



# INFLÁCIÓS JELENTÉS



2014

S Z E P T E M B E R





# INFLÁCIÓS JELENTÉS

20|4

S Z E P T E M B E R

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

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

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

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

*A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2014. szeptember 17-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.*



## Tartalom

A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról és monetáris politikai helyzetértékelése .....	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások .....	10
1.1. Inflációs előrejelzésünk .....	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk .....	13
1.3. Munkapiaci előrejelzésünk .....	19
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	23
3. Makrogazdasági helyzetértékelés .....	26
3.1. Nemzetközi környezet .....	26
3.2. Aggregált kereslet .....	35
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás .....	38
3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség .....	41
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója .....	43
3.6. Költségek és infláció .....	44
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók .....	48
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok .....	48
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói .....	52
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója .....	55
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás .....	55
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra .....	58
5.3. Költségvetési folyamatok .....	60
6. Kiemelt témák .....	65
6.1. Változott-e a kapcsolat a munkanélküliség és az infláció között (ellaposodott-e a Phillips-görbe)? .....	65
6.2. Orosz-ukrán konfliktus makrogazdasági hatásai .....	69
7. A 2014. és 2015. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása .....	74

## Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: Az árfolyamréssel és egyoldalú kamatmódosításokkal kapcsolatos Kúria-döntés reálgazdasági hatásai ..	16
1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink .....	20
3-1. keretes írás: Az olajárakat befolyásoló tényezők .....	33
3-2. keretes írás: A teljes munkaidő egyenértékes létszám .....	47





**2014 júliusában a Monetáris Tanács lezárta a két évig tartó kamatcsökkentési ciklusát.**

A kétéves kamatcsökkentési ciklus eredményeként a jegybanki irányadó ráta összességében 490 bázisponttal, 2,1 százalékra mérséklődött. A Monetáris Tanács megítélése szerint a kamatcsökkentési ciklus lezárását követően az inflációs cél középtávú elérése és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzése a jelenlegi alacsony kamatszint tartós fenntartását indokolja. Az inflációs cél elsődlegessége mellett a Monetáris Tanács figyelembe veszi a reálgazdaság helyzetét és tekintettel van a pénzügyi stabilitási megfontolásokra is.

**Az infláció idén nulla százalék közelében alakulhat, az előrejelzési horizont második felében érheti el az árstabilitásnak megfelelő 3 százalék körüli értéket.**

A Monetáris Tanács megítélése szerint az infláció átlagos szintje idén nulla százalék közelében alakulhat, majd jövőre fokozatosan emelkedik a középtávú inflációs cél közelébe. Az elmúlt hónapokban az infláció továbbra is historikusan alacsony dinamikát mutatott. Az alacsony inflációs környezethez hozzájárult a visszafogott külpici infláció, a nyersanyagárak és az importált infláció kedvező alakulása, a mérsékelt keresleti környezet, az inflációs várakozások mérséklődése, illetve a szabályozott energiaárak csökkentése. A belső kereslet fokozatos élénkülésével párhuzamosan az előrejelzési horizonton a hazai reálgazdasági környezet bár csökkenő mértékben, de továbbra is deflációs hatású marad. A gazdaság növekedésével párhuzamosan javuló termelékenység és visszafogott bérdinamika következtében az élénkülő belső kereslet mellett továbbra is tartósan alacsony maradhat az infláció. A hosszabb távon fennmaradó alacsony inflációs környezet tartósan mérsékelheti a várakozásokat, ami elősegítheti a gazdaság nominális pályáját érdemben meghatározó inflációs várakozások középtávú inflációs cél környezetében történő horgonyzását.

**A Monetáris Tanács megítélése szerint a mérsékelt alacsonyabb külső kereslet mellett is tovább folytatódhat a gazdaság növekedése.**

A reálgazdaság élénkülése tovább folytatódott az elmúlt negyedévben, bővülő foglalkoztatás mellett az ágazatok széles körében növekedett a kibocsátás. Külső piacaink elhúzódó kilábalása és az orosz-ukrán konfliktus miatt kivetett szankciók mérsékelt alacsonyabb külső keresletet eredményeznek, azonban a belső kereslet élénkülésének köszönhetően tovább folytatódhat a gazdasági növekedés. A javuló konjunkturális kilátások, a Növekedési Hitelprogram, az enyhülő hitelkorlátok és az EU-források növekvő felhasználása továbbra is elősegíti a beruházások növekedését. Összhangban az előző negyedévekkel a lakossági fogyasztás élénkülésében jelentős szerepet játszik a foglalkoztatás fokozatos növekedése és az alacsony infláció miatt növekvő reáljövödelmek. A lakossági hiteleket érintő jogi és jogszabályalkotási folyamatok következtében növekszik a háztartások nettó pénzügyi vagyona, felgyorsítva az érintettek adósságkezelési folyamatát. Ugyanakkor a válságot követően csak lassan oldódó óvatossági megfontolások miatt a fogyasztás élénkülése továbbra is mérsékelt lehet. Az intézkedés növeli a háztartások jövedelmét, azonban az óvatossági megfontolások lassú oldódása miatt a megtakarítási ráta a válság előtti szint fölé maradhat. Előretekintve a hazai gazdaság bővülése a korábbiaknál kiegyensúlyozottabb szerkezetben folytatódhat.

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

A gazdaság külső egyensúlyi pozíciója 2014 első félévében tovább emelkedett, ami a külső adósságráták mérséklődésében is tükröződött. A következő években – a bővülő fogyasztás és beruházás miatt emelkedő import mellett is – a jelentős többletet mutató külkereskedelmi egyenleg magasan tartja a folyó fizetési mérleg többletet. A külső finanszírozási képességet a jövedelemegyenleg hiányának enyhe mérséklődése is támogathatja. Az új költségvetési periódus ellenére is magasan maradó EU-transzfer felhasználás mellett továbbra is számottevő maradhat a külső finanszírozási képesség. Ezzel összhangban tovább folytatódhat az ország sérülékenysége szempontjából kiemelten fontos adósságráták csökkenése, miközben a bruttó külső adósság csökkenését a jegybank önfinszírozási programja is támogathatja.

**A hazai kockázati felárak érdemben nem változtak az elmúlt negyedévben, a nemzetközi pénzügyi piacokon a hangulat változékonyan alakult.**

A nemzetközi befektetői hangulat változékonyan alakult az elmúlt negyedévben, ami főként a kiéleződő geopolitikai konfliktusokkal, a Federal Reserve kamatemelésének megkezdése körüli bizonytalansággal, illetve az Európai Központi Bank kamatcsökkentésének és a bejelentett további intézkedéseivel magyarázható. A hazai kockázati mutatók közül a CDS-felár és a devizakötvények felára nem változott érdemben a júniusi Inflációs jelentés megjelenése óta, miközben a hosszú forintkötvény-hozamok – átmeneti tényezőkhöz köthető megugrását követően – szintén a negyedév eleji szint körül alakultak. Az elmúlt negyedévben a forint árfolyama gyengült, ami részben országspecifikus tényezőkhöz, azonban alapvetően a nemzetközi befektetői hangulat változásához köthető. Hazánk sérülékenységét ugyanakkor csökkenti a tartósan magas külső finanszírozási képesség és az ennek nyomán csökkenő külső adósságállomány. A Monetáris Tanács értékelése szerint a nemzetközi pénzügyi környezet alakulásával kapcsolatos bizonytalanság óvatos monetáris politikát indokol.

**A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.**

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alappályája körül három forgatókönyvet vizsgált, amelyek esetleges realizálódása módosíthatja a monetáris politika irányultságát. A külkereskedelmi partnereink vártnál lassabb fellendülésével, így alacsonyabb külső inflációs környezettel számoló alternatív forgatókönyv esetén a középtávú inflációs cél az alappályában feltételezetttnél lazább monetáris kondíciók mellett is elérhető. Azon kockázati pálya esetén, amely a fejlett országok jegybankjainak a vártnál korábbi monetáris szigorításával számol, az alappályánál szigorúbb monetáris kondíciók biztosíthatják, hogy az infláció középtávon az árstabilitással összhangban alakuljon. Szintén az alappályánál szigorúbb monetáris politikai irányultság felé mutat a hazai foglalkoztatottság és fogyasztás dinamikusabb bővülésével, így a belső konjunktúra élénkebb növekedésével és az infláció gyorsabb emelkedésével számoló forgatókönyv.

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

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

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

<sup>1</sup> A GDP arányában.

<sup>2</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.

<sup>3</sup> A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a teljes munkaidő egyenértékes hazai foglalkoztatással lett kiszámítva.

<sup>4</sup> MNB becslés.

<sup>5</sup> A szabad tartalékok teljes törlesztésével.

## 1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

*Tovább élénkülő gazdasági növekedés és visszafogott infláció jellemezte az elmúlt hónapok makrogazdasági folyamatait. Várakozásunknak megfelelően a magyar gazdaság bővülése a korábbiaknál kiegyensúlyozottabb szerkezetben folytatódott. A javuló konjunkturális folyamatokkal összhangban a versenyszféra munkaerő iránti kereslete élénkült, míg a versenyszféra bérdinamikája változatlanul visszafogottan alakult. Az inflációs folyamatok a nyári hónapokban összességében megfeleltek a júniusi Inflációs jelentésben előrejelzettnek.*

*Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció szeptemberben még nulla százalék közelében alakulhat, majd az azt követő hónapokban fokozatosan emelkedik, és az előrejelzési horizont második felében kerülhet a középtávú inflációs cél közelébe. Az alacsony inflációs környezetet a gazdaságban változatlanul jelen lévő kihasználatlan kapacitások, a visszafogott külső inflációs környezet, a mérsékelt bérdinamika, illetve az őszi hónapokban életbe lépő újabb hatósági árcsökkentések együttes hatásai magyarázhatják. A huzamosabb ideig cél alatt alakuló infláció elősegítheti az inflációs várakozások horgonyzását, ami hozzájárulhat az alacsony inflációs környezet középtávú fennmaradásához.*

*Előrejelzési horizontunkon a gazdasági növekedés folytatódására számítunk. A növekedés szerkezetében egyre jelentősebb szerepet töltenek be a belső keresleti tételek. A nemzetgazdasági beruházások bővülésében továbbra is meghatározó fontosságú marad az európai uniós források növekvő kihasználtsága. A vállalati beruházások növekedését a javuló keresleti kilátások mellett a finanszírozási költségek mérséklődése támogathatja, miközben a növekedési hitelprogram és annak kibővített második szakasza tovább könnyítheti az érintett kis- és középvállalati szektor forrásbevonását. Előrejelzési horizontunkon a lakossági fogyasztás fokozatosan élénkülő bővülésére számítunk, amit a javuló munkapiaci kilátások és az alacsony infláció mellett növekvő lakossági reáljövödelmek egyaránt támogatnak. A Kúria által meghozott – a lakossági hiteleket érintő – jogegységi határozat hatása 2015-től segítheti a fogyasztás növekedését. Az intézkedés hatására emelkedik a lakosság nettó vagyona, azonban az óvatossági megfontolások lassú oldódása miatt a megtakarítási ráta a következő években is magas szinten maradhat. Az exportteljesítményünket meghatározó külpiaaci keresletet övező kockázatok emelkedtek. Az eurozóna gazdasági kilábalása az elmúlt negyedévekben megtorpant, amit az orosz–ukrán konfliktus következtében növekvő bizonytalanság és a kivetett szankciók tovább súlyosbíthatnak. Az exportpiaci kilátások romlása és az élénkülő belső kereslet miatt növekvő importigény mérsékelheti a nettó export növekedéshez való hozzájárulását. Eközben az elmúlt években fokozatosan termelésbe álló új autóiipari kapacitások növekvő kihasználtsága segítheti az exportpiaci részesedésünk újbóli növekedését.*

*A munkapiacra az aktivitási ráta tovább emelkedhet az előrejelzési horizontunkon. A gazdasági növekedés folytatódásával a versenyszféra munkakeresletének bővülésére számítunk, emellett a közmunkaprogramok kiterjesztése továbbra is érdemben hozzájárul a nemzetgazdasági foglalkoztatás emelkedéséhez. Előrejelzési horizontunkon a munkapiac egyre feszesebbé válhat, ám a válság előtti értékek fölött alakuló munkanélküliségi ráta mellett béroldali inflációs nyomás kialakulására nem számítunk.*

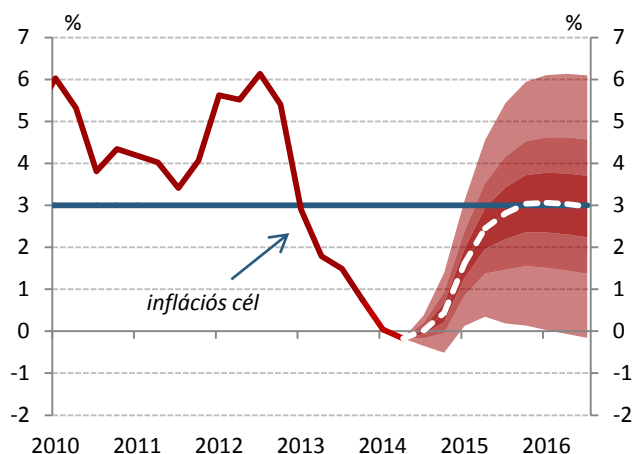
*A gazdaság külső finanszírozási képessége a következő években is számottevő maradhat. A költségvetés hiánya idén és jövőre is a GDP 3 százaléka alatt alakulhat, így a fegyelmezett költségvetési politika folytatódása mellett várhatóan teljesül a kormányzati hiánycél.*

*Összességében a reálgazdasági környezet a teljes előrejelzési horizonton dezinflációs hatású maradhat, mely két ellentétes folyamat eredménye. Külkereskedelmi partnereink kibocsátása tartósan elmaradhat potenciális szintjétől, így felvevőpiacaink kedvezőtlenebb növekedési kilátásai következtében a hazai exportszektor kapacitáskihasználtsága is mérsékeltebb. Ezzel szemben a belső kereslet fokozatosan élénkül az előrejelzési horizonton, mely mérsékli a külső környezet dezinflációs hatását. Előrejelzésünk szerint a kibocsátási rés 2016 végére záródhat.*

## 1.1. Inflációs előrejelzésünk

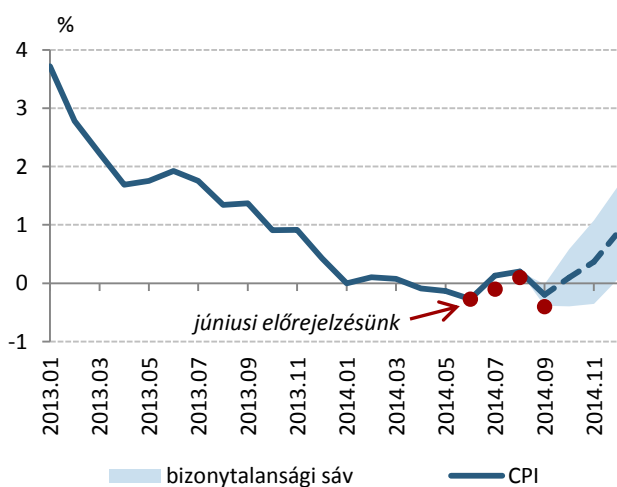
Inflációs előrejelzésünkben nem történt jelentős változás a júniusi Jelentéshez képest. Az élénkülő fogyasztás és gyengülő forintárfolyam árszint-emelő hatásait a mérsékelt importárak, a globálisan kedvező élelmiszertermés, valamint az orosz embargó egyelőre inkább dezinflációs hatásai ellensúlyozhatják. A lakossági fogyasztás folytatódó bővülésével a fogyasztóiár-index a következő negyedévekben fokozatosan emelkedhet és az előrejelzési horizont második felében érhet a 3 százalékos középtávú célérték közelébe.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB

**Az infláció idén jelentősen, jövőre kisebb mértékben a jegybanki cél alatt maradhat és az előrejelzési horizont második felében kerülhet a cél közelébe.** Inflációs előrejelzésünk nem változott érdemben a júniusi Jelentéshez képest (1-1. ábra).

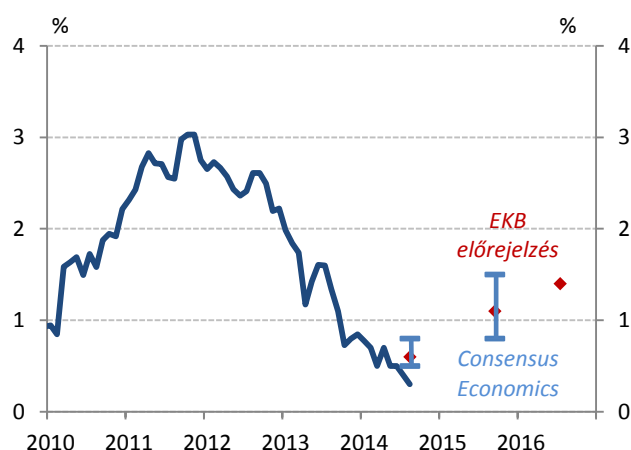
**Rövid távú előrejelzésünk szerint az éves infláció szeptemberben még enyhén negatív tartományba süllyedhet, majd a következő hónapoktól ismét fokozatosan emelkedik az árszínvonal (1-2. ábra).** Összességében az infláció idén 0,1 százalékos, majd jövőre 2,5 százalékos körül alakulhat. A visszafogott inflációs környezetet rövid távon több tényező is támogatja: az alacsony nyersanyagárak és importált infláció, a mérsékelt keresleti környezet, illetve a szabályozott energiaárak őszi csökkentése egyaránt hozzájárulnak a visszafogott fogyasztóiár-indexhez. Az éves infláció emelkedésére a tavaly novemberi szabályozott energiaár-csökkentés hatásának kifizetésével párhuzamosan az év végétől számítunk.

**Az inflációs alapfolyamatokat középtávon meghatározó tényezők alacsony inflációs környezetet vetítenek előre. A kibocsátási rés a teljes előrejelzési horizonton nyitott maradhat, azonban záródását egyre nagyobb mértékben támogatja a belső kereslet.** A Kúria által meghozott – a lakossági hitelek érintő – jogegységi határozat 2015-től tovább élénkítheti a lakosság fogyasztását. Ugyanakkor a fogyasztási kiadások még így is érdemben elmaradhatnak a válság előtti szintjüktől, így a reálgazdasági környezet fokozatosan csökkenő mértékben, de előretekintve is dezinflációs hatású maradhat.

**Az importárak felől érkező inflációs nyomás tartósan mérsékelt lehet.** Fő külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna éves inflációja az elmúlt hónapokban tovább csökkent és feltételezésünk szerint a teljes előrejelzési horizonton az EKB célja alatt maradhat (1-3. ábra).

**A fajlagos munkaköltségek mérsékelt ütemben emelkedhetnek a versenyszektorban.** A gazdaság növekedése a termelékenység javulásának irányába hat, miközben a jegybanki céllal összhangba kerülő inflációs várakozások elősegíthetik a visszafogott bérdinamika fennmaradását teljes előrejelzési horizontunkon. A hosszabb távon alacsony inflációs környezet tartósan

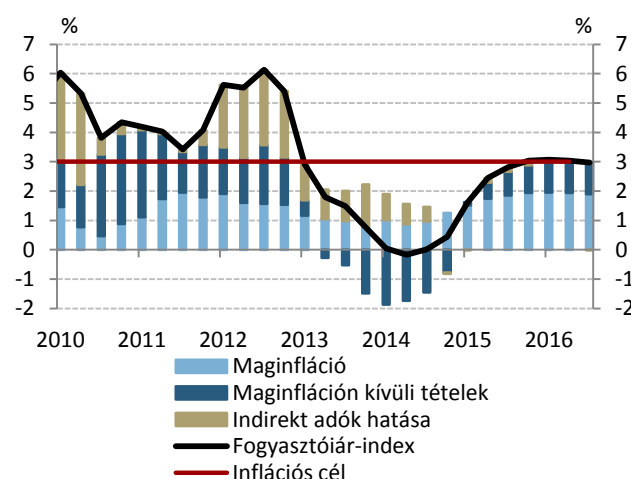
1-3. ábra: HICP infláció az eurozónában



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

Forrás: Eurostat, EKB, Consensus Economics

1-4. ábra: Inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: MNB

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei

	2013	2014	2015	
Maginfláció	3,3	2,4	2,9	
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	2,2	1,6	1,9	
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	6,1	-3,8	2,1
	Járműüzemanyag és piaci energia	-0,9	-0,3	4,0
	Szabályozott árú termékek	-3,7	-6,5	0,6
	Összesen	-1,2	-4,3	1,7
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	-0,5	-1,5	0,6	
<b>Infláció</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>2,5</b>	

Forrás: MNB

mérsékelheti a várakozásokat, ezzel elősegítve az inflációs céllal konzisztens bér- és árdinamika középtávú fenntartását.

**Az indirekt adó hatásoktól szűrt maginfláció dinamikája az aktuálisan alacsony szintről a kibocsátási rés záródásával párhuzamosan lassan emelkedhet (1–4. ábra).** A maginfláció dinamikája a belső kereslet fokozatos élénkülésével párhuzamosan növekedhet, ám az alacsony importált árnyomás és a mérséklődő inflációs várakozások mellett ennek üteme változatlanul mérsékelt lehet.

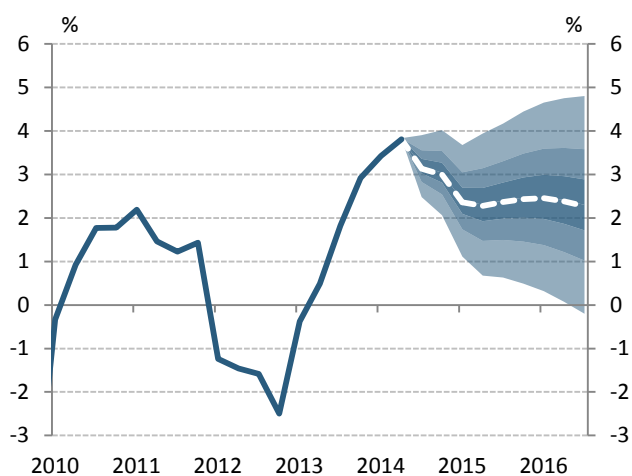
**A maginfláción kívüli termékkör árai visszafogottan alakulhatnak.** A termékkör inflációjának emelkedése irányába hatnak az EUR/USD gyengüléséből adódó magasabb olajárak, amit azonban a globálisan kedvező élelmiszertermés, illetve az élelmiszerpiacon az orosz embargó miatt egyébként is fellépő túlkínálat várt deflációs hatásai ellensúlyozhatnak.

**A kormányzati intézkedések közvetlen inflációs hatása a teljes előrejelzési horizontunkon mérsékelt lehet.** Az év elején elfogadott újabb hatósági energiaár-csökkentések a következő hónapokban tovább mérséklék az árindexet. Előrejelzésünk alappályájában arra számítunk, hogy a horizont végéig nem emelkednek a szabályozott energiaárak. Az energián kívüli szabályozott árak a korábbiaknál mérsékeltőbb inflációs környezetben emelkedhetnek.

## 1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

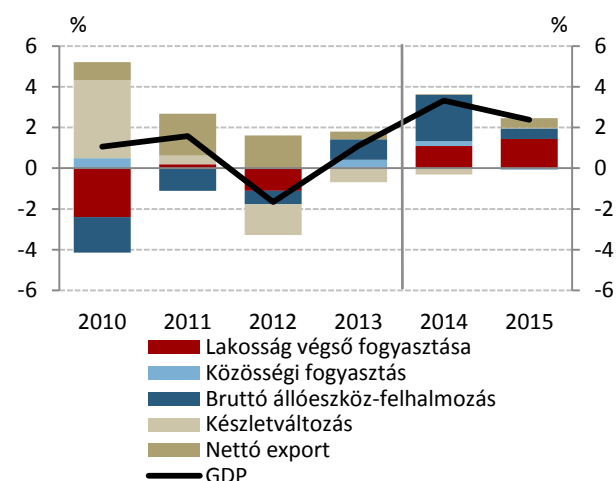
Előrejelzési horizontunkon az év első felében tapasztalnál mérskeltebb ütemben, de folytatódhat a gazdasági növekedése. A belső kereslet fokozatosan tovább élénkülhet, melyet mind a lakossági fogyasztás, mind a beruházási aktivitás támogat. A nemzetgazdasági beruházások erősödésében előretételezve továbbra is meghatározóak maradnak az EU-forrásokhoz kötődő állami beruházások, miközben a vállalati beruházásokat a javuló reálgazdasági kilátások mellett a Növekedési Hitelprogram kibővítésével tovább oldódó hitelkínálati korlátok is segíthetik. A háztartások fogyasztását az alacsony inflációs környezetben emelkedő lakossági reáljövedelmek és a Kúria által meghozott – a lakossági hiteleket érintő – jogegységi határozat hatásai egyaránt növelhetik. Ugyanakkor a csak lassan oldódó óvatossági megfontolások miatt a megtakarítási ráta a következő években is magas szinten maradhat. Az eurozóna mérskeltebb növekedése és a fokozódó geopolitikai kockázatok következtében külső piacainkon alacsonyabb bővülésre számíthatunk. Ennek hatását az emelkedő exportpiaci részesedésünkön keresztül az új autóiipari kapacitások növekvő termelése ellensúlyozhatja.

1-5. ábra: GDP-előrejelzésünk legyezőábrája (szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján)



Forrás: MNB

1-6. ábra: A GDP-növekedés alakulása



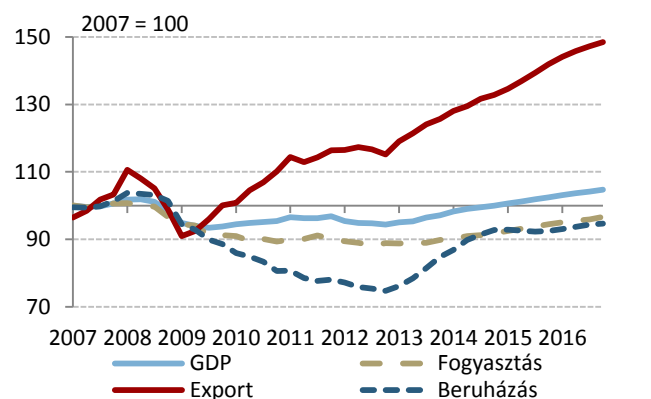
Forrás: KSH, MNB

**A gazdasági növekedés az idei év első felében tapasztalnál mérskeltebb ütemben és a korábbiaknál kiegyensúlyozottabb szerkezetben folytatódhat (1–5. ábra és 1–6. ábra).** A belföldi kereslet növekedéshez való hozzájárulása egyre jelentősebb az előrejelzési horizonton. Az EU-források intenzív felhasználása, a laza monetáris kondíciók, az alacsony infláció következtében emelkedő lakossági reáljövedelmek támogatják, míg a lassuló külső konjunktúra, az óvatossági megfontolások visszafoghatják a gazdasági kibocsátás növekedését. Bár negyedéves összevetésben továbbra is folyamatos bővülésre számíthatunk, az éves növekedési ütem az év második felében bázishatások miatt lassulhat. Összességében idén 3,3 százalékkal, majd jövőre 2,4 százalékkal növekedhet a magyar gazdaság, így előrejelzésünk szerint a magyar gazdaság várhatóan 2015 elejére érheti el a válság előtti volumenét (1–7. ábra).

**A hazai exportteljesítmény – összhangban a kedvezőtlenebb külső kereslettel – visszafogottabban alakulhat a júniusi előrejelzésünkben feltételezettnél.** Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna növekedési kilátásai gyengültek, az orosz-ukrán konfliktus elmélyülése pedig jelentős kockázatot hordoz, ami már a második negyedéves növekedési adatokban is érezhetővé vált (1–8. ábra). Ezen hatásokkal összhangban az exportunkban legnagyobb súllyal szereplő európai relációban mérsékelt külpiaci keresletre számíthatunk.

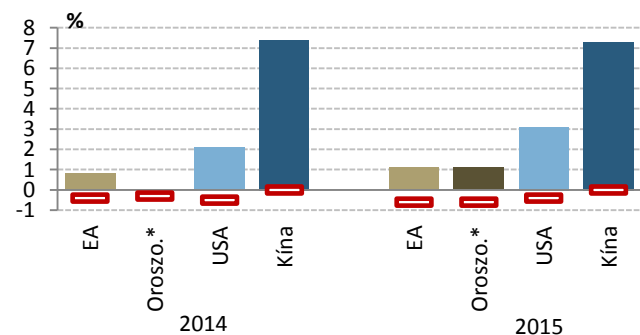
**Az új járműipari kapacitások segíthetik az exportpiaci részesedés újbóli bővülését.** A várakozások alapján mintegy harmadával bővíthet a Magyarországon előállított személygépjárművek száma. Emellett az autóiipari beruházások tovagyrúzó hatásaként élénkülő hazai beszállítói teljesítmény a járműexport importtartalmának mérséklődése irányába hat. A hazai fogyasztás és beruházás élénkülése ugyanakkor növeli a gazdaság importigényét, csökkentve a nettó export növekedési

1-7. ábra: A GDP és a fő felhasználási tételek alakulása a válság óta



Forrás: KSH

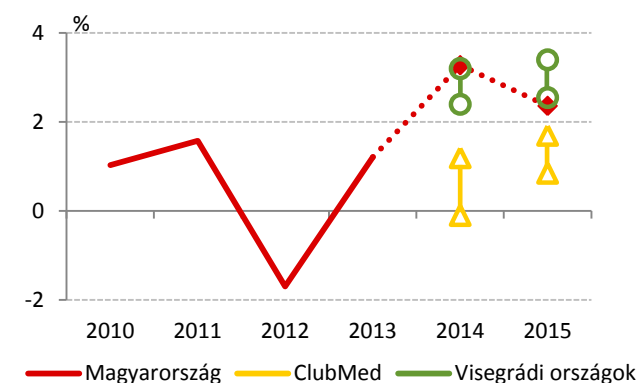
1-8. ábra: Külkereskedelmi partnereink GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések változása



Oszlop = Consensus Economics, 2014. szeptember.  
Vonal = változás 2014. májushoz képest

Megjegyzés: \* Oroszország esetében Consensus Economics, a többi ország esetében OECD előrejelzés. Forrás: OECD 2014. május és szept., Consensus Economics 2014. május és szept.

1-9. ábra: GDP növekedés az EU peremországaiban és a régióban



Megjegyzés: Éves változás. ClubMed országok: Görögország, Olaszország, Portugália, Spanyolország. Visegrádi országok: Csehország, Lengyelország, Szlovákia.

Forrás: MNB, Bloomberg

hozzájárulását a következő években.<sup>1</sup>

**Az európai uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások továbbra is jelentős mértékben járulnak hozzá a nemzetgazdasági beruházások növekedéséhez** (1–10. ábra). A 2007–2013-as EU költségvetési ciklusból rendelkezésre álló keretösszeg gyorsuló ütemű lehívása idén is növeli a társfinanszírozott beruházások volumenét. Ezt követően 2015-ben is magas szinten stabilizálódhatnak az állami beruházások.

**A vállalati szegmensben elsősorban a feldolgozóipar, azon belül is a járműgyártás és a hozzá kötődő beszállítói kör beruházási aktivitása lehet erősebb.** A vállalati beruházásokat a kis- és középvállalkozások esetében a javuló reálgazdasági kilátások mellett a Növekedési Hitelprogram kibővítése következtében tovább oldódó finanszírozási korlátok is növelhetik. A lakosság esetében az aktuálisan alacsony kamatkörnyezetben és növekvő lakossági reáljövedelmek mellett a beruházási aktivitás a jelenlegi alacsony szintjéről enyhén emelkedhet. Ez főként a válság időszakában elhalasztott, felújítás jellegű beruházások formájában jelentkezhet. Össességében a nemzetgazdasági beruházási ráta 2015-re elérheti a GDP 20 százalékát.

