedése mérsékelt alakult. Az alacsony árdinamika mögött a visszafogott kereslet és az importárak alacsony szintje állhat. A termékkörön belül a tartós iparcikkek árai tovább csökkentek az utóbbi hónapokban. Emellett a nem tartós iparcikkek is mérsékelt dinamikát mutatnak. Az adatok arra utalnak, hogy a költségsokkok, illetve a 2012 végén és az idei év elején gyengébb forint/euró árfolyam fogyasztói árakba való begyűrűzését a nyomott belső kereslet tompíthatta.

A piaci szolgáltatások árindexei nemzetközi összevetésben is alacsonyak. A megfigyelt historikusan alacsony infláció – ebben a termékkörben is – a visszafogott belföldi kereslet erős árleszorító hatását mutathatja. Ebben a szektorban a vállalatok a visszafogott kereslet miatt főként béralkalmazkodáson keresztül javítják jövedelmezőségüket. Rövid távon a pénzügyi tranzakciós illeték szeptembertől életbe lépő változásai növelhetik az árindexet.

Az élelmiszerek árai nem változtak érdemben az utóbbi hónapokban. A feldolgozatlan termékek árszintje tavaly ősz óta gyakorlatilag változatlan. A feldolgozott élelmiszerek körében az év eleje óta alacsony dinamikát figyelhattunk meg, melyhez a nyersanyagárak korrekciója mellett a nyomott belső kereslet is hozzájárulhatott.

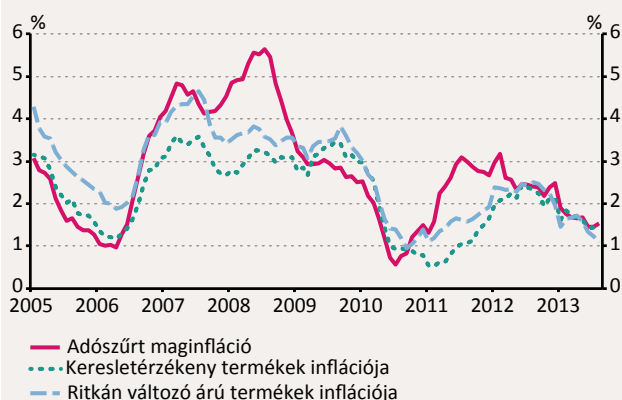
3-47. ábra

A fogyasztóiár-index dekompozíciója



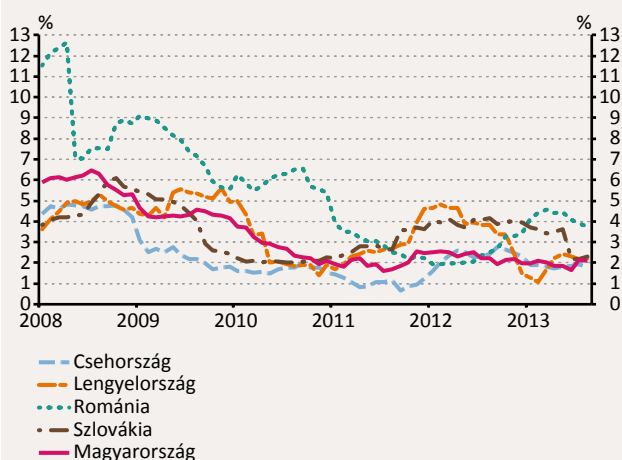
3-48. ábra

Az adószűrt maginfláció, ill. a keresletérzékeny és ritkán változó árú termékek inflációjának alakulása



3-49. ábra

Piaci szolgáltatások inflációja a régióban



A kiskereskedelmi árás emelése a vártnál lassabban gyűrűzhet át a dohánytermékek termékkör árindexébe. Az augusztusi árindexben még nem volt megfigyelhető érdemi áremelkedés, ám piaci információk alapján a következő hónapok adataiban megjelenhet a várt árnövekedés.

Az üzemanyagárak az elmúlt hónapokban emelkedtek, főként a magasabb nemzetközi olajárak hatására.

A szabályozott árak alacsony dinamikáját tovább csökkentette a júliustól életbe lépett újabb mérséklések (víz-, csatorna és személyszállítási díjak esetében). Ez a hatás a következő hónapok árindexeiben is megjelenhet.

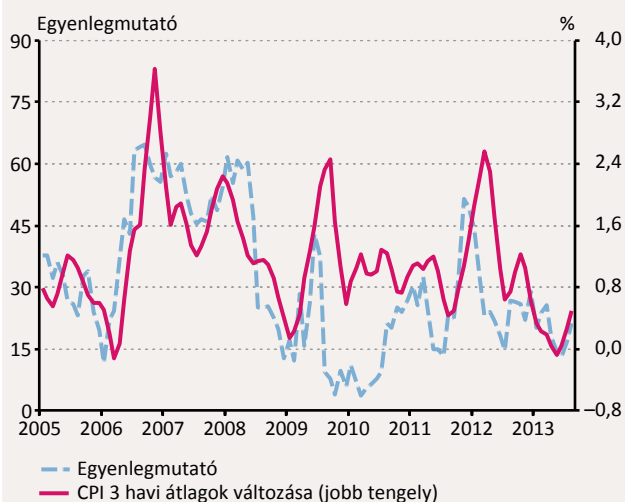
3.6.4. INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK

A kiskereskedelmi szektor értékesítési árakra vonatkozó várakozásai továbbra is alacsonyan alakulnak, ami arra utal, hogy rövid távon továbbra is korlátozottak az áremelési lehetőségek.

A lakosság inflációs várakozásai az elmúlt hónapokban tovább mérséklődtek, összhangban az alacsony inflációs adatokkal. A lakossági várakozások mérséklődése azt jelezheti, hogy az alacsony inflációs környezet középtávon is beépül a gazdasági szereplők bérezési és árázási döntéseibe.

3-50. ábra

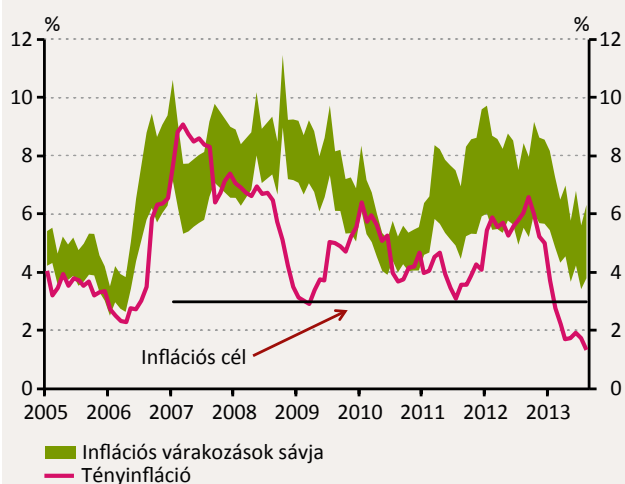
A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban és a tényinfláció



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

3-51. ábra

Lakossági inflációs várakozások



3-4. keretes írás

A 2012-es adminisztratív intézkedések hatása a bérek eloszlására a versenyszférában

A válság 2008-as kezdete óta az aggregált kereslet jelentős mértékben visszaesett, ehhez a vállalatok a termelési költségeik erőteljes visszafogásával próbáltak reagálni. 2008 óta a versenyszféra bérdinamikája jelentősen, mintegy 4 százalékponttal mérséklődött a visszafo-gott aggregált kereslet és a laza munkapiaci feltételek következményeképpen. 2012-ben azonban a bérdinamika gyorsult, a béreket meghatározó adminisztratív intézkedések eredményeképpen. Ezek keretében 2012. január 1-jétől a minimálbér 19,2 százalékkal, a garantált bérminimum (amelyet a legalább középfokú végzettséget igénylő munkakörökben kell fizetni) pedig 14,9 százalékkal emelkedett. Emellett, mivel a személyijövedelemadó-változások miatt az alacsonyabb bérkategóriákban a nettó bérek csökkentek volna, ezért a kormányzat elvárt béremelést határozott meg, amelynek végrehajtását a versenyszférában bérkompenzáció megfizetésével ösztönözte.

Ebben a keretes írásban azt vizsgáljuk, hogy a minimálbér-emelésnek milyen hatása volt a bérek dinamikájára különböző bérszintek mellett. A minimálbér hatását leíró elméleti modellek azt sugallják, hogy a minimálbér-emelések legalább a béreloszlás alsó részében befolyásolják a bérek dinamikáját.⁸ Ennek vizsgálatára a közelmúltban nyílt lehetőség, a 2012-es bértarifaadatok beérkezésekor. Ez azért is lényeges, mert az átgűrűző hatások mértéke arról is információt szolgáltat, hogy 2013-ban mekkora béralkalmazkodásra van szükség.

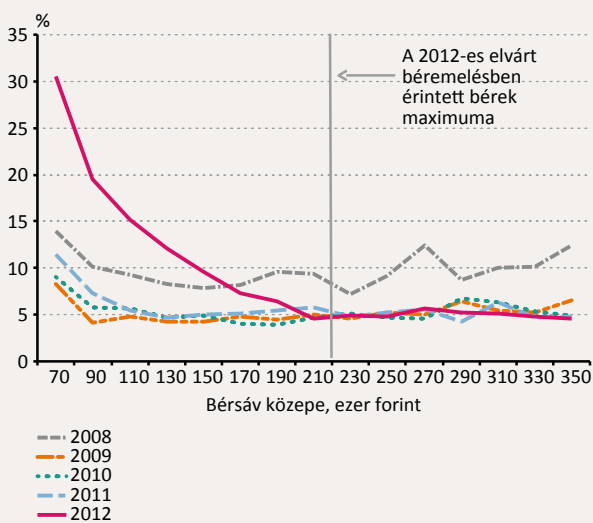
Számításaink alapján számottevő átgűrűzés nem volt megfigyelhető a minimálbér fölött keresők bérezésében 2012-ben. Amennyiben volt ilyen hatás, az elsősorban a legalacsonyabb bérkategóriákban jelentkezhetett. A minimálbéren foglalkoztatottak aránya 2011 és 2012 között kismértékben emelkedett, és számításaink alapján a 2011-ben valamivel minimálbér fölött keresők egy részénél a vállalatok akkora béremelést hajtottak végre, hogy 2012-ben is a minimálbér fölé kerüljön a bérük.

A magasabb bérkategóriákban nehezíti az átgűrűző hatás mértékének megítélését az elvárt béremelés. Az ez utáni bérkompenzációt havi bruttó 216 806 Ft-os fizetésig lehetett igényelni, ami a béreloszlás 75. percentilise körül található, vagyis a munkavállalók jelentős részét érinthette (bár nem volt kötelező). Ezekben a bérkategóriákban a válság korábbi éveinél magasabb béremelkedést figyelhattunk meg. A felső 25 percentilisben ugyanakkor nem tapasztaltunk kiugróan magas bérnövekedést a korábbi évekkel összehasonlítva, vagyis nem találtunk bizonyítékot átgűrűző hatásra.

Összességében a mikroszintű bér adatok alapján nem tapasztaltuk, hogy a 2012-es minimálbér-emelés jelentősen befolyásolta volna a minimálbér fölött keresők bérdinamikáját. Ha volt is ilyen hatás, az kisebb lehetett annál, mint amit az elvárt béremelés okozott. Ez a korábbi jelentős minimálbér-emelés tapasztalatával⁹ is összhangban van. Ezzel szemben az alacsony 2013. évi bérindex arra enged következtetni, hogy a tavalyi év során folyamatosan romló konjunktúra miatt utólag magasabbnak bizonyulhatott az elvárt béremelés, mint ami a vállalatok jövedelmezőségi helyzete alapján indokolt lett volna. Az idei bér adatok megerősítik, hogy a vállalatok a béreken keresztül alkalmazkodnak a kedvezőtlen makrogazdasági helyzethez. Mindezek alapján nem várjuk, hogy a jövőben további átgűrűző hatásokkal kell számolnunk a magasabb kereseti kategóriákban a tavalyi adminisztratív béremelések hatására.

3-52. ábra

A bérnövekedés mértéke bérsávonként és évenként



⁸ DICKENS, RICHARD—ALAN MANNING—TIM BUTCHER (2012): Minimum Wages and Wage Inequality: Some Theory and an Application to the UK. *The Economic Journal*, March.

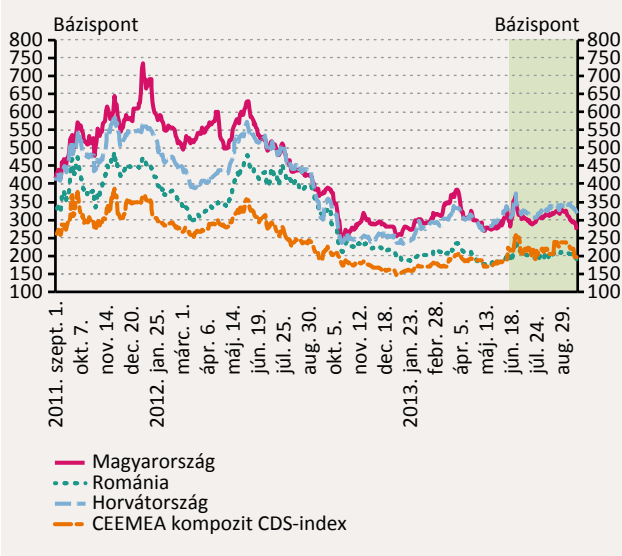
⁹ KERTESI—KÖLÖ (2004): The employment consequences of the 2001 rise in the minimum wage. *Economic Review*, April, pp. 293–324.

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzpiaci folyamatok

Az elmúlt három hónapban hazánk kockázati megítélése összességében javult. Az időszak legelején a Fed eszközvásárlási programjának jövőjével kapcsolatos bizonytalanság érdemi negatív reakciót váltott ki a globális piacokon. A globális pénzpiaci környezet romlása hazánk kockázati mutatóit is negatívan befolyásolta. A turbulens időszak enyhülésével párhuzamosan a magyar helyzet is konszolidálódott, a kockázati mutatóink július végéig fokozatosan mérséklődtek, az előző negyedévben tapasztalt alacsony szintekre azonban nem korrigáltak vissza. Július vége óta a magyar kockázati mutatók lassú ütemben, de fokozatosan emelkedtek, melyben nemzetközi és hazai tényezők egyaránt közrejátszottak. A nemzetközi pénzpiaci hangulatot negatívan befolyásoló kockázati tényezők továbbra is fennmaradtak, ezek közül meghatározó volt a Fed jövőbeli monetáris politikájával kapcsolatos bizonytalanság, a kínai növekedési kilátások romlása és a szíriai katonai konfliktus eszkalálódása, míg a feltörekvő piacokra nehezedő eszközadási hullám egyelőre elszigetelten érvényesült az érintett térségekben. Az időszak legvégén a Fed a piaci várakozásokkal ellentétben nem csökkentette havi eszközvásárlási programjának keretösszegét, ami átmenetileg kedvező folyamatokat váltott ki a globális pénz- és tőkepiacokon. A hazai piacokat a nemzetközi események mellett a devizahiteles mentőcsomagról érkező hírek és a kamatcsökkentési ciklus alakulásával kapcsolatos várakozások mozgatták. A kamatcsökkentési ciklus folytatásával kapcsolatban a magyar kamatprémium csökkenése, a kamatpálya aljával és a kamatcsökkentések lépésközével kapcsolatos bizonytalanság állt az elemzői figyelem középpontjában. Az FX-swappiacon a bankok mérlegalkalmazkodásához köthető kisebb feszültségektől eltekintve nyugodt piaci kereskedést tapasztaltunk. Az állampapír-piaci hozamgörbe hosszú vége az időszak nagy részét nézve felfelé tolódott, azonban a Fed döntése után a kiinduló szint közelébe korrigált. A rövid oldal ugyanakkor lejjebb került, így június végi állapothoz képest a hozamgörbe meredekebbé vált. Az FRA-hozamok – főként a jegybanki nyilatkozatok hatására – tovább süllyedtek, míg a bankközi hozamgörbe meredeksége szintén nőtt.

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

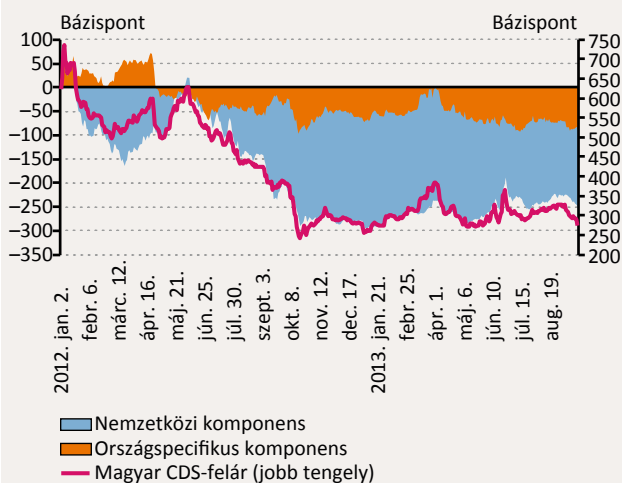


4.1.1. MAGYARORSZÁG KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉSE

Az elmúlt három hónapban hazánk kockázati megítélése összességében javult. A változás azonban több, a magyar kockázati mutatókra ellentétes irányú hatást kifejtő folyamat eredménye. Az időszak eleji intenzív, néhány nap leforgása alatt közel 60 bázispontos CDS-felár-növekedést a Fed kamatdöntő ülését követő sajtótájékoztatón a Fed eszközvásárlási programjának jövőbeli alakulásáról elhangzott információk váltották ki. A megugrás átmenetinek bizonyult, és a magyar CDS-felár július elejére a turbulencia előtt tapasztalt szintek alá süllyedt, majd augusztus elejétől a globális kockázati tényezők fennmaradásával ismét egy fokozatos emelkedés indult, melyet a szír konfliktushelyzet eszkalálódása tovább fokozott. A katonai beavatkozás esélyének csökkenése mellett az időszak végi javuló kockázatvállalási hangulat szintén kedvező irányban befolyásolták a felár alakulását, így az a júniusi szintek alá süllyedt.

4-2. ábra

A hazai öt éves szuverén CDS-felár tényezői



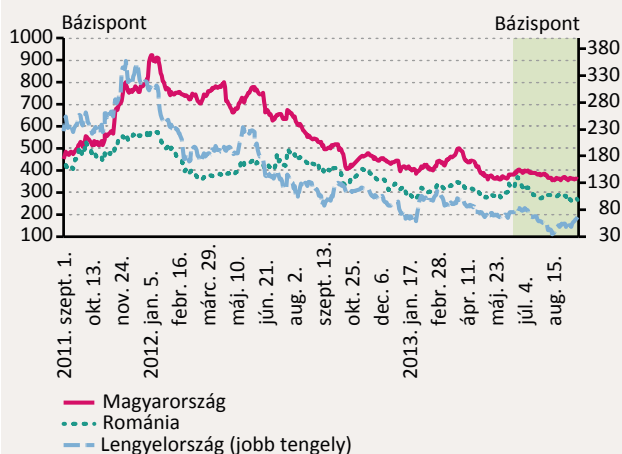
CDS dekompozíciós módszertanunk szerint az öt éves magyar szuverén CDS-felár alakulásában a nemzetközi tényezők inkább a felár emelkedésének irányába hatottak, míg az országspecifikus komponensek összességében mérsékeltek a felarat. Ezzel összhangban a hazai felár régiós összehasonlításban felülteljesítő volt, hiszen a szuverén CDS-felár változása a mi esetünkben csökkenést mutatott.

A dollárban denominált rövidebb futamidejű devizakötvényeink felára szűkült, míg a hosszabb futamidőkön enyhe tágulás volt megfigyelhető a szpredekben. A 3 éves euróban denominált devizakötvény-felárunk 30 bázisponttal mérséklődött a vizsgált időhorizonton, míg a hosszabb futamidejű eurokötvények esetében stagnálás volt megfigyelhető. A régiós devizakötvény-felárak szintén inkább csökkentek.

4.1.2. DEVIZAPIACI FOLYAMATOK

4-3. ábra

Régiós öt éves devizakötvény felárak



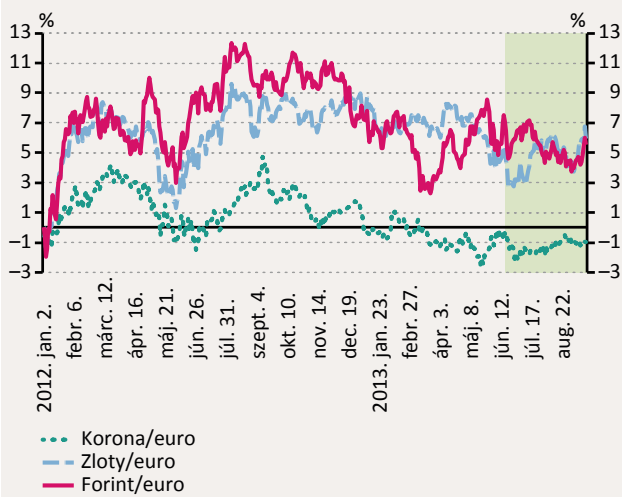
A forint az euróval szemben a teljes időszak alatt összességében 1,4 százalékos gyengült. Az EUR/HUF keresztvolatilitása a teljes időszakot tekintve – a június végi érdemi pénz- és tőkepiaci turbulencia forintárfolyamra gyakorolt hatásától eltekintve – érdeminek mondható. A kereskedési sáv alját jelentő 292-es szintet július közepén érte el a kurzus, ahonnan átmeneti ingadozásokkal ugyan, de fokozatosan emelkedve az időszak végére többször is 302-ig gyengült az árfolyam. A vizsgált időszak végére 300 körül ingadozott a forintárfolyam.

A forint az időszak elején a régiós devizákkal együtt mozgott, ugyanakkor július közepétől kezdődően a hazai deviza árfolyama elszakadt a régiós trendektől, és így összességében alulteljesítővé vált az elmúlt három hónapban. Piaci elemzők szerint ennek hátterében leginkább a kamatcsökkentési ciklussal, valamint a devizahiteles mentőcsomaggal kapcsolatos bizonytalanságok állhattak. Mindazonáltal az időszak folyamán jelentkező feltörekvő piaci eszközeladási hullám a régiót és egyben hazánkat csupán visszafogott mértékben érintette, és a forintárfolyam alakulásában is mérsékelt jelentkezett ez a kedvezőtlen hatás.

A forint/euro árfolyamra vonatkozó ferdeségi mutatóban az időszak elején megfigyelt csökkenést érdemi emelkedés váltotta fel, ami a jövőben várt árfolyam-alakulás eloszlásának a gyenge irányba történő elmozdulására utal.

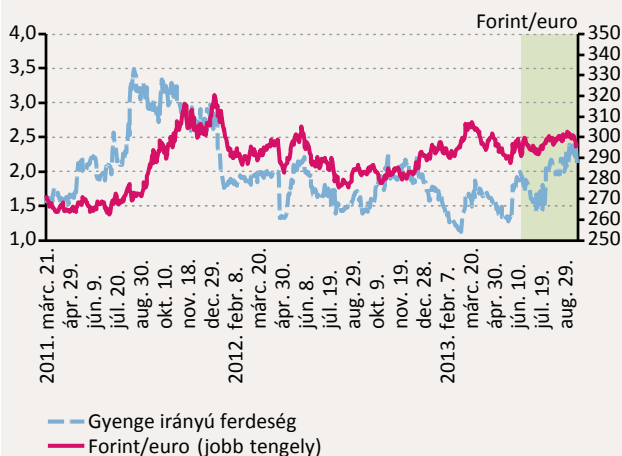
4-4. ábra

Régiós devizaárfolyamok



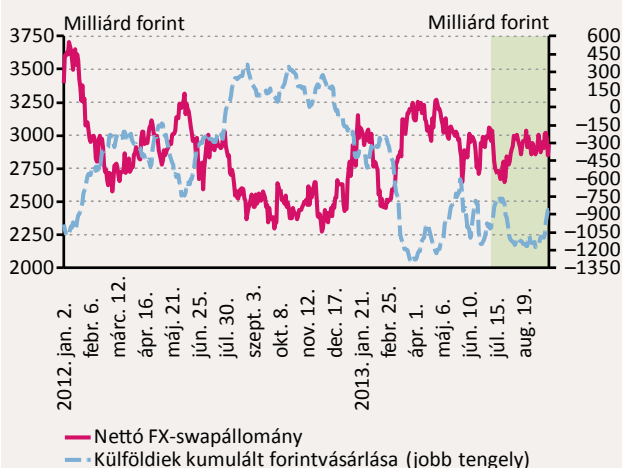
4-5. ábra

A forintárfolyam szintjének és az árfolyam egy hónapos gyenge irányú ferdeségi mutatójának alakulása



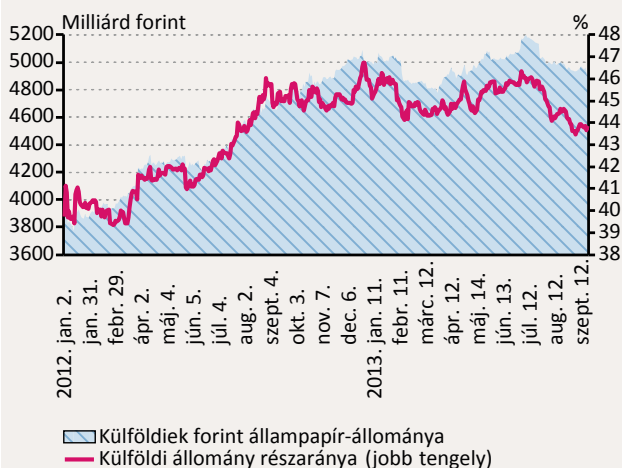
4-6. ábra

A külföldi szereplők nettó forint-deviza swap állománya és kumulált forintvásárlása



4-7. ábra

Külföldiek forint állampapír-állománya



A rövid futamidejű FX-swappiaci felárak alakulását volatilis mozgás és táguló szpredek jellemezték az időszak során, összességében azonban feszültségmentes volt a kereskedés a piacon. A swapfelárak időszak során tapasztalt emelkedését a bankrendszer likviditásának megnövekedett szintje magyarázhatja. A legrövidebb overnight és tom-next futamidőn az időszak végére a kiinduló érték alá süllyedtek a felárak, 3–6 hónapos futamidőn fölfelé mozdultak el a szpredek, míg az éven túli lejáratokon kismértékű csökkenés volt megfigyelhető az FX-swappiaci felárakban.

A külföldi szereplők nettó FX-swapállománya az időszak végére 136 milliárd forinttal emelkedett, továbbá a nem rezidens szereplők kumulált forintvásárlása 54 milliárd forinttal csökkent. A nem rezidens szereplők kéthetes MNB-kötvényállománya az időszak során emelkedett, míg állampapír-állományuk 100 milliárd forintot meghaladó mértékben szűkült, ezzel részesedésük a teljes állományon belül 44 százalék alá süllyedt.

4.1.3. ÁLLAMPAPÍRPIAC ÉS HOZAMALAKULÁS

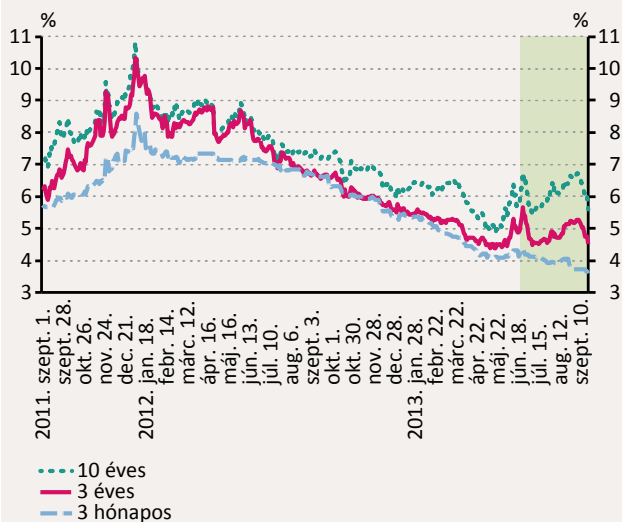
A rövid futamidejű diszkontkincstárjegyek aukcióit átlagosan kétszeres lefedettség jellemezte, és a legtöbb esetben az ÁKK a meghirdetett mennyiségnek megfelelő összegben bocsátott ki állampapírt. Az ettől eltérő esetekben a módosítás minden alkalommal felfelé történt. A kialakuló aukciós átlaghozam az időszak egészében csökkent, ami összhangban állt a kamatcsökkentési várakozásokban megfigyelt változásokkal.

Az állampapírok elsődleges piacán az 5 és a 10 éves kötvények iránt átlagosan háromszoros túlkereslet mutatkozott, ugyanakkor a túljegyzés mértéke hétről hétre volatilisán változott. Az időszak során végrehajtott aukciók közül a lefedettség tekintetében kiemelkedett a június végi kötvényértékesítés, amikor az előbbi papírra nyolcszoros, az utóbbira pedig hatszoros volt a túljegyzés. A hároméves papírokra ugyanakkor folyamatosan nyomott kereslet mutatkozott.