**A lakossági fogyasztás gyorsuló bővülését várjuk előrejelzési horizontunkon.** A fogyasztás növekedését elsősorban az alacsony infláció és a javuló munkapiaci folyamatok miatt növekvő reáljövedelmek magyarázzák. A Kúria által meghozott – a lakossági hiteleket érintő – jogegységi határozatnak 2015-ben lehet fogyasztást élénkítő hatása. Az intézkedés növeli a lakosság rendszeres rendelkezésre álló jövedelmét és nettó vagyonát, segítve az adósságleépítés folyamatát. Ugyanakkor továbbra is hangsúlyos maradhat az óvatossági megfontolások szerepe, mely a válság előtti éveknél tartósan magasabb megtakarítási hajlandóságban jelentkezhet.

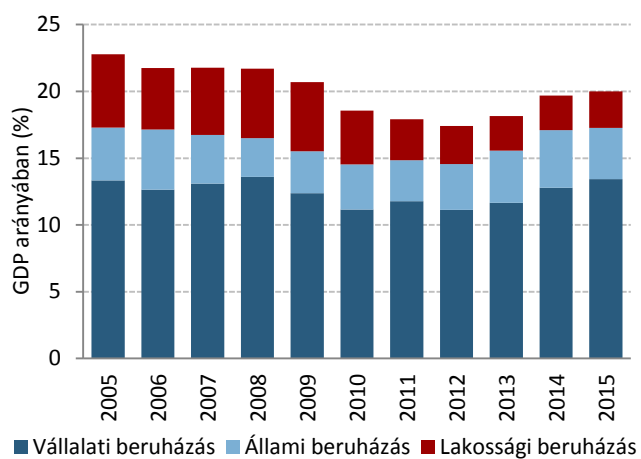
**A vállalati hitelállomány a következő években stabilizálódhat, miközben folytatódhat a lakossági adósságállomány mérséklődése.** A Növekedési Hitelprogram következtében elsősorban a kis- és középvállalkozásoknak folyósított hitelek állománya mutathat bővülést.

**Az aggregált kibocsátás az előrejelzési horizont végéig potenciális szintje alatt marad.** A belföldi eredetű inflációs nyomás szempontjából meghatározó lakossági fogyasztás élénkülése folytatódhat, azonban szintje még a következő

<sup>1</sup> Előrejelzésünk a nemzeti számlás külkereskedelmi adatokon alapul, amelyek alapján 2014 során csökken a nettó export növekedési hozzájárulása. Azonban a havi külkereskedelmi áruforgalmi statisztikákban a 2014. júniusi adatközléssel végrehajtott revízió alapján 2014-ben kedvezőbb lehet a nettó export hozzájárulása.



1-10. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

években is jelentősen elmaradhat a válságot megelőző értékektől. Legfontosabb exportpiacaink ciklikus helyzete továbbra is negatív tartományban alakulhat, így az exportra termelő ágazatokban is maradnak kihasználatlan kapacitások. **A reálgazdaság a teljes előrejelzési horizonton dezinflációs hatású, a kibocsátási rés az előrejelzési horizontunk végére záródhat.**

## 1-1. keretes írás: Az árfolyamréssel és egyoldalú kamatmódosításokkal kapcsolatos Kúria-döntés reálgazdasági hatásai

A Kúria 2014. június 16-i jogegységi határozatában több, a háztartási hiteleket érintő kérdésben is állást foglalt. A Kúria döntése nyomán a kormány jogszabályt alkotott<sup>2</sup> a fogyasztói kölcsönszerződések szerződéses feltételeinek rendezéséről, így **az árfolyamrés és az egyoldalú kamatemelések felülvizsgálatát követően semmisnek nyilvánított szerződésmódosításokból eredő kárt a hitelfelvevők számára visszatérítik**. Az e törvények alkalmazásában elszámolt túlfizetéseket főszabály szerint tőke-előtörlesztésként kell értelmezni, de az elszámolás során a hitelfelvevőknek nyújtott kedvezmények (pl. törlesztési kedvezmény, tartozáselengedés, árfolyamgát kamatkedvezménye) figyelembe vehetők. Az egyoldalú kamatemelések alkalmazására továbbá a törvény legkésőbb 2016. április 30-ig moratóriumot hirdet.

Keretes írásunkban az állásfoglalás és a kapcsolódó jogszabályok várható reálgazdasági hatásait térképezzük fel. A hatályos irányelveket figyelembe véve becslésünk szerint az adósok számára visszatérítendő összeg kb. 942 milliárd forintot tehet ki. A 2014. évi XXXVIII. törvényt kiegészítő szeptemberi törvényjavaslat alapján a még élő szerződések esetében a visszatérítés döntően az adós fennálló tőketartozásán keresztül, míg a már lezárt szerződések esetében egyösszegű kifizetések formájában kerül megtérítésre.

A csomag két fő csatornán keresztül hathat a növekedésre. Az ügyfelek kártalanítása egyrészt a háztartások jövedelmi/vagyoni helyzetén keresztül befolyásolhatja a fogyasztási döntéseket, másrészt kihat a pénzügyi közvetítőrendszer likviditási és tőkepozíciójára is, amely közvetve a hitelezési aktivitáson keresztül lehet hatással a gazdasági folyamatokra.

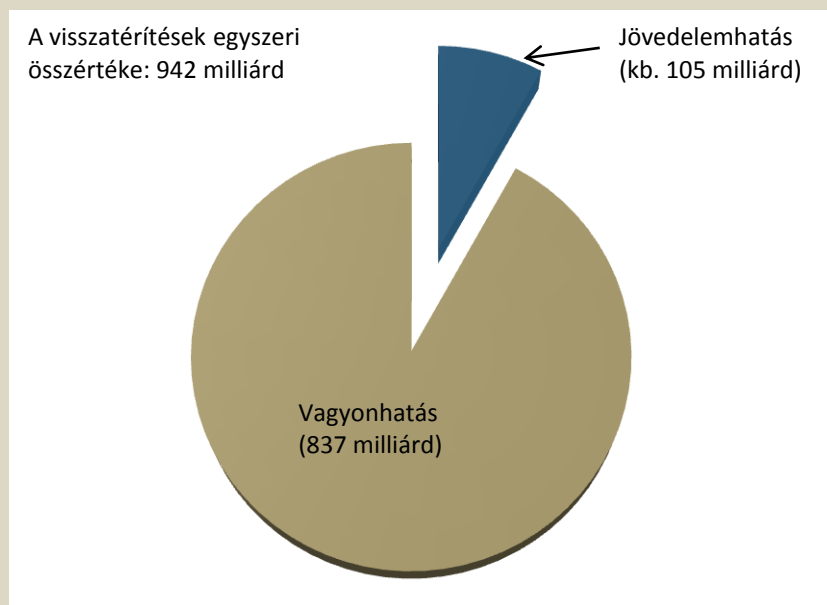
### *A csomag hatása a háztartások fogyasztására*

Az ügyfelekkel szembeni elszámolások egyrészt egy egyszeri visszafizetést, másrészt a fennálló tőketartozás csökkenését eredményezik. Ez utóbbi a hitelező intézmények oldaláról a hitel lejáratáig jövedelemkiesésként jelentkezik, ugyanis döntően a kamattörlesztés csökken az ügyfelek törlesztéseiben. A teljes visszatérítés bruttó összege várhatóan 942 milliárd forintot tesz ki, amiből a törlesztési terhek éves mérséklődése az előrejelzési horizonton kb. 120 milliárd forint.

A csomag a háztartások fogyasztási döntéseit kétféle hatáson keresztül érinti. **A már lezárt szerződések esetében** kapott kifizetések **egy egyszeri jövedelemnövekedésnek tekinthetők** (ún. jövedelemhatás). Becsléseink alapján 100-110 milliárd lehet a már lezárt szerződéssel rendelkező adósok felé a kifizetés, így becslésünkben 105 milliárd forintot érvényesítünk. **A még élő szerződések esetében** a jelenleg fennálló devizaadósság és az átszámításból adódó devizaadósság közötti különbséggel **csökken a fennálló tőketartozás**, javítva az érintettek nettó vagyoni helyzetét, **amely így egy tartós pozitív vagyongatásnak tekinthető** (ún. vagyongatás). A csomag ezen részét kb. 837 milliárd forintra számszerűsítettük.

<sup>2</sup> 2014. évi XXXVIII. törvény, valamint az ezt elszámolási részletszabályokkal kiegészítő törvényjavaslat (benyújtva: 2014. szeptember 12.)

1-11. ábra: A csomag egyszeri visszatérítésének becslött vagyoni és jövedelmi hatása



Forrás: MNB

Az intézkedés hatását a jegybankban használt fogyasztási – ún. hibakorrekciós modelleken alapuló – egyenletekkel becsültük meg. A kétféle intervenció becsült fogyasztási hatása azonos nagyságrend esetén is eltérő mértékű és időben eltérő lefutású lehet. A tartós vagyonnövekedés fogyasztási hatása rövid távon mérsékeltebb, azonban hatása időben tartósabb. Ugyanakkor egy egyszeri jövedelmi sokk azonnali hatása az adott évben a fogyasztásra erősebb, a későbbi periódusokban azonban gyorsan kifut. Összességében a 942 milliárd forint nagyságrendű csomag hatása a fogyasztás éves változására az első évben, azaz 2015-ben körülbelül 0,9 százalék lehet (1–2. táblázat). Ennek megfelelően **a fogyasztáson keresztül a csomag 2015-ben 0,2-0,3 százalékkal emelheti a GDP-t.** A becsléskor figyelembe vettük, hogy az érintettek között nagyobb arányban lehetnek magasabb fogyasztási rátával rendelkező ún. likviditáskorlátos háztartások, akiknek a fogyasztási döntéseit erőteljesebben befolyásolhatja a törlesztőterhek csökkenése mellett növekvő folyó jövedelmek. Becslésünkben ugyanakkor az általános válságtapasztalatokat is beépítettük, amely alapján a háztartások ún. fogyasztási határhajlandósága általában csökkent a 2008 előtti időszakhoz képest. Aktuálisan egységnyi többletjövedelemből lényegesen kevesebbet fogyasztanak el a háztartások (csak kb. 65-70 százalékot), mint a válság előtti években.

1-2. táblázat: A Kúria jogegységi határozatának hatása a fogyasztás éves változására (%)

	1. év	2. év	3. év
Jövedelmen keresztül	0,4	-0,3	-0,1
Vagynon keresztül	0,5	0,2	0,0
<b>Összesen</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>

Forrás: MNB

Hasonló eredményt kaphatunk, ha a vagyonhatást a háztartások törlesztőterheinek előretekintő változásán keresztül vizsgáljuk. A még élő szerződések esetén az adósok tőketartozása csökken az árfolyamrés és az egyoldalú kamatemelések miatt visszatérítendő összeggel. Az adósok hiteltörlesztés után rendelkezésre álló jövedelme kb. 120 milliárd forinttal növekedhet, illetve ehhez adódik hozzá a már lezárt szerződések utáni egyszeri visszatérítés hatása. Az így számolt többletjövedelemből adódó fogyasztási reakció a háztartások fogyasztásának kb. 0,9 százaléka. Az első évben ez a hatás jelenik meg a fogyasztásban, majd pedig minden más változatlansága mellett magasabb szinten maradhat a fogyasztás. Érdemes megjegyezni, hogy az alacsonyabb tőketartozásra számított 837 milliárd forintos összeg tartalmazza a nemteljesítő állományban lévő háztartások hiteleit is. Azon jelenleg nemteljesítő háztartásoknál, akik az intézkedést követően ismét teljesítővé válnak, az újrainduló hiteltörlesztés rövid távon ellensúlyozhatja az említett fogyasztási hatást.

A közgazdasági mellett egy **statisztikai hatást** is fontos megemlíteni. A nemzeti számla elszámolásai szerint a hitelek utáni **kamattörlesztés a pénzközvetítői szolgáltatások közvetetten mért díján (FISIM) keresztül megjelenik a háztartások végső fogyasztásában is.** Az intézkedéscsomag következtében csökken a háztartások tőketörlesztése, így az utána fizetett

kamat is. Ezáltal ezen összeggel a FISIM és a nemzeti számla szerinti fogyasztás is mérséklődik. Ezzel áll szemben az előző bekezdésekben kétféle megközelítéssel becsült hatás, amely szerint a háztartások törlesztés után rendelkezésre álló jövedelmének emelkedésével fogyasztásuk is bővül.

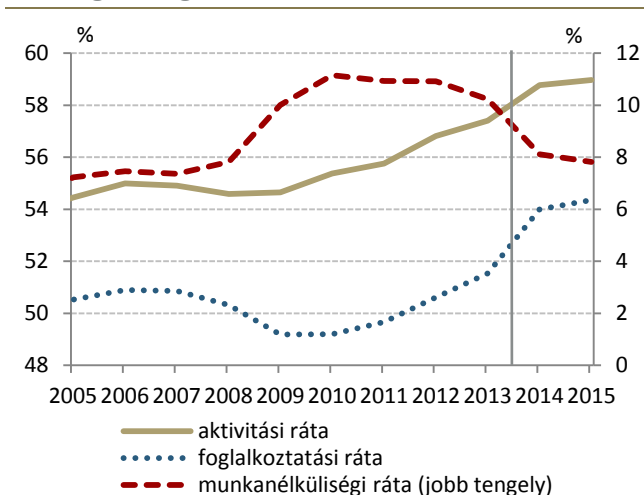
*A csomag hatása a bankrendszerre*

Az **ügyfelek kártalanítása hatással van a pénzügyi közvetítőrendszer likviditási és tőkepozíciójára is**, amely közvetve a hitelezési aktivitást is érintheti. A **relatív magas tőkepuffereknek köszönhetően várhatóan alacsony marad egy jelentős mérlegalkalmazkodás (deleveraging) kockázata**. Az azonnali hatásokon túl az intézkedések (a tervezett forintosítást is figyelembe véve) középtávon hozzájárulnak a banki mérlegek tisztulásához és ezáltal egy egészségesebb mérlegszerkezet kialakulásához. Számításaink szerint előrejelzési horizontunkon a tőkehelyzet változásából és a javuló mérlegszerkezetből adódó hatások kiolthatják egymást, így a hitelkínálat drasztikus megváltozására nem számítunk. A devizahiteles csomag pénzügyi közvetítőrendszerre gyakorolt hatásai részletesebben a novemberben megjelenő Stabilitási jelentésben kerülnek bemutatásra.

### 1.3. Munkapiaci előrejelzésünk

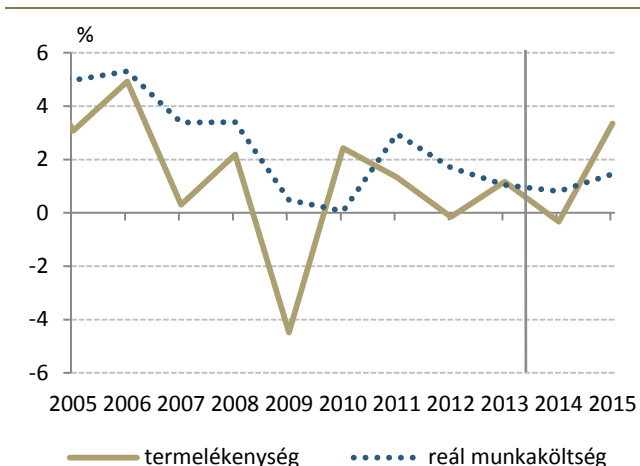
A munkapiaci folyamatok összességében várakozásainkkal összhangban alakultak. A reálgazdasági növekedéssel párhuzamosan a nemzetgazdasági foglalkoztatás bővülésére számítunk, melyhez a versenyszféra létszámbővülése mellett a közmunkaprogramok is hozzájárulhatnak. A munkanélküliségi ráta éves átlagban 8 százalék körül alakulhat az előrejelzési horizonton. A termelékenység fokozatos emelkedése, valamint az inflációs várakozások alkalmazkodása miatt a válság előttinél tartósan alacsonyabb bérdinamikára számítunk a versenyszférában.

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



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

1-13. ábra: A termelékenység\* és a reál munkaköltségek alakulása a versenyszektorban



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

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás.

**Előrejelzési horizontunkon az aktivitási ráta további fokozatos emelkedésével számolunk (1–12. ábra).** Az aktivitás növekedését főként a válságot követően meghozott, a munkakínálat élénkítését célzó intézkedések okozzák. Emellett a munkakereslet élénkülésével a korábban inaktívvá vált reményvesztett munkanélküliek is nagyobb arányban léphetnek be a munkapiacra.

**A konjunktúra erősödésével folytatódhat a versenyszféra munkakeresletének növekedése.** Előrejelzésünkben a részmunkaidős foglalkoztatás aránya tartósan a válság előtti szint fölött maradhat, így a foglalkoztatottak létszámának növekedése a ledolgozott munkaóra-tömegben mérsékelt ütemű bővülést eredményezhet. Emellett a nemzetgazdasági foglalkoztatásban továbbra is jelentős szerepet kaphatnak az állami közfoglalkoztatási programok. A kormányzati bejelentésekkel összhangban alappályánknban arra számítunk, hogy a következő években 200 ezer körüli szinten alakulhat a közfoglalkoztatottak száma.

**Az elmúlt évekhez képest feszesebbé válhat a munkapiac.** A versenyszféra bővülő munkakereslete, valamint a közmunkaprogramok hatására tovább csökkenő munkanélküliségre számíthatunk. A javuló munkakereslet ellenére az előrejelzési horizont végéig a munkanélküliségi ráta meghaladhatja a válság előtti szintet és átlagosan 8 százalék közelében alakulhat.

**A vállalati szektorban a válság előtti szinthez viszonyítva visszafogott maradhat a bérek dinamikája (1–13. ábra).** A laza munkapiaci kondíciók és a javuló termelékenység mellett a fajlagos munkaköltségek dinamikája mérsékelt maradhat a versenyszektorban. Az inflációs várakozások alkalmazkodása elősegítheti, hogy a versenyszférában a válság előtti értékénél tartósan alacsonyabban alakuljon a bérdinamika. A bérdinamikánál alacsonyabb infláció következtében a reálbér enyhe emelkedésére számítunk.

**A nemzetgazdasági bérendex alakulását a közmunkaprogram és az állami bérek is érdemben befolyásolják.** Mivel a közmunkások bérszintje a nemzetgazdasági átlagnál alacsonyabb, ezért a közmunkaprogram kiterjesztése összetételhatáson keresztül csökkenti a nemzetgazdasági bérendexet.

## 1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink

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

A nyersanyagpiacon az árak tovább mérséklődtek. A (nettó) olajimportőr országok (Európa, Kína) növekedésének lassulása és a devizapiaci keresztárfolyamok változása összességében azt eredményezte, hogy a dollárban kifejezett olajpályára vonatkozó feltevésünk aktuálisan júniushoz képest rövid távon enyhén alacsonyabb, míg 2015-ben érdemben nem változott. A globálisan kedvező élelmiszertermés hatásaként csökkent a feldolgozatlan élelmiszerek határidős jegyzése, így előrejelzésünkben alacsonyabb élelmiszerárakkal számolunk. Alapfeltevéseinkben az euro árfolyama gyengült a dollárhoz képest, amit elsősorban a Fed és az EKB monetáris politikai irányultságában meglévő különbségek magyarázhatnak. Az eurozóna elhúzódó kilábalása miatt továbbra is bizonytalanság övezi a régió gazdasági növekedését, amit a fokozódó orosz-ukrán konfliktus tovább erősíthet. A visszafogott növekedéssel összhangban előrejelzési horizontunkon az eurozóna inflációja is alacsony marad, ami miatt az elemzői várakozások szerint az EKB hosszabb távon is fenntarthatja a laza monetáris kondíciókat.

1-3. táblázat: Főbb exogén feltevések alakulása az előrejelzésben

Alapfeltevéseink	2014		2015		Változás	
	Június	Szeptember	Június	Szeptember	2014	2015
Olajár (USD/hordó)	108,1	106,0	103,8	103,6	-1,9%	-0,2%
Élelmiszerárak						
Búza (USD/véka)	6,74	5,93	7,30	5,98	-12,0%	-18,1%
Kukorica (USD/véka)	4,80	4,16	4,94	3,94	-13,3%	-20,2%
USD/EUR	1,366	1,347	1,361	1,315	-1,4%	-3,4%
Eurozóna infláció (%)	0,8	0,6	1,2	1,1	-0,2 szp.	-0,1 szp.
Eurozóna GDP (%)	1,1	0,8	1,4	1,1	-0,3 szp.	-0,3 szp.

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

1-4. táblázat: Előrejelzésünk változása a legutóbbi Inflációs jelentéshez képest

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

<sup>1</sup> A GDP arányában.

<sup>2</sup> A teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.

<sup>3</sup> A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a teljes munkaidő egyenértékes hazai foglalkoztatotással lett kiszámítva.

<sup>4</sup> MNB becslés.

<sup>5</sup> A szabad tartalékok teljes törlésével.

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

	2014	2015
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>		
MNB (2014. szeptember)	0,1	2,5
Consensus Economics (2014. szeptember) <sup>1</sup>	0,0 – 0,2 – 0,6	1,9 – 2,5 – 3,0
Európai Bizottság (2014. május)	1,0	2,8
IMF (2014. április)	0,9	3,0
OECD (2014. május)	0,5	2,8
Reuters-felmérés (2014. augusztus) <sup>1</sup>	0,0 – 0,2 – 0,8	2,0 – 2,5 – 3,0
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>		
MNB (2014. szeptember)	3,3	2,4
Consensus Economics (2014. szeptember) <sup>1</sup>	2,2 – 3,1 – 3,5	1,6 – 2,3 – 2,9
Európai Bizottság (2014. május)	2,3	2,1
IMF (2014. április)	2,0	1,7
OECD (2014. május)	2,0	1,6
Reuters-felmérés (2014. augusztus) <sup>1</sup>	2,4 – 3,0 – 3,4	1,6 – 2,1 – 2,6
<b>Folyó fizetési mérleg egyenleg<sup>3</sup></b>		
MNB (2014. szeptember)	3,1	3,1
Európai Bizottság (2014. május)	3,0	2,7
IMF (2014. április)	2,7	2,2
OECD (2014. május)	3,6	3,9
<b>Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint)<sup>3,4</sup></b>		
MNB (2014. szeptember)	2,8	2,6
Consensus Economics (2014. szeptember) <sup>1</sup>	2,1 – 2,9 – 3,0	2,1 – 2,7 – 3,1
Európai Bizottság (2014. május)	2,9	2,8
IMF (2014. április)	2,9	2,9
OECD (2014. május)	2,9	2,9
Reuters-felmérés (2014. augusztus) <sup>1</sup>	2,7 – 2,9 – 3,2	2,5 – 2,9 – 3,0
<b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>		
MNB (2014. szeptember)	3,9	4,1
Európai Bizottság (2014. május) <sup>2</sup>	4,1	5,6
IMF (2014. április) <sup>2</sup>	3,1	4,2
OECD (2014. május) <sup>2</sup>	3,9	5,2
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>		
MNB (2014. szeptember)	1,5	1,7
Európai Bizottság (2014. május) <sup>2</sup>	1,9	2,2
IMF (2014. július) <sup>2</sup>	1,6	2,0
OECD (2014. május) <sup>2</sup>	1,8	2,2

<sup>1</sup> A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a közép-ső érték) azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> A GDP arányában.

<sup>4</sup> A szabad tartalékok teljes törlésével.

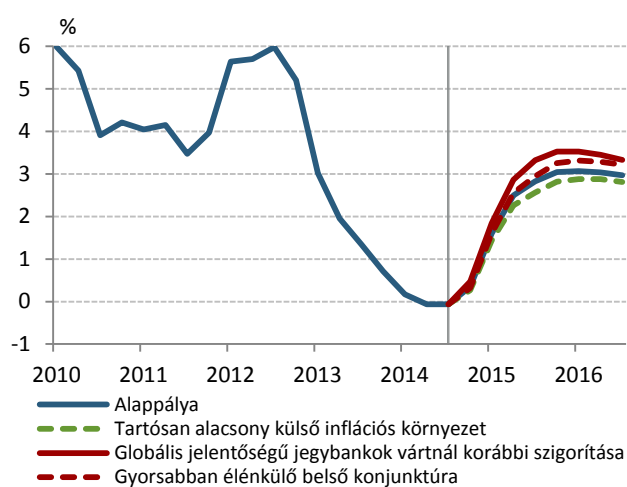
Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. (London), 2014. szeptember); European Commission Economic Forecasts (2014. május); IMF World Economic Outlook Database (2014. április és július); Reuters-felmérés (2014. augusztus); OECD Economic Outlook No. 93 (2014. május).



## 2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alappályája körül három alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek esetleges realizálódása módosíthatja a monetáris politika irányultságát. A külkereskedelmi partnereink vártnál lassabb fellendülésével, így alacsonyabb külső inflációs környezettel számoló alternatív forgatókönyv a növekedésre és az inflációra nézve egyaránt lefelé mutató kockázatot jelent, így a középtávú inflációs cél az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók mellett is elérhető. Azon kockázati pálya esetén, amely – a külső környezet kedvező megváltozása miatt – a globális jelentőségű jegybankok vártnál korábbi monetáris szigorításával számol, az alappályánál szigorúbb monetáris kondíciók biztosíthatják, hogy az infláció középtávon az árstabilitással összhangban alakuljon. Szintén az alappályánál szigorúbb monetáris politikai irányultság felé mutat a hazai foglalkoztatottság és fogyasztás dinamikusabb bővülésével, így a belső konjunktúra élénkebb növekedésével és az infláció gyorsabb emelkedésével számoló forgatókönyv.

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



Forrás: MNB

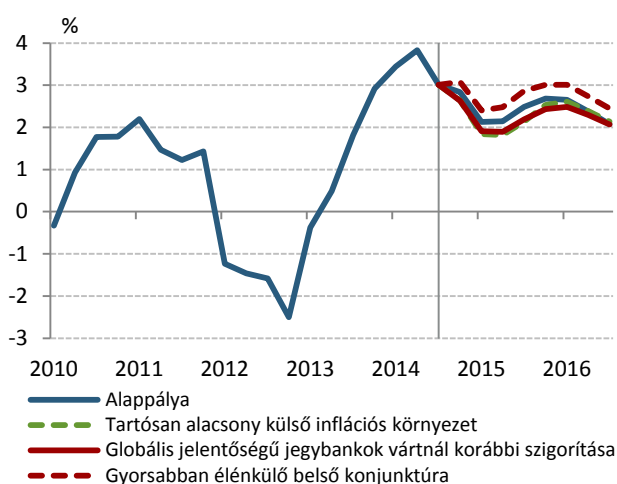
### Mérsékelt külpiaci növekedés és tartósan alacsony külső inflációs környezet

**Az elmúlt negyedévben tovább mérséklődött a külső infláció**, ami leginkább a változatlanul gyenge keresletet, a nyersanyagárak mérsékelt alakulásának együttes hatását tükrözi. A nyári hónapokban folytatódott az eurozóna inflációjának csökkenése, miközben a növekedési adatok a várakozásoknál kedvezőtlenebbül alakultak. Ezen hatások eredményeként az eurozóna esetében erősödtek a deflációs kockázatok.

**A legfontosabb külkereskedelmi partnereinkre vonatkozó előrejelzések elöreteként is lefelé mutató növekedési kockázatot jeleznek, így külső piacaink kibocsátási rése a jelenleg feltételezettnél tartósan is nyitottabb lehet.** Ezzel összhangban elképzelhető, hogy Európában tartósan fennmaradhat a jelenlegi rendkívül alacsony inflációs környezet, tovább emelve a defláció kialakulásának veszélyeit. Emellett a feltörekvő gazdaságok, főleg Kína lassulásával kapcsolatos kockázatok hozzájárulhatnak a globális konjunktúra gyengüléséhez is, ami a nyersanyagárakon keresztül további dezinflációs hatásokat okozhat. Mindezek eredményeképpen a hazai importált infláció az alappályában vártnál alacsonyabban alakulhat.

**Ezen alternatív forgatókönyvben azzal számoltunk, hogy a gyengébb külső kereslet erősebb dezinflációs hatást fejthet ki, ami az alappályában feltételezettnél alacsonyabb külső inflációs pályát és a külkereskedelmi csatornán keresztül mérsékeltebb növekedést eredményez.** Emellett az alacsony külső inflációs környezet következtében a globális jelentőségű jegybankok hosszabb ideig fenntarthatják a laza monetáris kondíciókat, ami ellensúlyozhatja a globális befektetői hangulat változását. Az erősebb külső dezinflációs hatások következtében **az inflációs cél középtávon az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók mellett is elérhető.**

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



Forrás: MNB

A globális jelentőségű jegybankok várnál korábbi monetáris szigorítása

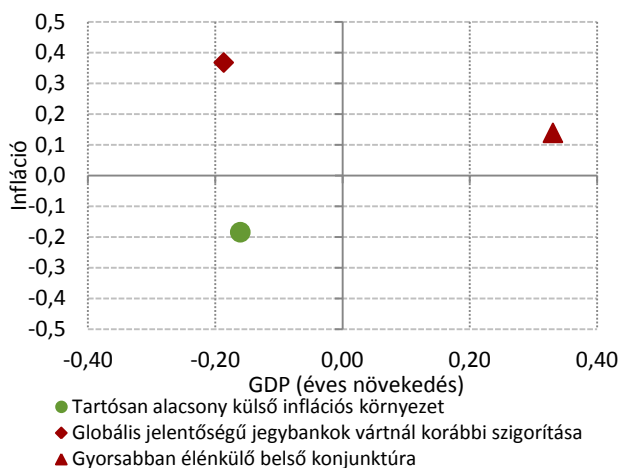
**Az alappálya feltételezése szerint az Egyesült Államokban a kedvező növekedési és munkapiaci adatok hatására a Fed eszközvásárlási programjának tavaly év végén megkezdett kivezetése októberben lezárul.** Ugyanakkor a globális jelentőségű jegybankok által bevetett nemkonvencionális eszközök jövőbeli alkalmazása és monetáris politikájuk alakítása, illetve a globális kockázatvállalási hajlandóság alakulása érdemben befolyásolhatja a hazai kockázati megítélést.

**A globális pénzügyi környezet szempontjából meghatározó jegybankok monetáris politikájából származó külső kockázatok a magyar monetáris politika számára relevánsak lehetnek.** A fejlett országokban (elsősorban a Fed és Bank of England esetében) a keresleti környezet gyorsabb helyreállása esetén a nemzetközi monetáris kondíciók a várnál korábban szigorodhatnak, ami a feltörekvő piacok esetében a tőkeáramlás irányának hirtelen megfordulását és a kockázati mutatók kedvezőtlen irányú megváltozását<sup>3</sup> okozhatja. Emellett a feltörekvő piaci tőkeáramlás külső keresletünk visszaesése miatt kedvezőtlenül érintheti növekedési kilátásainkat is.

**A fentiekkel összhangban ebben a forgatókönyvben a nemzetközi monetáris kondíciók várnál korábbi szigorodása a feltörekvő piacokkal szembeni befektetői hangulat romlását okozhatja.** A kockázati felárak emelkedése miatt gyengülhet az árfolyam, ami erősíti az inflációs nyomást. A hazai export esetében két ellentétes irányú hatás is jelentkezhet: rövid távon a feltörekvő piacok keresletének lassulása az alappályánál kedvezőtlenebb növekedési pályát okozhat. Ugyanakkor hosszabb távon a fejlett piacok erősebb növekedése külső keresletünkre is kedvezően hathat, ami az előrejelzési horizont második felében már javíthatja a hazai növekedési kilátásokat. Az inflációs folyamatok tekintetében a gyengülő árfolyam hatását csak részben ellensúlyozza a külső környezet dezinflációs hatása. A romló kockázati megítélés és az emelkedő infláció az alappályánál szigorúbb monetáris kondíciókat tehet szükségessé az időszak során. **A szigorító monetáris politika biztosítja, hogy az előrejelzési horizont végére az infláció a céllal összhangban alakuljon.**

<sup>3</sup> A várnál korábbi szigorító monetáris politikai lépések mellett szintén a globális kockázatvállalási hajlandóság, a kockázati mutatók és a külső kereslet kedvezőtlen alakulását okozhatja felvevő piacaink növekedési kilátásainak romlása, az európai adósságválság kiújulásához és a bankrendszer sérülékenységéhez kapcsolódó kockázatok realizálódása, illetve az orosz-ukrán konfliktus mélyülése.

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



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

Forrás: MNB

Gyorsabban élénkülő belső konjunktúra

**Az elmúlt negyedévben beérkezett adatok alapján tovább folytatódott a belső kereslet élénkülése.** A lakossági fogyasztást meghatározó legfontosabb makrogazdasági tényezők közül a reálkeresetek az alacsony infláció miatt emelkedtek. Emellett a Kúria által meghozott – a lakossági devizahiteleket érintő – jogegységi határozat növeli a háztartások pénzügyi vagyonát, felgyorsítva az érintettek adósságéleépítési folyamatát. Ugyanakkor a válságot követően csak lassan oldódó óvatossági megfontolások miatt a fogyasztás élénkülése továbbra is mérsékelt lehet.

**Előretekintve elképzelhető, hogy a vártnál nagyobb mértékben javul a fogyasztói bizalom és a meglévő adósságállományok gyorsabban épülnek le.** Az óvatossági megfontolások és a mérlegalkalmazkodási kényszer vártnál gyorsabb oldódása emelheti a fogyasztási hajlandóságot, ami gyorsabban emelkedő fogyasztási pályát eredményezhet.

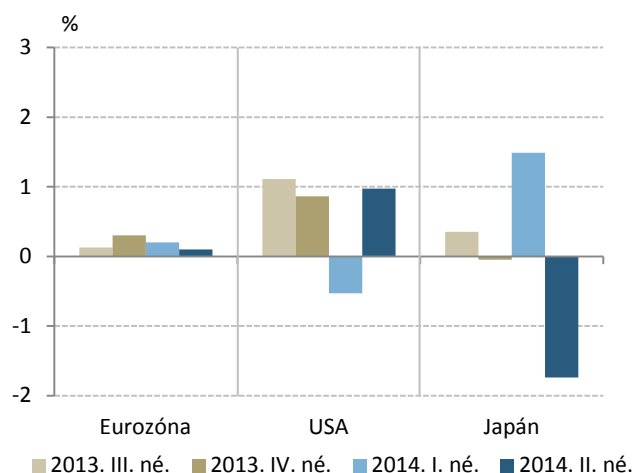
**Emellett a konjunktúra fokozatos élénkülésével és a foglalkoztatottság növekedésével a munkapiac is egyre feszebbé válhat.** Az év eleje óta jelentős mértékben bővült a foglalkoztatottság, melyet a közmunkaprogramok hatása mellett a versenyszféra javuló foglalkoztatási folyamatai támogattak. Mindez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

### 3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

#### 3.1. Nemzetközi környezet

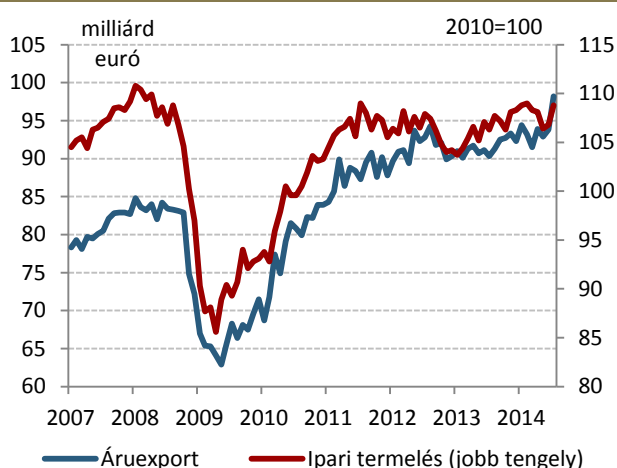
A második negyedévben emelkedtek a globális növekedést övező kockázatok. A világgazdaság növekedése mérsékelt maradt és változatlanul jelentős régiós eltérést mutatott. Az éleződő orosz-ukrán konfliktus következtében az eurozóna növekedése stagnált, miközben az Egyesült Államokban és Kínában javult a gazdasági teljesítmény. A visszafogott keresleti környezettel összhangban a globális inflációs folyamatok változatlanul mérsékelt alakultak. Bár a fejlett országok jegybankjainak monetáris politikai irányultsága az elmúlt hónapokban eltérő pályát mutatott, a támogató kamatkörnyezet továbbra is fennmaradt.

3-1. ábra: GDP növekedés a fejlett gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított negyedéves változás.  
Forrás: OECD

3-2. ábra: Német ipari termelés és áruexport



Forrás: Eurostat

#### 3.1.1. Globális konjunkturális folyamatok

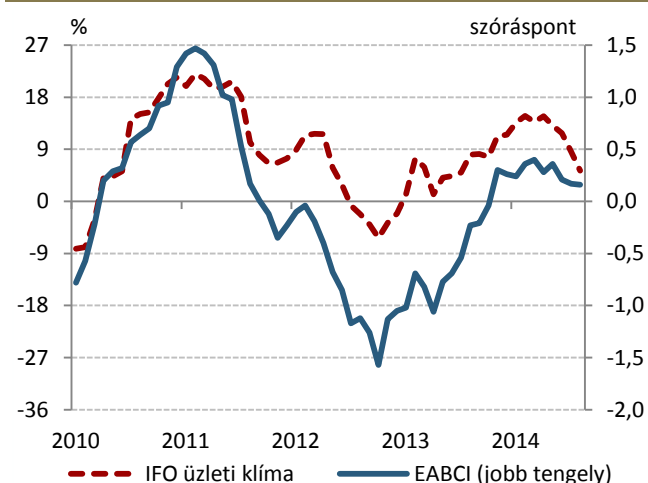
**A második negyedévben a világgazdaság növekedése továbbra is visszafogottan alakult.** A fejlett és feltörekvő régiók közötti növekedési különbségek fennmaradtak. A növekvő bizonytalanság és az orosz-ukrán konfliktus következtében az euroövezet növekedése megtorpant, miközben az Egyesült Államokban a gyengébb év eleji adatot követően érdemi bővülést lehetett megfigyelni. Az orosz-ukrán konfliktus kapcsán jelentkező geopolitikai feszültségek és bizonytalanság előretekintve leginkább az európai régió gazdasági teljesítményére van negatív hatással.

**A második negyedéves adatok alapján az eurozóna gazdasága stagnált (3–1. ábra).** A válságból való fokozatos kilábalás megtorpanása elsősorban a magországi gyengülő teljesítményéhez köthető. A német gazdaság 0,2 százalékkal esett vissza az előző negyedévhez képest, amelyet elsősorban az alacsony beruházási és külkereskedelmi dinamika magyarázott. A visszaesésben szerepet játszhatott az év eleji kedvező időjárás miatt – elsősorban az építőiparban – jelentkező bázishatás is. A legfontosabb külkereskedelmi partnerünknek számító Németország ipari termelése a második negyedévben csökkent, miközben az ipari rendelésállomány egy éve nem látott ütemben bővült (3–2. ábra). Az orosz-ukrán konfliktus következtében az üzleti bizalom érdemben romlott az euroövezetben (3–3. ábra). A feldolgozóipari beszerzési menedzser index júliusban héthavi mélypontján állt, szintje azonban az ágazat bővülését vetíti előre. A geopolitikai kockázatok (orosz-ukrán konfliktus) mellett a munkapiaci fejlemények is a kereslet mérsékelt alakulása irányába mutattak. A munkaerőpiacon változatlanul nem érzékelhetőek a kilábalás egyértelmű jelei. A munkanélküliségi ráta a második negyedévben nem változott az év elejéhez képest és továbbra is magas szinten, 11,6 százalékon állt.

**A perifériaországok közül Spanyolország és Portugália adata jelentett pozitív meglepetést,** mindkét gazdaság 0,6 százalékos bővülést ért el, miközben az olasz gazdaság kibocsátása enyhén csökkent (3–4. ábra).

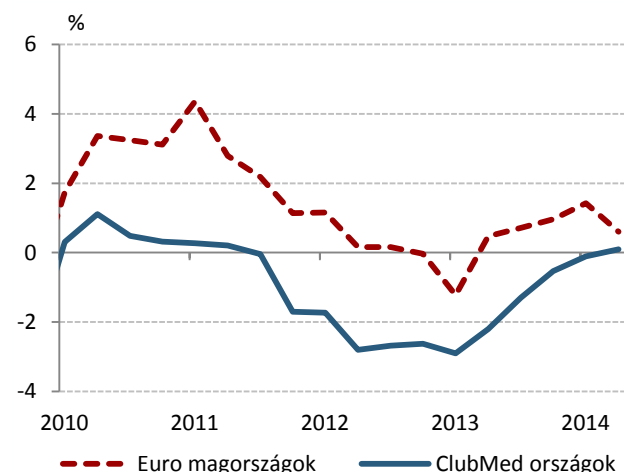
**Az eurozónán kívüli európai országok közül az Egyesült**

**3-3. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása**



Forrás: Európai Bizottság, IFO

**3-4. ábra: GDP növekedés az euroövezetben**



Megjegyzés: Éves változás.

Magországok: Németország, Franciaország, Hollandia, Ausztria  
ClubMed országok: Görögország, Olaszország, Portugália, Spanyolország

Forrás: Eurostat

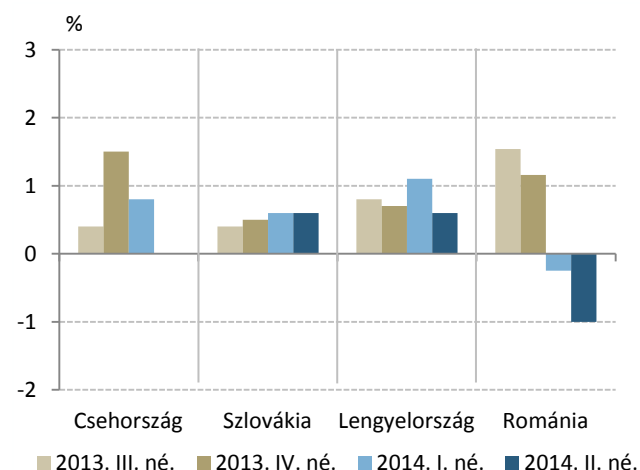
**Királyságban elsősorban a szolgáltatószektor teljesítményének köszönhetően folytatódott a növekedés (negyedéves összevetésben +0,8 százalék), de a termelő ágazatok hozzájárulása is pozitív volt. Felhasználási oldalon leginkább a magánszektor fogyasztása járult hozzá a növekedéshez. A fogyasztás élénkülését a javuló munkaerőpiaci helyzet támogatta. Középtávon ugyanakkor a magánszektor és a közszféra mérlegalkalmazkodása továbbra is visszafoghatja a bővülést.**

**A második negyedévi adatok alapján a kelet-közép-európai régió országai vegyes képet mutattak (3–5. ábra). Az előző negyedévhez képest a román gazdaság jelentősen visszaesett, miközben a cseh gazdaság stagnált. Szlovákiában és Lengyelországban az elmúlt három hónapban 0,6 százalékkal bővült a gazdaság, ám míg ez Lengyelország esetében a dinamika jelentős visszaesését jelenti az elmúlt időszakhoz képest, addig Szlovákia esetében csupán enyhe lassulásnak tekinthető. Magyarország növekedése a régióban a legmagasabb volt, mind negyedéves (0,8 százalék), mind éves összevetésben (3,9 százalék).**

**Az Egyesült Államokban a második negyedéves évesített növekedési ütem 4 százalékot tett ki, az első negyedévi visszaesést követően. A javulás elsősorban az első negyedéves növekedést visszafogó átmeneti tényezők (készletfelhalmozás, gyenge exportteljesítmény, kedvezőtlen időjárási körülmények) korrekciói okozták. Ezenkívül a magánszektor fogyasztási kiadásai és beruházásai is pozitívan járultak hozzá a növekedéshez. A beérkezett adatok arra utalnak, hogy a támogató pénzügyi környezet, a javuló fogyasztói és üzleti bizalom a harmadik negyedévben is erősítheti a magánszektor keresletét, amely a fiskális konszolidációs intézkedések kereslet-visszafogó hatásának kufatásával hozzájárulhat a növekedési dinamika fenntartásához. A munkanélküliségi ráta a második negyedévben tovább csökkent. Ezt augusztusban egy enyhe (0,1 százalékpontos) mérséklődés követte. Az aktivitási ráta az év eleje óta enyhén mérséklődött, augusztusban 62,8 százalékon állt (3–6. ábra).**

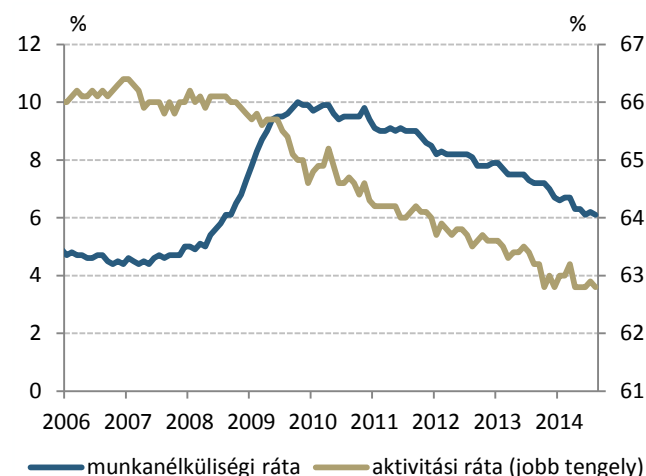
**Japánban az áprilisi forgalmiadó-emelés miatt előrehozott fogyasztás az első negyedévben a gazdaság élénkülését okozta, azonban a második negyedévben a bruttó hazai termék 1,7 százalékkal csökkent az előző negyedévhez képest. Júniusban éves összevetésben lassult az ipari termelés növekedése és az exportszektor teljesítménye is visszaesett. A bizalmi indikátorok a jövőre nézve nem mutatnak egyértelmű irányt, azonban bizakodásra adhat okot, hogy a feldolgozóipari beszerzési indikátor júliusban a bővülést jelző szinten állt, miközben a munkaerőpiaci helyzet is kedvező maradt. A munkanélküliségi ráta**

**3-5. ábra: Negyedéves növekedés a közép-kelet-európai országokban**



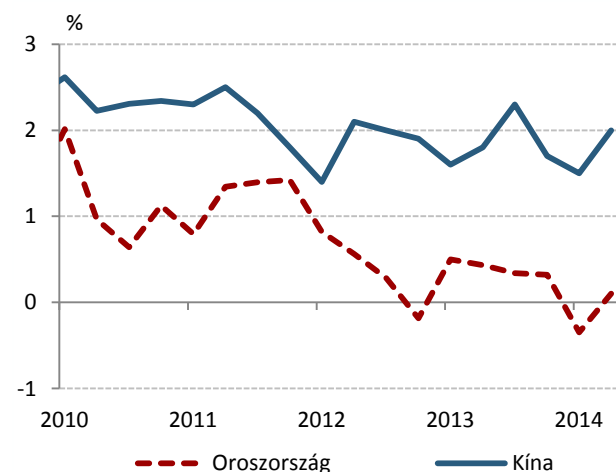
Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok  
 Forrás: Eurostat, Institutul National de Statistica

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



Forrás: Bureau of Labor Statistics (BLS)

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított negyedéves változás.  
 Forrás: OECD

májusban újabb történelmi mélypontra süllyedt (3,5 százalék), majd júliusig fokozatosan 3,8 százalékra emelkedett.

**A fő feltörekvő gazdaságok közül Kína esetében a fiskális ösztönző intézkedések, a bőséges hitelkínálat, valamint az erősödő külső kereslet járult hozzá a gazdasági aktivitás javulásához (3–7. ábra).** A második negyedévben a GDP éves összevetésben 7,5 százalékkal bővült, miközben a negyedéves dinamika is gyorsult. A bővülés gyorsulása elsősorban a beruházásokhoz kötődött, miközben a 2013 eleje óta negatív nettó export hozzájárulása is pozitív volt. Előretekintve a kormányzat által kitűzött évi 7,5 százalékos cél teljesíthetőnek tűnik. Ugyanakkor a GDP növekedést továbbra is túlzott hitelexpanzió támogatja, amely fokozza a gazdasági egyensúlytalanságokat és pénzügyi törékenységet.

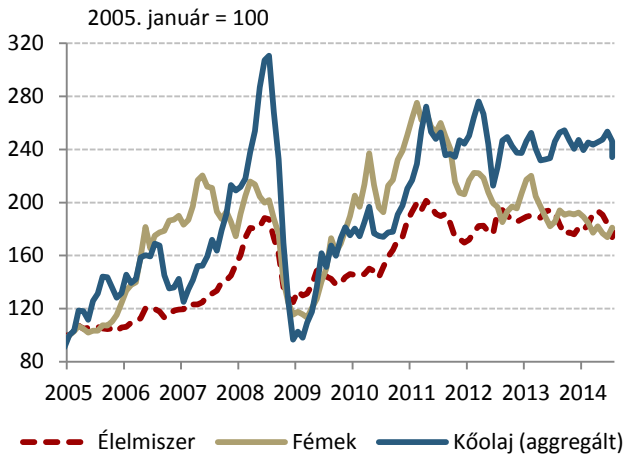
**Oroszország gazdasága a második negyedévben éves alapon 0,8 százalékkal bővült (3–7. ábra).** Az orosz gazdaság éves bővülése 2012 első negyedéve óta folyamatosan lassul. Az Európai Unió július végén az orosz gazdasággal szembeni szankciók újabb hullámát jelentette be, amire válaszul Oroszország egyéves tilalmat vezetett be a korlátozó intézkedéseket meghozó országokból érkező hús-, baromfi-, hal-, zöldség- és gyümölcsimportra. (Ezzel részletesen a 6.2-es kiemelt témában foglalkozunk) Az intézkedések a közeljövőben hátrányosan hathatnak a jelenleg is törékeny orosz növekedésre. A nagy nemzetközi intézetek lefelé revidiálták az orosz gazdaságra vonatkozó növekedési kilátásokat az elmúlt időszakban. Az IMF júliusban a 2014-es növekedési prognózisát a korábbi 1,3 százalékról 0,2 százalékra, míg a 2015-ös előrejelzését 2,3 százalékról 1 százalékra rontotta elsősorban a gyengülő belső kereslet, valamint a fokozódó geopolitikai feszültségek miatt.

### 3.1.2. Globális inflációs folyamatok

**Az elmúlt hónapokban a nyersanyagárak változékonyan alakultak (3–8. ábra). A nyersolaj világpiaci ára júniusban érdemi csökkenésnek indult és augusztus közepére 100 dollár közelébe süllyedt,** melyet keresleti és kínálati tényezők egyaránt magyarázhatnak. (Ezzel részletesen 3–1. számú keretes írásban foglalkozunk.)

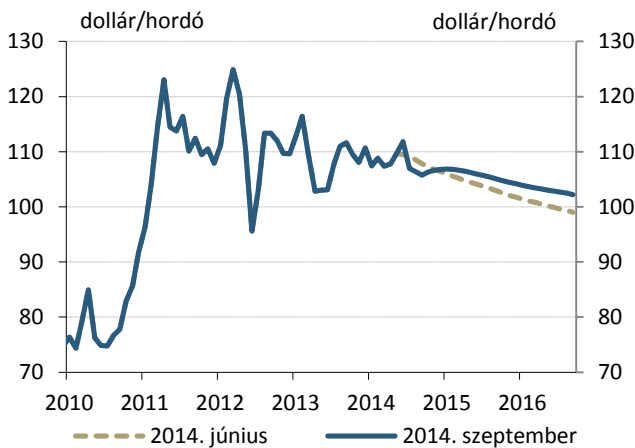
A világ olajkínálata annak ellenére jelentősen emelkedett, hogy az elmúlt hónapokban számos jelentős geopolitikai konfliktus veszélyeztetette a nyersanyag kitermelését. A növekvő olajkitermelés elsősorban a jelenleg legnagyobb olajexportőr Szaúd-Arábia termelésének fokozására és az amerikai palaolaj-kitermelés felfutására vezethető vissza. A növekvő kínálat mellett az olajár csökkenését a gyenge kereslet is magyarázhatja. Az olaj keresletének visszaesése

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



Forrás: IMF-IFS

3-9. ábra: Olajárfelevezésünk változása



Forrás: Bloomberg

3-10. ábra: Az euro dollárral szembeni és nominál effektív árfolyamának alakulása



Megjegyzés: \*2014. augusztusi előrejelzés. A nagyobb érték az euro felértékelődését jelzi.

Forrás: EKB, Consensus Economics

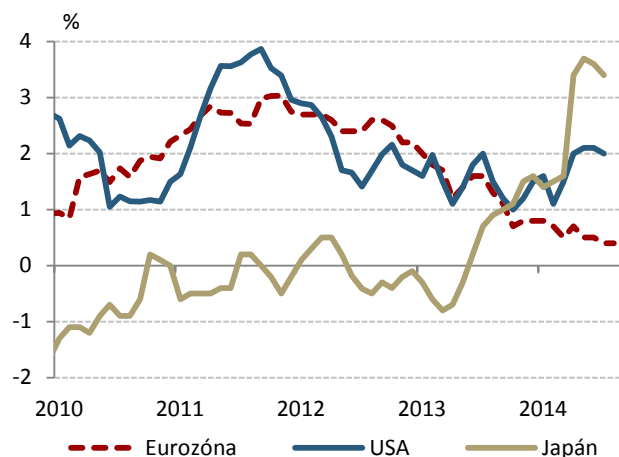
mögött a nagy nettó importőr országok gazdasági növekedésének lassulása áll (Kína, eurozóna tagállamok).

**A határidős jegyzésárak a dollárban számított olajárak fokozatos mérséklődését vetítik előre (3–9. ábra).** Rövid távon további keresletcsökkenésre számítanak az elemzők és a nemzetközi szervezetek. Középtávon az energiahatékonyság javulása, a megújuló energiahordozók szerepének növekedése miatt az olajkereslet lassabban növekedhet, mint a kínálati kapacitások, így a világgazdaság élénkülése ellenére mérsékeltén alakulhat a kőolaj ára. Rövid távon a nagy olajkitermelő országokat érintő geopolitikai feszültségek az olajár volatilisabb árfolyamában mutatkozhatnak meg. Az euro árfolyama 2014 májusa óta leértékelődött a dollárhoz képest, az elemzői várakozások a következő 2 évben további gyengülést valószínűsítenek. A gyengülő euro a magasabb importárakon keresztül emelheti az inflációs nyomást az euroövezetben (3–10. ábra).

**Az ipari nyersanyagok (vasérc, szén) ára összességében mérséklődött az első negyedévhez képest.** A szén ára a visszafogott kereslet miatt kialakult túlkínálat következtében indult csökkenésnek. A fémek esetében júniusban szintén a túlkínálat okozott árcsökkenést, azonban a termelési kapacitások visszafogása miatt júliusban háromhavi visszaesést követően korrigáltak az árak. A nyers élelmiszerek árai mind júniusban, mind júliusban csökkenést mutattak, miután a kedvező időjárási körülmények miatt a piaci várakozások optimisták maradtak a kínálatot illetően.

**Az inflációs ráták a fejlett országok többségében cél alatt vagy annak közelében alakultak (3–11. ábra).** A fejlett országokat továbbra is negatív kibocsátási rés jellemzi, így a keresletoldali inflációs nyomás mérsékelt. A jelentős mértékű kihasználatlan kapacitások, a mérséklődő nyersanyagárak, illetve a – főként a fejlett országokban – horgonyzott inflációs várakozások visszafogott inflációs nyomást vetítenek előre. Az USA-ban az infláció 2 százalék körül alakult. Az eurozónában a fogyasztói árak szintje a második negyedévhez képest tovább lassult, augusztusban 0,4 százalék volt az infláció (3–12. ábra). Németországban az augusztusi adatok alapján 0,8 százalék volt az árak növekedési üteme, miközben a periféria országok körében negatív tartományban alakult az árindex. A mérsékelt euroövezeti inflációhoz a kihasználatlan kapacitások magas szintje mellett leginkább a csökkenő energia-, illetve élelmiszerárak járultak hozzá. Japánban a forgalmi adó áprilisi emelése jelentősen a kitűzött cél fölött tartja a fogyasztóiár-indexet. Júliusra kismértékben, 3,4 százalékra mérséklődött a mutató a májusi, 23 éves csúcstól jelentő szinthez (3,7 százalék) képest. Az Egyesült Királyságban

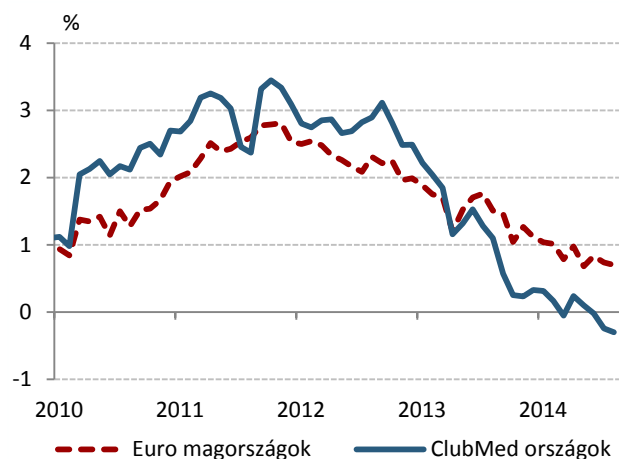
3-11. ábra: Infláció a fejlett gazdaságokban



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: OECD

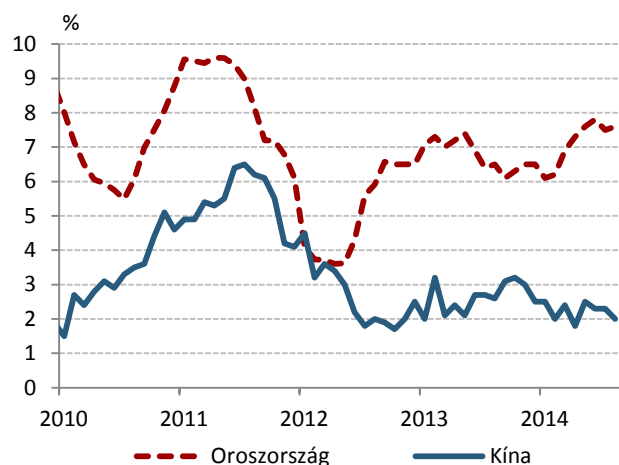
3-12. ábra: Infláció az euroövezetben



Megjegyzés: Éves változás. Magországok: Németország, Franciaország, Hollandia, Ausztria ClubMed országok: Görögország, Olaszország, Portugália, Spanyolország

Forrás: Eurostat

3-13. ábra: Infláció Kínában és Oroszországban



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: OECD

augusztusban a fogyasztói árak emelkedése éves szinten 1,5 százalékra mérséklődött.

A nagyobb feltörekvő gazdaságok közül Kínában az infláció változatlanul mérsékelt. Augusztusban az éves infláció 2 százalékot tett ki. A nehéziparban jelen lévő kihasználatlan kapacitások miatt az inflációs nyomás előretétele is visszafogottan alakulhat. Oroszországban májusban és júniusban folytatódott a fogyasztói árak gyorsuló emelkedése, majd augusztusban 7,6 százalékon alakult az infláció (3–13. ábra).

**A közép-kelet-európai régióban változatlanul cél alatti infláció figyelhető meg.** Csehországban a fogyasztóiár-index és a monetáris politika szempontjából releváns (az indirekt adók első körös hatásától szűrt) infláció továbbra is alacsony szinten tartózkodik. Augusztusban a fogyasztóiár-index 0,7 százalékra emelkedett, elmaradva a jegybanki cél toleranciasávjának alsó szélétől. A jegybank megítélése szerint a következő negyedévekben az árfolyam monetáris politikai eszközként való alkalmazásának következtében egyrészt az emelkedő importárakon, másrészt a fokozódó gazdasági aktivitáson keresztül folytatódhat az infláció fokozatos emelkedése. Lengyelországban az infláció augusztusban -0,1 százalékon állt, így továbbra is jelentősen a 2,5 százalékos cél alatt tartózkodik. A maginfláció a második negyedévben nem változott érdemben, majd az utóbbi hónapokban csökkent, augusztusban 0,5 százalék volt. Romániában az infláció augusztusban 1,3 százalékon állt. A jegybank augusztusi inflációs jelentésében 2014 végére 2,2 százalékos inflációs rátát jelez előre.

### 3.1.3. Monetáris politika és pénzügyi piaci folyamatok

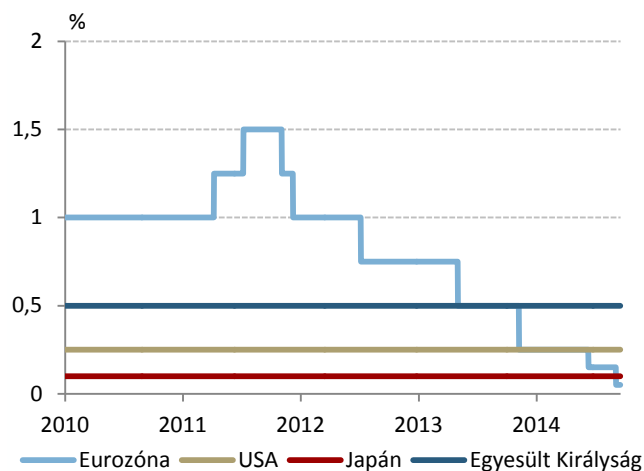
**A globális jelentőségű jegybankok** értékelései szerint a gazdasági aktivitással összhangban a középtávú inflációs kockázatok visszafogottak, így **fenntartották a laza monetáris kondíciókat** (3–14. ábra). Az EKB a deflációs kockázatok növekedésére reagálva tovább lazított a monetáris kondíciókon. Ugyanakkor néhány gazdaságban a kedvezőbb növekedési adatok mellett (USA, Egyesült Királyság) az infláció fokozatosan megközelítette az árstabilitási célt, ami miatt előretétele felmerült a fokozatos monetáris szigorítás kérdése. Más országokban (Kanada, Svédország, Új-Zéland) jelentősek maradtak a háztartások eladósodottságához, illetve az ingatlanpiachoz kötődő kockázatok, ami a makroprudenciális eszköztár kiterjedtebb alkalmazását indokolhatja, és amennyiben ez nem kellően hatékony, úgy a kamatemelés oldhatja a stabilitási feszültségeket. A legtöbb országban inflációs és kapacitáskihasználtsági oldalról nem látható olyan folyamat, amely idén a monetáris szigorítás irányába



mutatna.