Az államkötvények tekintetében az időszak során kibocsátott mennyiség pozitív és negatív irányban egyaránt eltért a meghirdetettől, ugyanakkor érdemes kiemelni, hogy míg a 3 éves futamidejű államkötvény vonatkozásában csupán lefelé történt módosítás, addig az 5 éves futamidejű államkötvény esetében csak fölfelé tértek el a tervtől. A 10 éves állampapír-aukción mindkét irányú eltérésre volt példa. Az aukciós átlaghozamok csökkenő trendje a július végi aukción megfordult, és a benchmarkhozamok emelkedésével párhuzamosan fokozatosan magasabbra kerültek.

4-8. ábra

Referencia állampapírhozamok alakulása



Az állampapír-piaci hozamgörbe az időszak elejéhez képest érdemben meredekebbé vált. A görbe rövid vége közel 30-40 bázisponttal tolódott lejjebb a júniusi szintekhez képest, míg a hosszú vége – átmeneti emelkedés után – lényegében stagnált. A magyar hozamok az időszak elején a globális pénzpiaci feszültségekkel párhuzamosan megemelkedtek, amit érdemi korrekció követett. Innen azonban a negyedév hátralevő részében hazánk többi kockázati mutatójának alakulásától eltérően, a hosszú hozamok újra érdemben tágtak. Szeptember közepétől ismét megváltozott a kép, és a szír helyzethez köthető külpolitikai feszültségek enyhülésével valamint a Fed szeptember 18-i döntését követően kedvező folyamatokat láthattunk a hosszú hozamok alakulásában. A hazai devizában denominált papírok esetében ez a tendencia – Románia kivételével – a régió más országaiban is megfigyelhető volt.

Ezzel szemben az időszak egészét tekintve a rövid hozamok tovább csökkentek, amire legfőképpen a kamatpálya alakulására vonatkozó várakozások hatottak az időszak során. Mindennek eredőjeként az állampapír-piaci hozamgörbe meredeksége érdemben nőtt az elmúlt három hónapban.

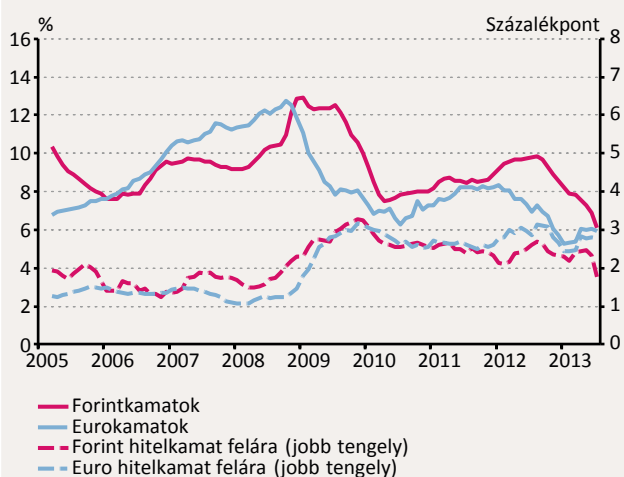
A határidőskamatláb-megállapodások volatilitása jellemzően a nemzetközi hangulat romlásával együtt változott. Ennek megfelelően az időszak eleji kockázattávallási hajlandóság csökkenésével megugrottak az FRA-hozamok, később azonban korrigáltak és a Fed eszközvásárlási programjának visszafogásával kapcsolatos várakozások augusztusi felerősödéséhez köthető megugrástól eltekintve fokozatosan csökkentek. Hazai tényezők is befolyásolták a kamatpályát: a Monetáris Tanács tagjainak jelzései leginkább a kamatciklus várt mélypontjának csökkenését eredményezték. Ezzel párhuzamosan a kamatvárakozásokat legjobban jelző bankközi hozamgörbe meredeksége szintén emelkedett.

4.2. Pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2013 második negyedévében enyhültek a hitelezési feltételek a vállalati szegmensben. Az új kibocsátású forinthitel átlagos kamatlába szinte teljes egészében lekövette az alapkamat mérséklődését, majd júliusban a hitelkamat a Növekedési Hitelprogram hatására nagyobb mértékben csökkent, így a felár is fél százalékponttal mérséklődött. A nem árjellegű feltételek némileg enyhültek a második negyedévben, de változatlanul szigorúak. A háztartási szegmensben belül tovább folytatódott a hitelezési feltételek enyhülése, emellett a megvalósult ügyletek teljes hitelköltsége is csökkent. A lakáscélú hitelek teljes hitelköltség-mutatója 2010 második fele óta először került ismét 10 százalék alá. A kamatfelár ugyanakkor nemzetközi összehasonlításban még mindig magas, valamint az enyhítések ellenére a hitelezési feltételek még mindig szigorúnak számítanak. Az egyéves reálkamat a bankrendszeri betéti kamatok alapján számolva jelentősen csökkent, értéke 1 százalék alá esett. A reálkamat szintje összességében historikusan továbbra is alacsonynak számít.

4-9. ábra

A vállalati kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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

Forrás: MNB.

4.2.1. VÁLLALATI HITELKONDIÓK

A megvalósult ügyletek alapján a vállalati forinthitel 3 havi mozgó átlaggal simított kamatlába a második negyedévben az előző negyedév végi 7,8 százalékos szintről egyenletes ütemben 6,9 százalékra csökkent, ami így összességében lekövette az alapkamat csökkenését. Júliusban a kamatláb nagyobb mértékben csökkent 6,9 százalékról 6,1 százalékra (0,8 százalékponttal) köszönhetően a Növekedési Hitelprogramnak, amely jelentősen enyhíti a kamatkondíciókat a KKV-szegmensben. Ennek következtében a referenciakamat feletti felár is fél százalékponttal csökkent, 2 százalékpont alá. Az euroalapú hitelek esetében eközben a második negyedévben enyhén emelkedtek mind a kamatlábak, mind pedig a felárak, júliusban pedig változatlan szinten maradtak.

A hitelezési felmérés alapján¹⁰ 2013 második negyedéve során némileg enyhültek vállalati hitel-feltételek, ugyanakkor a bankok többsége a feltételek változatlanságáról számolt be. A bankok likviditási helyzete a feltételek enyhítése irányába, míg az iparág-specifikus problémák és a gazdasági kilátások a feltételek szigorításának irányába hatottak. Előretekintve, a következő félévben a bankok összességében a feltételek további enyhülésére számítanak. A vállalati hitel-feltételek¹¹ enyhülését azonban a múltbeli folyamatok tükrében érdemes értékelni: a korábbi széles körű szigorítások miatt továbbra is igaz, hogy jelenleg csak a vállalatoknak csak egy szűk köre számít hitelképesnek, ők viszont már kedvezőbb kamatkondíciókkal szembesülhetnek.

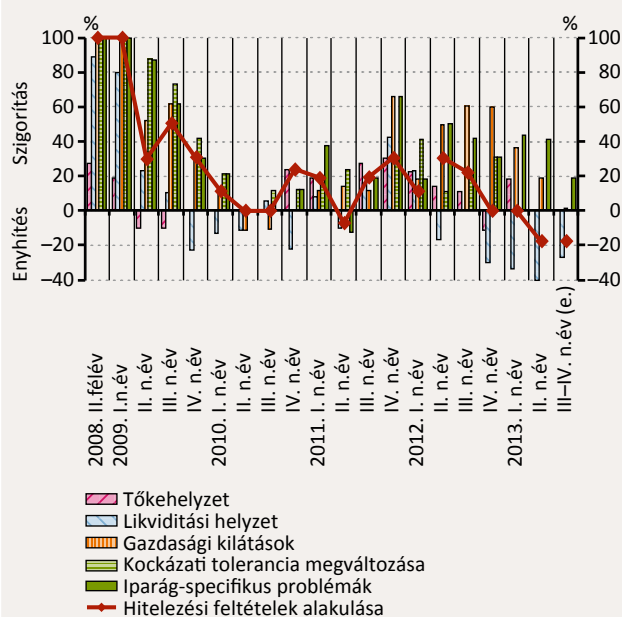
¹⁰ A hitelezési felmérés eredményeinek részletesebb elemzése megtalálható az MNB új, Hitelezési folyamatok című kiadványában:

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu-hitelezesi-folyamatok/201308/Hitelezesi_folyamatok_201308_hu.pdf.

¹¹ A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

4-10. ábra

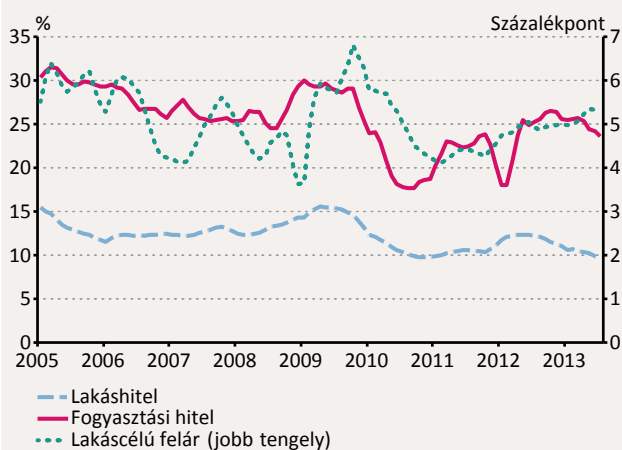
Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben



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

4-11. ábra

A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára



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

4.2.2. HÁZTARTÁSIHITEL-KONDIÓK

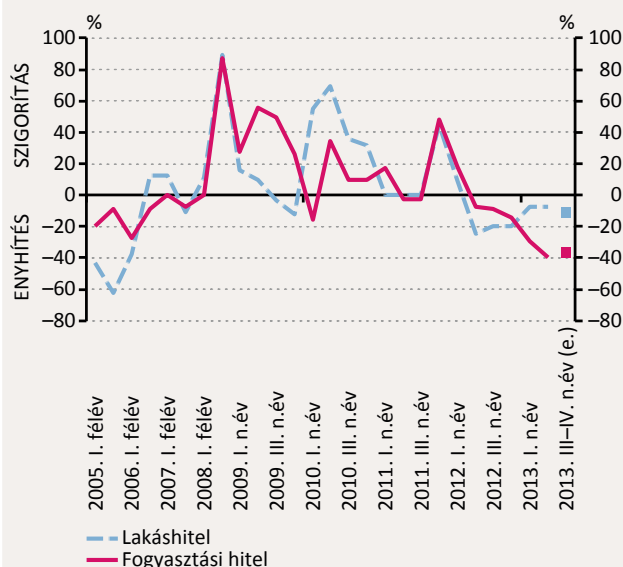
A megvalósult lakáscélú jelzáloghitel-ügyleteknél a három hónapos mozgó átlaggal simított teljes hitelköltség (THM) az első negyedév végi 10,5 százalékról a második negyedév végére 9,9 százalékra csökkent, júliusban pedig további 0,2 százalékponttal mérséklődött. A hitelkamat csökkenése csak részben követte le a 3 hónapos BUBOR mérséklődését, a kamatfelár az első negyedévhez képest így némileg emelkedett. Ennek oka abban keresendő, hogy a banki hiteltermékekkel ellentétben a lakástakarék-pénztárak által megállapított hitelkamatlábak kevésbé mérséklődtek.

A fogyasztási hitelek 3 hónapos mozgó átlaggal simított teljes hitelköltsége (THM) az előző negyedévhez hasonlóan tovább mérséklődött, a márciusi 25,7 százalékról júniusra 24,1 százalékra. Az előző negyedévhez képesti csökkenés mind a szabad felhasználású jelzáloghiteleket, mind pedig a fedezetlen fogyasztási hiteleket érintette. Míg előbbi teljes hitelköltsége 13,8 százalékról 12 százalékra, addig a fedezetlen fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége 28-ról 27,3 százalékra mérséklődött. Júliusban összességében a fogyasztási hitelek kamatlábjának további mérséklődése volt megfigyelhető.

A hitelezési felmérésben a lakáshitelek feltételein a bankok nettó értelemben vett 8 százaléka, míg a fogyasztási hitelek esetén 40 százaléka jelentett enyhítést 2013 második negyedévében. A folyamatos enyhítések ellenére a hitelkondíciók még mindig szigorúnak számítanak, ami egyrészt a 2011 végi széles körű szigorításnak köszönhető. Másrészt a szigorú feltételekhez tartozik még, hogy 2013 második negyedévében az új jelzáloghiteleknél a kamatfelár jóval 5 százalék feletti, a hitelfedezeti mutató (LTV) pedig átlagosan 53 százalék volt. Ez utóbbi mutató a végtörlesztés előtt 60 százalék fölött volt, a szabályozás pedig 80 százalékot is megenged.

4-12. ábra

Hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben



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

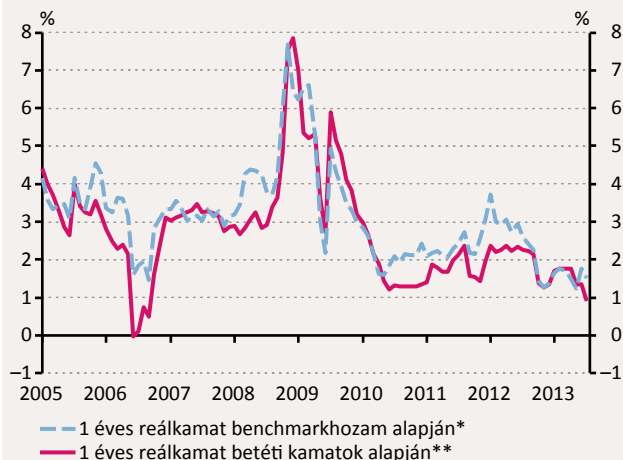
Forrás: MNB.

4.2.3. REÁLKAMATOK ALAKULÁSA

2013 júliusában az egy évre előretekintő reálkamat az 1 éves állampapírhozam alapján számolva 1,5 százalék volt, ami hozzávetőlegesen megegyezik az áprilisi értékkel, időközben az állampapírhozamok ingadozása azonban okozott némi kilengést a mutatóban. A legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok alapján számolva jelentősen csökkent, csaknem a felére esett a reálkamat. A 2013. áprilisi 1,8 százalékhoz képest jelenleg 0,9 százalékot tesz ki. A reálkamat csökkenése teljes egészében a betéti kamatok mérséklődésére vezethető vissza, hiszen az inflációs várakozások április óta stabil 2,6–2,7 százalékon tartózkodnak. A reálkamat historikusan továbbra is alacsonynak tekinthető.

4-13. ábra

Előretekintő reálkamatlábak alakulása



* Az 1 éves zérókupon-hozam és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretekintő elemzői inflációs várakozások alapján.