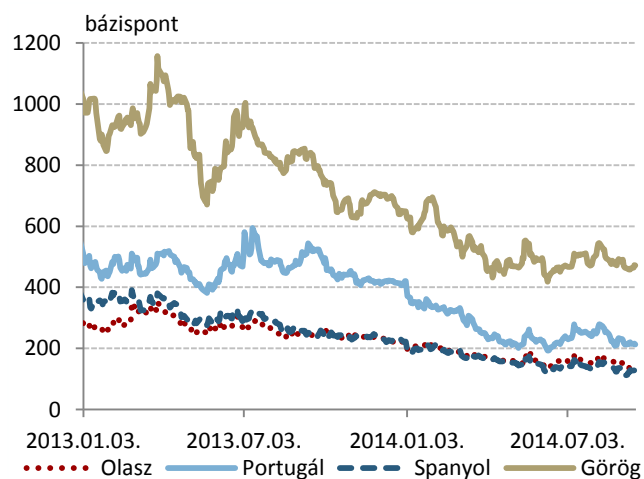
**A Federal Reserve szeptemberi döntése alapján 15 milliárd dollárra csökkentette az eszközvásárlások havi összegét.** Az előretekintő iránymutatás alapján a 0 százalékos közelítő alapkamat emelése csak jóval az eszközvásárlások leállása után kezdődhet meg, különösen, ha az infláció a 2 százalékos hosszú távú cél alatt marad. Az első kamatemelés várható időpontját illetően a Fed döntéshozói egyelőre eltérő üzeneteket fogalmaztak meg. Janet Yellen Fed elnök szerint, amennyiben a vártnál gyorsabb a munkaerőpiaci javulás, akkor a kamatemelés a most feltételezettnél előbb is bekövetkezhet, de ha elhúzódik a növekedés élénkítése, akkor a jelenlegi alkalmazkodó monetáris politikát tartják hosszabb ideig. Egyes döntéshozók ugyanakkor úgy látják, hogy a gazdaság állapota egy ideig még a jegybanki mandátummal konzisztens inflációs és foglalkoztatási szint elérése után is a hosszabb távú semleges kamatnál alacsonyabb alapkamatot indokolhat. A jelenlegi piaci várakozások szerint a mennyiségi lazítás (QE3) 2014 októberében leállhat, de a kamatemelés kezdete csak jóval későbbre (2015 közepére) várható.

3-14. ábra: A fejlett gazdaságok alapkamatainak alakulása



Forrás: Központi bankok adatbázisa

3-15. ábra: A 10 éves periféria államkötvények hozamfelárának alakulása a 10 éves német állampapírhozammal szemben



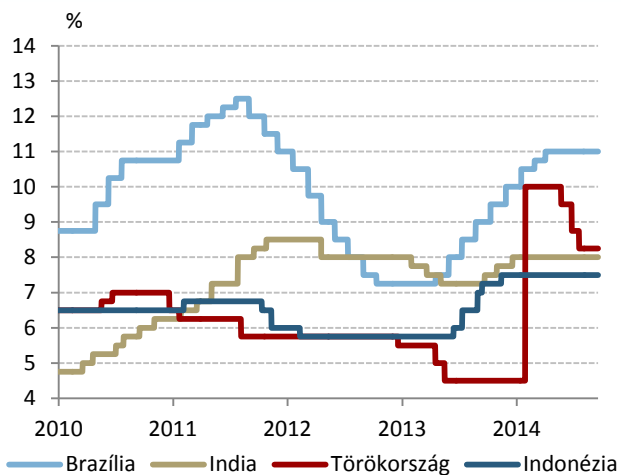
Forrás: Bloomberg

**Az EKB a júniusi kamatcsökkentést követően 0,15 százalékon tartotta az alapkamatot, majd szeptemberben 10 bázisponttal 0,05 százalékra csökkentette azt.** Az EKB ezzel együtt bejelentette, hogy októberben a korábbi nem szokványos eszközök kiegészítéseként vállalati értékpapírok (ABS – asset based securities), illetve értékpapír-fedezett kötvények (CBPP3 – covered bond purchasing program) vásárlásába kezd, amelynek részleteit később hozzák nyilvánosságra. Az új eszközök bevezetését a közép és hosszú távú inflációs várakozások cél alá csökkenésével indokolta a jegybank.

**A Bank of England fenntartotta a munkanélküliségi küszöbérték elérése miatt módosított iránymutatását.** Ebben hangsúlyozták, hogy kamatemelésre várhatóan csak fokozatosan kerülhet sor, és annak időzítése, mértéke és folyamatosága a gazdasági kondíciótól és több, főként a kapacitáskihasználtsághoz kötődő indikátor alakulásától függ majd. Ugyanakkor Mark Carney elnök az első kamatemelés kapcsán megjegyezte, hogy hamarabb is sor kerülhet rá, mint ahogy azt a piaci szereplők várják, azonban a szigorítás során nem várható, hogy a válság előtti szintre emelnék az alapkamatot.

**A japán jegybank a mennyiségi és minőségi lazítás politikáját változatlanul alkalmazza** annak érdekében, hogy a monetáris bázist éves szinten 60-70 billió jennel emelje. A 2 százalékos inflációs cél 2015 első felében történő elérésének esélyei javultak, így enyhült a nyomás a

3-16. ábra: A nagyobb feltörekvő országok alapkamatainak alakulása



Forrás: Központi bankok adatbázisa

japán jegybankon, hogy pótlólagos lazító intézkedéseket alkalmazzon, azonban továbbra is kockázatok övezik az infláció 2 százalékos szinten való fenntarthatóságát.

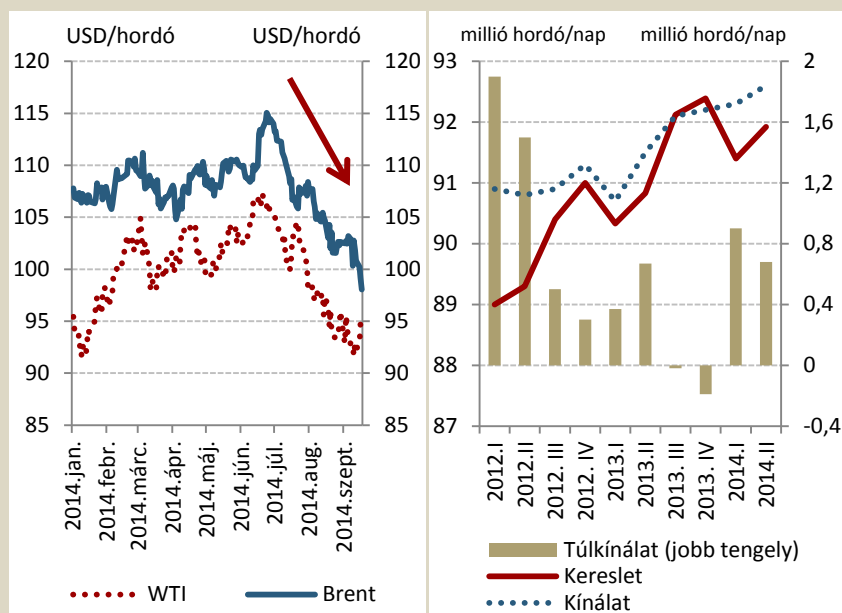
**A teljes időszakra vonatkozóan kedvezően alakult a globális befektetői hangulat,** ugyanakkor a fokozódó geopolitikai feszültségek (pl. az orosz-ukrán konfliktus) és a Fed kamatemelési várakozások erősödésének együttes hatására átmenetileg megingott a kockázatvállalási kedv. Az EU, USA és Oroszország által kölcsönösen kivetett szankciók elsősorban az orosz és az európai gazdasági növekedési kilátásokat vetik vissza, melynek hatására a rubel, az euro és a kelet-európai országok devizái egyaránt gyengültek a dollárral szemben. A feltörekvő piacokat – a dollár erősödése, az orosz-ukrán konfliktus fokozódása és egyes országspecifikus tényezők hatására – szintén növekvő kockázatkerülés jellemezte, így a feltörekvő térség devizái nyomás alá kerültek.

**A kelet-közép-európai régió jegybankjai szintén fenntartották a laza monetáris kondíciókat.** A Román Nemzeti Bank augusztusi ülésén 25 bázisponttal 3,25 százalékra csökkentette az alapkamatot a friss inflációs előrejelzések ismeretében, mely a korábbinál jelentősen alacsonyabb inflációs pályát vetít előre. A külföldi devizában denominált kötelezettségek kötelező tartalékrátáját a jegybank júliusban 18 százalékról 16 százalékra csökkentette. A cseh központi bank az elmúlt hónapokban változatlan szinten, 0,05 százalékon hagyta az alapkamatot, egyben jelezte, hogy az árfolyamszint (27 CZK/EUR) melletti elköteleződés előreláthatóan legalább 2015 második negyedévéig fennmaradhat. Mindemellett növekedett annak a valószínűsége, hogy az egyoldalú elköteleződés még ennél is tovább érvényben maradhat. A lengyel jegybank döntéshozói nem változtattak az alapkamat 2,5 százalékos szintjén, azonban a júliusi közleményből – az inflációs előrejelzés lefelé való módosításával egyidejűleg – kikerült a jegybank azon előzetekintő iránymutatása, mely szerint az irányadó ráta 2014 szeptemberéig változatlan maradna.

### 3-1. keretes írás: Az olajárakat befolyásoló tényezők

**Az elmúlt hónapokban a fokozódó geopolitikai kockázatok ellenére az olaj világgpiaci ára tovább csökkent.** A világgpiaci olajárakat a nyersolaj fizikai piacán és a pénzügyi folyamatokon keresztül számos tényező alakítja. A legfontosabb árfolyásoló faktorok: az energiafelhasználás mértéke, a valós és potenciális energiatermelési kapacitás, valamint a felhalmozott készletek. A keresleti és kínálati tényezők mellett fontos szerepet játszanak az árutőzsdei jegyzések, az olajra kötött határidős ügyletek, a devizapiaci árfolyamok alakulása és a részvénypiaci mozgások is. Mindezen tényezők eredőjeként a referenciaként használt olajár-jegyzésekben az elmúlt hónapokban jelentősnek tekinthető olajár-csökkenés volt megfigyelhető. A globális kereskedelem szempontjából kiemelt nyersolaj termékek, mint az amerikai WTI és az Európában irányadó északi-tengeri Brent olaj árfolyama több mint 10 százalékkal esett, ezzel a kőolaj világgpiaci ára 100 dollár közelébe csökkent.

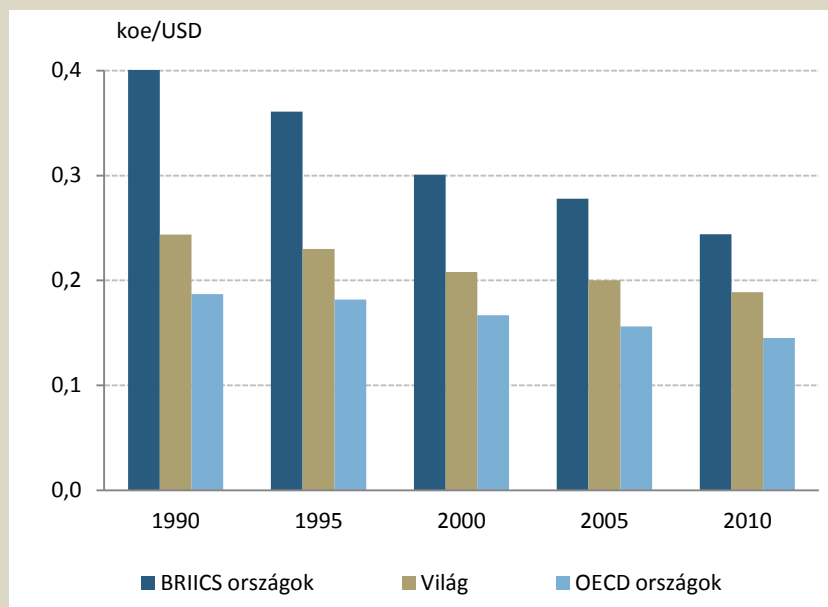
3-17. ábra: Vezető nyersolajárak alakulása (bal panel) és keresleti-kínálati tényezők alakulása (jobb panel)



Forrás: Bloomberg, Nemzetközi Energia Ügynökség (IEA)

**Az olajárfolyam csökkenését a megváltozott keresleti és kínálati oldali tényezők magyarázzák, melyek együttesen olajpiaci túlkínálathoz vezettek.** Az aktuális és a várható kereslet visszaesett, amit elsősorban a nagy nettó importőr országok (Kína, Eurozóna tagállamok) gazdasági növekedésének lassulása okozott. Emellett az ipari termelés és az olajigényes iparági beruházások csökkenése, a kedvezőtlen időjárási tényezők (kemény amerikai tél miatti termelés kiesés) és az alternatív energiaforrások (nap- és szélenergia) térnyerése szintén alacsonyabb olaj iránti keresletet eredményeztek. A kínálati oldalon ezzel szemben – az orosz-ukrán feszültségek, a közel-keleti háborúk, a palesztin-izraeli konfliktus és a líbiai polgárháború ellenére – is emelkedett a termelés. A fokozódó geopolitikai kockázatokat kellően ellensúlyozta a szaúd-arábiai olajtermelés jelentős növekedése, a líbiai olajexport újbóli beindulása, az iraki termelés kieséssel kapcsolatos aggodalmak enyhülése, az amerikai palaolaj-kitermelés felfutása, valamint a mexikói állami olajmonopólium felszámolása.

3-18. ábra: A világgazdaság energiaintenzitásának alakulása



Megjegyzés: Kilogramm kőolaj egyenértékes / 2005. évi dollárban mért hozzáadott érték.

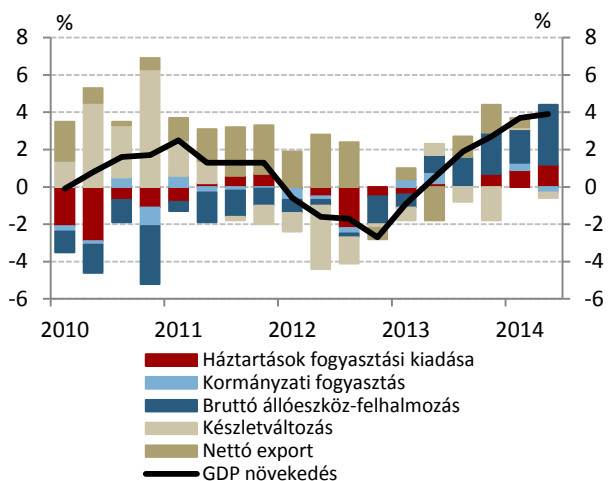
BRIICS országok: Brazília, Oroszország, India, Indonézia, Kína, Dél-Afrika.

Forrás: OECD

### 3.2. Aggregált kereslet

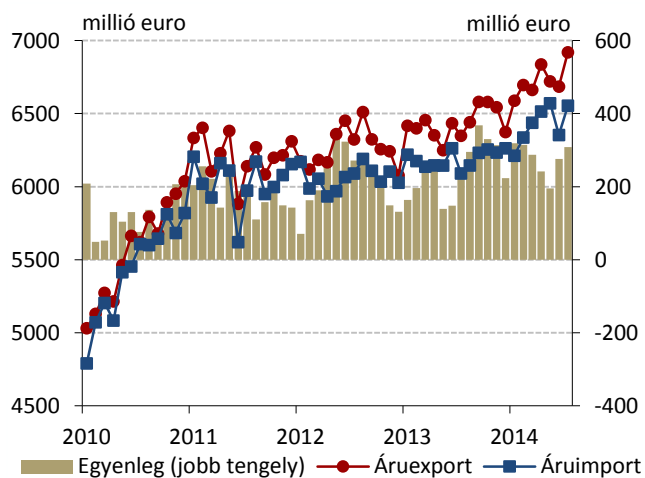
A második negyedévben folytatódott a bruttó hazai termék bővülése. A növekedést keresleti oldalról főként a beruházások, illetve a lakossági fogyasztás bővülése magyarázta. A külkereskedelmi forgalom bővülése mellett a belföldi kereslet erősödésével az import dinamikája is élénkült, így a nettó export növekedési hozzájárulása semleges alakult.

3-19. ábra: Az éves GDP-változás szerkezete



Forrás: KSH

3-20. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom értéke és egyenlege



Forrás: KSH

**2014 második negyedévében a GDP 3,9 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest.** Az idei év első negyedévéhez képest 0,8 százalékkal nőtt a kibocsátás. A növekedés szerkezetben egyre hangsúlyosabbá vált a belföldi keresleti komponensek hozzájárulása. A lakossági fogyasztás, a magán- és állami beruházások és az export egyaránt bővült (3–19. ábra).

#### 3.2.1. Külkereskedelem

**Éves összevetésben folytatódott a külkereskedelmi forgalom dinamikus bővülése (3–20. ábra).** A korábbi negyedévekhez hasonlóan továbbra is leginkább a járműgyártás és a kapcsolódó ágazatok támogatták a kivitel növekedését. Az importbővülés háttérében az élénkülő belső kereslet állt. Az import erősödésével a nettó export növekedési hozzájárulása nulla százalékra csökkent, mely alacsonyabb a korábbi negyedévekben látott mértéknél. Az élénkülő import ellenére a külkereskedelmi egyenleg a korábbi éveknek megfelelő jelentős többletet mutatott.

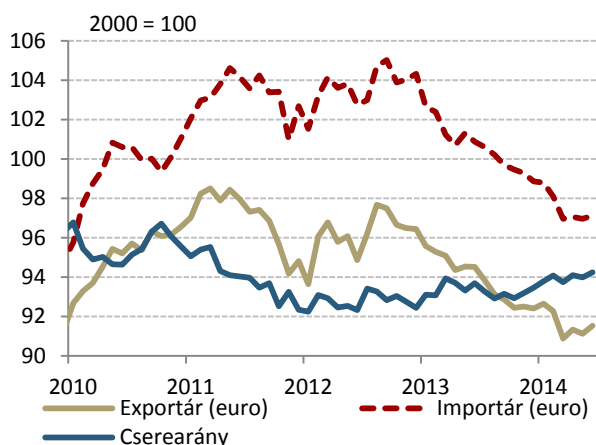
**A szolgáltatások külkereskedelme tovább nőtt a második negyedévben.** A nagy súlyú turizmus és szállítási szolgáltatások ágazatok, illetve a szintén jelentős üzleti szolgáltatások esetén is érdemi bővülést láthattunk. Összességében enyhén javult a szolgáltatás egyenleg az idei év első felében.

**A cserearány érdemben nem változott az elmúlt időszakban.** Az export- és importárak év elején egyaránt mérséklődtek, azonban az elmúlt hónapokban nem volt megfigyelhető további érdemi elmozdulás. A kivitelünk összetételében magasabb értékű termékek felé való elmozdulása fokozatosan a cserearány javulása irányába hat (3–21. ábra).

#### 3.2.2. Lakossági fogyasztás

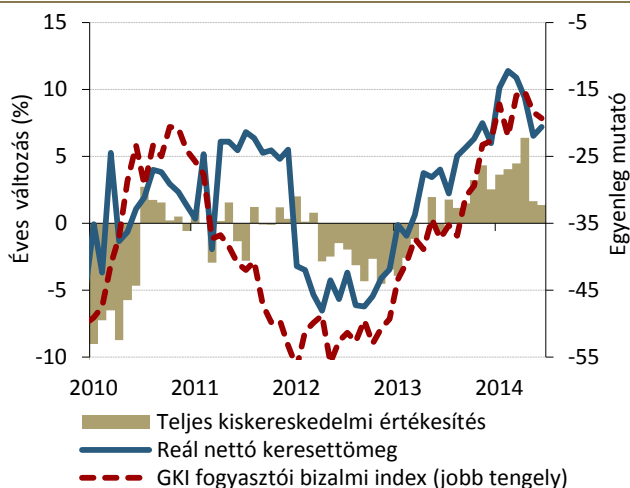
**A háztartások fogyasztási kiadásaiban a tavalyi év második felében fordulatot láthattunk, mely az idei év második negyedévében is folytatódott (3–22. ábra).** A javuló munkapiaci helyzet, illetve alacsony infláció miatt a reálkeresetek tovább bővültek. A háztartások azonban továbbra is óvatosan döntenek a növekvő jövedelmek fogyasztási/megtakarítási célú felhasználásáról. A második negyedévben 1,6 százalékkal nőtt a háztartások fogyasztási kiadása az előző év azonos időszakához képest, miközben a megtakarítási ráta magas szinten maradt. Az erős óvatossági megfontolások, illetve a fogyasztói bizalom

3-21. ábra: A cserearány változása



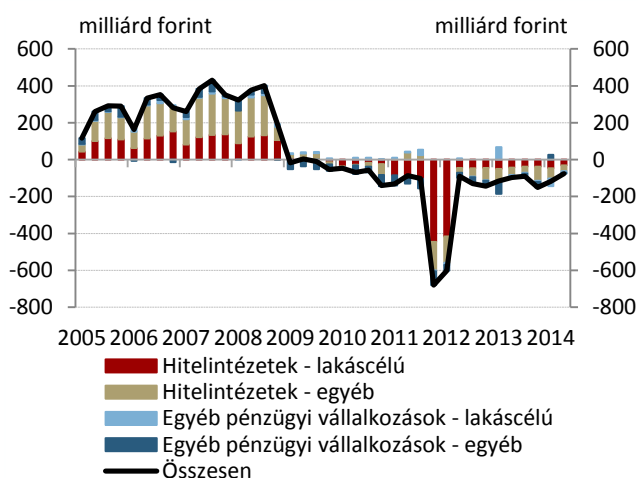
Forrás: KSH

3-22. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



Forrás: GKI, KSH

3-23. ábra: A háztartási szektor belföldi hiteleinek tranzakciói hitelcél szerint



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

Forrás: MNB

elmúlt hónapokban megfigyelt megtorpanása mellett a fogyasztás élénkülése csak fokozatos lehet.

A háztartások nettó pénzügyi vagyona a korábbi időszakokhoz hasonlóan tovább bővült a második negyedévben is. Az adósságállomány fokozatos leépítése mellett a magas megtakarítási hajlandóság miatt a pénzügyi eszközök állománya tovább emelkedett, míg a kötelezettségek állománya tovább csökkent. A jövedelemarányos pénzügyi vagyon historikus csúcra emelkedett ebben az időszakban.

**A második negyedévben a tranzakciók eredményeként tovább folytatódott a pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hiteleinek mérséklődése**, összesen mintegy 77 milliárd forint értékben (3–23. ábra). Kínálati oldalon a bankok hitelezési feltételeinek markáns oldódása volt megfigyelhető mind a fogyasztási, mind pedig a lakáscélú terméktípusoknál. A jegybanki alapkamat mérséklődésével párhuzamosan tovább csökkentek az új lakáshitelek kamatai, ami összességében a hitelkereslet növekedését eredményezheti a háztartási szegmensben. A lakáspiaci, kiskereskedelmi indikátorok a háztartási hitelkereslet enyhe bővülését jelzik, ami az új szerződéskötések volumenének élénkülésében már látható, azonban a háztartások hitelfelvétellel szembeni óvatossága és az eladósodottak folytatódó mérlegalkalmazkodása még összességében korlátozza a háztartási hitelezés jelentős bővülését.

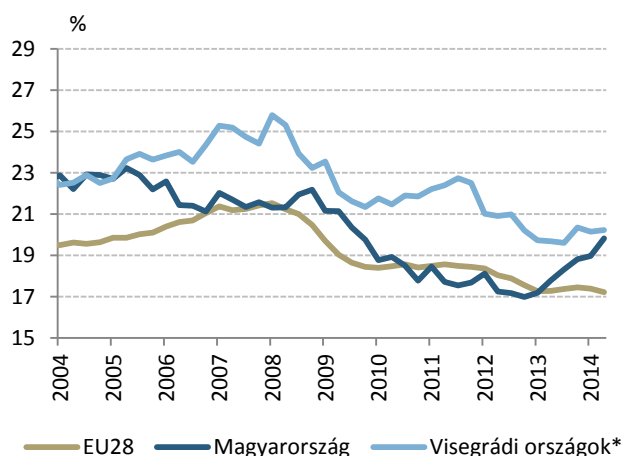
### 3.2.3. Magánberuházás

**A második negyedévben tovább bővültek a nemzetgazdasági beruházások.** A keresleti környezet fokozatos élénkülése, az uniós források gyorsuló ütemű felhasználása és a Növekedési Hitelprogram következtében javuló hitelfeltételek együttesen élénkítik a hazai beruházási aktivitást.

A második negyedévben 18,7 százalékkal nőtt a bruttó állóeszköz-felhalmozás az előző év azonos időszakához képest. Ezzel a nemzetgazdasági beruházási ráta megközelítette a régiós átlagnak megfelelő 20 százalékot (3–24. ábra).

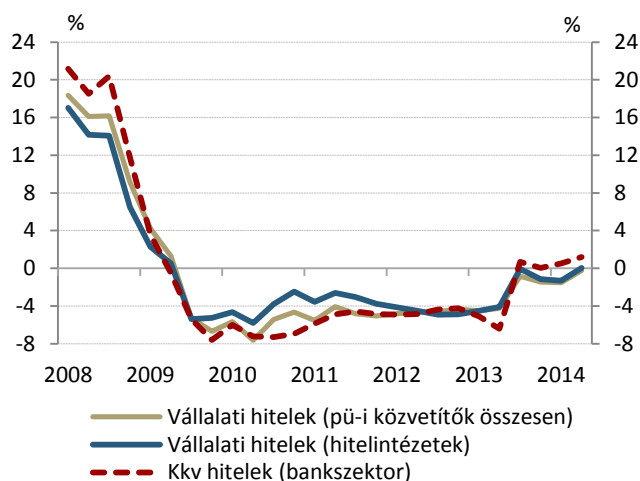
**A vállalati körben a korábbi negyedévekhez hasonlóan a külső piacra termelő feldolgozóipar beruházási aktivitása volt meghatározó.** Ezen belül is a járműgyártáshoz kapcsolódó beszállítói ágazatok széles körének beruházásai bővültek, mely a járműipari nagyberuházások tovagyűrűző hatásának erősödésére utalhat. A mezőgazdasági beruházások szintén erőteljesen emelkedtek, amiben meghatározó lehetett a Növekedési Hitelprogram (NHP) forrásainak felhasználása. A belföldre termelő ágazatok

**3-24. ábra: Beruházási ráta nemzetközi összehasonlításban**



Megjegyzés: \* Visegrádi országok: Csehország, Szlovákia, Lengyelország  
 Forrás: Eurostat

**3-25. ábra: A teljes vállalati és a kkv szektor hitelállományának éves növekedési üteme**



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

körében a beruházások leginkább az építőipari és a kereskedelmi ágazatban bővültek, amit tompított a pénzügyi, biztosítási tevékenység ágazatban tapasztalt visszaesés.

**A háztartások beruházási aktivitása élénkült a második negyedévben.** Az emelkedő reáljövedelmek, a javuló munkapiaci folyamatok és az alacsony kamatkörnyezet egyaránt hozzájárult a lakásberuházások esetében kibontakozó lassú fordulathoz. A válság éveiben elhalasztott felújítási döntések mellett, az alacsony hozamkörnyezetben a befektetési célú vásárlások is hozzájárulhatnak a beruházások élénküléséhez.

**2014 második negyedévében a tranzakciók eredményeként mintegy 40 milliárd forinttal bővült a teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelezése.** A bővülés döntően a hitelintézetek által nyújtott hosszú lejáratú forinthiteleken keletkezett. Az előző év azonos időszakához képest így a teljes vállalati hitelállomány összességében stagnált, de összetételében a bankszektor kkv hiteleinek állománya a tranzakciók hatására 1,2 százalékkal növekedett (3–25. ábra). A vállalati hitelezés alapfolyamatait elsősorban a jegybanki hitelprogram, valamint az ipari termeléssel, továbbá a beruházási aktivitással együtt bővülő hitelkereslet határozhatta meg. Hitelkínálati oldalon azonban változatlanul a hitelfeltételek relatív szigorú szintje jellemezte a vizsgált időszakot, az ár és nem ár jellegű hitelkondíciókon a bankok többsége ugyanis nem változtatott lényegesen a Hitelezési felmérés szerint.

#### 3.2.4. Kormányzati kereslet

**Az állami kereslet esetében az előző negyedévekhez hasonlóan a gyorsuló uniós forrásfelhasználások és az alacsony államháztartási hiány fenntartása mellett elkötelezett fiskális politika kettőssége volt meghatározó.** Az államhoz kötődő ágazatok beruházási kereslete a második negyedévben is számottevően bővült. Az uniós források nagyobb ütemű felhasználása elsősorban az állami infrastrukturális beruházásokat emelte.

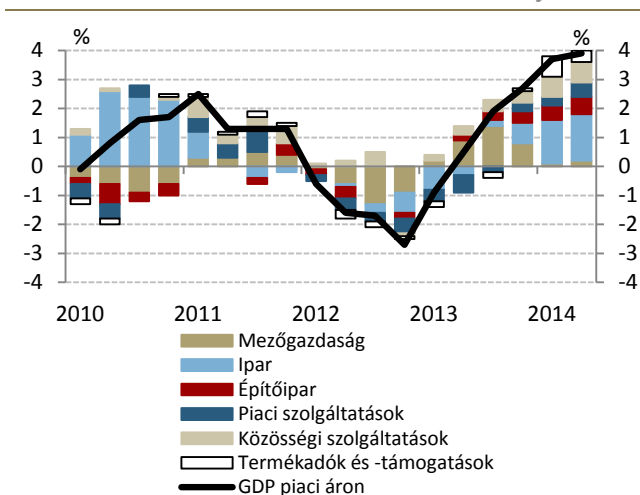
#### 3.2.5. Készletváltozás

**A második negyedévben a nemzetgazdasági készletek változása enyhén negatívan járult hozzá a bruttó hazai termék alakulásához, aminek háttérében részben a készletek átértékelődése állhatott.** A részletes készletstatisztika alapján a belső keresletre termelő ágazatok többségében nőtt a készletállomány szintje a javuló konjunkturális helyzettel összhangban.

### 3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

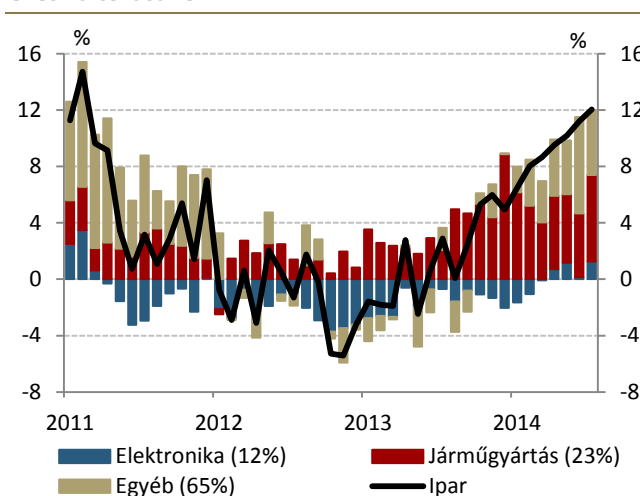
2014 második negyedében az ágazatok széles körében bővült a kibocsátás. Az exportra termelő ágazatok bővülő teljesítménye mellett növekedett a belföldre termelő, illetve szolgáltató ágazatok hozzáadott értéke is. A növekvő beruházási aktivitás és javuló munkapiaci adatok a potenciális kibocsátás fokozatos élénkülésére utalnak.

3-26. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP növekedéshez való hozzájárulása



Forrás: KSH

3-27. ábra: Az ágazatok hozzájárulása az ipari termelés éves változásához



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

Forrás: KSH

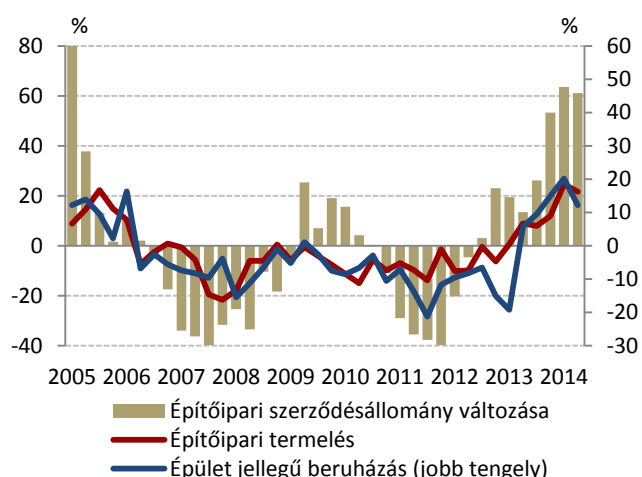
**2014 második negyedében folytatódott a hazai gazdasági kibocsátás élénkülése.** A hozzáadott érték 0,8 százalékkal emelkedett az első negyedévhez képest. Elsősorban az ipar és az építőipar teljesítménye volt meghatározó, ám a piaci szolgáltatások körében is a korábbiaknál erőteljesebb aktivitást láthattunk (3–26. ábra). A júliusi adatok alapján a kiskereskedelmi értékesítések és az ipari termelés is tovább emelkedett, így havi indikátorok arra utalnak, hogy a harmadik negyedévben tovább folytatódhat a kibocsátás növekedése.

**Az ipari termelés bővülése a második negyedévben is élénknek bizonyult.** A szektor hozzáadott értéke 7,2 százalékkal nőtt az előző év második negyedévéhez képest. Az ipari teljesítmény élénkülését a feldolgozóipar vezette, a szektor hozzáadott értékének növekedésében elsősorban a járműgyártás, illetve az ahhoz kapcsolódó beszállítói ágazatok kibocsátásának emelkedése játszott fontos szerepet. Emellett az ágazatok széles körében bővülést figyelhettünk meg. A tavaly jelentősen zsugorodó elektronika és optika ágazat az első negyedéves enyhe növekedést követően tovább bővült a második negyedévben (3–27. ábra). Júliusban tovább folytatódott az ipari termelés széles körű bővülése. Ugyanakkor a világ ipari termelésére vonatkozó előretekintő indikátorok a rövid távú kilátások romlását jelzik. Ennek hátterében a fejlődő országok törekény növekedési kilátásai, a vártnál visszafogottabb második negyedéves európai növekedés, valamint az orosz-ukrán konfliktus és az ennek hatására bevezetett gazdasági szankciók kedvezőtlen hatásai állhatnak. Ezzel összhangban a magyar gazdaság ipari termelésére vonatkozó bizalmi indikátor értéke is csökkent az elmúlt hónapokban. Az új ipari rendelések júniusban stagnáltak, ezt követően júliusban kismértékű emelkedés történt.

**Az építőipari kibocsátás erőteljesen növekedett a második negyedévben is,** a kis súlyú ágazat 0,6 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. Az építőipar előző évhez képesti közel 20 százalékos emelkedése mögött elsősorban az EU-forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházások állnak. A lakáspiac tavaly év végén elérhette historikus mélypontját, azonban csak lassú ütemben élénkült az utóbbi negyedévekben. Előretekintve lassú, fokozatos fellendülés várható, hiszen a lakosság részéről továbbra is szigorú hitelezési feltételek és a felhalmozott adósság leépítése

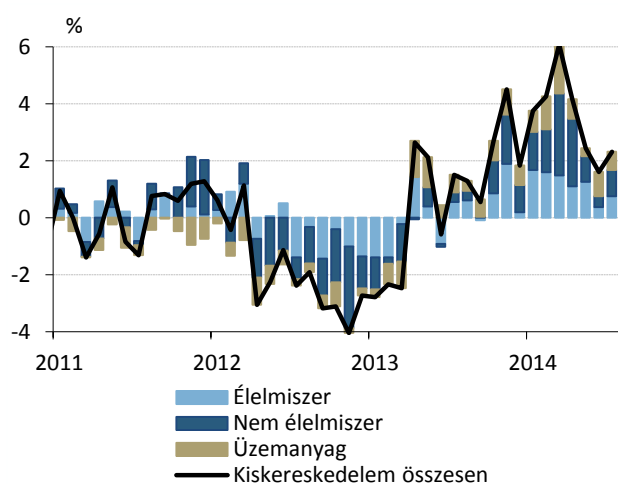


**3-28. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és épületjellegű beruházás éves változása**



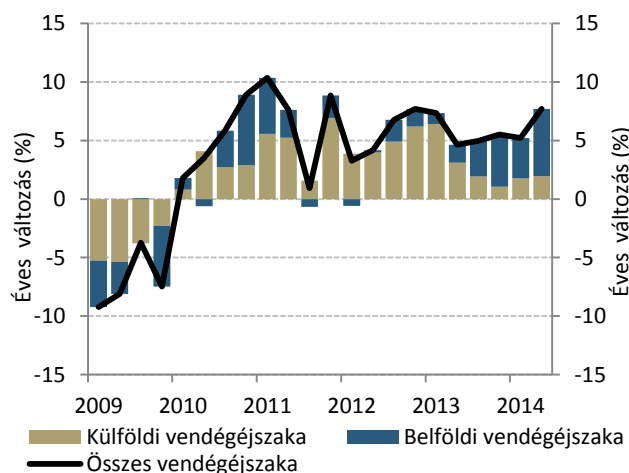
Forrás: KSH

**3-29. ábra: A kiskereskedelmi forgalom éves változása**



Forrás: KSH

**3-30. ábra: A kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák növekedésének megoszlása hazai és külföldi vendégek között**



Forrás: KSH

miatti mérlegalkalmazkodási igény érvényesül. Az új rendelési adatok és az ágazati bizalmi indikátorok alapján folytatódhat az építőipari termelés bővülése, továbbra is az állami körhöz kötődő fejlesztéseknek köszönhetően (3–28. ábra). Ugyanakkor az EU-forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházásokhoz kötődően felépült rendelésállomány az új rendelésekkel együtt a második negyedév végén mérséklődni kezdett, és a júliusi adatok is ezen tendencia folytatódását jelzik. Összhangban az uniós költségvetési ciklus kifutásával az építőipari termelés dinamikájának lassulása és az év első felében látott termelésbővülés mérséklődése várható.

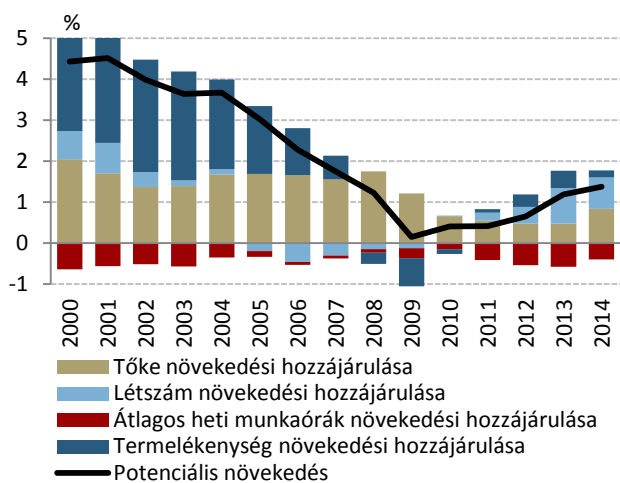
**A mezőgazdasági kibocsátás az eddig rendelkezésre álló adatok alapján az első és a második negyedévben is bővült.** A tavalyi év átlagos terméseredményeket hozott. Az idei évre vonatkozó várakozások alapján a búzatermelés az előző évekhez hasonlóan alakulhat, az egyéb szántóföldi növények esetén pedig a termelés kedvezőbb is lehet. A kukoricatermést illetően a csapadékos nyár kockázatokat hordozhat, amit a harmadik negyedévi adatok tartalmazhatnak.

**Folytatódott a szolgáltatások hozzáadott értékének bővülése 2014 második negyedévében.** A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke 2 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A hozzáadott érték bővülése a szolgáltatások széles körében folytatódott. Kivételt a pénzügy alágazat teljesítménye jelentett, ahol a visszafogott hitelaktivitással összhangban tovább mérséklődött a kibocsátás.

**A kiskereskedelmi eladások év eleje óta tartó emelkedése lassabb ütemben, de tovább folytatódott a második negyedévben** (3–29. ábra). A kiskereskedelmi értékesítések volumene 2,8 százalékkal nőtt az előző év második negyedévéhez képest. Az év eleje óta a termékek széles körében az eladások emelkedését figyelhettük meg. Az alacsony infláció és az emelkedő reáljövedelmek miatt folytatódott a lakossági fogyasztás bővülése, ugyanakkor a kiskereskedelmi forgalom élénkülésében a NAV-pénztárgépek aktiválásából eredő fehéredési hatás is szerepet játszhatott.

**A vendéglátás és turizmus ágazatok teljesítménye változatlanul élénkült.** Mind a vendégéjszakák száma, mind a vendéglátóhelyek forgalma bővült az idei év első feléve során. Az élénkülő idegenforgalmi kereslet részben a háztartások javuló jövedelmi helyzetére, valamint a hazai turizmust élénkítő, béren kívüli juttatások növekvő felhasználására vezethető vissza. A külföldi vendégéjszakák számának bővülését az elmúlt évek kapacitásbővítései mellett a gyengébb forintárfolyam mellett javuló ár-

3-31. ábra: Potenciális kibocsátás növekedése és a növekedési hozzájárulások



Forrás: MNB-számítások

versenyképesség is támogathatta (3–30. ábra).

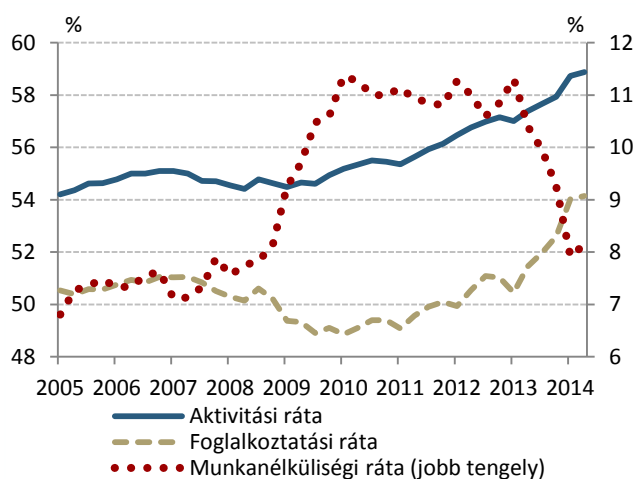
**A pénzügy és ingatlanügyletek ágazat hozzáadott értéke a második negyedévben is csökkent.** A hitelezési aktivitás továbbra is visszafogott, így a pénzügyi közvetítők aktivitása is mérsékelt maradt. Az újlakás-piac továbbra is historikus mélypontján tartózkodik, míg a használt lakások piacán mérsékelt emelkedés mutatkozott, így az ingatlanügyletek ágazat hozzáadott értékének csökkenése lassult a második negyedév során.

**A potenciális növekedés az elmúlt években fokozatosan emelkedhetett, és további emelkedésre számítunk.** Ebben az új autóiipari kapacitások is érdemi szerepet játszanak, melyek a hazai beszállítói körrel kiegészítve évi akár 0,5 százalékkal növelhetik a gazdaság termelő kapacitásait. A második negyedévben a versenyszféra foglalkoztatása bővült, azonban az aktivitási ráta stagnált. Előretekintve a potenciális növekedési ütem emelkedését a termelési tényezők oldaláról a vállalati szektor emelkedő beruházási teljesítménye és a várhatóan tovább bővülő munkapiaci aktivitás is támogatja (3–31. ábra).

### 3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség

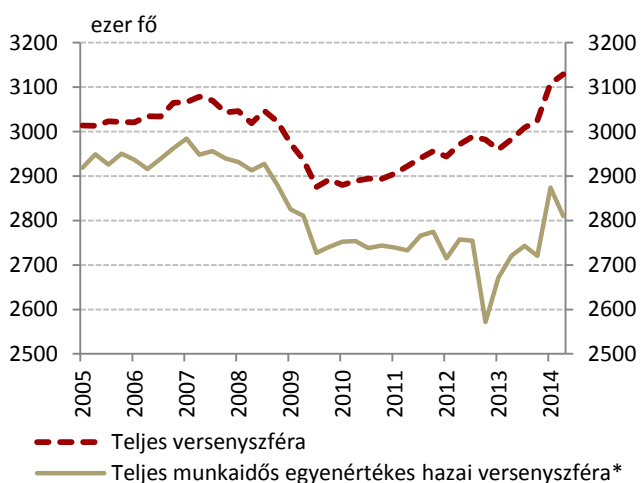
A második negyedévben tovább bővült a versenyszférában foglalkoztatottak létszáma, mely elsősorban a feldolgozóipar javuló foglalkoztatottságához köthető. A munkanélküliségi ráta érdemben nem változott az előző negyedévhez képest. A versenyszféra növekvő munkakereslete, illetve a munkanélküliség alacsony szintje arra utal, hogy a munkapiac feszesebb lehet, mint a korábbi években volt.

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



Forrás: KSH

3-33. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása



Megjegyzés: \* Külföldi telephelyen dolgozók nélkül.

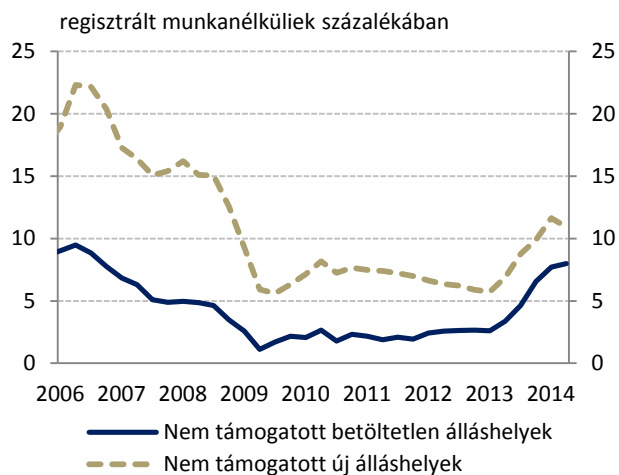
Forrás: KSH

**2014 második negyedévében érdemben nem változott az aktivitás.** A teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma az első negyedéves kiugró bővülést követően enyhén nőtt a második negyedévben. Ugyanakkor a munkanélküliek számának tavaly év eleje óta tartó csökkenése megállt ebben a negyedévben, amit elsősorban a közfoglalkoztatás májusi átmeneti megtorpanása okozott. A második negyedévben a 15-74 évesekre vonatkozó aktivitási ráta 58,9 százalék volt (3–32. ábra).

**A versenyszféra foglalkoztatottsága tovább bővült a második negyedévben,** az államháztartásban foglalkoztatottak létszáma viszont mérséklődött, amit a közfoglalkoztatottak számának nagymértékű csökkenése okozott (3–33. ábra). Ugyanakkor a versenyszférára számított, hazai telephelyen foglalkoztatott teljes munkaidő egyenértékes létszám (a teljes munkaidő egyenértékes létszám statisztikát 3–2. keretes írás mutatja be részletesebben) stagnált a második negyedévben, amit a ledolgozott munkaórák csökkenése magyaráz. A versenyszférában foglalkoztatottak számának emelkedése leginkább a feldolgozóiparhoz köthető, a szektor létszáma 2013 eleje óta stabil növekedést mutat. A piaci szolgáltatásokban dolgozók létszáma az első negyedévben tapasztalt erőteljes növekedést követően érdemben nem változott a második negyedévben.

A Munkaerő-felmérés adataihoz hasonlóan a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai alapján is **a második negyedévben a munkanélküliség nem csökkent tovább.** A jelenségben a Közmunkaprogramok kiírásához kapcsolódó erős időzítési hatások is szerepet játszhattak. Ezen hatás az új Programok kiírásával korrigálódhat. A nyilvántartott álláskereső számának növekedése mellett a nem támogatott új álláshelyek száma csökkent. Ugyanakkor a nem támogatott hó végi betöltetlen álláshelyek év eleje óta tartó növekedése tovább folytatódott, ami összhangban van a versenyszféra növekvő munkakeresletével. Az új álláshelyekre számolt feszességi mutató alapján a munkapiac feszessége még nem érte el a válság előtti szintet. Azonban ha a betöltetlen álláshelyekre vonatkozó feszességi mutatót használjuk, akkor a munkapiac feszessége az utóbbi évben megközelítette a válság előtti szintet. Utóbbi mutató nemcsak a munkakereslet alakulását tükrözi, hanem a munkapiaci illeszkedést is megragadja, azaz annak a

3-34. ábra: A feszességi mutatók alakulása



Megjegyzés: A nem támogatott új álláshelyek a negyedév folyamán bejelentett új nem támogatott álláshelyeket, a nem támogatott betöltetlen álláshelyek pedig a negyedév végén betöltetlen nem támogatott álláshelyeket jelenti.

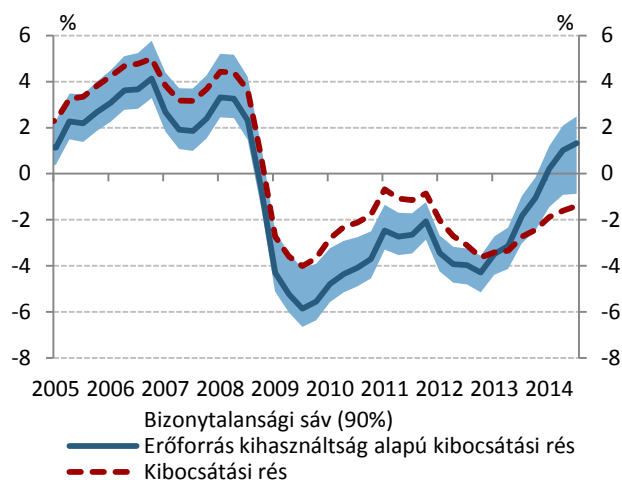
Forrás: NFSZ adatok alapján MNB számítás

hatását is tartalmazza, hogy a munkavállalók mennyiben találnak rá a számukra megfelelő munkahelyre. Összességében mindkét mutató szerint a munkapiac feszesebb, mint a korábbi években volt (3–34. ábra), ami középtávon a jelenleg alacsony inflációt is emelheti.

### 3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

A gazdaságot továbbra is érdemi szabad kapacitások jellemezhetik, így a reálgazdaság felől jelentkező inflációs nyomás mérsékelte. A kereslet élénkülésével párhuzamosan a kibocsátási rés fokozatosan záródhat, amit az erőforrás-kihasználtságot mérő indikátorok is alátámasztanak.

3-35. ábra: Kibocsátási rés mutatók



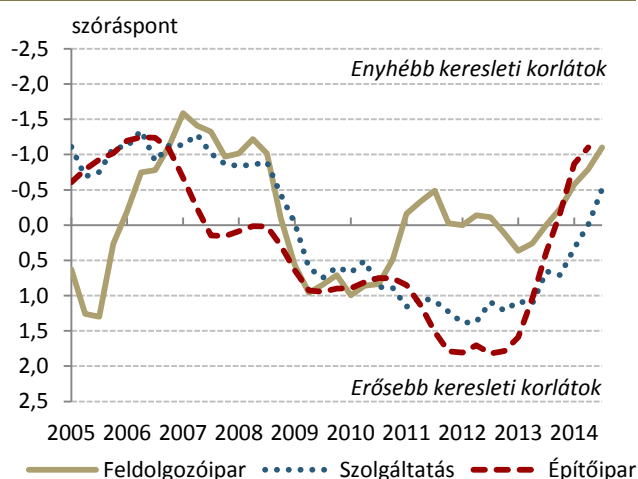
Megjegyzés: Az EK rés vállalati kapacitáskihasználtsági mutatók információtartalmát sűríti egyetlen indikátorba. A bizonytalansági sáv ezen becslés bizonytalanságát jeleníti meg. A módszertant bemutatja: Rácz O. M. (2012): A gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése bizalmi indikátorok segítségével,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

Forrás: MNB

**A reálgazdaság felől jelentkező inflációs nyomás továbbra is mérsékelte.** Összhangban a visszafogott inflációs alapfolyamatokkal a hazai inflációs nyomást megragadó kibocsátási rés becslésünk változatlanul negatív. (3–35. ábra). Ugyanakkor érdemes megemlíteni, hogy a kibocsátási rés megítélését a korábbiaknál nagyobb bizonytalanság övezi. A konjunktúra élénkülésével számos indikátor a ciklikus pozíció záródására utal.

**A beérkezett adatok alapján a magyar gazdaság ciklikus pozíciójára vonatkozó becslésünk nem változott a júniusi Inflációs jelentés előrejelzése óta.** A kibocsátási rés legnagyobb súlyú tételei továbbra is negatívak: aktuálisan a beruházás, a fogyasztás és az export is elmaradhat a kínálati tényezők által meghatározott középtávú trendjétől. A geopolitikai feszültségek (pl. orosz-ukrán konfliktus) hatására európai kereskedelmi partnereink ciklus pozíciója romolhatott az elmúlt hónapokban, ami a külső keresletünkön keresztül a hazai exportszektor szabad kapacitáit is növelheti. Ugyanakkor a világgazdaság felől jelentkező dezinflációs hatásokat ellensúlyozhatja a hazai lakossági fogyasztás fokozatos élénkülése.

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



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

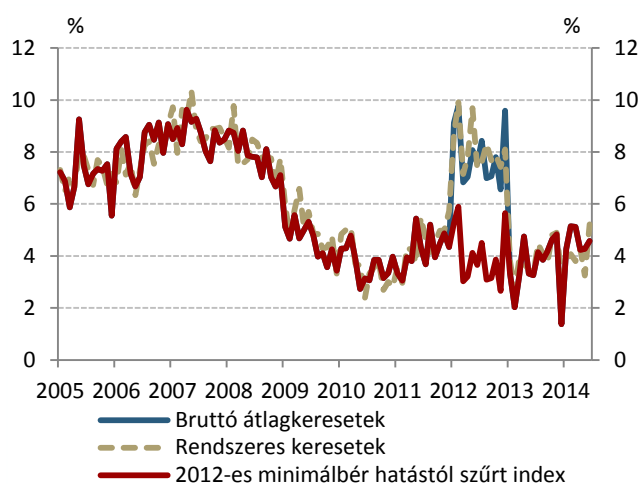
Forrás: Európai Bizottság

**A vállalati felmérésen alapuló bizalmi indikátorok tovább javultak az elmúlt negyedévben,** ami arra utalhat, hogy a kereslet élénkülésével a kapacitás-kihasználtság egyre intenzívebbé válhatott. A felmérésben a vállalatok egyre kisebb arányban jelölik meg a keresletet mint termelést korlátozó tényezőt. Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy ez a folyamat nagyobb részben az inflációs nyomás szempontjából kevésbé meghatározó szektorokat érintette (építőipar, ipar) (3–36. ábra).

### 3.6. Költségek és infláció

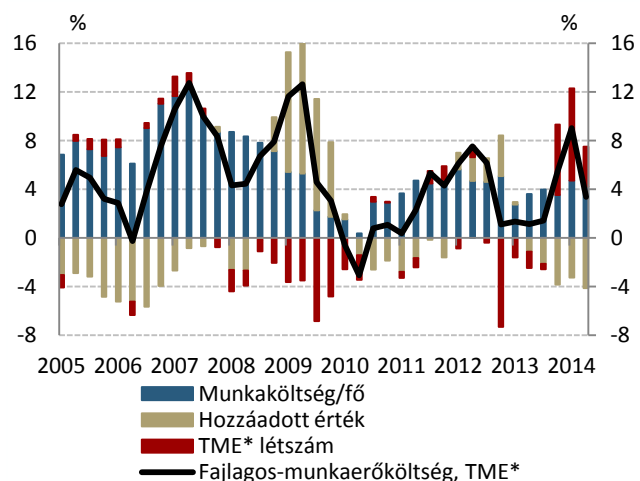
Az infláció az elmúlt hónapokban változatlanul jóval a 3 százalékos inflációs cél alatt, 0 százalék körül alakult. A mérsékelt inflációhoz a szabályozott energiaárak több lépcsőben végrehajtott csökkentése, a visszafogott keresleti környezet, az alacsony költségoldali nyomás, illetve a várakozások fokozatos alkalmazkodása egyaránt hozzájárulhatott. A versenyszféra bérendexe az év eleji gyorsulást követően a második negyedévben visszafogottabban alakult.

3-37. ábra: A bruttó átlagkeresetek és a rendszeres (prémium, jutalom, egyhavi különjuttatás nélküli) keresetek éves változása



Forrás: KSH

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



Megjegyzés: \* Teljes munkaidő egyenértékes. Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

#### 3.6.1. Bérek

**A versenyszféra bérezése 2014 második negyedévében az év elejénél némileg visszafogottabban alakult (3–37. ábra).** A rendszeres keresetek dinamikája nagyobb mértékben gyorsult a második negyedévben, ám ehhez bázishatások is hozzájárultak. A prémiumkifizetések a szokásos mértékben alakultak. A versenyszférán belül a feldolgozóipari bérek dinamikája továbbra is magasabb, mint a piaci szolgáltatásoké. A prémiumkifizetések mindkét ágazatban megegyeztek az elmúlt években jellemző arányokkal.

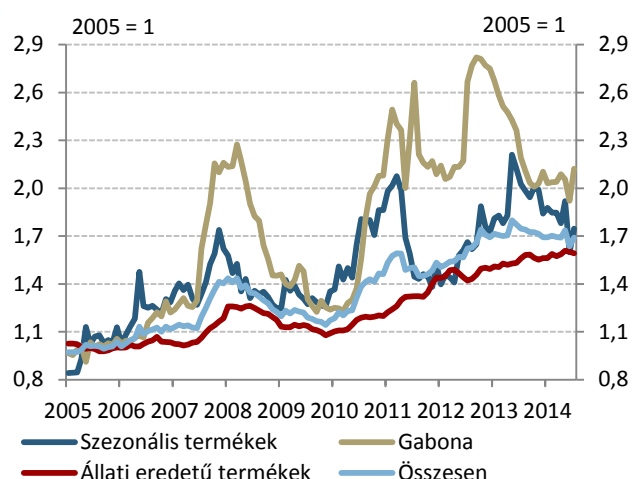
**A teljes munkaidő egyenértékes létszámmal számolt fajlagos munkaerőköltség dinamikája az első negyedévi megugrást követően mérséklődött (3–38. ábra).** A fajlagos munkaerőköltség dinamikájának alakulásához legnagyobb mértékben a teljes munkaidő egyenértékes létszám előző hónapnál enyhébb növekedése járult hozzá. Emellett a hozzáadott érték is erőteljesebben bővült. Az egy főre eső munkaköltség dinamikája érdemben nem változott a második negyedévben. A fajlagos munkaköltség növekedési üteme 4 százalék körül alakult, ami meghaladta az előző év átlagát.

#### 3.6.2. Termelői árak

**A második negyedév folyamán a nyersanyagárak felől továbbra is általánosan visszafogott inflációs nyomás volt tapasztalható.** A mezőgazdasági termékek termelői árai összességében csökkentek az elmúlt hónapokban (3–39. ábra). A gabonaárak árszintje mérséklődött, illetve a szezonális termékek esetében további árcsökkenés volt tapasztalható. Az állati eredetű termékek árszintje enyhén emelkedett, döntően a sertéshús áremelkedése következtében. A termelői árak alakulását a várható kedvező mezőgazdasági termés, takarmányárak csökkenése, illetve az orosz embargó befolyásolhatja a következő negyedévekben.

**Az ipari termelői árakat az elmúlt hónapokban visszafogott dinamika jellemezte (3–40. ábra).** A termelői árak mérsékelt dinamikája globálisan is megfigyelhető jelenség volt. A fogyasztási cikkek gyártó és a továbbfelhasználásra termelő ágazatok árai mérsékeltten növekedtek. Az elmúlt időszak gyengébb árfolyamának hatását tompíthatta a visszafogott kereslet, illetve az alacsony importált inflációs nyomás. Az energiatermelő

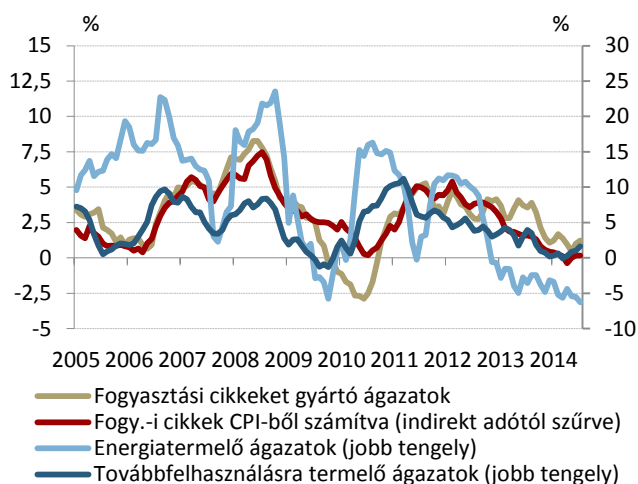
3-39. ábra: A mezőgazdasági termelői árak



Megjegyzés: Szezonális termékek: gyümölcs, zöldség, burgonya; gabona: búza, olajos magvak; állati eredetű termékek: sertés- és baromfi- és tej; a súlyozás a fogyasztóiár-indexre való hatás becslésének alapján történt.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-40. ábra: Az ipari termelői árak éves változása



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

ágazatok árai tovább csökkentek az előző év azonos időszakához képest.

A hazai termelői árak az eurozónában látható folyamatoknak megfelelően alakultak. A termelői árak változását a csökkenő energiaárak, a visszafogott keresletoldali árnyomás, illetve az inflációs várakozások fokozatos alkalmazkodása egyaránt magyarázhatja. Ennek következtében a **feldolgozott termékek körében továbbra is alacsony importált inflációs nyomást tapasztalhattunk.**

### 3.6.3. Fogyasztói árak

**A nyári hónapokban az infláció változatlanul 0 százalék közelében alakult.** Az inflációs alapfolyamat mutatók az elmúlt időszakban érdemben nem változtak, 1,5 százalék közelében alakulnak (3–41. ábra). **Az alapmutatók alacsony szintje továbbra is mérsékelt inflációs környezetre utal.** Az indikátorok stabilan pozitív tartományban tartózkodnak, így a 0 százalék közeli fogyasztóiár-index ellenére deflációs veszély kialakulásának csekély a valószínűsége.

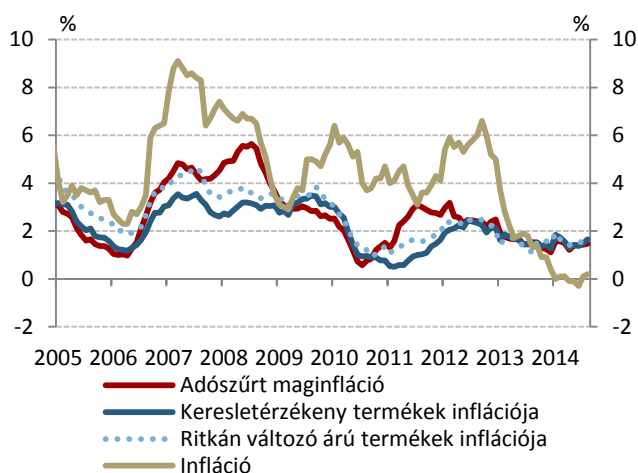
**Az iparcikkek árai az elmúlt hónapokban lényegében nem változtak.** Ezt az importárak felől jelentkező mérsékelt árnyomás magyarázhatja, mely ellensúlyozta a gyenge árfolyam és az élénkülő lakossági fogyasztás inflációemelő hatását. Az iparcikkekben belül a tartós termékek árai csökkentek az elmúlt negyedévben, míg a nem tartós iparcikkek árait mérsékelt árdinamika jellemezte.