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

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

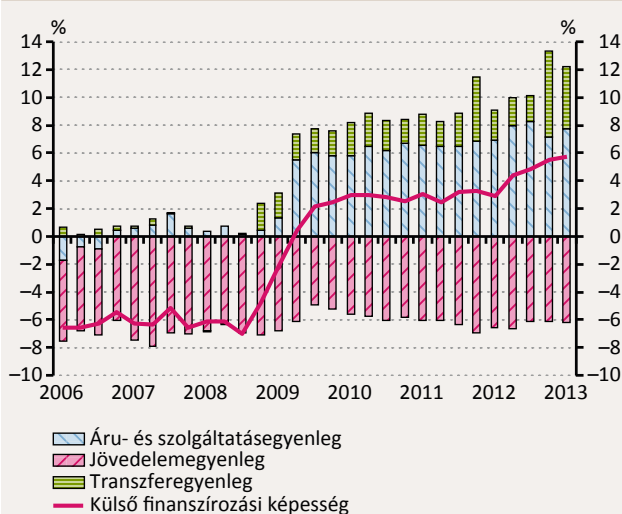
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

2013 első negyedévében továbbra is jelentős nettó megtakarítói pozíció jellemezte a magyar gazdaság külső egyensúlyi pozícióját. A külső finanszírozási képesség további növekedésében döntően a külkereskedelmi egyenleg – előző negyedévi csökkenés korrekciójaként végbement – emelkedése tükröződött. Bár az EU-transzfer összege elmaradt a 2012 végi kiugróan nagy értéktől, azonban meghaladta a korábbi negyedévekben tapasztaltakat. Előzetes adataink szerint a külső egyensúlyi többlet emelkedése a külkereskedelmi egyenleg mérséklődése mellett 2013 második negyedévében némileg lassulhatott. A továbbra is magas külső finanszírozási képességgel összhangban 2013 elején is jelentős – bár az előző negyedévhez képest kisebb mértékű – volt az adósságtípusú források nettó kiáramlása, aminek eredményeképpen Magyarország nettó külső adósságrátája tovább csökkent.

5-1. ábra

A külső finanszírozási képesség alakulása

(szezonálisan igazított értékek, GDP arányában)



5.1.1. KÜLSŐ EGYENSÚLYI POZÍCIÓNK ALAKULÁSA

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége 2013 első negyedévében újabb historikus csúcsra emelkedve a GDP 6 százaléka körül alakult. A külkereskedelmi egyenleg GDP-arányos értéke az első negyedévben a GDP 8 százaléka-ra emelkedett, ami döntően a 2012 végi egyedi, átmeneti hatások korrekciójának tekinthető. Bár az export éves növekedési üteme az előző negyedévi alacsony szinten stabilizálódott, ám a pozitív külkereskedelmi egyenleg bővülését a cserearány javulása is segítette. Előzetes adatok szerint a külkereskedelmi többlet növekedése a második negyedévben lassulhatott, ami vélhetően a magasabb belföldi felhasználás és a feldolgozóipari cégek erős készletezési magatartása miatt emelkedő importtal áll összefüggésben.

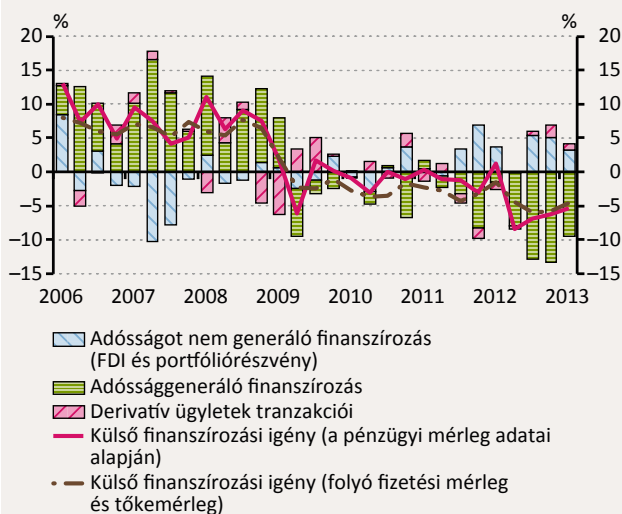
A jövedelemegyenleg hiányában nem történt érdemi elmozdulás az első negyedévben, ugyanakkor az egyenleg komponenseiben kismértékű átrendeződés történt: az adósságjellegű források után fizetett kamatok korábbi negyedévekben stagnáló nettó egyenlege az első negyedévben enyhén csökkent.

A transzferegyenleg többlete az első negyedévben a 2012 végi kiugróan nagy növekedést követően 750 millió euróra mérséklődött, azonban nagysága meghaladja a korábbi évek hasonló időszakában tapasztalt értékeket.

5-2. ábra

A külső finanszírozás szerkezete

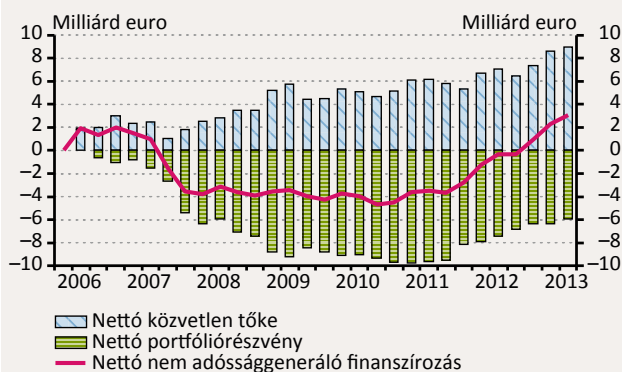
(GDP-arányos tranzakciók)



5-3. ábra

A közvetlentőke-befektetések alakulása

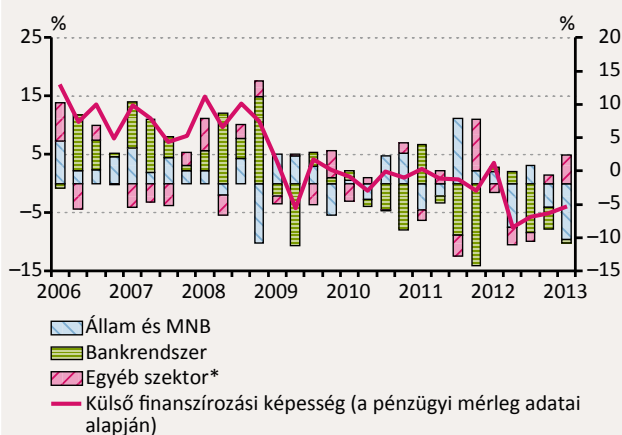
(kumulált tranzakciók)



5-4. ábra

A külső finanszírozás szektorok szerint

(GDP-arányos tranzakciók)



* Nem pénzügyi vállalatok, egyéb pénzügyi vállalatok, háztartások.

5.1.2. FINANSZÍROZÁSI FOLYAMATOK

A jelentős mértékű első negyedéves külső finanszírozási képesség – 2012 második feléhez hasonlóan – a nem adósságjellegű források bővülése és az adósság típusú források mérséklődő, de továbbra is jelentős mértékű nettó kiáramlása mellett következett be.

Az első negyedévben folytatódott a nem adósságtípusú forrásbeáramlás, aminek mintegy fele kapcsolódott a nettó közvetlentőke-beáramláshoz, miközben jelentős volt a nettó portfóliórésztvény-befektetések összege is. Az előző negyedévekhez képest jóval lassabban emelkedtek a nettó közvetlentőke-befektetések, míg a nettó portfólióbefektetések összegét a külföldi követelések leépítése is támogatta.

A nettó adósság típusú források kiáramlása az I. negyedévben is meghaladta a 2 milliárd eurót, ami historikusan magasnak számít, ugyanakkor mérséklődést jelent 2012 végéhez képest. Az MNB-vel konszolidált államháztartás esetében kiugróan nagy, közel 3 milliárd euro volt a nettó forráskiáramlás, ami döntően az EU-transzferek és a belföldiek számára értékesített Prémium Euró Államkötvény hatására megnövekedett devizatartalékra vezethető vissza. Az első negyedévben jelentősen lassult a bankrendszer nettó forráskiáramlása, miközben a vállalatok nettó külső adóssága kis mértékben emelkedett.

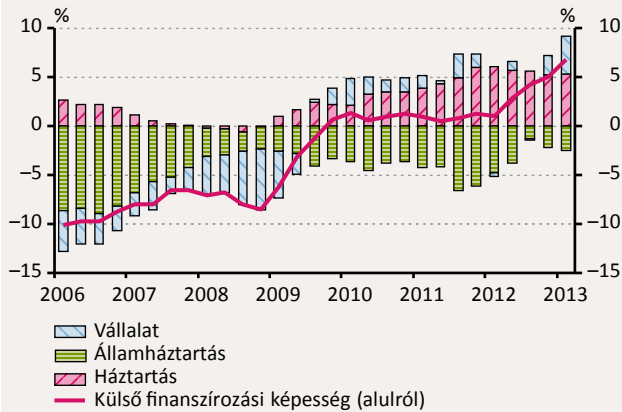
A finanszírozás oldaláról (alulról) számított külső finanszírozási képesség négy negyedéves értéke 2013 első negyedévében korábban nem tapasztalt szintre emelkedett, és megközelítette a 7 százalékot. Az egyes szektorok pénzügyi megkatarításai alapján emögött a háztartások továbbra is magas megtakarítása, az államháztartás historikusan alacsony finanszírozási igénye áll, miközben a vállalatok finanszírozási képessége jelentősen emelkedett. A vállalatok pénzügyi megtakarításának növekedésében jövedelmi oldalról az utóbbi negyedévekben jelentős EU-transzfer játszott szerepet, míg felhasználási oldalról elsősorban a továbbra is gyenge beruházási aktivitás járult hozzá.

Az első negyedévben folytatódott a nettó külső adósságráta korrekciója. Az adósság típusú források számottevő mértékű kiáramlása mellett ugyanakkor a forint március végén a külső adósság összetétele szempontjából fontos devizaárfolyamokkal szemben jóval gyengébb volt, mint decemberben. A fenti folyamatok eredményeként a GDP-arányos nettó külső adósság 42 százalék alá csökkent, és a mérséklődés elsősorban az államháztartás esetében látványos.

5-5. ábra

A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint

(négy negyedéves GDP-arányos értékek)



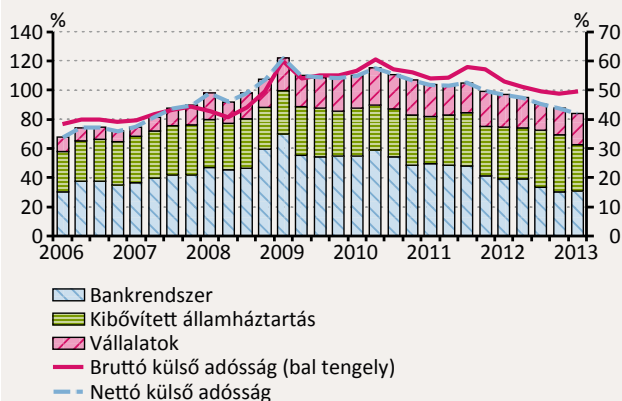
A nettó mutató mérséklődésével szemben a bruttó külső adósság enyhén emelkedett, és március végén újra megközelítette a 100 százalékat. Ennek háttérében az áll, hogy az államháztartás nettó külső adósságának csökkenése döntően a devizatartalékok növekedéséhez köthető, ami nem hat a bruttó adósságra. Emellett a bankok esetében a nettó külső adósság stagnálása kismértékű forrásbeáramlás mellett valósult meg, ami szintén a bruttó adósságráta növekedésének irányába hatott.

Magyarország külső finanszírozási képessége régiós összehasonlításban is kiugróan nagyra számít. A magas megtakarítói pozíció egyik legfontosabb forrása a külkereskedelmi többlet, amely számottevően meghaladja a régiós országokban tapasztalt szintet. Emellett ugyanakkor a jelentős mértékű EU-transzfereket tükröző transzferegényleg is nagymértékben járult hozzá a finanszírozási képesség növekedéséhez. A viszonylag magas külső adósságrátával összhangban a jövedelemegyenleg hiánya Magyarországon rontja az egyik legnagyobb mértékben a külső finanszírozási pozíciót. Azonban a külső finanszírozási többlettel párhuzamosan mérséklődő külső eladósodottság hatására a jövedelemegyenlegekben látható különbség várhatóan mérséklődik.

5-6. ábra

A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása

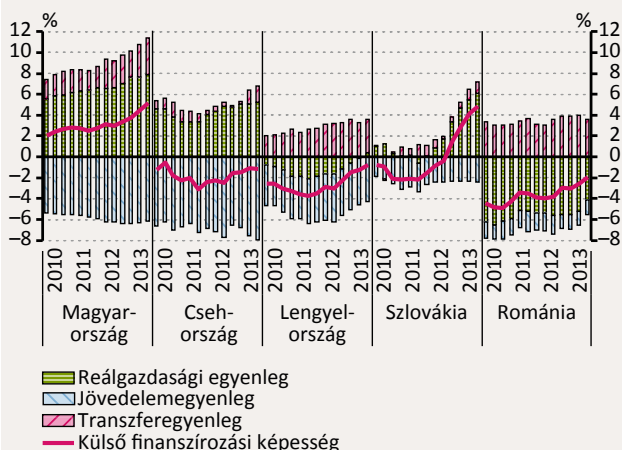
(GDP-arányos értékek)



5-7. ábra

A külső finanszírozási képesség alakulása a régióban

(négy negyedéves GDP-arányos értékek)



5-1. keretes írás

A Magyarországra érkező EU-transzferek nagysága

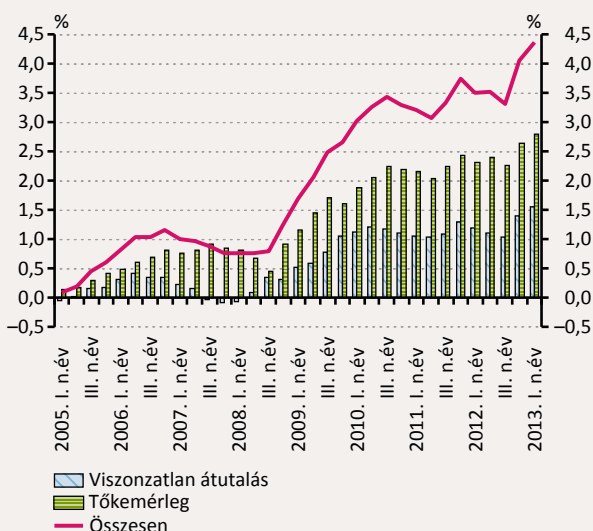
A fizetési mérleg eredményszámla adatai alapján 2013 első negyedévében mintegy 750 millió eurónyi EU-támogatás került felhasználásra,¹² ami jelentősen meghaladja az egy évvel ezelőtti értéket. Ennek következtében a négy negyedéves transzferfelhasználás tovább emelkedett, és így megközelítette a 4,5 milliárd eurót (5-8. ábra). A transzferek jellege szerinti megbontás azt mutatja, hogy az EU-tól kapott támogatás mintegy kétharmada a tőkemérleget javítja – vagyis a transzfereknek vélhetően ekkora hányada járulhatott hozzá a hazai tőkebefektetések és így a beruházások növekedéséhez. A transzferek mintegy harmadát kitevő viszonzatlan átutalások ugyanakkor folyó támogatásokat takarnak (pl. szolgáltatások vásárlása, képzési költségek). A második negyedévről rendelkezésre álló információk alapján az EU-transzferek beáramlása tovább emelkedhetett. Érdeemesnek tartjuk ugyanakkor megjegyezni, hogy a 2007-ben indult új hétéves költségvetési periódus elején a transzferek összege mérséklődött. Ennek megfelelően a 2013-as, éves szinten várható 4,7 milliárd eurót követően jövőre, az új periódus elején a transzferek 4 milliárd euro alá történő mérséklődését valószínűsítjük – mivel az új projektekre még nem jár pénz, és csak az előző költségvetési periódusból áthúzódó összegek kifizetése zajlik.