**Az elmúlt időszakban a piaci szolgáltatások havi árváltozása összességében mérsékelt maradt.** A termékkör árváltozásához az elmúlt hónapokban egyedi hatások is hozzájárultak. Júniusban a mobiltelefon és internet árnövekedése, míg júliusban az egészségügyi szolgáltatások áremelkedése befolyásolta jelentősebben a termékkör áralakulását. A piaci szolgáltatások éves inflációja az előbb említett termékek áremelkedése következtében tovább emelkedett. Ezen hatásoktól eltekintve az egyéb szolgáltatások szélesebb körében változatlanul mérsékelt áremelkedést figyelhetünk meg.

**A mezőgazdasági termelői árakkal összhangban az élelmiszerek árai visszafogottan alakultak.** A feldolgozott termékek körében mérsékelt inflációt tapasztalhattunk az elmúlt hónapokban. A feldolgozatlan élelmiszerek szezonálisan igazított árszintje emelkedett az elmúlt két hónapban.

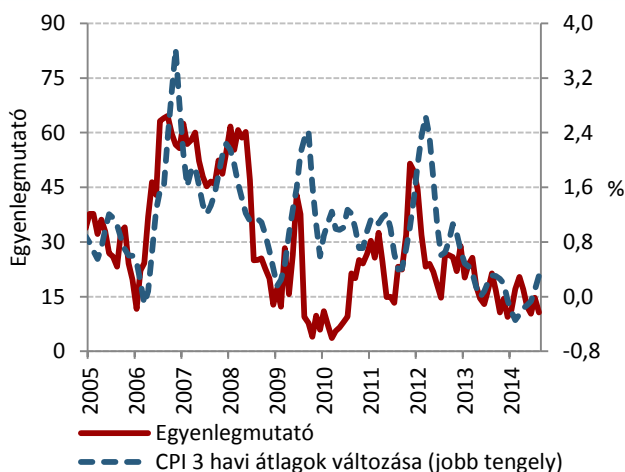
**Az üzemanyagárak érdemben nem változtak az elmúlt időszakban.** A nemzetközi olajárak enyhe csökkenését ellensúlyozta a forint/dollár árfolyam gyengülése. A szaúd-arábiai termelés növekedése, a líbiai kibocsátás helyreállása és az iraki termelés kiesés enyhülése is

**3-41. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása**



Forrás: KSH, illetve KSH adatok alapján MNB számítás

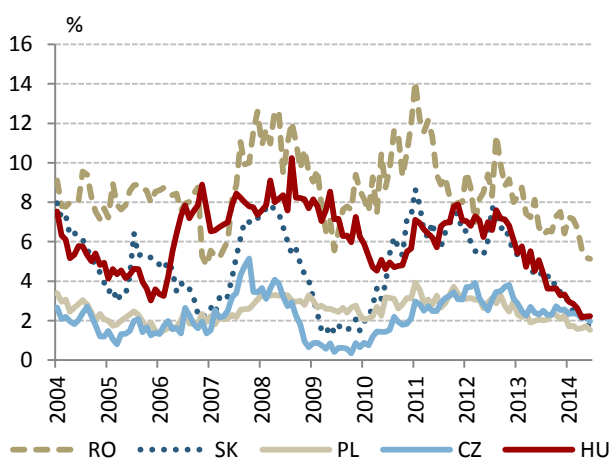
**3-42. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban\* és a tény infláció**



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

Forrás: GKI, illetve KSH adatok alapján MNB számítás

**3-43. ábra: Inflációs várakozások a régióban**



Forrás: EU Bizottság adatai alapján MNB számítás

hozzárulhatott ahhoz, hogy a kőolaj világpiaci ára 100 dollár közelébe esett augusztus közepére.

**A szabályozott árak nem változtak az utóbbi hónapokban.** A termékkör inflációját a több lépcsőben végrehajtott szabályozott energiaár-csökkentések alakították. Az egyéb szabályozott tételek körében összességében visszafogott áralakulás volt tapasztalható.

**A beérkezett inflációs adatok az elmúlt időszakban lényegében megfeleltek a jegybanki várakozásoknak.** Enyhe eltérést a volatilis üzemanyagárak és a feldolgozatlan élelmiszerek áralakulása magyarázza.

**Összességében az elmúlt hónapokban mérsékelt inflációt figyelhetünk meg.** A mérsékelt importárak, a globálisan kedvezően alakuló élelmiszertermés és az élelmiszerekre kivetett orosz embargó következtében költségoldalról továbbra is mérsékelt árnyomás jelentkezhet. Ezzel ellentétes irányba hat a belső kereslet fokozatos élénkülése.

#### 3.6.4. Inflációs várakozások

A fogyasztói árak rövid távú alakulása szempontjából meghatározó, **a kiskereskedelmi szektor értékesítési áraira vonatkozó várakozások csökkentek az elmúlt időszakban.** Ez arra utalhat, hogy a költség- és keresletoldali tényezők továbbra sem indokolnak jelentősebb áremeléseket az előttünk álló hónapokban (3-42. ábra).

A lakossági inflációs várakozások a tényinfláció csökkenésével párhuzamosan a tavalyi év eleje óta folyamatosan mérséklődtek. **A nyári hónapokban a várakozások enyhén tovább mérséklődtek (3-43. ábra).** A magyar lakosság várakozásai a korábban tartósan alacsony inflációs múlttal rendelkező országok (Csehország, Lengyelország) szintjére csökkentek. Az inflációs várakozások alkalmazkodása elősegítheti, hogy gazdasági szereplők árazási és bérezési döntései középtávon is az inflációs céllal összhangban alakuljanak.



### 3-2. keretes írás: A teljes munkaidő egyenértékes létszám

A KSH által negyedévente publikált versenyszféra létszámstatisztika főben mutatja a foglalkoztatottak létszámát, azonban arról nem közöl pontos információt, hogy a foglalkoztatottak pontosan mennyit (hány órát) dolgoztak. Ez a versenyszféra munkafelhasználása szempontjából félrevezető képet nyújthat, mivel előfordulhat, hogy csökken a létszám, ugyanakkor a foglalkoztatottak többet dolgoznak, vagy fordítva.

Ahhoz, hogy ezt a torzítást kiküszöböljük, szükségünk van a ledolgozott munkaórák számára, aminek forrása a KSH Munkaerő-felmérésének mikroadatbázisa. Ebből állítjuk elő a teljes munkaidő egyenértékes létszámot a következőképpen:

$$\frac{TM \cdot TMó + RM \cdot RMó}{40}$$

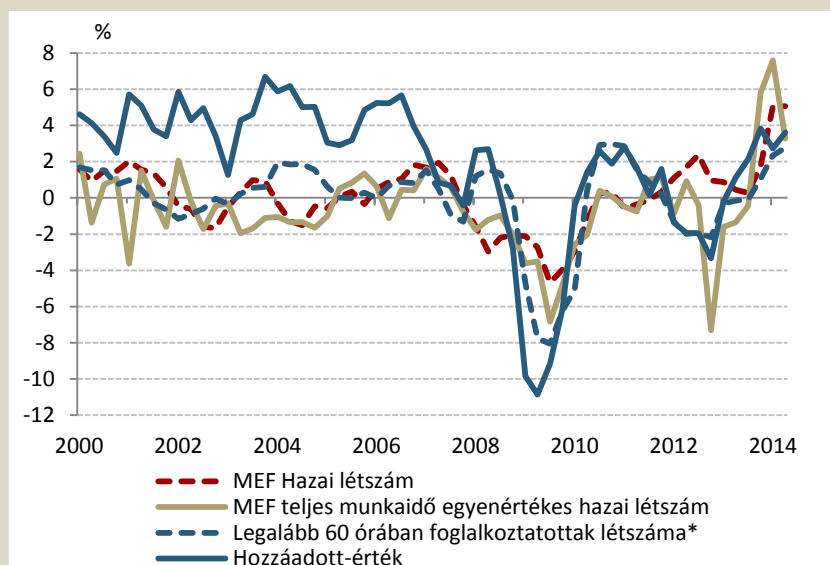
ahol:

- TM: teljes munkaidősök létszáma
- TMó: teljes munkaidősök átlagos munkaórái
- RM: részmunkaidősök létszáma
- RMó: részmunkaidősök átlagos munkaórái

**A teljes munkaidő egyenértékes létszám megmutatja, hogy a foglalkoztatottak a ledolgozott munkaóráik alapján mennyi teljes munkaidőben (heti 40 óra) dolgozó munkáját végezték el összesen. Ez a szám pontosabban mutatja a versenyszférában felhasznált munka mennyiségét, és a konjunktúrával is jobban együttmozog (3–44. ábra).** A mutató hátránya, hogy kb. egy negyedéves késéssel áll rendelkezésre, valamint érzékeny lehet egyszeri hatásokra is (lásd pl. 2012. negyedik negyedévében a jelentős szabadságolások miatti erőteljes csökkenést). Nagyobb eltérés a létszám és a teljes munkaidő egyenértékes létszám között akkor alakul ki, ha a részmunkaidősök aránya számottevő. A teljes munkaidő egyenértékes létszám változását a teljes munkaidősök száma, illetve ledolgozott munkaóráik mozgatják nagyobb mértékben.

Hazánkban a részmunkaidősök aránya a válság előtti években kezdett el emelkedni, majd a válság alatt is fokozatosan bővült (részletesebben lásd Bodnár, 2014)<sup>4</sup>. A válság során a főben mért létszám kisebb mértékben csökkent, mint a teljes munkaidő egyenértékes létszám, mivel a vállalatok inkább kevesebb munkaórában foglalkoztatták dolgozóikat, minthogy elbocsátották volna őket.

3-44. ábra: A különböző létszámstatisztikák és a hozzáadott érték változása a versenyszférában



Megjegyzés: \* Intézményi felmérés.

Forrás: KSH, MNB számítások

<sup>4</sup> Bodnár Katalin (2014): Részmunkaidős foglalkoztatás a válság alatt, MNB Szemle.

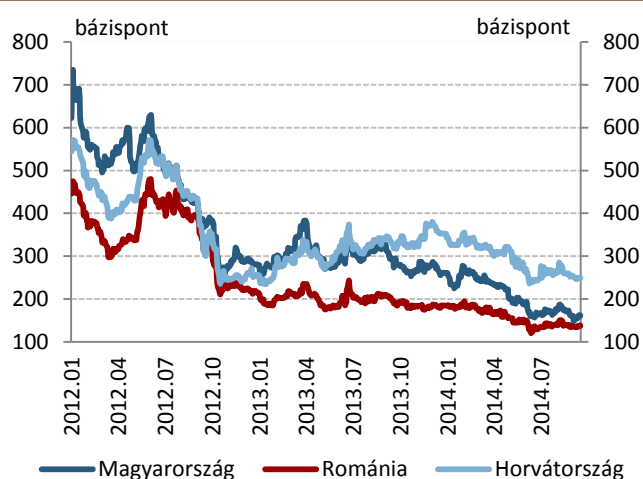
## 4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

### 4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt három hónapban vegyes befektetői hangulat jellemezte a nemzetközi piacokat. Az időről időre felerősödő geopolitikai kockázatok – különösen az orosz-ukrán konfliktus eszkalálódását jelentő események – átmeneti visszaeséseket okoztak a globális és a hazai pénzpiaci mutatókban. A kockázatkerülést erősítették az orosz-ukrán konfliktus miatt bevezetett szankciók, melyek mind az orosz, mind az európai, és ezen belül a szoros gazdasági kapcsolatok miatt a közép-kelet-európai régióra is negatívan hathatnak. A nemzetközi piacmozgató események között kiemelt jelentősége volt a fejlett jegybankok divergáló monetáris politikájának: míg az EKB támogató intézkedéseit pozitív piaci reakció követte, addig az erősödő Fed kamatemelési várakozások visszavetették kockázatvállalási kedvet.

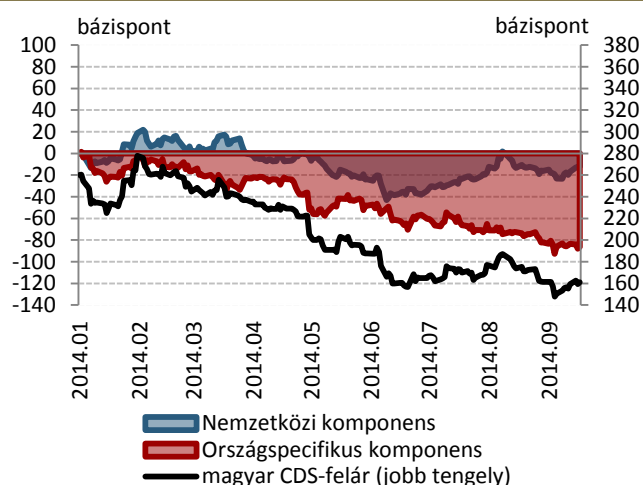
A hazai pénzpiaci folyamatok szintén vegyes képet mutatnak. Az elmúlt három hónapban a nemfizetési kockázatban tapasztalt csökkenés Magyarország kockázati megítélésének javulását mutatja, ugyanakkor a forint árfolyamának a fejlett devizákkal szembeni leértékelődése, valamint a hosszú hozamok emelkedése csökkenő kockázatvállalási kedvet tükröznek. Az éven belüli lejáratokon ugyanakkor erőteljes hozamesés volt megfigyelhető, ami a hazai pénzpiacon kialakult rövid forint likviditásbőségre vezethető vissza.

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



Forrás: Bloomberg

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



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

Forrás: Bloomberg

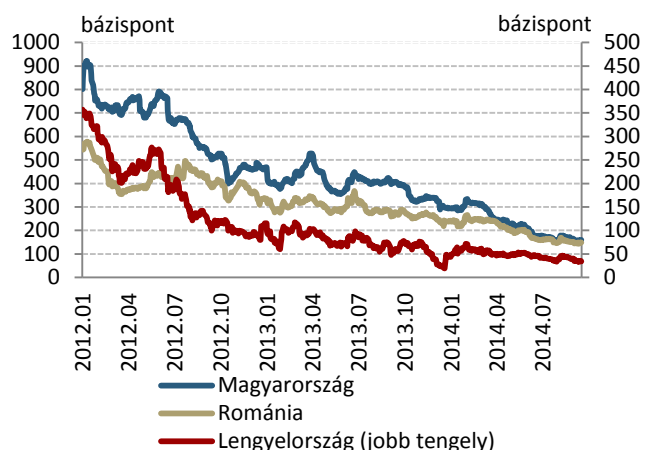
#### 4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

**A júniusi Inflációs jelentés megjelenése óta vegyesen alakultak a hazai kockázati mutatók.** A magyar 5 éves szuverén CDS-felár csökkenésével párhuzamosan a forintárfolyam összességében gyengült. Az állampapír-piaci hozamok a rövid szegmensben számottevően mérséklődtek, ugyanakkor a hosszú lejáratokon felfelé tolódtak. A régiós országok esetében hasonló irányú, de valamelyest kisebb mértékű elmozdulások voltak megfigyelhetőek a kockázati mutatókban. Az elmúlt negyedévhez hasonlóan a globális piaci hangulat kedvezett a térség megítélésének, ugyanakkor az orosz-ukrán konfliktus többszöri kiéleződése a kockázati felárak átmeneti növekedésével járt együtt.

**Hazánk 5 éves CDS-felára a június végi 165 bázispont körüli szintről mintegy 10 bázisponttal 155 bázispont közelébe csökkent.** A feltörekvő és a régiós országokat érzékenyebben érintő tényezők, mint az orosz-ukrán konfliktus miatt kialakult bizonytalanság, a CDS-felárakban csak mérsékelten éreztette a hatását. Az időszak egészét tekintve a régiós felárakban nem történt érdemi elmozdulás, a térség megítélésének enyhe javulását néhány bázispontos szűkülés mutatja (4–1. ábra). A magyar szuverén nemfizetési kockázat továbbra is többéves mélypont közelében tartózkodik, ami arra utalhat, hogy a negyedévre jellemző hosszú lejáratú hozamemelkedés háttérben elsősorban az árfolyamkockázati komponens áll, míg a hitelkockázati faktor inkább a csökkenés irányába hatott.

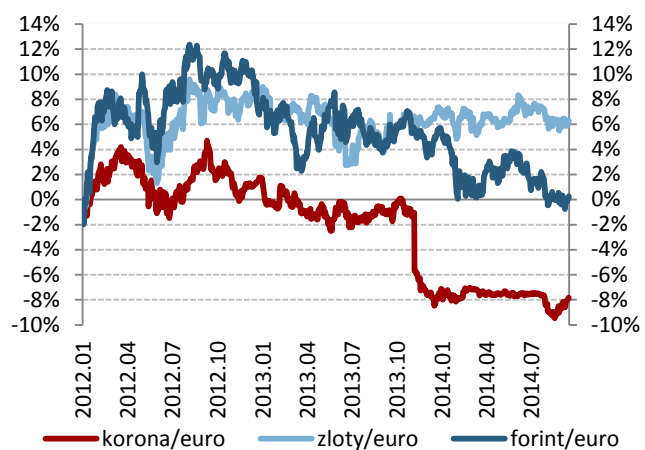
CDS dekompozíciós módszertanunk szerint a magyar felár időszak eleji és végi csökkenése a nemzetközi tényezőkhöz kötődő felár-csökkentő hatásoknak köszönhető, az augusztusban tapasztalt feláremelkedés szintén a nemzetközi komponenshez kötődik. Összességében tehát

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



Forrás: Thomson Reuters

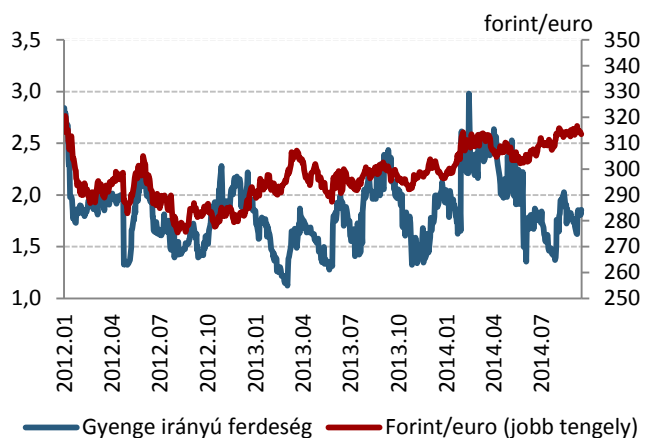
4-4. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Thomson Reuters

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



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

Forrás: Bloomberg

az országspecifikus tényezők csak kisebb mértékben okoztak elmozdulást a mutatóban, a vizsgált periódus egészét tekintve a nemzetközi komponens felárscsökkentő hatása volt túlsúlyban (4–2. ábra).

Az euróban denominált magyar kibocsátású devizakötvény felár mintegy 20 bázisponttal csökkent az elmúlt három hónapban. A hozamcsökkenés kisebb mértékben, de a többi régiós devizakötvények esetében is megfigyelhető volt (4–3. ábra).

#### 4.1.2. Devizapiaci folyamatok

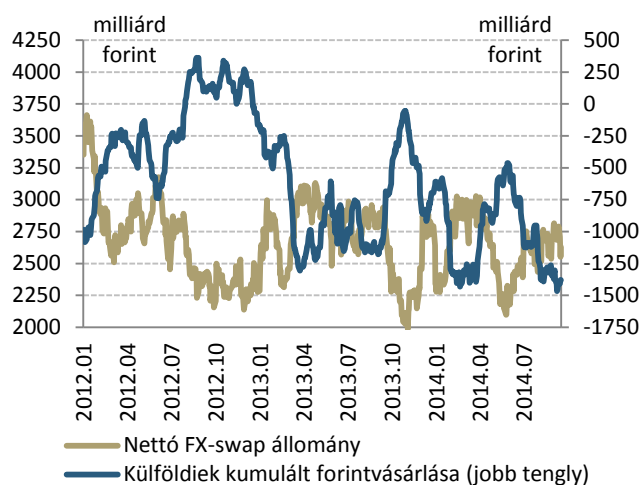
**Az euro/forint keresztárfolyam az előző negyedévhez hasonlóan széles tartományban, de kissé gyengébb szinteken, 307,2 és 317 között ingadozott. Az euróval szembeni forintárfolyam időszak során összességében mintegy 1,5 százalékkal gyengült.** A forint árfolyamára a hazai események és a geopolitikai tényezők is kedvezőtlenül hatottak. Az ellentmondásos orosz-ukrán események hatására erőteljesen ingadozás mellett gyengült az árfolyam, míg az EKB meglepetést okozó döntése a forintárfolyam erősödésének irányába hatott. A forint gyengülésének országspecifikus tényezői között a devizahiteles probléma körüli bizonytalanság és a rövid hozamok alacsony szintje említhető meg. A forintárfolyam gyengülését az előretekintő indikátorok (volatilitás, ferdeség) mérsékelt emelkedése kísérte.

A forintárfolyam a régiós devizaárfolyamok között enyhén alulteljesítő volt. A geopolitikai kockázatokra érzékenyebben reagáló térségi devizák a forinthez hasonlóan gyengültek, de leértékelődésük mértéke elmaradt a hazai fizetőeszköz értékvesztésétől. A lengyel zloty 1 százalékot meghaladó mértékben, a cseh korona és a román lej 1 százalék alatti gyengülést mutatott az euróval szemben (4–4. ábra). Az elmúlt negyedévben erőteljesebb volt a régiós devizák dollárral szembeni leértékelődése, június vége óta több mint 5 százalékos leértékelődés volt megfigyelhető az amerikai fizetőeszközzel szemben. A dollárhoz viszonyított árfolyam elmozdulásokban elsősorban az euro/dollár keresztben megmutatkozó euro gyengülés játszott szerepet.

Rövid lejáraton forint likviditásbőség alakult ki az elmúlt időszakban, amiben szerepet játszhatott a jegybanki irányadó eszköz állományának visszaesése, az augusztusra eső állampapír lejáratok, valamint a bankok óvatos likviditáskezelése. A forintlikviditás bővülésével párhuzamosan megugrottak a rövidebb futamidejű FX-swap felárak, melyek kisebb korrekciót leszámítva a későbbiekben is fennmaradtak.

A külföldi szereplők nettó FX-swap állománya az időszak

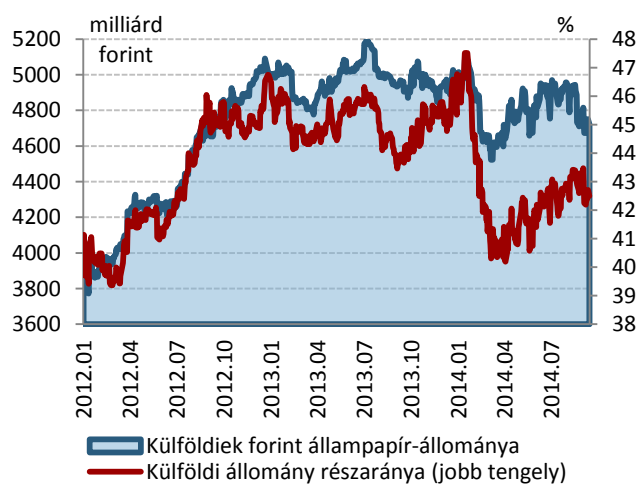
4-6. ábra: A külföldi szereplők nettó forint-deviza swap állománya és kumulált forintvásárlása



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

Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB

végére 450 milliárd forinttal bővült, mindeközben a nem rezidens szereplők kumulált forintvásárlása közel azonos mértékben csökkent (4–6. ábra). Az irányadó eszköz betétesítését követően a külföldiek kiszorultak a kéthetes futamidejű eszközökből, emellett a nem rezidensek magyar állampapír állománya jelentősen, 150 milliárd forintot meghaladó értékben csökkent az augusztusban lejárató államkötvény miatt, melynek kisebb részét pótolták. A nem rezidensek állampapír portfóliójának csökkenése elsősorban a kibocsátás mérséklésével magyarázható. Bár a külföldiek állampapír állománya 125 milliárd forinttal csökkent, részesedésük a teljes állományon belül az előző negyedév végi 42 százalék fölötti szinten áll (4–7. ábra).

#### 4.1.3. Állampapírpiaç és hozamalakulás

A rövid futamidejű diszkontkincstárjegyek aukcióit átlagosan háromszorost meghaladó lefedettség jellemezte. A kereslet a jegybanki önfinanszírozási program keretében a kéthetes MNB-kötvény kivezetéséhez kötődően júliusban és augusztus elején volt a legerősebb. Az ÁKK jellemzően a meghirdetett mennyiségben vont be forrást, néhány alkalommal azonban sor került a kibocsátás emelésére is. A 3 hónapos DKJ-papírok esetében 10 aukció alkalmával összesen 450 milliárd forint, míg a 12 hónapos DKJ tekintetében 6 alkalommal 243 milliárdnyi többletlikviditás bevonására került sor. A kialakuló aukciós átlaghozam az időszak egészében csökkent.

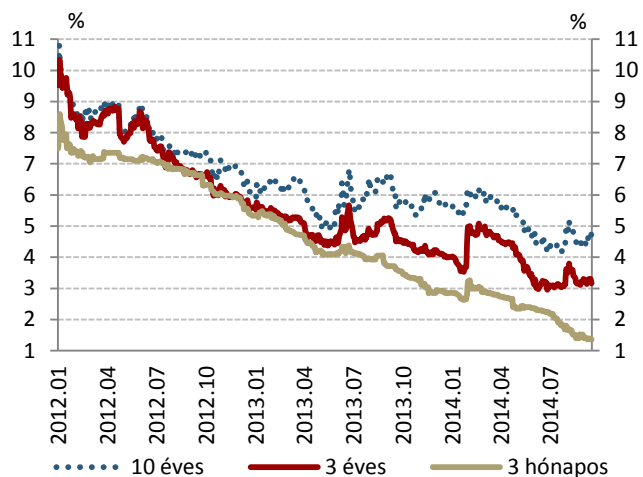
Az állampapírok elsődleges piacán a 3 és a 10 éves kötvények iránt átlagosan kétszeres túlkereslet mutatkozott. A kibocsátó az államkötvények esetében a tervezettnél némileg nagyobb mértékben tudott forrást bevonni. Az aukciós átlaghozamok nagyságrendileg 20-25 bázisponttal emelkedtek az időszak során.

**Az állampapír-piaci hozamok a rövid és éven túli lejáratokon ellentétes irányba mozdultak, a teljes hozamgörbe az időszak elejéhez képest meredekebbé vált (4–8. ábra).** A görbe rövid vége 60-85 bázisponttal mérséklődött a június végi szintekhez képest, míg a hosszú vége 25–45 bázisponttal került feljebb. A hozamemelkedés az 5 és 10 éves lejáratú szegmensekben volt jelentős. Az időszak közepén az állampapírpiaçot érzékenyen érintette a globális hangulat romlása, ami a hozamgörbe hosszú lejáratú szegmenseiben váltott ki érdemi hozamnövekedést. A rövid hozamok csökkenéséhez a rövid lejáratú forint likviditástöbblet járult hozzá leginkább. Nemzetközi összehasonlításban mind a rövid- mind a hosszú hozamok változása erőteljesnek számított.

A bankközi hozamok kisebb mértékben, de szintén szétváltak a rövid és hosszú lejáratú szegmensek mentén. Míg az éven belüli bankközi hozamok lefelé tolódtak, addig

4-8. ábra: Az állampapírcsökkentés referenciahozamok alakulása

a hosszabb lejáratoknál felfelé mozdulás volt megfigyelhető.

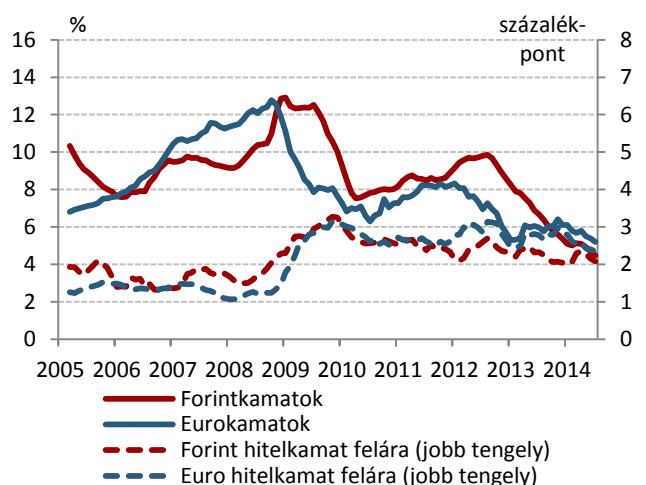


Forrás: ÁKK

## 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A vállalati és háztartási szegmensben a megvalósult ügyletek alapján 2014 második negyedévében is mérséklődtek a finanszírozási költségek lekövetve a jegybanki alapkamat csökkenéseket. A kamatlábak csökkenésének mértéke meghaladta a referenciakamat mérséklődését, így a felárak mindkét szegmensben csökkentek. A hitelezési felmérésre adott válaszaikban<sup>5</sup> a bankok összességében a vállalati hitelezési feltételek változatlanágáról számoltak be. Ezzel szemben a háztartási szegmensben belül a második negyedévben a lakáscélú és a fogyasztási hitelek esetében is a hitelezési feltételek enyhülését jelentették. Az egyéves reálkamat az állampapírhozamok csökkenése miatt mérséklődött a negyedév során, amiben a Magyar Nemzeti Bank önfinanszírozási programja érdemi szerepet játszott.

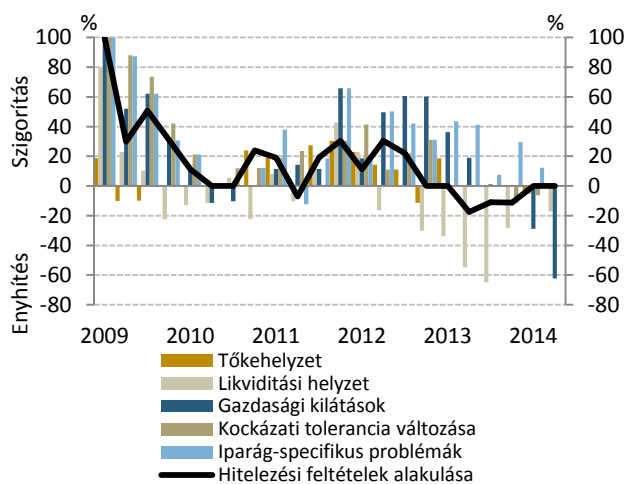
4-9. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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

Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB a bankok válaszai alapján

### 4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

**2014 második negyedévében a jegybanki alapkamat fokozatos mérséklődésével párhuzamosan tovább csökkentek a vállalati hitelkamatok.** A változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással<sup>6</sup> rendelkező forinthitelek 3 havi mozgóátlaggal simított kamatlába a megvalósult ügyletek alapján a második negyedévben 5,1 százalékról 4,7 százalékra, majd júliusban 4,5 százalékra mérséklődött (4–9. ábra). Ezzel a finanszírozási költségek már szintjüket tekintve sem számítanak kirívónak nemzetközi összehasonlításban.