Magyarország 2004-es csatlakozása óta jelentős mennyiségű EU-transzfer áramlott az országba. A 2008-ig évente átlagosan 1 milliárd eurót (a GDP 1 mintegy százalékát) kitevő támogatás 2009 óta nagymértékben és folyamatosan emelkedett, aminek eredményeképpen összege 2012-ben meghaladta a 4 milliárd eurót (a GDP 4 százalékát) – miközben az EU-tól kapott összes támogatás a 2004–2012-es időszakban megközelítette a 18 milliárd eurót. A befolyt támogatások szektorális megbontása azt mutatja, hogy – mivel az EU-tagság befizetési kötelezettségeket is jelent – az államháztartás még 2008 közepén is nettó befizető volt, azonban azóta az állam által kapott transzferek összege jelentősen emelkedett. Az egyéb szektorok közül a háztartások EU-támogatása jellemzően a mezőgazdasági támogatásokból származik, a nem pénzügyi vállalatok pedig fejlesztési célú támogatásokban részesülnek, illetve az intervenciók felvásárlásából jutnak EU-s forrásokhoz.

5-8. ábra

A nettó EU-transzferek megbontása viszonzatlan átutalásra és tőkejellegű támogatásra

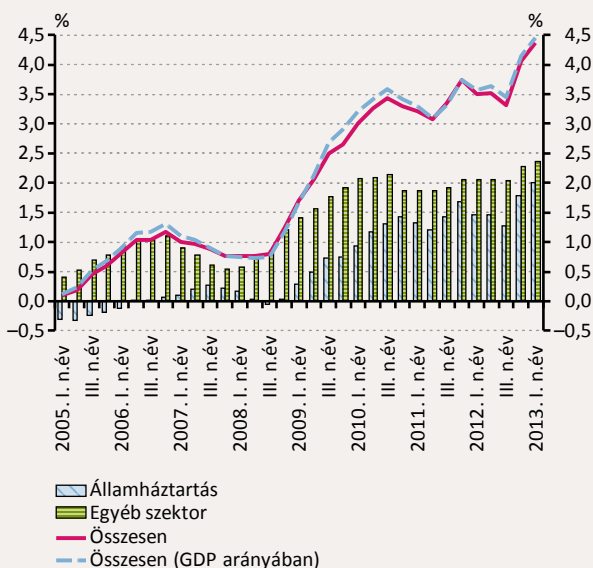
(négy negyedéves érték)



5-9. ábra

Az EU-transzferek szektorális megbontása

(négy negyedéves érték)



¹² A fizetési mérleg alapvetően eredményszámla tartalmú tranzakciókat tartalmaz, vagyis az EU-transzferek nem a támogatások devizatartalékban megjelenő átutalásakor javítják külső pozíciójukat, hanem a támogatások – esetleg korábban vagy később megfinanszírozott – felhasználásakor. Az átutalás és a felhasználás időbeli eltérését az EU-s projektek állami elő-, illetve utófinanszírozása hidalja át.

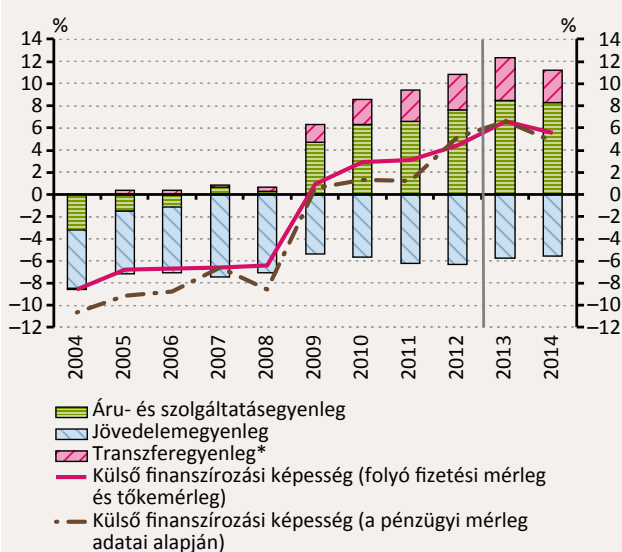
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete 2013 során tovább emelkedhet, majd 2014-ben enyhe mérséklődést várunk. Az idei javuláshoz több tényező is hozzájárulhat: az erősödő külső kereslet mellett a javuló cserearány hatására is emelkedő nettó export, a jövedelemegyenleg várhatóan mérséklődő hiánya és az EU-transzferek emelkedő felhasználása egyaránt növeli az ország külső finanszírozási képességét. 2014-ben ugyanakkor a külkereskedelem többlete – részben a beruházások mellett az importot is növelő Növekedési Hitelprogram hatására – nem emelkedik tovább, miközben az új költségvetési periódus miatt az EU-transzferek összege mérséklődhet. Az egyes szektorok megtakarítói pozícióit tekintve továbbra is a magánszektor magas nettó megtakarítása határozza meg a külső pozíciókat, miközben az állam finanszírozási igénye továbbra is visszafogott marad. A magas külső finanszírozási képesség fennmaradásával párhuzamosan folytatódhat a külső adósságráta mérséklődése, amely csökkenti az ország sérülékenységét.

5-10. ábra

A külső finanszírozási képesség alakulása

(GDP arányában)



* A viszonzatlan folyó átutalások és a tőkemérleg egyenlegének összege.

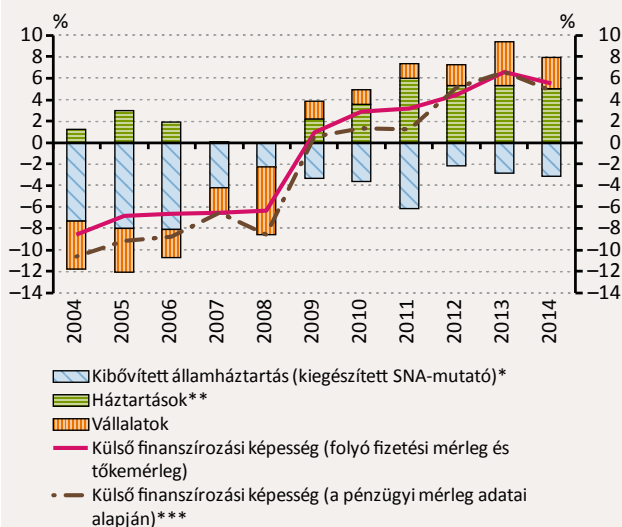
A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége 2013-ban tovább emelkedhet, amihez több tényező is hozzájárulhat. Egyrészt a külkereskedelem többletét a külső kereslet erősödése és az új autópárizi kapacitások termelésének felfutása mellett a cserearányok javulása is növeli. Másrészt a jövedelemegyleg hiánya a csökkenő külső tartozással párhuzamosan mérséklődő kamatköltségek következtében csökkenhet. Végül a várhatóan növekvő EU-transzfer is emelkedő transzferegyleghez vezethet. Ezen hatások következtében az ország nettó külső finanszírozási képessége 2013-ban elérheti a GDP 6,5 százalékát.

A 2013-ban javulást okozó hatások 2014-re várhatóan nem folytatódhatnak tovább. A fokozatosan erősödő fogyasztásbővülés, illetve a Növekedési Hitelprogrammal is megtámogatott beruházásnövekedés következtében a külkereskedelmi egyenleg évek óta tartó növekedése megállhat. Emellett a 2014-ben kezdődő új uniós költségvetési tervezési időszak a transzferek felhasználása valószínűleg mérséklődni fog. Ezeknek a folyamatoknak a következtében az ország külső finanszírozási képessége – bár továbbra is igen magas szintet érhet el, de – 2014-ben enyhén mérséklődhet.

A következő időszakban is a magánszektor magas nettó megtakarítása határozza meg külső pozíciókat, miközben az állam finanszírozási igénye várhatóan meghaladja ugyan a 2012-es szintet, azonban továbbra is visszafogott marad. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása előre tekintve is magas szinten stabilizálódhat, ami mögött alapvetően két tényező húzódhat meg: a folytatódó mérlegalkalmazkodás, illetve hogy a várhatóan infláció felett bővülő lakossági jövedelmekkel párhuzamosan az erős óvatossági motívumok

5-11. ábra

Szektorok finanszírozási képességének alakulása



* A kibővített államháztartásba az állami költségvetésen túl az önkormányzatok, az ÁPV Zrt., a kvázifiskális feladatokat ellátó intézmények (MÁV, BKV), az MNB és az állami kezdeményezésű, de formálisan PPP-konstrukciójú beruházásokat végző intézmények tartoznak. A kiegészített SNA-mutató figyelembe veszi a magán-nyugdíjpénztári megtakarításokat.

** 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.

miatt a lakosság továbbra is jövedelmének jelentős részét takarítja meg. A háztartások reáljövedelmének növekedését a historikusan is alacsony infláció mellett az év eddigi szakaszában tapasztalt nagymértékű létszámbővülés is segítette. A vállalati szektor esetében a profit-helyreállítás folytatódása valamint a növekvő EU-transzfer-felhasználás eredményeképpen növekedhet a nettó megtakarítás 2013-ban. A Növekedési Hitelprogram hatására ugyanakkor 2014-ben jelentősebb mértékben nőhetnek a versenyszféra beruházásai is, aminek eredményeképpen – illetve a várhatóan mérséklődő EU-transzferek hatására – jövőre mérséklődhet a vállalatok finanszírozási képessége.

A gazdaság továbbra is nagymértékű külső finanszírozási képessége a következő években is mérsékelheti a gazdaság külső tartozásait és adósságát, így a külső sérülékenységek számára fontos mutatókban várhatóan folytatódhatnak a kedvező folyamatok.

5.3. Költségvetési folyamatok

Alap-előrejelzésünk szerint az eredményszámla-tervezetű költségvetési hiány 2013-ban jelentősen a GDP 3 százaléka alatt, 2,6 százalékon marad. 2014-re a rendelkezésre álló információk alapján 2,9 százalékos GDP-arányos hiányt jelzünk előre. A 2013. évi eredményszámla-tervezetű egyenlegre vonatkozó prognózisunk júniushoz képest a GDP 0,1 százalékaival javult, mivel a bevétel oldali alapfolyamatok kedvezőbben alakultak a vártnál az elmúlt hónapokban. Előrejelzésünk készítéséhez felhasználtuk a 2013. évi költségvetési törvény szeptemberben benyújtott módosítását és a 2014. évi költségvetési törvényjavaslatnak a Költségvetési Tanács munkáját támogató jegybanki funkcióhoz kapcsolódóan megismert első tervezetét, azaz 2014-et illetően áttértünk egy technikai feltételezéseket használó előrejelzésről a kormányzati szándékokat jobban tükröző pályára. A bruttó államadósság az előrejelzési horizonton folyamatosan csökken.

5.3.1. AZ ÁLLAMHÁZTARTÁSI EGYENLEGMUTATÓK ALAKULÁSA

2013-ban az ESA-hiány előrejelzésünk szerint a GDP 2,6 százaléka lehet, így prognózisunk a júniusi inflációs jelentéshez képest bő 0,1 százalékponttal javult. A bevételi folyamatok és az egyéb intézkedések együttes hatására az eredmény-számla-tervezetű bevételi prognózisunkat 165 milliárd forinttal emeltük. Ebben szerepet játszottak az elmúlt hónapok költségvetési alapfolyamatai – az áfa- és járulékbévételek esetében látható kedvező tendencia –, továbbá a pénzügyi tranzakciókilleték-bevételt növelő kormányzati intézkedés, valamint a frekvenciajogok értékesítéséből származó – a törvényi előírástól magasabb – bevétel. A kormány 2013. évi költségvetési törvényt módosító javaslata mintegy 66 milliárd forinttal növeli az eredményszámla-tervezetű költségvetési hiányt, másfelől azonban csökkent a lakástámogatásokra és a korhatár alatti nyugdíjkiadásokra vonatkozó prognózisunk. Előrejelzésünkben érvényesítettük az Európai Bizottsággal

5-1. táblázat

Államháztartásiegyenleg-mutatók

(a GDP százalékában)

	2012	2013	2014
ESA-egyenleg (szabad tartalékok teljes törlésével)*	-2,0	-2,6	-2,9
Kiegészített (SNA-) egyenleg*	-2,1	-2,8	-3,1
Ciklikus komponens (MNB-módszer)	-0,4	-0,6	-0,3
Ciklikusan igazított kiegészített (SNA-) egyenleg*	-1,7	-2,2	-2,8
Fiskális keresleti hatás**	-4,4	0,9	0,5

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

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

5-2. táblázat**A 2013. évi ESA-egyenleg-előrejelzésünk változásának felbontása***(júniusi jelentéshez képest; milliárd forint)*

	2013
BEVÉTELEK	
1) Gazdálkodó szervezetek befizetései	-60
2) Fogyasztáshoz kapcsolódó adók (és tranzakciók illeték)	131
3) Lakosság befizetései	-3
4) Szociális hozzájárulási adó és járulékok	37
5) Egyéb járulékok és adók	5
6) Központi alrendszer egyéb bevételei	55
7) <i>Bevételek változása összesen</i>	165
KIADÁSOK	
8) Lakástámogatások	-10
9) Családi támogatások, korhatár alatti ellátások	-11
10) Intézményi és fejezeti nettó kiadások	171
11) Önkormányzatok támogatása	15
12) Hozzájárulás EU-költségvetéshez	75
13) Adósságtóvállalások	6
14) Állami vagyonnal kapcsolatos kiadások	71
15) Társadalombiztosítási alapok kiadásai	-9
16) Nettó pénzforgalmi kamatkadás	21
17) <i>Kiadások változása összesen</i>	330
18) Eredményszemléletű kamatkorrekció	44
19) Egyéb eredményszemléletű korrekciók	170
20) <i>Változások ESA-egyenlegben összesen (7-17+18+19)</i>	48

kötött megállapodást az uniós támogatások felfüggesztésének megszüntetéséről, és az ezzel járó egyszeri 75 milliárd forintos kiadást (ami ennél kevesebb is lehet).