A kamatok nagyobb mértékben csökkentek, mint a referenciakamat (3-hónapos BUBOR), így a kamatfelár áprilistól júliusra 2,4 százalékponttól 2,1 százalékpontra mérséklődött, visszatérve az első negyedévben tapasztalt átmeneti növekedés után a tavaly év végi szintjéhez. A hitelképes kis- és középvállalkozások számára változatlanul a Növekedési Hitelprogram második szakaszának kibővített keretén belül folyósított hitelek kedvezményes, maximum 2,5 százalékos kamatlába jelent kedvező finanszírozási formát.

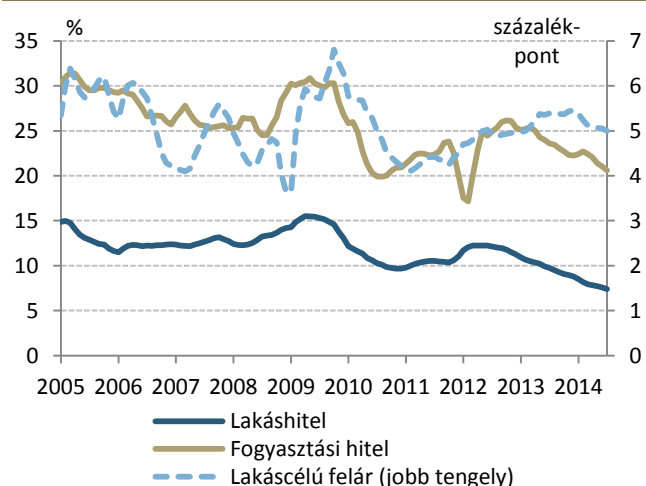
Az euro alapú hitelek esetében a második negyedévben a kamatszint és a referenciakamat (3-hónapos EURIBOR) feletti felár is csökkent, a 3 havi mozgóátlaggal simított kamatszint így júliusban 2,6 százalékos, míg a felár 2,3 százalékpontot tett ki.

**A hitelezési felmérés alapján a hitelkondíciók 2014 második negyedévében összességében nem változtak,** továbbra is szigorúnak tekinthetők. A bankok többségénél (nettó értelemben vett 62 százalékuknál) a gazdasági kilátások az enyhítés irányába hatnak, 17 százalékuk esetében a likviditási helyzet is. A következő félévre vonatkozóan a bankok a feltételek változatlanágát irányozták elő (4–10. ábra).

<sup>5</sup> A hitelezési felmérés eredményeinek részletesebb elemzése megtalálható az MNB Hitelezési folyamatok című kiadványában: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu-hitelezesi-folyamatok/201408/Hitelezesi\\_folyamatok\\_201408\\_HU.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu-hitelezesi-folyamatok/201408/Hitelezesi_folyamatok_201408_HU.pdf).

<sup>6</sup> A Növekedési Hitelprogram keretén belül folyósított hitelek többsége éven túli hitel, így az általunk vizsgált kamatlábak elsősorban a piaci folyamatokat tükrözik.

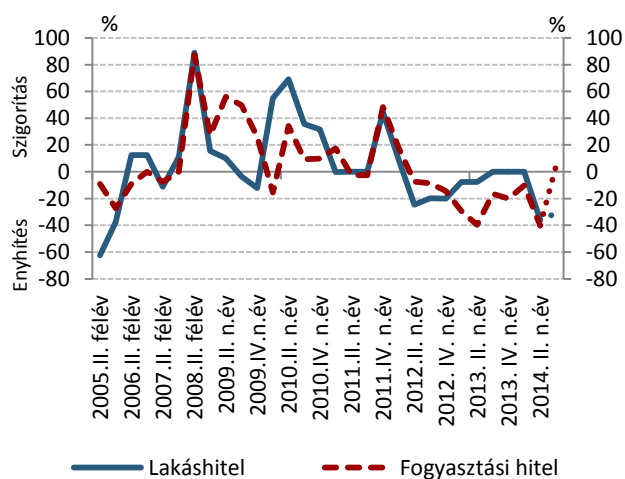
4-11. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára



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

Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB a bankok válaszai alapján

#### 4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A megvalósult lakáscélú jelzáloghitel ügyleteknél a három hónapos mozgóátlaggal simított teljes hitelköltség (THM) tovább mérséklődött, értéke júliusban 7,4 százalék volt (4–11. ábra). A hitelköltség csökkenése meghaladta a 3-hónapos BUBOR azonos időszakban megfigyelhető mérséklődését, így a felár kismértékben – az áprilisi 5,1 százalékpontból 5 százalékpontra – mérséklődött, folytatva a 2013 decembere óta megfigyelhető csökkenő tendenciáját. A hitelköltség és a felár csökkenése részben a változó kamatozású konstrukciók új kibocsátáson belüli emelkedő arányát tükrözi.

A fogyasztási hitelek 3-hónapos mozgóátlaggal simított teljes hitelköltsége a második negyedévben folyamatosan csökkent (4–11. ábra), a márciusi 22,4 százalékos értékről júliusra 20,6 százalékra esett.

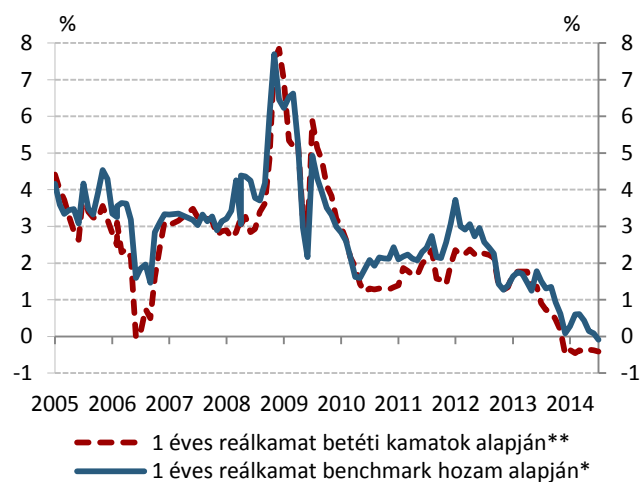
A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok lazítottak a háztartási hitelek feltételein 2014 második negyedévében. Lakáscélú hitelek esetében nettó értelemben<sup>7</sup> a felmérés keretein belül megkérdezett bankok 36 százaléka, fedezetlen fogyasztási hitelek esetében 40 százaléka számolt be enyhítésről (4–12. ábra). A banki hitelfeltételek fokozatos enyhülése a megvalósuló lakáscélú ügyletek átlagos hitelfedezeti arányában (LTV) is tükröződik: a mutató 2012 második negyedévi mélypontja óta közel 10 százalékponttal, 57 százalék fölé emelkedett. A következő félévre vonatkozóan a bankok 31 százaléka tervez további enyhítést a lakáscélú hitelek feltételein, míg a fogyasztási hitelek kondícióin gyakorlatilag nem terveznek további lazítást.

#### 4.2.3. Reálkamatok alakulása

2014 második negyedévében az egy évre előretekintő reálkamat folyamatosan csökkent az 1 éves állampapír-hozam alapján számolva, míg a legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok alapján számolva gyakorlatilag nem változott (4–13. ábra). A reálkamatok csökkenését az – állampapír-piaci hozamokból becsült – zérókuponhozam esése okozza, melynek hatását csak részben tompították a mérséklődő inflációs várakozások. Az állampapír-hozamok csökkenésében érdemi szerepe van az MNB által meghirdetett önfinanszírozási program hatásának. A reálkamat historikus mélyponton van: az 1 éves állampapír-hozamok alapján értéke –0,1, míg a legfeljebb

<sup>7</sup> A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

4-13. ábra: Az előretékintő reálkamatlábak alakulása



1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok alapján –  
0,4 százalék volt júliusban.

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

Forrás: MNB, Reuters poll

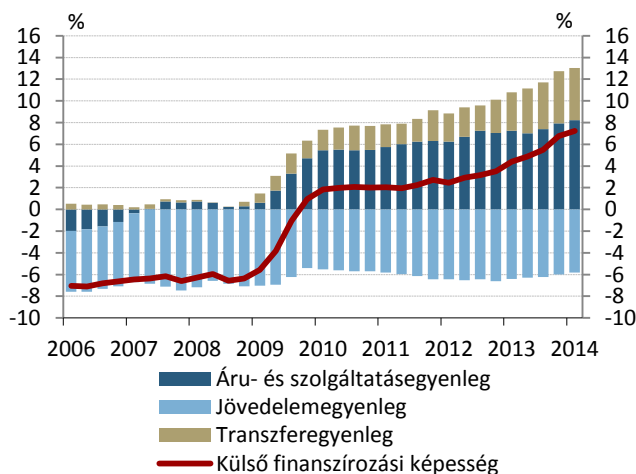


## 5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

### 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

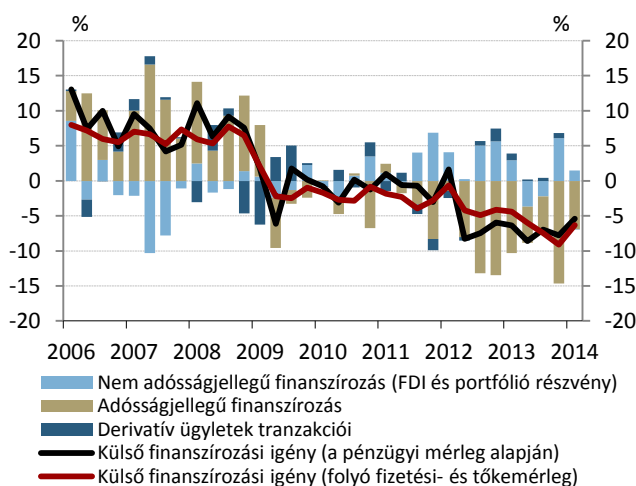
A magyar gazdaság négy negyedéves külső egyensúlyi többlete tovább emelkedett 2014. első negyedévében, és a GDP 7,2 százalékát tette ki. Az emelkedés az áru- és szolgáltatásegyenleg többletének kismértékű bővülése, és a jövedelemegyenleg hiányának hasonló mértékű mérséklődése mellett alakult ki, miközben a transzferegyenleg magas szinten stabilizálódott. A finanszírozási adatokban is a külső tartozások mérséklődése tükröződött, döntően az adósságjellegű források kiáramlásának köszönhetően. Így az ország sérülékenysége szempontjából meghatározó külső adósságmutatóink csökkenése is folytatódott az I. negyedévben.

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



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

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



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

#### 5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

A reálgazdasági oldalról számított négy negyedéves **finanszírozási képesség 2014 első negyedévében tovább emelkedett, és elérte a GDP 7,2 százalékát** (5–1. ábra). Az emelkedésben szerepet játszott a nettó export, amelynek négy negyedéves egyenlege meghaladja a GDP 8 százalékát, és így a tételek közül továbbra is a legnagyobb mértékben járul hozzá az ország külső egyensúlyi többletéhez. A külső egyensúly javulását támogatta a jövedelemegyenleg hiányának változása is, ami a GDP arányában az első negyedévben 5,8 százalékra mérséklődött. A külső finanszírozási képesség magas szintje a transzferegyenleg jelentős mértékű többletéhez is köthető. A négy negyedéves nettó EU-transzfer felhasználás az első negyedévben 5,6 milliárd euro közelében alakult. Az EU-transzferek felhasználása az EU költségvetési ciklusának 2013-as lezárását követően 2014–2015-ben is megvalósulhat, így a transzferegyenleg többlete a következő időszakban is magas maradhat. Az MNB által július közepe óta havi szinten publikált előzetes fizetési mérleg adatok alapján a gazdaság külső egyensúlyi többlete a második negyedévben tovább emelkedhetett, ami főként a külkereskedelem többletének további emelkedésének köszönhető.

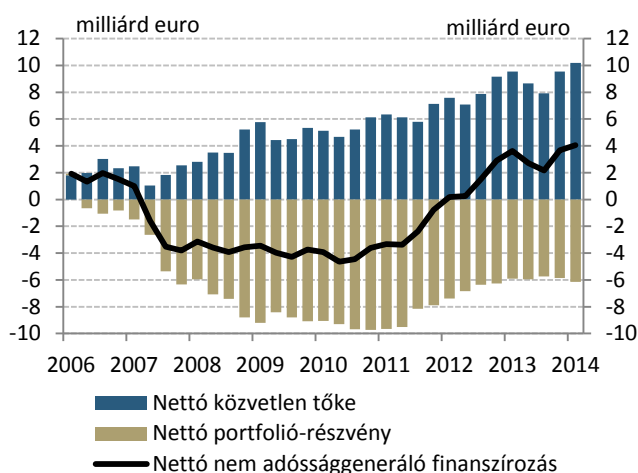
#### 5.1.2. Finanszírozási folyamatok

**A finanszírozási adatok alapján számolt mutató is számottevő – a reálgazdasági adatok alapján számítottól ugyanakkor kismértékben elmaradó – nettó megtakarítói pozíciót jelzett az első negyedévben** (5–2. ábra). A külső finanszírozási többlettel összhangban a nettó adósság típusú források nagymértékben csökkentek, miközben a gazdaság nem adósság típusú forrásai bővültek.

**Az első negyedév során tovább emelkedtek a gazdaság nem adósságjellengű forrásai** (5–3. ábra). Az első negyedéves növekedés a külföldiek közvetlentőke-befektetések mintegy 0,6 milliárd eurót kitevő bővülése, és a nettó portfólió-részvény befektetések kisebb mérséklődése mellett alakult ki.

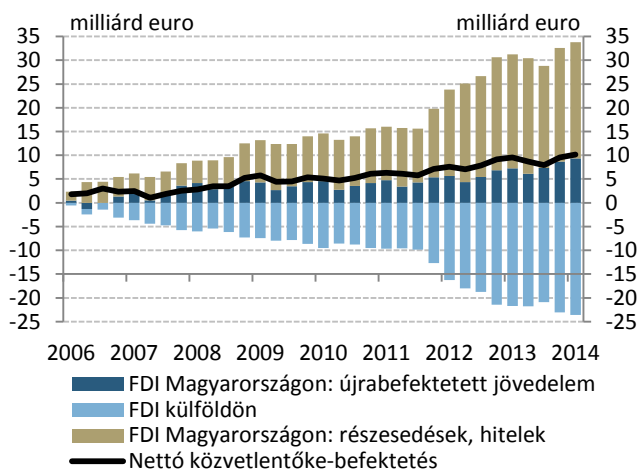
A külföldiek nettó közvetlentőke-befektetéseknek

5-3. ábra: A nem adósságjellegű befektetések alakulása (kumulált tranzakciók)



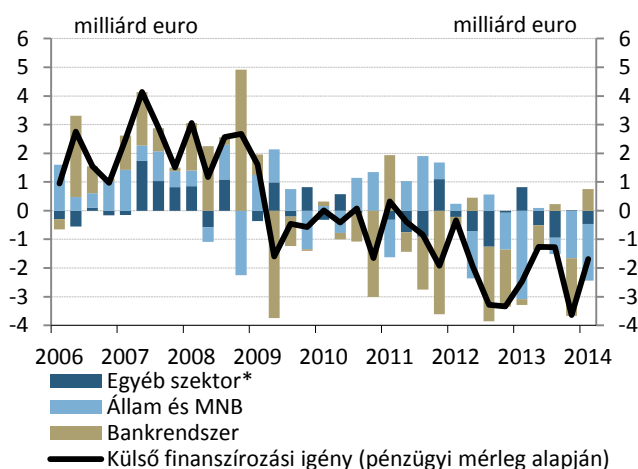
Forrás: MNB

5-4. ábra: A közvetlentőke-befektetések összetevőinek alakulása (kumulált tranzakciók)



Forrás: MNB

5-5. ábra: Az adósságjellegű finanszírozás szerkezete



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

Forrás: MNB

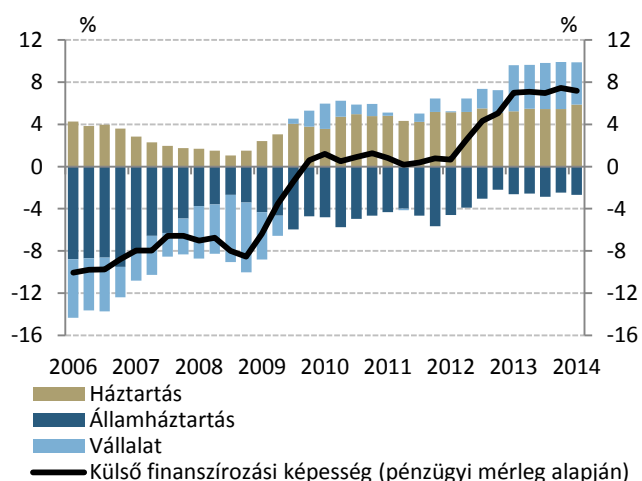
kismértékű emelkedése az első negyedévben a külföldiek bővülő magyarországi befektetéseinek és a rezidensek emelkedő külföldi befektetéseinek eredőjeként adódott (5–4. ábra). A második negyedévben ugyanakkor az előzetes havi adatok a működőtőke-források mérséklődését mutatják, ami több okra is visszavezethető. Egyrészt a második negyedévben a vállalati osztalék ilyenkor szokásos megszavazása az újrabefektetett jövedelmek mérséklődésével jár együtt. Másrészt 2014 második negyedévében – 2013 őszéhez hasonlóan – az állam több külföldi tulajdonban lévő vállalatot is megvásárolt, ami mérsékelte a külföldiek magyarországi tőkebefektetéseit.

**A nettó adósságjellegű források kiáramlása az első negyedévben 1,7 milliárd euro volt (5–5. ábra).** Az adósságok törlesztése ugyanakkor a források korábbi kiáramlásához képest eltérő módon alakult ki. A bankrendszer mintegy 0,8 milliárd euróval növelte külső adósságát, ami a negyedik negyedévben megfigyelt nagymértékű forráskiáramlás korrekciójának is tekinthető. Másrészt, az állam mintegy 2 milliárd euróval csökkentette nettó külső adósságát, amiben az EU-transzferek miatt is emelkedő devizatartaléknak is szerepe volt. A negyedév során kibocsátott devizakötvény az állam nettó külső adósságát – a devizatartalékok azonos mértékű emelkedése miatt – nem befolyásolta. Az állam külső adósságának mérséklődését támogathatta továbbá a háztartások nagyobb szerepvállalása az állam finanszírozásában. Végül pedig a vállalatok is mintegy 0,5 milliárd euróval csökkentették külső adósságukat. Az előzetes havi adatok alapján a második negyedévben érdemben lassult a gazdaság adósságának csökkenése. Ez a mérséklődés a továbbra is magas finanszírozási képesség mellett csökkenő közvetlentőke-befektetéshez köthető.

**A gazdaság magas finanszírozási képességével összhangban a háztartások és a vállalatok nettó pénzügyi megtakarítása továbbra is jelentős (5–6. ábra).** A háztartások négy negyedéves finanszírozási képessége a GDP közel 6 százalékát érte el 2014 első negyedévére, ami meghaladja az elmúlt években megfigyelt értékeket. Ez is azt tükrözi, hogy a háztartások viselkedése továbbra is óvatos, fennálló hiteltartozásukat továbbra is törlesztik. Az államháztartás nettó finanszírozási igénye az elmúlt negyedévek adatai alapján is visszafogottan alakult. A vállalatok nettó finanszírozási képessége a Növekedési Hitelprogram jelentős igénybevétele mellett sem csökkent érdemben.

**A nettó külső adósság állományának mérséklődése a gazdaság külső adósságának visszafizetésével összhangban az első negyedévben tovább, a GDP 35**

5-6. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint

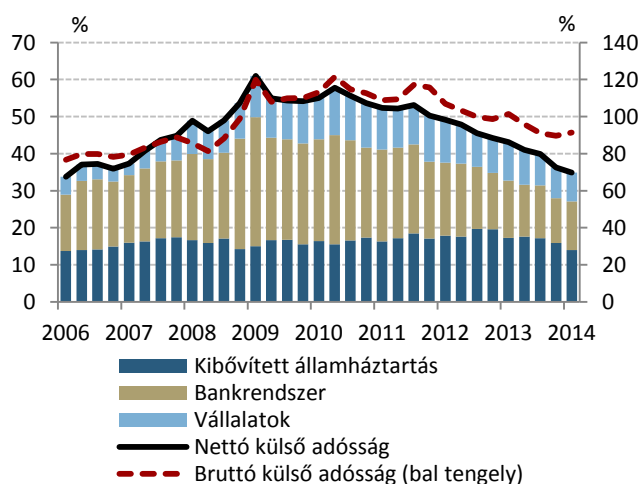


Megjegyzés: Négy negyedéves GDP-arányos értékek.

Forrás: MNB

százaléka alá csökkent (5–7. ábra). Az állam I. negyedévében végrehajtott devizakötvény-kibocsátása a nettó külső adósságot nem befolyásolta ugyan – a devizatartalék hasonló mértékű emelkedése miatt – azonban a bruttó külső adósság kismértékben emelkedett. A bruttó külső adósság emelkedése ugyanakkor csak átmeneti, mivel ezzel az állam egy ősszel lejárt kötvény finanszírozását előlegezte meg, ami lejártakor majd csökkenti a bruttó külső adósságot.

5-7. ábra: A külső adósság szektorok szerinti felbontása



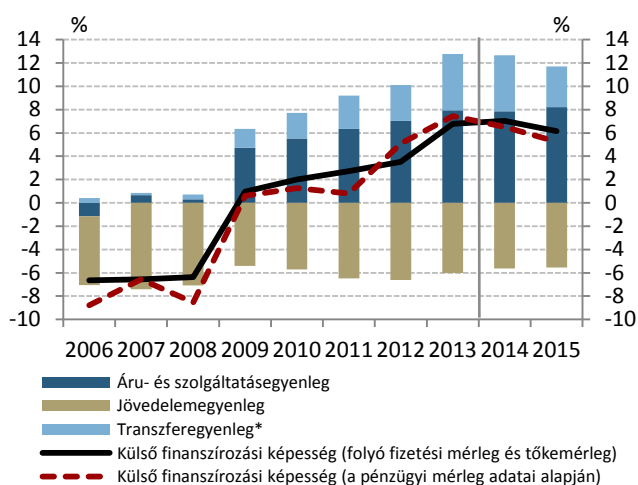
Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül. GDP-arányos értékek.

Forrás: MNB

## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

2014–15-ben magas szinten stabilizálódhat Magyarország külső finanszírozási képessége. A külkereskedelmi egyenleg – az eurozóna lassulása és az orosz-ukrán konfliktus ellenére – a tavalyihoz hasonló szint közelében alakulhat, jövőre pedig a belső felhasználás kisebb mértékű bővülése és az élénkülő külső kereslet mellett továbbra is magas maradhat. A döntően EU-támogatásokat tartalmazó transzferegyenleg a beérkezett adatok alapján idén is a tavalyi szint közelében alakulhat, míg 2015-ben az új EU-s költségvetési periódussal összhangban kismértékben mérséklődhet, de továbbra is számottevő mértékben járul hozzá az ország finanszírozási képességéhez. A jövedelemegyenleg hiánya a külső adósság csökkenésével párhuzamosan tovább mérséklődhet. Az egyes szektorok megtakarítói pozícióit vizsgálva megállapítható, hogy az államháztartás finanszírozási igénye – a fegyelmezett fiskális politikának köszönhetően – továbbra is visszafogott maradhat, miközben a magánszektor prognosztizált nettó finanszírozási képessége továbbra is viszonylag magas marad. A következő években a vállalati megtakarítás a beruházás növekedésével mérséklődhet, miközben a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása – a devizahitelesekkel érintő intézkedések hatásait is figyelembe véve – jövőre is magas szinten maradhat.

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



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

Forrás: MNB

### A külső egyensúlyi pozícióknak magas szinten stabilizálódhat a következő években.

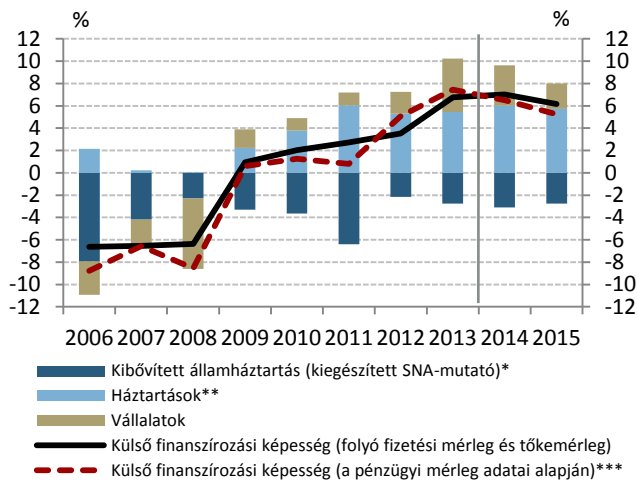
A nettó export az eurozóna lassuló bővülése és a kiéleződő orosz-ukrán konfliktus miatt mérséklődő export és importbővülés mellett is magas marad 2014-ben, míg jövőre a kisebb mértékben bővülő belső felhasználás és felvevőpiacaink lassabb bővülése mellett is jelentősen járul hozzá az ország külső finanszírozási képességéhez. 2014–15 során a külkereskedelmi többlet mellett az EU-transzferek felhasználása is számottevően javítja a külső egyensúlyt. 2014-ben a tavalyihoz hasonlóan magas felhasználásra számítunk, ugyanakkor 2015-ben a transzferek az új EU-s költségvetési periódus miatt kismértékben csökkenhetnek. Az ország magas külső egyensúlyi többletéhez a jövedelemegyenleg hiányának tovább folytatódó enyhe mérséklődése is hozzájárul, ami döntően a magas finanszírozási képességgel összhangban mérséklődő nettó külső adóssághoz köthető (5-8. ábra).

A külső egyensúlyi folyamatok a szektorok oldaláról vizsgálva továbbra is az államháztartás alacsony finanszírozási igénye és a magánszektor nagymértékű nettó megtakarítása mellett alakul ki (5-9. ábra).

A vállalati szektor nettó megtakarítói pozíciója ugyanakkor lassú mérséklődésnek indulhat a következő években, amiben elsősorban a Növekedési Hitelprogram által is támogatott emelkedő beruházási aktivitás, illetve a csökkenő EU-transzferek hatása tükröződhet.

A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása várakozásaink szerint idén a bővülő foglalkoztatás, emelkedő reálbérek és a továbbra is óvatos fogyasztói viselkedés mellett tovább emelkedhet, míg jövőre magas szinten stabilizálódhat. Jövőre a devizahiteles csomag – a hitelállomány egyszeri mérséklődését figyelmen kívül hagyva – becsléseink alapján nem módosítja érdemben a lakosság megtakarítását. Ugyanis egyrészt a tőketartozások csökkenése miatt alacsonyabb törlesztés mérsékli a

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



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

Forrás: MNB

háztartások nettó megtakarítását, másrészt a magasabb elköltethető jövedelem emelheti a pénzügyi eszközfelhalmozást. Így a lakossági megtakarítások alakulását elsősorban továbbra is az óvatossági motívumok és a mérlegkiigazítás határozhatják meg. A bővülő reáljövedelmek egy részét megtakarítja a lakosság, így a háztartások megtakarítása – az emelkedő fogyasztás mellett is – magasan maradhat a következő években.

**Az államháztartás finanszírozási igénye a következő években is visszafogottan alakulhat,** de ezen belül 2014-ben kismértékben emelkedhet a tágabban vett államháztartás SNA szerinti finanszírozási igénye. Ez a kismértékű emelkedés alapvetően a távközlési koncessziókból származó bevételek ESA elszámolástól eltérő bevételi elszámolásának tulajdonítható. Előre tekintve 2015-ben továbbra is visszafogott lehet az államháztartás finanszírozási igénye.

**A magas külső finanszírozási képességgel párhuzamosan folytatódhat a külföldi, döntően adósság típusú források kiáramlása is. A magas külső egyensúlyi többlet így a nettó külső adósság további mérséklődésében is tükröződhet. A bruttó külső adósság mérséklődését az MNB önfinanszírozási programja is támogathatja.** Az államadósság finanszírozásának a devizakötvény-kibocsátások felől a forintfinanszírozás irányába való eltolódása révén, és a belföldi finanszírozás bővülésének hatására mérséklődhet a bruttó külső adósság. Emellett a program nemcsak a bruttó adósság szintjére, hanem annak devizaösszetételére is hatással lehet: a forintkötvények nagyobb súlya miatt a forintárfolyam ingadozása kisebb mértékben jelenhet meg az adósságmutatók alakulásában. A program ugyanakkor nem befolyásolja az ország nettó külső adósságát, mivel az alacsonyabb devizakötvénykibocsátás mellett a devizajáratok mérséklik a nemzetközi tartalékok szintjét is. Az ország bruttó külső adósságát továbbá a Kúria lakossági devizahiteleket érintő döntése is mérsékelheti.

### 5.3. Költségvetési folyamatok

Előrejelzésünk szerint 2014-ben és 2015-ben is a GDP 3 százaléka alatt maradhat a költségvetés ESA-hiánya és mindkét évben teljesülhet a kormányzati hiánycél. Fegyelmezett költségvetési politika esetén, a rendelkezésre álló szabad tartalékok teljes zárolásával a hivatalos célnál némileg alacsonyabb, 2014-ben 2,8 százalékos, 2015-ben pedig 2,6 százalékos hiány is elérhető lehet. A makrogazdasági folyamatok és az adóbevételek alakulása mindkét évben alacsonyabb hiány irányába mutatnak, azonban a júniusi előrejelzésünkhöz képest növekednek a központi költségvetés általunk becsült kiadásai, és csökken az önkormányzati szektor egyenlegére vonatkozó, részben technikai előrejelzésünk. Korábbi előrejelzésünkhöz képest az európai uniós forrásokkal kapcsolatban várható pénzügyi korrekciók 2014-ben csökkenthetik az Európai Uniótól származó eredményszemléletű nettó bevételeket. Összességében a 2014. évi hiányprognózisunk kismértékben, a GDP 0,1 százalékaival emelkedik, míg a 2015. évi deficitre vonatkozó előrejelzésünk nem változik. A fentiek alapján 2014-ben a GDP 0,7 százaléka lehet a fiskális politika keresletet ösztönző hatása, míg 2015-ben 0,2 százalékos keresletszűkítő hatást becslünk. A 2013. év végi, változatlan árfolyamon számított GDP-arányos bruttó államadósság a teljes előrejelzési horizonton csökken, tehát az államadósság-szabály teljesül, de a tényleges adósságrátát a forint árfolyamának alakulása, valamint az EU-s támogatások miatt szükségessé váló költségvetési megelőlegezés mértéke is jelentősen befolyásolja.