A rendelkezésre álló információk alapján 2014-ben az eredményszemléletű hiányt a GDP 2,9 százalékára becsüljük az Országvédelmi Alap teljes törlesztését feltételezve. Aktualizált prognózisunk a júniusi inflációs jelentéshez képest 0,4 százalékpontos egyenlegromlással számol, amihez jelentős mértékben hozzájárul, hogy figyelembe vettük a nagy valószínűséggel bevezetésre kerülő népesedéspolitikai program becsült hatását (a GDP 0,3 százaléka értékben).

2014-ben kiadási oldalon a többi hatás kioltja egymást. Egyfelől a nyugdíj- és nyugdíjjellegű kiadások a GDP 0,3 százalékaival csökkentek júniushoz képest az alacsonyabb inflációs prognózis és a korhatár alatti nyugdíjaknál a feltételezettnél alacsonyabb beáramlás miatt, másfelől a költségvetési szervek kiadásaira vonatkozó prognózisunkat hasonló mértékben emeltük a kormányzati szándék alapján magasabb beruházásokat feltételezve. Bevételi oldalon szintén egymást kioltó változások jelentkeznek: a fogyasztáshoz kötődő adóbevételek a GDP közel 0,3 százalékaival emelkednek, a profitadók, illetve a gazdálkodó szervezetek egyéb adójellegű befizetései pedig ugyanekkora mértékben csökkennek.

2014-re kissé magasabb eredményszemléletű nettó kamatkiadást prognosztizálunk a júniusi inflációs jelentéshez képest, amit a hosszú hozamok várt mérséklődésének elmaradása, valamint a 2013-ra tervezett devizakötvény-kibocsátás jövő évre gyakorolt hatása magyaráz. Ezzel szemben az eredményszemléletű korrekciók – eltekintve itt az uniós előleg elszámolásától – a GDP 0,2 százalékpontjával javítják egyenleget.

5.3.2. A FISKÁLIS KERESLETI HATÁS

A 2012. évi jelentős keresletszűkítést követően 2013-ban a költségvetési politika már az aggregált kereslet növelése irányába hat. 2013-ra a fiskális keresleti hatást mérő mutatónk a GDP 0,9 százalékának megfelelő jövedelembővülést jelez, amely alapvetően a lakosság irányába történik, az egyéb szektorok felé pedig összességében semleges lehet a fiskális politika. A lakossági jövedelmek növekedését főként a járulékkedvezmények, a ténylegesen egykulcsos adórendszer kiépítése, továbbá az inflációt meghaladó mértékű nyugdíjmelés okozzák. 2014-ben a fiskális politika ismét a GDP 0,5 százalékának megfelelő mértékű keresletbővítést hajt végre, amire elsősorban a háztartások irányába kerül sor (pedagóguséletpálya-modell, népesedéspolitikai program).

A ciklikusan igazított költségvetési pozíció (kiegészített SNA-egyenleg) figyelembe veszi, hogy mekkora egyenlegjavító

hatása lehetne annak, ha az adóbevételeket a gazdasági ciklus nem térítené el trendjüktől, valamint azokat a fiskális költségeket is tükrözi, amelyek jelenleg az állami vállalati körben kerülnek elszámolásra (például közösségi közlekedés). 2013-ban és 2014-ben elméletileg a GDP 0,6, illetve 0,3 százalékának megfelelő adóbevétel javíthatná a kormányzati szektor egyenlegét, amennyiben a gazdaság felzárkózna a potenciális szintjéhez.

5.3.3. AZ ALAPPÁLYÁT ÖVEZŐ KOCKÁZATOK

Mind a 2013-as, mind a 2014-es hiány alakulását kockázatok övezik. Az idei évben a magasabb hiány irányába mutató kockázatot jelent a 2013-as költségvetési törvény szeptemberben benyújtott módosításában az MFB számára biztosított vagyoni hozzájárulás statisztikai besorolása körüli bizonytalanság.

A 2014. év tekintetében az adóbeszedés hatékonyságjavulásából származó bevételi többletre vonatkozó feltételezésünket a júniusi jelentéshez képest változatlanul hagytuk, ami körül a kockázatok eloszlása szimmetrikus, a kockázat mértéke a GDP 0,2 százalékpontja körüli. További kockázat azonosítható az állami vagyonnal kapcsolatos bevételeket érintően. Több előirányzat esetében kiadásoldali feszültség állapítható meg, amelyeket együttesen a GDP 0,1 százalékpontja körülre becsüljük. A kockázatok kezelésére – az előrejelzésünk szerint fel nem használható Országvédelmi Alap mellett – a Beruházási Alap hivatott, ami becslésünk szerint a GDP 0,2 százalékpontjának mértékéig képes kezelni a kiadás oldali kockázatokat, feltéve, hogy azokat a kormányzat időben érzékeli.

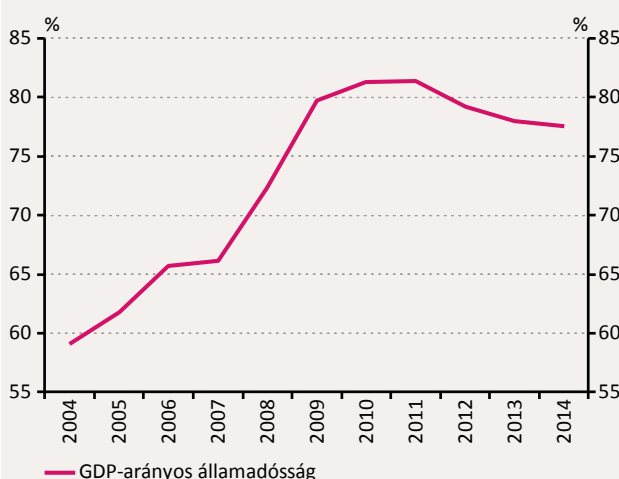
A nemzetközi pénzügyi folyamatokban beálló esetlegesen kedvezőtlen változások – pl. a Fed mennyiségi lazítási programjának lassítása – a forintárfolyam gyengülésén és a hozamok emelkedésén keresztül növelheti a 2014. évi nettó kamatkidadásokat.

5.3.4. AZ ADÓSSÁGPÁLYA VÁRHATÓ ALAKULÁSA

Az MNB előzetes pénzügyi számlái alapján az államháztartás bruttó konszolidált adóssága 2013 első félévének végén a GDP 81,4 százaléka volt. Az első negyedévi 82,4 százalékos mértékhez képest a csökkenést elsősorban a forint árfolyamának erősödése okozta, de szerepet játszott az is, hogy június végén a központi költségvetés előtörlesztette az önkormányzatoktól átvállalt adósság egy részét.

2013-ban a GDP-arányos bruttó államadósság előrejelzésünk szerint 78,3 százalékra mérséklődhet 2012. végi árfolyamon

5-12. ábra
Az államadósság várható alakulása változatlan, 2012. év végi devizaárfolyamon számítva



számolva. Előző negyedévi prognózisunkhoz képest az önkormányzati adósságok részleges előtörlesztésén kívül további két tényező csökkenti a várt adósságot. Egyrészt az IMF felé fennálló tartozás teljes visszafizetése augusztusban, ugyanis a hitel egy része 2014-ben járt volna le, így az előtörlesztés a GDP 0,3 százalékaival mérsékelte 2013. év végi adósságrátát. Másrészt a gazdasági folyamatok alapján a 2013. évi nominális GDP-t magasabbra becsüljük, mint korábban, ami szintén hozzájárul az adósságráta csökkenéséhez. 2014-ben a 3 százalék alatti hiány és az élénkülő gazdasági növekedés egyaránt támogatja az adósságráta további mérséklődését, ami így 78 százalék alá süllyedhet.

6. Kiemelt témák

6.1. Előretekintő iránymutatás a nemzetközi gyakorlatban

Az elmúlt évtizedekben jelentősen megváltozott a monetáris politika kommunikációja, a jegybanki transzparencia egyre szélesebb körűvé vált. A jegybanki transzparencia növelését egyrészt a függetlenné váló intézmények elszámoltathatósága, másrészt az a felismerés indokolta, hogy a monetáris politika az irányadó instrumentum változtatása mellett a várakozások befolyásolásán keresztül is képes hatni a gazdasági folyamatokra. A várakozások hatásos befolyásolásának előfeltétele, hogy a jegybank döntései mögött álló megfontolások ismertek legyenek, azaz a gazdasági szereplők értsék a monetáris politika vitelének szisztematikus jellegét.

Fentiekkel összhangban jelenleg általánosan elterjedt gyakorlat, hogy a jegybankok nyilvánosságra hozzák monetáris politikai stratégiájuk részleteit, célváltozóikat, döntéseiket és az azok alapjául szolgáló főbb érveket, a gazdaság várható alakulásáról alkotott képüket. Mindezek iránymutatást adnak a gazdasági szereplőknek a monetáris politika szisztematikus viselkedéséről („reakciófüggvényéről”), amelynek ismeretében kialakíthatják várakozásaikat a monetáris politika jövőbeli alakulására vonatkozóan. Néhány jegybank azonban ennél is továbbment az átláthatóság növelésében, és explicit jelzéseket kezdett adni a monetáris politika jövőben várható irányultságáról. Az elmúlt évek pénzügyi válsága során több jegybank beleütközött az alapkamat zéró(-közeli) alsó korlátjába (ZLB, zero lower bound), így az előretekintő kommunikáció szerepe még inkább felértékelődött, hiszen ebben a helyzetben a gazdaság helyzete által indokolt további lazítás kivitelezésére a várakozások befolyásolása marad a hagyományos monetáris politika egyetlen eszköze.

6.1.1. AZ ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁS HÁTTÉRÉBEN ÁLLÓ ELVI MEGFONTOLÁSOK

A transzparenciára való törekvés háttérében az inflációs várakozások hatásosabb befolyásolása (pl. az infláció cél körüli horgonyzása), és a monetáris politika hatékonyságának növelése (pl. az, hogy az inflációs sokkok tompítása kisebb reálgazdasági áldozattal járjon) áll. A várakozások menedzselése egy fontos transzmissziós csatorna, mivel a fogyasztási és beruházási döntések jellemzően hosszabb lejáratú (reál)kamatoktól függenek, amelyekre a jegybanki alapkamat aktuális szintjének önmagában kevés befolyása van. A hosszabb lejáratú hozamok alakulásában meghatározó szerepet játszanak a jegybanki alapkamat pályájára vonatkozó várakozások és a középtávú inflációs kilátások. Ha a jegybank képes befolyásolni ezeket, akkor – legalább részben előretekintő gazdasági szereplők esetén – hatni tud az aktuális reálgazdasági és inflációs folyamatokra is.

A fejlett országok jegybankjaira *általánosan jellemző a működésük átláthatósága*, aminek köszönhetően a piaci szereplők pontosabb képet tudnak alkotni arról, hogy milyen viselkedésre számíthatnak a monetáris politika oldaláról. Egy, az árstabilitást középpontba helyező jegybank esetén a piaci szereplők kamatvárakozásait az fogja meghatározni, hogy milyen jegybanki alapkamatpályára mellett látják biztosítottnak az inflációs cél elérését, a monetáris politika által deklarált horizonton. Ezen várakozások formálásához számottevő mértékben járulhat hozzá, ha a jegybank publikálja előrejelzéseit és nyilvánossá teszi a monetáris politikai döntései alapjául szolgáló megfontolásokat. Bár a működés átláthatósága könnyebbé teszi a jegybanki viselkedés előrejelezhetőségét, azonban ez nem minden esetben biztosítja, hogy a piaci szereplők várakozásai a jegybank szándékával összhangban alakuljanak. A jegybank hitelessége mellett ehhez az is szükséges, hogy a piaci szereplők a jegybankhoz hasonlóan gondolkodjanak a monetáris politika vitelét meghatározó makrogazdasági tényezőkről és kilátásokról, illetve a jegybanki döntéshozók azokra adandó reakciójáról. Ha utóbbiak nem állnak fenn, a piaci szereplők várakozása-

it és a jegybank szándékait közelítheti egymáshoz, ha a jegybank explicit jelzéseket ad az alapkamat jövőben várható pályájáról.

A legjobb gyakorlatot folytatónak tekintett inflációs célkövető jegybankok esetében az előretekintő jelzés általánosan elterjedt formája az *előrejelzés jellegű iránymutatás*. Az előrejelzés jellegű iránymutatás jelzést ad arra vonatkozóan, hogy az adott információs bázis mellett mi a legvalószínűbb monetáris politikai reakció. Ideális esetben így a hozamgörbe távolabbi pontjai is a jegybank szándékának megfelelően mozdulnak el.

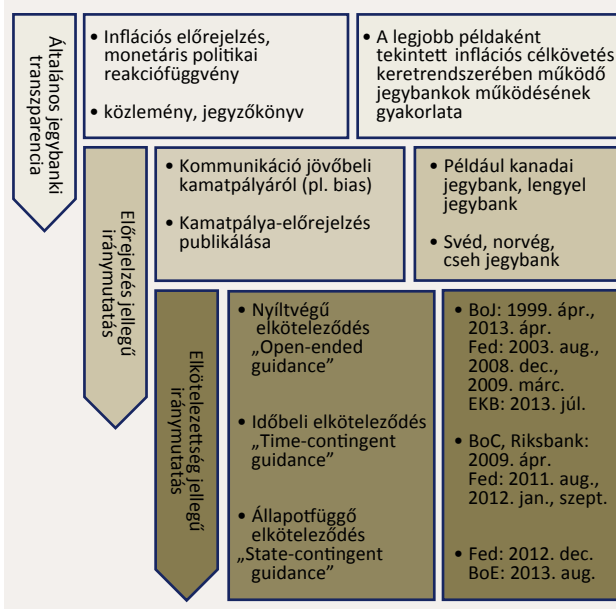
Az előrejelzés jellegű iránymutatás lehet csupán verbális jelzés a várható kamatpályáról (pl. további lépések iránya vagy a kamatpálya várható meredeksége), de akár magában foglalhatja a jegybank makrogazdasági előrejelzésével konzisztens kamatpálya publikálását is (utóbbi abban az esetben valósítható meg, ha az előrejelzés endogén monetáris politikai reakció feltételezése mellett készül). Azok a jegybankok (pl. svéd, norvég, új-zélandi), amelyek a teljes kamatpályát nyilvánosságra hozzák, fontosnak tartják hangsúlyozni, hogy a publikált kamatpálya csupán az aktuálisan elérhető információs bázis alapján készített előrejelzés, és ezért nem tekinthető ígéretnek vagy bármiféle elköteleződésnek. Ezzel megteremtik annak a lehetőségét, hogy később – nem várt sokkhatásokkal szembesülve – hitelességvesztés nélkül eltérjenek a korábban előre jelzett kamatpályától. Egyes speciális esetekben ugyanakkor szükségessé válhat, hogy az előretekintő iránymutatás bizonyos fokú elköteleződéssel is járjon.

Ilyen speciális eset, amikor az adott gazdasági kondíciók és a korábban alkalmazott reakciófüggvény további monetáris lazítást indokolnának, azonban az alapkamat már elérte vagy megközelítette zéró alsó korlátját, így nincs lehetőség az irányadó ráta további csökkentésére. Ilyen körülmények között alacsony infláció (esetleg defláció) mellett túlzottan magas reálkamat alakulhat ki, ami az aggregált kereslet további csökkenéséhez és a negatív kibocsátási rés további nyílásához vezet. Ezen a jegybank úgy tompíthat, hogy *elköteleződés jellegű iránymutatást* ad, azaz pl. bejelenti, hogy az irányadó kamatot még akkor is alacsony szinten tartja, amikor a korábban megszokott viselkedése alapján már emelne azon, amivel inflációs várakozásokat generálhat, így csökkentve a reálkamat szintjét. Az alacsonyabb reálkamat pedig a fogyasztási kiadások előrehozásán és a beruházások ösztönzésén keresztül élénkíti a gazdaságot.

Az előrejelzés, illetve az elköteleződés jellegű iránymutatás között tehát a fő különbség az, hogy míg előbbi során a jegybank megszokott stratégiájának várható következményéről ad információt, utóbbi a megszokott stratégia átmeneti felfüggesztésén keresztül kíván hatást elérni. Az elköteleződés jellegű iránymutatás jellemzően valamilyen feltételt is tartalmaz, hiszen egyetlen jegybank sem akar hosszú távra elköteleződni olyan stratégia mellett, amit normál körülmények között nem tartana optimálisnak. Az elköteleződés jellegű iránymutatást alkalmazó jegybankok jellemzően időbeli (nyíltvégű, ill. konkrét időhorizonthoz kötött), vagy a gazdaság állapotával kapcsolatos feltételeket fogalmaztak meg (állapotfüggő elköteleződés). Fontos itt megemlíteni, hogy az időbeli feltétel mellett nem egyértelmű, hogy a jegybank előrejelzés vagy elköteleződés jellegű iránymutatást ad, hiszen egy adott időpontig fennmaradó kamatszint jelzése önmagában nem tartalmaz információt arra vonatkozóan, hogy a jegybank megszokott stratégiájával összhangban cselekszik, vagy az attól vett átmeneti eltéréssel próbálja meg hatásosságát növelni. Fontos kiemelni, hogy a megszokott stratégiájától eltérő jegybank átváltással szembesül: egyrésztől lépéseinek hatásossága függ attól, hogy a piaci szereplők a kivételes helyzetben elhiszik-e az átmeneti stratégiafeladás melletti feltételes elköteleződést. Másrészt, ha a jegybank túlzott mértékben, vagy ideig eltér a korábban bejelentett stratégiájától, az könnyen az inflációs várakozások hosszú távú horgonyzottságának csökkenéséhez vezethet, amivel a gazdaság helyzetének normalizálódását követően nehezíti meg saját helyzetét.

6-1. ábra

Az előretekintő iránymutatás típusai



6.1.2. AZ ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁS GYAKORLATI MEGVALÓSÍTÁSÁVAL KAPCSOLATOS KIHÍVÁSOK

Ahogy fentebb utaltunk rá, az előretekintő iránymutatás alkalmazása esetén az egyik legfontosabb kihívás az előrejelzés és az elköteleződés jellegű iránymutatás megkülönböztetése. Attól függően ugyanis, hogy a gazdasági szereplők melyik kategóriába tartozónak értékelik a jegybank jelzését, az eltérő következményekkel járhat. A hosszabb ideig a zero alsó korlát közelében maradó alapkamat jelzése önmagában közvetítheti azt az üzenetet, hogy a jegybank elhúzódó gazdasági gyengélkedésre számít, illetve azt is, hogy a fellendülés megindulása után is alacsony maradhat a kamatszint. Előbbi üzenet a gazdasági aktivitás visszafogásának irányába is hathat, míg utóbbi élénkíthet. Ez a probléma úgy enyhíthető, ha a jegybank konkrét időhorizontra vonatkozóan jelzi az alapkamat alacsony szinten maradását, miközben az erre a kamatpályára kondicionált előrejelzése hitelesen tükrözi a fellendülést és a korábban megszokott viselkedéstől történő átmeneti eltérést.

Ha sikerül is meggyőzni a gazdasági szereplőket arról, hogy a jegybank elköteleződés jellegű iránymutatást kíván adni, az időhorizont definiálásával nem válik egyértelművé, hogy mely változók alakulásához köthetően válhat okafogyottá a jegybank iránymutatása. Bár elméletileg lehetséges az adott időhorizontra vonatkozó feltétel nélküli elköteleződés, ezt a gyakorlatban nem alkalmazzák a jegybankok, hiszen bekövetkezhet olyan nem várt esemény (pl. keresleti sokk hatására gyorsuló kilábalás és emelkedő inflációs nyomás), aminek hatására az elköteleződés fenntartása erősen szuboptimális lesz.

Az elköteleződés tehát felveti az időinkonzisztencia problémáját, azaz azt, hogy a jegybank olyan magatartást ígér, ami a jelenben optimális, azonban az idő múlásával és a gazdasági körülmények megváltozásával könnyen kísértést érezhet a meghirdetett stratégiától való eltérésre.

Ezt problémát részben orvosolhatja az állapotfüggő iránymutatás, azaz amikor a jegybank bizonyos makrogazdasági változók alakulásához köti az elköteleződés fenntartását. Ilyen lehet például, amikor a jegybank meghirdeti, hogy nem változtat az alapkamat zero közeli szintjén addig, amíg a munkanélküliség nem csökken egy bizonyos szint alá, vagy a gazdaság kibocsátása nem ér el egy adott szintet. Az állapotfüggő elköteleződés iránymutatást adhat a monetáris politika „reakciófüggvényének” megváltozására vonatkozóan, így lehetőséget biztosít arra, hogy a jegybank egyértelműen jelezze a korábban megszokott viselkedéstől történő átmeneti eltérést. Emellett a jegybank megfogalmazhat olyan feltételeket, amelyek mellett az iránymutatás érvényét veszti – ezzel ugyan csökken az elköteleződés ereje, azonban az ígért viselkedéstől történő utólagos eltérésből fakadó hitelességvesztési kockázat is mérséklődik.

Az állapotfüggő iránymutatás esetében kihívást jelenthet, hogy az elköteleződés kulcsváltozójának hosszú távú egyensúlyi szintje bizonytalanul mérhető. Ha a gazdaságban komoly strukturális változások zajlanak, akkor a munkanélküliség vagy a kibocsátás adott szintjének elérésére vonatkozó elköteleződés alkalmazásával a gazdasági aktivitás érdemben eltérhet a hosszú távú egyensúlyi pályájával összhangban álló szinttől. Ennek a kockázatnak a kezelésében szintén segíthet, ha az iránymutatás érvényességét további feltételekhez köti a jegybank. Az infláció jelentősebb emelkedése vagy a pénzügyi stabilitási kockázatok megjelenése például utalhat arra, hogy a jegybank az előretekintő iránymutatás megfogalmazásakor túlzottan optimista volt a gazdaság potenciális kibocsátását vagy a strukturális munkanélküliség szintjét illetően. Ha azonban az iránymutatás feltételrendszere túl komplex, csökkenhet a közérthetősége és így a hatékonysága is.

Végül, szintén kihívást jelent a monetáris politika számára, hogy az előretekintő iránymutatással úgy változtassa meg átmenetileg az inflációs várakozásokat, hogy ne veszélyeztesse azok hosszú távú horgonyozottságát és az árstabilitás melletti hosszú távú, stratégiai elköteleződését. Utóbbi esetben ugyanis a gazdaságösztönzés hatásosságának rendkívüli helyzetben történő növelése a monetáris politika hosszú távú gazdaságstabilizációs képességének kárára történne.

6.1.3. ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁS A GYAKORLATBAN

A következőkben az előretekintő iránymutatás gyakorlati alkalmazását mutatjuk be a fejlett országok jegybankjainak példáján keresztül. Ahogy fentebb említettük, az általánosan elterjedt jegybanki gyakorlat a monetáris politikai döntések alapjául szolgáló indokok és az előrejelzések publikálása. Számos jegybank mindezek mellett rendszeresen ad kvalitatív jelzést monetáris politikájának várható irányultságáról („bias”), a kamatpálya egyéb tulajdonságairól (pl. várható meredekség, alak stb.). Egyes jegybankok az előrejelzésükkel konzisztens kamatpályát teljes egészében publikálják.

Az irányultság jelzése esetében jellemzően a kamatdöntést követő közlemény tartalmaz valamilyen utalást a következő döntésre vagy rövidebb távon várható lépésekre. Ez tekinthető a legpuhább előretekintő iránymutatásnak, mivel kvalitatív jellegű, rövid időszakra vonatkozik és valamilyen feltétel megvalósulásához köti a jelzett lépések megtételét (pl. inflációs kilátások alakulása). A jegybanki előrejelzésnek megfelelő kamatpálya publikálása az irányultság jelzésénél számottevően több információt tartalmaz, hiszen hosszabb távra vonatkozik és kvantitatív jellegű. Közös vonás azonban, hogy mind az irányultság jelzése, mind a kamatpálya publikálása feltételes előrejelzésnek tekinthető, ami a publikáláskor rendelkezésre álló információs bázis mellett érvényes. Így ha a gazdasági körülmények előre nem látható módon változnak, a jegybank reputációs veszteség nélkül eltérhet a korábban jelzett kamatpályától.

A válság során az alapkamat zéró alsó korlátjába ütköző jegybankok esetében az előretekintő iránymutatás szerepe felértékelődött és előtérbe került az elköteleződés szerepe. Ebben a speciális helyzetben a jegybankok már nemcsak az aktuálisan elérhető információs bázison alapuló, legjobbnak tekinthető kamat-előrejelzésüket osztják meg, hanem ígéretet is tesznek arra, hogy bizonyos ideig, illetve bizonyos makrogazdasági feltételek teljesüléséig fenntartják az élénkítő monetáris politikát.

Ez az ígéret lehet nyílt végű, amikor a jegybank nem rendel elköteleződése mellé időhorizontot, lehet konkrét időhorizontra vonatkozó és lehet egyes makrogazdasági változók alakulásához kötött (állapotfüggő).

A következőkben bemutatjuk a legjobb példaként tekintett inflációs célkövető jegybankok előretekintő iránymutatásra vonatkozó gyakorlatát. A sort a kanadai jegybankkal és az Európai Központi Bankkal kezdjük, amelyek (feltételes) nyíltvégű előrejelzés jellegű iránymutatást alkalmaznak. Majd rátérünk azokra a jegybankokra, amelyek ennél transzparenssebbek és a kamatpálya-előrejelzésüket is publikálják (új-zélandi, norvég, svéd, cseh jegybankok). Végül bemutatjuk azt a két jegybankot (Fed, angol jegybank), amelyek az előretekintő iránymutatás legerősebb típusát, az állapotfüggő elköteleződést is alkalmazzák.

Kanadai jegybank

A kanadai jegybank hagyományosan igen visszafogott volt az előretekintő kamatüzenetek kommunikálásában. A válság kezdete óta azonban a kamatdöntéshez kapcsolódó közleményekben a döntéshozó testület verbálisan utal a monetáris politika várható irányultságára, és körülírja a várható kamatpályát. A válság első szakasza során folyamatosan jelezték a kamatcsökkentő lépéseknél, hogy további monetáris lazítás is szükséges. 2009 októberében, a nulla közeli kamatszint elérésekor bejelentették, hogy az inflációs céljuk eléréséhez az aktuális kamatszint 2010 közepéig történő fenntartása szükséges. Az alapkamat alacsony szinten tartását ugyanakkor az inflációs kilátásokra kondicionálták. Összességében ez a konkrét időhorizontra vonatkozó iránymutatás inkább előrejelzés, mint elköteleződés jellegű volt, hiszen a jegybank megszokott stratégiájából és az adott makrogazdasági kilátásokból következő kamatpályát mutatta be a korábbiaknál egyértelműbben. 2010 közepén, az újbóli kamatemelések kezdetekor azt jelezték, hogy továbbra is szükségesnek látják az alacsony kamatszintet, ezért csak lassú és fokozatos szigorításra lehet számítani. 2010 szeptemberére az irányadó kamatot 1 százalékra emelték, és attól kezdve egészen 2012 elejéig azt jelezték, hogy további szigorításra egyelőre nem kerül sor. 2012 áprilisától a kamatszint 1 százalékon való tartása mellett már azt is elkezdtek kommunikálni, hogy előretekintve várható a monetáris stimulus visszavonása, de óatosan kell eljárni a globális és a kanadai gazdasági fejleményeket figyelembe véve. Azaz a kanadai jegybank a feltételes, előrejelzés jellegű iránymutatás transzparenssebb használata mellett döntött.

Európai Központi Bank

2013 májusában az EKB alapkamata 0,5 százalékra csökkent, amivel gyakorlatilag elérte a zéró alsó korlátot. A július 4-i sajtótájékoztatón Mario Draghi elnök első alkalommal adott explicit előretekintő iránymutatást. Már március óta visszatérően elmondta, hogy a monetáris politika alkalmazkodó marad mindaddig, amíg szükséges. A sajtótájékoztatón ehhez hozzátette, hogy a Kormányzótanács várakozása szerint az irányadó kamatok hosszabb ideig („for an extended period”) ¹³ a jelenlegi szinten maradnak vagy akár csökkenhetnek is. Ez az iránymutatás nyílt végű előrejelzés jellegű iránymutatásnak tekinthető, hiszen a Kormányzótanács jelenlegi információkon alapuló előrejelzésein és várakozásain alapul. Az EKB ezáltal nem változtatott a stratégiáján, inkább a piacok megnyugtatása érdekében (a Fed eszközvásárlásainak esetleges visszavonásával kap-

¹³ <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html>

csolatos félelmek miatt kialakult kötvénypiaci feszültségek lecsillapítására) használta az iránymutatás ezen enyhe formáját. Mivel a jelenlegi információkon alapul, ezért nem kötelező erejű, a döntéshozók előrejelzésének változása felülírhatja a bejelentést.

Új-zélandi jegybank

Az új-zélandi jegybank úttörőként vezette be a kamatpálya numerikus publikálását. A publikálás fő oka az volt, hogy a kamatdöntések indoklását segítsék. 1997 közepétől az előrejelzések nem fix kamatpályával, hanem ún. endogén kamatpályával készülnek, azaz az adott időszakban rendelkezésre álló információs bázis alapján készül egy olyan kamatpálya-előrejelzés, ami az inflációs cél elérését biztosítja. Ekkor a jegybank vezetőinek döntenie kellett arról, hogy a monetáris politikai szabályt miképpen kívánják kommunikálni és végül úgy határoztak, hogy a teljes előre jelzett kamatpályát publikálják. A publikált pálya modell alapú, de a kalibráció és a feltételezések a döntéshozói véleményeket is tartalmazzák. Az új-zélandi jegybank tehát előrejelzés jellegű iránymutatás gyakorlatát követi.

Norvég jegybank

A norvég jegybank 2005 novembere óta előrejelzései mellé kamatpálya-előrejelzést is publikál. Az előrejelzésben endogén módon meghatározódó, a döntéshozók preferenciáit tükröző kamatpályát negyedévente, a jegybank monetáris politikai jelentésében ismertetik. A kamatpálya publikálásának hatására a 2001–2006-os időszakhoz képest jelentősen csökkent az 1 éves kamatok változékonysága, ami a jegybanki előrejelzés horgonyzó szerepére utalhat. Így összességében a kamatpálya-előrejelzés publikálásának köszönhetően kiszámíthatóbbá vált a monetáris politika, és csökkent a kamatdöntések meglepetés ereje. Ez az iránymutatás az előrejelzés jellegű, feltételes iránymutatásra példa.

Svéd jegybank

A svéd jegybank is válság előtt kezdte meg az előretekintő iránymutatás alkalmazását, az előrejelzéssel konzisztens teljes kamatpálya publikálásával. Tapasztalataik szerint a publikált kamatpálya a válság alatt jelezte a piacnak, hogy hosszabb ideig alacsony szinten maradhat a kamat, ami fontos előnyt jelentett a kevésbé transzparens gyakorlatot folytató jegybankokkal szemben. Például a 2009. szeptemberi kamatdöntéskor a kamatpályát a következőképpen kommunikálták:

A svéd jegybank az alapkamat 0,25 százalékos szinten való tartása mellett döntött. A kamat várhatóan ezen az alacsony szinten marad 2010 őszéig. („*The repo rate is expected to remain at this low level until autumn 2010.*”)¹⁴

A svéd jegybank iránymutatása bár konkrét időhorizontra vonatkozott, az előrejelzés információs bázisára volt kondicionálva, így nem elköteleződés jellegű volt, csupán részletesebben leírta a publikált kamatpályát. Tapasztalatuk azt is megmutatta, hogy az expliciten megjelenített kamatpályával jobban leírhatók a döntéshozók eltérő helyzetértékelését megjelenítő alternatív forgatókönyvek, amelyek így azt is tartalmazhatják, hogy az alappálya feltételezéseitől eltérő fejleményekre hogyan reagál a monetáris politika. Előnyként említették azt is, hogy nyílt kamatpálya-előrejelzés esetén a monetáris politikai párbeszéd szükségszerűen jobban fókuszál a középtávú irányultságra, nem csak az aktuális kamatdöntés körül folyik a vita.

Cseh jegybank

A Cseh Nemzeti Bank 2008-tól a szöveges utalás helyett legyezőábra formájában publikálja kamatpálya-előrejelzését. 2012 végén a cseh alapkamat gyakorlatilag elérte a zero alsó korlátot. Az elmúlt félévben a döntéseket követően hangsúlyozták, hogy a kamat „*viszonylag hosszú ideig*” a jelenlegi zero szinten maradhat, az inflációs nyomás jelentős erősödéséig.¹⁵ Ez összhangban van az előrejelzés alappályájával, ami csak 2015-ben számol a piaci kamatok érezhető emelkedésével, ahogy az infláció a monetáris politika horizontján fokozatosan közeledik a célhoz, és a kibocsátási rés is zárul. Az augusztusi előrejelzés rövid távú képe, illetve a deflációs kockázat esetleges növekedése is további monetáris lazítást indokolhat, amit a jegybank devizapiaci intervencióval hajtana végre. Ennek megkezdéséről azonban egyelőre nem született döntés.

¹⁴ <http://www.riksbank.se/en/Press-and-published/Press-Releases/2009/Repo-rate-held-unchanged-at-025-per-cent2/>

¹⁵ http://www.cnb.cz/en/monetary_policy/bank_board_minutes/2013/tk_02sz2013_aj.html

Federal Reserve

A Fed az előretekintő iránymutatás összes típusát alkalmazta az utóbbi tíz évben. 2003 augusztusában az akkor észlelt deflációs kockázatokra válaszul az FOMC (a Fed legfőbb döntéshozó testülete) úgy fogalmazott, hogy a monetáris politika számottevő ideig („for a considerable period”) alkalmazkodó („accommodative”) maradhat. 2004 januárjára a deflációs kockázat csökkent, így változott az iránymutatás is: ekkor már a közleményben azt írták, hogy türelmesek lehetnek az alkalmazkodó monetáris politika visszavonásával („the Committee believes that it can be patient in removing its policy accommodation”). 2004 májusában a közleményben úgy fogalmaztak, hogy az alkalmazkodó monetáris politika lassú ütemben visszavonható („the Committee believes that policy accommodation can be removed at a pace that is likely to be measured”). Ez az üzenet a kamatpálya várható meredekségére utalt, tehát azt fogalmazta meg, hogy a kamatemelési ciklus lépésköze alacsony marad. A következő ülésen megkezdődött a kamatemelési ciklus. A ciklus során folyamatos 25 bázispontos emelésekkel 1 százalékról 5,25 százalékra emelték az alapkamatot 2006 júniusáig.

A válság során a Fed már 2008 decemberében a 0–0,25 százalékos sávba csökkentette az alapkamatot, így az effektív alsó korlátot elérve további mérséklésre nem volt módja. Ekkor – a nemkonvencionális eszközök bevetése mellett – az előretekintő kommunikáció erősítésével és az elköteleződés felé történő elmozdulással próbált meg további monetáris lazítást végrehajtani. Az előretekintő iránymutatást kezdetben határozatlan periódusra vonatkoztatva jelölték meg, később konkrét időhorizontot jelöltek meg, majd állapotfüggő, elköteleződés jellegű iránymutatást vezettek be.

2009 elején a Nyíltpiaci Bizottság a nulla közeli kamatszint fenntartását kommunikálta „egy ideig” („for some time”), majd 2009. márciustól a közleményekben már „tartós ideig” („for extended period”) vetítette előre a kivételesen alacsony kamatszintet. Ez a kommunikáció 2011 közepéig fennállt. 2011 augusztusában a nyílt végű iránymutatást időfüggőre cserélték, így a közleményben a „tartós ideig” helyett az szerepelt, hogy „legalább 2013 közepéig” („at least through mid-2013”) vállalják a kamat fenntartását. Ezt követően a nulla közeli kamat melletti elköteleződést 2012. januárban „legalább 2014 végéig”-re („at least through late-2014”), majd 2012. szeptembertől „legalább 2015 közepéig”-re („at least through mid-2015”) hosszabbították meg.

Az időbeli iránymutatást 2012 decemberében állapotfüggő elköteleződés váltotta fel, ami a 0 közeli kamatszint fenntartását explicit makrogazdasági küszöbök eléréséhez kötötte. Az elköteleződés értelmében a rendkívül laza monetáris politika legalább addig fennmarad, amíg a munkanélküliség 6,5 százalék felett alakul, az infláció nem kerül 2,5 százalék fölé, és a hosszú távú inflációs várakozások horgonyozottak maradnak. A 6,5 százalékos küszöb azonban nem feltétlenül váltja ki a kamatemelést, abban az esetben, ha inflációs várakozások vagy kilátások indokolják, továbbra is fenntartható az alkalmazkodó monetáris politika. Bár a munkanélküliségi küszöbértékhez kötődő iránymutatás összhangban áll a Fed kettős mandátumával, a számszerű inflációs feltétel arra utal, hogy a Fed hajlandó eltérni a korábban megszokott, 2 százalékos inflációt célzó stratégiájától. Az inflációs várakozások horgonyozottságának feltételül szabása ugyanakkor azt az üzenetet közvetíti, hogy ez az eltérés csupán átmeneti lehet.

Bank of England

Az angol jegybank 2013. augusztusban, az új jegybankelnök hivatalba lépése után rövid idővel, az inflációs jelentésének publikálásához kötődően fogalmazott meg előretekintő iránymutatást. Az előretekintő iránymutatás alkalmazásának átfogó elemzésére és bevezetésének megfontolására a brit pénzügyminiszter (Chancellor of the Exchequer) kérte fel a BoE-t, mandátumának megújítása során. A Fedhez hasonlóan a BoE is állapotfüggő előretekintő iránymutatást adott, aminek értelmében nem emel kamatot legalább addig, amíg a munkanélküliségi ráta el nem éri a 7 százalékot. A küszöbérték elérésével az MPC (Monetary Policy Committee) felülvizsgálja az előretekintő iránymutatás fenntartásának szükségességét. A közlemény továbbá kiemelte, hogy a döntéshozók készek bővíteni az eszközvásárlások keretösszegét, amennyiben azt indokoltnak látják, illetve nem tervezik az eszközvásárlások értékének csökkentését, amíg a munkanélküliségi ráta 7 százalék felett marad.

A jövőbeli monetáris politikára vonatkozó ezen elköteleződés érvényét veszti, ha az alábbi három kockázat közül bármelyik realizálódni látszik (ezeket az MPC kiütési pontnak, „knockout”-nak nevezi):

- az infláció 18–24 hónapos időhorizonton nagyobb valószínűséggel alakul 2,5 százalék felett, mint az alatt;
- veszélybe kerül a középtávú inflációs várakozások horgonyzottsága;
- a pénzügyi stabilitásért felelős jegybanki testület (FPC – Financial Policy Committee) úgy ítéli meg, hogy a monetáris kondíciók olyan pénzügyi stabilitási kockázatok kialakulásához vezetnek, amelyet a pénzügyi és szabályozó hatóságok a rendelkezésükre álló eszközökkel nem képesek kezelni.

A BoE iránymutatása tehát igen hasonló a Fed által alkalmazotthoz. Fontos különbség ugyanakkor, hogy a BoE iránymutatásának felfüggesztése pénzügyi stabilitási feltételekhez is kötődik, továbbá az inflációs feltételhez explicit időhorizont is tartozik. Utóbbi világossá teszi, hogy az angol jegybank még olyan horizonton is hajlandó némi többletinflációt tolerálni, amelyen korábban már a 2 százalékos célja közvetlen közelében szeretne tudni az inflációt.

Összességében tehát az látható, hogy a fejlett országok jegybankjai a nulla alsó korláttól távol is éltek az előretekintő iránymutatás egyes formáival, azonban ezek mindvégig előrejelzés jellegűek maradtak. A válságot követően elmozdulás történt az elköteleződés jellegű iránymutatás felé, azonban a nulla alsó korlátot elérő jegybankok közül eddig csak a Fed és a BoE fogalmazott meg olyan állapotfüggő iránymutatást, amiben a korábban megszokott viselkedésétől történő átmeneti eltérést jelzett.

FORRÁSOK

BANK OF ENGLAND (2013): *Monetary policy trade-offs and forward guidance*.

PLOSSER, CHARLES I. (2013): *Forward Guidance*. Presented to the Stanford Institute for Economic Policy Research's (SIEPR) Annual Meeting.

WOODFORD, MICHAEL (2013): *Forward Guidance by Inflation-Targeting Central Banks*. Prepared for the conference „Two Decades of Inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges”, Sveriges Bank, June 3, 2013.

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

7-1. táblázat

Az infláció megbontása bejövő és áthúzódo hatásra

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

Megjegyzés: A táblázat a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatja. Az éves változás az ún. áthúzódo hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódo hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi átváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új átváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódo és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirektadó-intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. Az indirekt adók és intézkedések tartalmazza a dohány-kiskereskedelmi árres emelésének hatását is.

7-2. táblázat

Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódo és bejövő hatásra

	2013					2014				
	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	1,4	0,0	2,2	0,0	3,6	0,3	0,0	3,0	0,0	3,3
nem feldolgozott	1,7	0,0	5,5	0,0	7,3	-1,2	0,0	4,3	0,0	3,0
feldolgozott	1,2	0,0	0,7	0,0	1,8	1,1	0,0	2,4	0,0	3,5
Ipari termékek	0,4	0,0	0,1	0,0	0,6	0,8	0,0	1,0	0,0	1,8
tartós	-0,9	0,0	-1,0	0,0	-1,9	-0,6	0,0	0,8	0,0	0,1
nem tartós	1,0	0,0	0,6	0,0	1,6	1,4	0,0	1,1	0,0	2,5
Piaci szolgáltatások	0,6	0,3	1,2	2,0	4,2	0,8	0,8	2,5	0,0	4,2
Piaci energia	3,7	0,0	-2,0	0,0	1,7	-2,4	0,0	0,0	0,0	-2,4
Alkohol, dohány	1,9	1,9	1,6	5,7	11,5	0,9	5,3	2,0	0,0	8,3
Benzin	-4,4	0,0	4,1	0,0	-0,4	1,6	0,0	4,5	0,0	6,1
Szabályozott árak	0,6	0,1	-4,2	0,0	-3,6	-5,3	0,0	1,9	0,0	-3,4
Fogyasztóiár-index	0,5	0,3	0,4	0,9	2,0	-0,3	0,6	2,0	0,0	2,4
Maginfláció	0,8	0,4	0,8	1,4	3,5	0,9	1,0	1,8	0,0	3,8

Megjegyzés: A táblázat a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatja. Az éves változás az ún. áthúzódo hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódo hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi átváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új átváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódo és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirektadó-intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. Az indirekt adók és intézkedések tartalmazza a dohány-kiskereskedelmi árres emelésének hatását is.

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2013. szeptember

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