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

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

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

Forrás: KSH, MNB

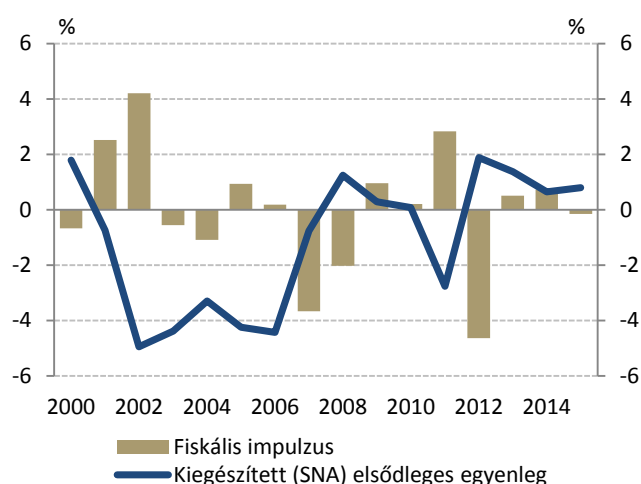
#### 5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

**Prognózisunk szerint fegyelmezett költségvetési politika esetén, a szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) teljes zárolása mellett az államháztartás ESA-hiánya 2014-ben a GDP 2,8, míg 2015-ben a GDP 2,6 százaléka lehet, azaz 2014-ben 0,1 százalékkal növekedett, míg 2015 tekintetében nem változott a deficitprognózisunk a júniusi Inflációs jelentéshez képest (5–1. táblázat). A gazdaság ciklikus helyzete 2014-ben a GDP 0,8 százalékaival járul hozzá a hiányhoz, míg 2015-ben a makrogazdasági előrejelzés szerint tovább zárulhat a kibocsátási rés, így a költségvetési hiány ciklikus komponense is tovább mérséklődik. Az ESA-egyenleg a fellendülő gazdasági teljesítmény hatására javul 2015-ben, amihez hozzájárul a Kúria – lakossági hiteleket érintő – jogegységi határozata miatt várt fogyasztásbővülés következtében a fogyasztáshoz kapcsolódó adóknál jelentkező többletbevétel is.**

**A 2013-as keresletnövelés után 2014-ben a költségvetési politika ismét az aggregált kereslet bővítése irányába hat.**<sup>8</sup> A fiskális politika növeli a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét, ugyanis az állami bérkifizetések, főleg az oktatásban és a közmunkát érintően, érdemben bővíthetnek, és mindezt csak részben ellensúlyozza a lakossági transzferek GDP arányos csökkenése, melyben szerepet játszik a nyugdíjkorhatár emelés hatása is. 2015-ben a fiskális impulzus enyhén negatívvá válhat a beruházási kiadások csökkenésének következtében, amit a 2014-es csúcshoz képest várhatóan némileg mérséklődő EU-támogatások okoznak (5–10. ábra).

<sup>8</sup> A fiskális impulzust a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával számszerűsítjük, ami megmutatja, hogy a költségvetési intézkedések és folyamatok, valamint az automatikus stabilizátorok miként érintik a többi szektor jövedelmi helyzetét.

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



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

Forrás: MNB

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

	Makroadat	Intézkedés	Egyéb
<b>I. Központi bevételek</b>	0,3	–	–
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,1	–	–
Munkát terhelő adók, járulékok	0,2	–	–
<b>II. Központi kiadások</b>	–	0,2	–0,3
Lakásépítési támogatások	–	–	0,1
Költségvetési szervek kiadásai	–	0,2	–0,4
<b>III. További hatások</b>	–	–	–0,3
Önkormányzatok	–	–	–0,1
EU támogatással kapcsolatos korrekciók	–	–	–0,2
Egyéb tételek	–	–	0,1
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>–0,6</b>

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

Forrás: MNB

### 5.3.2. A 2014. évi egyenleg

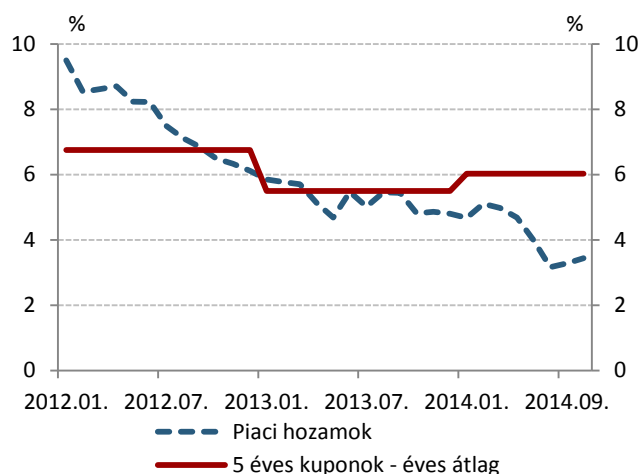
**2014-re vonatkozóan, a szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) teljes zárolása mellett az államháztartás ESA-hiányára vonatkozó prognózisunk a GDP 2,8 százaléka, ami 0,1 százalékponttal magasabb a júniusi Inflációs jelentésben közölt előrejelzésünkénél (5–2. táblázat).** A bevételi oldalon a bérekhez kapcsolódó adó- és járulékbévételekre vonatkozó prognózisunk a GDP 0,2 százalékával növekedett a kedvező harmadik negyedévi személyi jövedelemadó és járulékbévételei adatok és a nemzetgazdasági bértömeg dinamikusabb emelkedése miatt. A fogyasztást terhelő adóbevételek a GDP 0,1 százalékpontjával haladhatják meg korábbi várakozásunkat, amit elsősorban a kiskereskedelmi forgalom alakulása és a vártnál kedvezőbb harmadik negyedévi áfabevételek indokolnak.

A kiadási oldalon a költségvetési szervek várható nettó kiadásait a havi adatok alapján növeltük az előző fordulóban szereplő előrejelzésünkhöz képest, valamint figyelembe vettük, hogy többlet forrásigény jelentkezik a Klebelsberg Intézményfenntartó Központnál. További egyenlegromlást okoznak júniusi prognózisunkhoz képest az európai uniós forrásokkal kapcsolatban várható pénzügyi korrekciók, valamint a korábban becsültnél magasabb európai uniós forráslehíváshoz kapcsolódó nagyobb önrész igény. A központi kiadásokat mérséklük ugyanakkor a bejelentett zárolások és az árfolyamgát rendszerébe belépők vártnál alacsonyabb száma, ami a költségvetés lakástámogatásokkal kapcsolatos kiadásait csökkenti. A zárolások nettó egyenlegjavító hatása a kiadások adótartalmát és a Beruházási Alap zárolás alól mentesített előirányzatait is figyelembe véve az előrejelzésünk szerint a GDP 0,2 százaléka lehet.

Emellett az önkormányzatok módosított első negyedéves pénzforgalmi egyenlege és a második negyedéves pénzügyi számlák előzetes adatai alapján a GDP 0,1 százalékával csökkentettük az önkormányzatok egyenlegére vonatkozó, részben technikai prognózisunkat, így jelenleg nulla körüli egyenleget jelzünk előre (eltekintve az adósságvállalás és a Főgáz többségi részvénycsomag értékesítésének hatásától). A júniusi Inflációs jelentés óta bejelentett, az MKB Bank Zrt.-ben történő állami részesedésvásárlás finanszírozása a kormányzati rendkívüli tartalékból történik, ezért nem érinti a pénzforgalmi és az ESA-módszertan szerinti hiányt sem.

A nettó kamatkidadásokra vonatkozó pénzforgalmi prognózisunk a júniusi előrejelzésünkhöz képest a GDP 0,3 százalékával csökkent, amit az alacsony

5-11. ábra: A piaci hozamok és a kuponok alakulása az 5 éves állampapírok esetében



Forrás: MNB

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

	Eltérés az előirányzattól
<b>I. Központi kormányzat bevételei</b>	<b>0,4</b>
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók (áfa, jövedéki adó, pti)	-0,2
Gazdasági társaságok befizetései	-0,3
Munkát terhelő adók és járulékok	0,9
<b>II. Központi kormányzat kiadásai</b>	<b>-0,4</b>
Költségvetési szervek kiadásai	-0,1
Közmunkaprogram	-0,2
Egyéb kiadások	-0,1
<b>III. További hatások</b>	<b>0,1</b>
Önkormányzatok egyenlege	0,1
Tartalékok zárolása	0,3
ESA statisztikai korrekciók	-0,3
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,1</b>

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

Forrás: MNB

hozamkörnyezetben névérték felett kibocsátott papírokon realizált nyereség miatt nagyobb összegben alakuló pénzforgalmi kamatbevételek indokolnak (5–11. ábra). Ez azonban az ESA-egyenleget csak kismértékben befolyásolja, mert eredményszemléletben a kibocsátáskor realizált árfolyamnyereséget (prémiumot) a szóban forgó állampapír teljes futamidejére, azaz több évre szétosztva kell figyelembe venni.

**A 2014. évi költségvetési törvényben kitűzött kormányzati ESA-hiánycél a GDP 2,9 százaléka, aminél 0,1 százalékponttal alacsonyabb az előrejelzésünk (5–3. táblázat).** Ezt részben az okozza, hogy továbbra is feltételezzük az Országvédelmi Alap teljes törlését<sup>9</sup>, ami önmagában a GDP 0,3 százalékaival kedvezőbb egyenleget eredményez. A fogyasztáshoz kapcsolódó bevételek előrejelzésünk szerint a GDP 0,2 százalékaival elmaradhatnak a költségvetési törvényben szereplő előirányzattól, ami elsősorban abból adódhat, hogy a kormányzati előrejelzés az áfabeszedési hatékonyság jelentősebb javulását feltételezi. A munkát terhelő adók és járulékok esetében GDP-arányosan 0,9 százalékkal magasabb bevételt várunk. A számottevő különbség mögött a nemzetgazdasági bértömeg kedvező alakulása, valamint a kisvállalati adók várttól elmaradó kihasználtsága áll. Részben az utóbbi következménye, hogy a gazdasági társaságok befizetéseiből származó bevételi prognózisunk a GDP 0,3 százalékaival marad el az előirányzattól.

A közmunkaprogramnál megemelt tervezett létszám, a költségvetési szervek havi adataiból kiolvasható magasabb kiadásai és a Klebelsberg Intézményfenntartó Központ forrásigénye miatt a bejelentett zárolások ellenére is összességében a GDP 0,4 százalékaival magasabbak lehetnek a kiadások a költségvetési törvényben tervezettnél. Emellett az eredményszemléletű statisztikai korrekciók a GDP 0,3 százalékaival lehetnek alacsonyabbak az előirányzatnál, amit elsősorban az európai uniós források pénzügyi korrekciója miatti visszatérítések okoznak. Az idei évi bejövő adatokat figyelembe véve az önkormányzati egyenleg várható alakulása a GDP 0,1 százalékaival lehet kedvezőbb az előirányzatnál.

### 5.3.3. A 2015. évi egyenleg

**2015-ben a GDP 2,6 százaléka lehet becslésünk szerint az államháztartás GDP-arányos ESA-hiánya, ami a júniusi prognózisunkhoz képest nem módosult (5–4. táblázat).** A bevételi oldalon, összhangban a 2014-es prognózisunk

<sup>9</sup> A költségvetési törvény értelmében az Országvédelmi Alap előirányzatát 2014. szeptember 30-át megelőzően nem lehet felhasználni. A Kormány határozatban dönthet a felhasználásáról, amennyiben a 2014. évre várható EDP-hiány - a felhasználni kívánt tartalékoszeg figyelembevételével – az őzi notifikáció alapján nem haladja meg a GDP 2,9 százalékát.



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

	<i>Makroadat</i>	<i>Intézkedés</i>	<i>Egyéb</i>
<b>I. Központi bevételek</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-</b>
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,3	-	-
Munkát terhelő adók, járulékok	0,1	-	-
Társasági adó	0,1	-0,1	-
<b>II. Központi kiadások</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-0,1</b>
Lakásépítési támogatások	-	-	0,1
Költségvetési szervek kiadásai	-	-	-0,2
<b>III. További hatások</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-0,2</b>
Önkormányzatok	-	-	-0,1
Egyéb tételek, ESA korrekciók	-	-	-0,1
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>

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

Forrás: MNB

változásával, emelkedett a munkát terhelő adókra és járulékokra, valamint a fogyasztási adókra vonatkozó becslésünk. A fogyasztási adókkal kapcsolatos változást a bázishatás és a Kúria – lakossági hiteleket érintő – jogegységi határozata miatt várt fogyasztásbővülés következtében jelentkező többletbevétel is indokolja. A 2015. évi társaságiadó-bevételekre vonatkozó prognózisunkat mérsékli, hogy a szeptember 12-én benyújtott törvényjavaslat<sup>10</sup> értelmében az érintett pénzügyi intézmények a 2015. évi társaságiadó-kötelezettségüket csökkenthetik a Kúria – lakossági hiteleket érintő – jogegységi határozata következtében jelentkező veszteségek miatt az előző üzleti években történt társasági adónemeket érintő túlfizetésekkel. Ezt a hatást ellensúlyozza ugyanakkor, hogy a 2013-as társaságiadó-bevallásokról készült gyorsjelentés alapján a 2013-as évre vonatkozó társaságiadó-kötelezettség nagyobb, míg a visszaigénylések kisebbek lettek az általunk vártnál, ami 2014-ben és 2015-ben is növeli a társasági adóbevételekre vonatkozó prognózisunkat.

A kiadási oldalon 2014-hez hasonlóan 2015-ben is csökkentettük a lakásépítési támogatásokhoz kapcsolódó kiadásokat az árfolyamgát várttól elmaradó kihasználtsága miatt, valamint növeltük a költségvetési szervek várható kiadásait. Továbbá a 2014-re vonatkozó prognózisunkkal összhangban csökkentettük az önkormányzati szektor várható egyenlegére vonatkozó technikai feltételezésünket is.

#### 5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

2014-ben az alappályánál 0,2 százalékponttal kedvezőbb egyenleget eredményezhet, ha az uniós források pénzügyi korrekciójával kapcsolatos, előrejelzésünkben feltételezett visszatérítés nem valósul meg idén. Ugyanakkor az önkormányzati szektor gazdálkodását különösen nehéz előre jelezni, ezért az önkormányzatok egyenlegére vonatkozó technikai feltevésünket szimmetrikus kockázatok övezik.

2015-ben a GDP 0,2 százalékát kitevő pozitív kockázat jelentkezik a dologi kiadások esetében, ugyanis a korábbi tapasztalatok alapján – az óvatosság elvének megfelelően – a Konvergencia Programnál továbbra is magasabb kiadási szintet tételtünk fel. Negatív kockázatot jelenthet ugyanakkor, hogy az állami bértömeg esetén a Konvergencia Programmal összhangban csak kismértékű emelkedéssel számolunk. Emellett kellően részletes információk hiányában nem számoltunk a Paksi

<sup>10</sup> A Kúriának a pénzügyi intézmények fogyasztói kölcsönszerződéseire vonatkozó jogegységi határozatával kapcsolatos egyes kérdések rendezéséről szóló 2014. évi XXXVIII. törvényben rögzített elszámolás szabályairól és egyes egyéb rendelkezésekről szóló T/1272 törvényjavaslat.

Atomerőmű bővítésével kapcsolatos hitel lehívásával és a beruházás megkezdésével az előrejelzési horizonton.

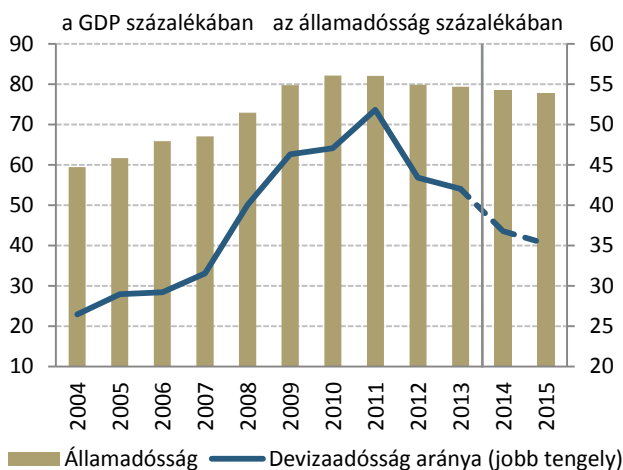
### 5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

**Az MNB előzetes pénzügyi számlái alapján az államháztartás bruttó konszolidált adóssága 2014 második negyedévének végén a GDP 85,1 százaléka volt.** Az első negyedévhez képest az adósságráta mintegy 0,7 százalékponttal növekedett, amit nagyobb részben átmeneti tényezők okoztak. A növekedéshez ideiglenesen hozzájárult, hogy az állami betétek állománya az első negyedéves jelentős növekedés után tovább emelkedett. Az aukciókon jelentkező magas keresletre reagálva ugyanis az ÁKK a tervezetthez képest rendre megemelte a kibocsátott mennyiségeket, hogy az év második felében várható nagyobb állampapír-lejáratokat és az Európai Bizottságtól kapott hitel esedékes törlesztését előfinanszírozza. A GDP-arányos adósság növekedését kisebb mértékben két további tényező magyarázza: a forintárfolyam gyengülése, illetve hogy az éves hiánycél mintegy háromnegyede teljesült az év első felében.

**Az év végi adatokra vonatkozóan a teljes előrejelzési horizonton csökkenő adósságrátát prognosztizálunk 2013. év végi változatlan árfolyamot feltételezve, tehát az Alaptörvénybe foglalt államadósság-szabály várhatóan teljesül.** 2014 végére az államadósság GDP-hez viszonyított aránya 78,4 százalék lehet, ami a vártnál nagyobb GDP-növekedés következtében kedvezőbb a júniusi előrejelzésünkénél. Az adósságráta GDP-hez viszonyított aránya – változatlan árfolyamon számítva – 2015-ben 78 százalék alá süllyedhet (5–12. ábra).

**Az adósság-előrejelzésünket ugyanakkor kockázatok is övezik.** Ha az esetlegesen év végéig be nem érkező EU-s támogatások miatt szükségessé váló költségvetési megelőlegezés meghaladja a prognózisunkat, az az eredményszemléletű hiányt a korrekciók miatt nem érinti ugyan, de az adósságráta növekedését okozhatja a pénzforgalmi hiány növelésén keresztül. Másfelől fenti előrejelzésünk változatlan, 2013. év végi árfolyam feltételezése mellett készült, míg az adósságállományon belül a devizaarány közel 40 százalék, így a forint árfolyamának 10 forint/euro elmozdulása esetén a GDP-arányos államadósság 1,1 százalékponttal változik.

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



Forrás: MNB

## 6. KIEMELT TÉMÁK

### 6.1. Változott-e a kapcsolat a munkanélküliség és az infláció között (ellaposodott-e a Phillips-görbe)?

Bár egy-egy gazdasági régió esetében (főként az eurozónában) az elmúlt hónapokban egyre többet olvashattunk a deflációs kockázatok növekedéséről, az elmúlt években az infláció globálisan viszonylag stabilnak bizonyult. Míg a korábbi válságok a fogyasztóiár-index jelentős visszaesésével jártak együtt, addig **a 2008-as válságot követően a számottevő gazdasági visszaesés ellenére az infláció nem csökkent olyan mértékben, ahogy az a korábbi tapasztalatokból következett volna.** A jelenség hatására a nemzetközi szakirodalomban egyre több elemzés jelent meg a Phillips-görbe<sup>11</sup> lehetséges ellaposodásáról. A Phillips-görbe eredeti formájában a bérinfláció és munkanélküliség között feltárt negatív irányú kapcsolat. A görbe későbbi továbbgondolásai a bérinfláció helyett főként az inflációra, míg a munkanélküliség helyett egyre inkább a teljes gazdaság ciklikus helyzetére fókuszáltak. Ezen belül az ún. új-keynesi Phillips-görbék az inflációt ( $\pi_t$ ) az inflációs várakozások ( $\pi_{t+1}^e$ ) és egy a reálgazdasági ciklikus helyzetét mérő változó által (mely például az ciklikus munkanélküliség szintjével ( $\tilde{u}_t$ ), vagy a kibocsátási réssel ragadható meg) határozták meg.

$$\pi_t = \beta\pi_{t+1}^e - \kappa\tilde{u}_t$$

A  $\kappa$  paraméter a Phillips-görbe meredekségét adja meg, mely közgazdasági értelemben a ciklikus munkanélküliség (a gazdaság ciklikus pozíciója) és az infláció kapcsolatának erősségét ragadja meg. **Az utóbbi időben több elemzés is ezen paraméter lecsökkenésének, tehát a Phillips-görbe ellaposodásának lehetőségét vetette fel.** A jelenség a monetáris politika szemszögéből kiemelten fontos kérdés, hiszen a tartósan laposabb Phillips-görbe esetében előretekintve a kibocsátási rés záródása kisebb inflációs hatással és így lazább monetáris kondíciókkal járhat.

Összességében a jelenség lehetséges magyarázataként több hatás is felsorolható, elemzésünkben ezek közül a legfontosabbakat emeljük ki.

- Néhány országban az infláció olyan alacsony szintekre süllyedt, hogy a reálbérek csökkentésének egyetlen módja a nominális bérek mérséklése lenne. Mivel mind a munkavállalók, mind a munkáltatók a tapasztalatok szerint ellenállnak ennek, így általánosságban elmondható, hogy **a nominális bérek lefelé merevek.** A nominális bérmerevség pedig alacsony inflációs környezetben tovább rögzíti a Phillips-görbe lapos helyzetét<sup>12</sup>. Tehát a válság során hiába nőtt meg a munkanélküliségi ráta, a gazdaságokban jelenlévő merevségek miatt nem csökkentek a nominális bérek, így az infláció sem. Empirikus vizsgálatok tanulsága szerint minél merevebbek a bérek, annál inkább laposabbá válhat a Phillips-görbe.<sup>13</sup>
- A **válság** – ami ha lassuló termelékenység növekedéssel párosul, még laposabb Phillips-görbét okoz<sup>14</sup> – **során megnövekvő munkanélküliség** inkább **strukturális (szerkezeti)**, mint ciklikus okokra vezethető vissza. Normál válságok esetén az állást kereső munkanélküliek lenyomják a béreket, ezáltal csökkentve a fogyasztóiár-indexet. Abban az esetben azonban, ha a munkanélküliek effektíve nem tudnak versengeni az adott pozíciókért – többek között azért, mert oly hosszú ideje munkanélküli, hogy már képessége/tudása elavulttá vált és/vagy veszített a motivációjából és magabiztosságából (reményvesztett munkanélküliség) és/vagy az ágazati átrendeződés miatt a munkakereslet teljesen más ágazatokban jelentkezik – a fent említett árnyomás jóval mérsékeltebb. Az ilyen típusú munkanélküliséget nevezük strukturálisnak. A válságot követően számos gazdaságban emelkedett a tartós munkanélküliek, illetve a munkapiacot elhagyó aktívak aránya.
- Az idővel a közvélemény és a piaci elemzők számára egyre **hitelesebbé váló központi bankok és az ezáltal stabilabbá váló inflációs környezet hatására** megváltozhatott az emberek inflációról alkotott képe. Mivel a

<sup>11</sup> Az empirikus eredetű közgazdasági modell Alban William Phillips nevéhez fűződik, aki 1958-ban megjelenő "The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861-1957" című cikkében a (bér-) infláció és a munkanélküliség kapcsolatát vizsgálta angol adatokon.

<sup>12</sup> Marco Del Negro, et al.: Inflation in the Great Recession and New Keynesian models, 2014, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, pp.29.

<sup>13</sup> Mary C Daly: Downward nominal Wage Rigidities Bend the Phillips Curve, 2014, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series, pp.25.

<sup>14</sup> Mary C Daly: Downward nominal Wage Rigidities Bend the Phillips Curve, 2014, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series, pp.26-27.

jövőről alkotott kép befolyásolja az infláció jelenlegi szintjét is, a **horgonyzottabb inflációs várakozások** stabilabbá tették a fogyasztóiár-indexet.

- Az infláció alakulását a vállalatok ármeghatározó lépései is befolyásolták. Általánosságban igaz, hogy az árak változtatása költségekkel (menü költség) jár együtt. Így **alacsony inflációs környezetben** a vállalatok árazási viselkedése megváltozik, **az átárzások gyakorisága és azok mértéke lecsökken.**
- A **globalizáció sokkal érzékenyebbé tette az inflációt a globális keresleti környezetre, miközben kevésbé érzékennyé a hazai keresleti viszonyokra.** A válság kirobbanását követően a globális kibocsátási rés kisebb volatilitást mutatott, mint az egy-egy gazdaságot jellemző ciklikus helyzet.
- Az empirikus becslések szerint **nem-linearitási probléma** is felmerülhet, azaz az **infláció eltérően reagál átmeneti kismértékű, illetve nagyobb és tartós kibocsátási rése.**<sup>15</sup>

Az elemzők között azonban nem mutatkozik teljes egyetértés az ügyben, hogy az infláció és a gazdaság ciklikus kapcsolata megváltozott-e a válságot követően, és amennyiben igen, az vajon átmeneti vagy tartós módosulás-e. Így az elmúlt hónapokban amellet érvelő elemzések is születtek, hogy a **Phillips-görbe továbbra is a korábbiakhoz hasonlóan meredek** (újból meredekebbé vált), ebből következően a korábban megfigyelt **erős kapcsolat** a gazdaság ciklikus pozíciója és a fogyasztóiár-index között **változatlanul fennáll.** A jelenség alátámasztására több magyarázat is létezik.

- A válság következtében **megnövekedett versenyhelyzet** a vállalatokat árai gyakoribb emelésére ösztökélte.
- **Negatív korreláció** áll fenn a **keresletet és a markupot (haszonkulcs) érintő sokkok között.** A válság során megnövekedett bizonytalanság és kockázatkerülés miatt megemelkedtek a vállalatok forrászerzési költségei, melyre haszonkulcsaik emelésével reagáltak (hiszen csak így voltak képesek továbbra is profitábilisen működni).
- A **gazdaság ciklikus pozíciójának hatása elcsúsztatva, később jelentkezik az árindexben.** Tehát a gazdasági világválságot követően a szereplők árazási viselkedése kissé lelassulhatott, kitolódhatott.
- A **határköltségek** a válságot követően **gyorsan visszaálltak egyensúlyi szintjükre,** ami az előretekinő Phillips-görbének köszönhetően megakadályozta egy hosszan tartó deflációs környezet kialakulását.
- A **bevándorlók növekvő aránya.** Megjelenésük a bérdinamikát tompítja, hiszen alacsonyabb béreken is hajlandóak ugyanazt a munkát elvégezni, mint az helyi lakosok.
- A feltörekvő piacok olcsó munkaereje által okozott **globális „bérverseny”,** mely visszafoghatta a bérek gyors emelkedését, egyúttal az infláció növekedését is. Előretekinve a feltörekvő piacokon érzékelt jelentős bérnövekedés következtében ez a folyamat lelassulhat, ami a Phillips-görbe újbóli meredekebbé válását okozhatja.

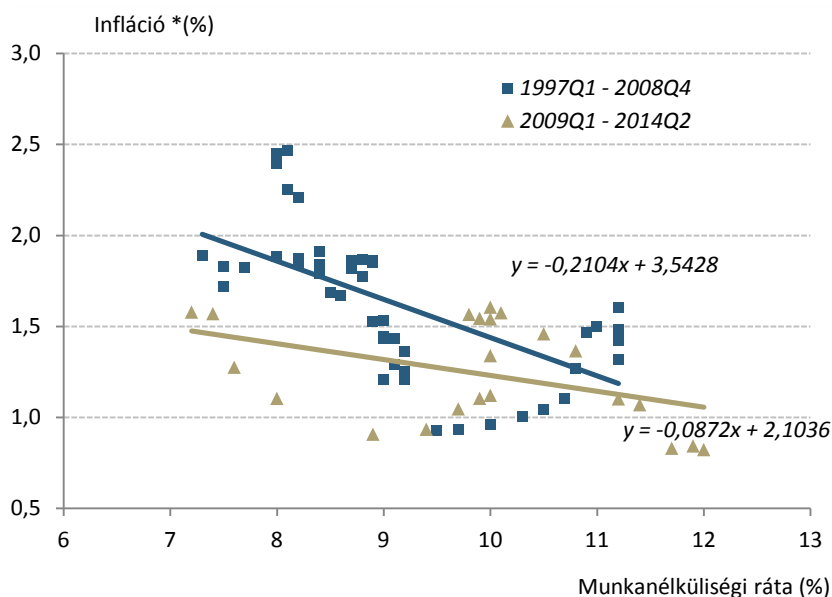
#### 6.1.1. Európai és hazai tapasztalatok

Az **eurozónára vonatkozóan több elemzés is arra utal, hogy változott a Phillips-görbe meredeksége, azaz gyengült a kapcsolat a gazdaság ciklikus pozíciója (munkanélküliségi ráta) és az infláció között** (6–1. ábra). Utóbbi jelenség a nagyobb jegybanki hitelességhez, főként a ragadós bér- és áralakuláshoz köthető.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Mary C. Daly: Downward Nominal Wage Rigidities Bend the Phillips Curve, 2014, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series, pp.28.; European Commission: 2014 Winter forecast, Box 1.4, 2014, pp.39–40.

<sup>16</sup> EKB Monthly Bulletin Article, Potential output, economic slack and the link to nominal developments since the start of the crisis, November 2013

6-1. ábra: A Phillips-görbe alakulása az eurozónában



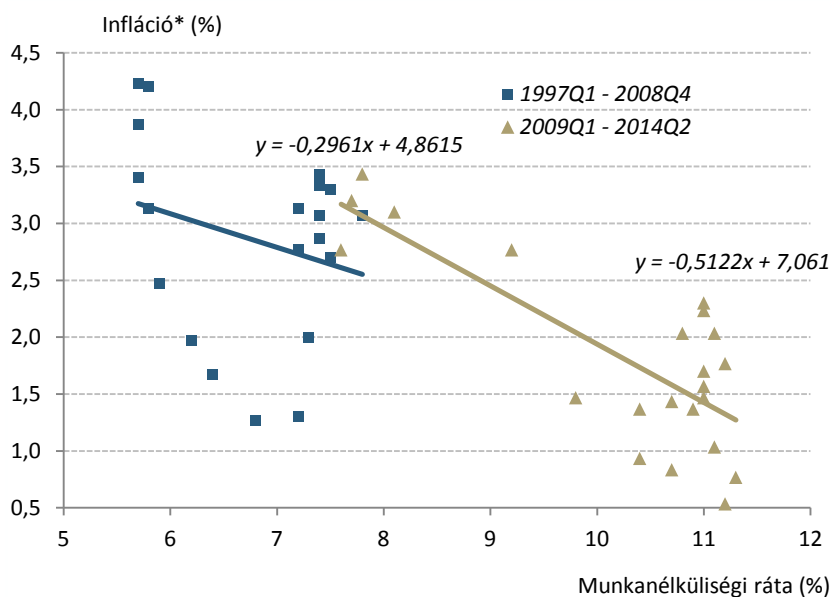
Megjegyzés: \*Infláció energia, élelmiszer, alkohol és dohány nélkül

Forrás: Eurostat

Magyarországon a Phillips-görbe vizsgálatát megnehezíti, hogy a 2000-es években az infláció alakulását jelentős mértékben befolyásolták kormányzati intézkedések, így nehéz piaci alapú kapcsolatot azonosítani az infláció és a munkanélküliség alakulása között. Ennek következtében hazánk esetében a keresletérzékeny termékek inflációját használjuk a Phillips-görbe vizsgálatára, mely szorosabb kapcsolatban lehet a gazdaság ciklikus helyzetével.

Magyarországon a munkanélküliség és a keresletérzékeny termékek inflációjának kapcsolatát megvizsgálva hasonló az együttmozgás iránya, mint a fejlett európai országoknál, azonban annak erőssége hazánkban mérsékeltebb. A válság előtti éveket – összevetve az utóbbi években megfigyeltekkel, magasabb infláció és alacsonyabb munkanélküliség jellemzett – és a válság óta tartó időszakot figyelembe véve jelenleg egyelőre (statisztikailag nem szignifikáns az elmozdulás mértéke) nem igazolható a Phillips-görbe ellaposodása (6–2. ábra).

6-2. ábra: A Phillips-görbe alakulása az Magyarországon



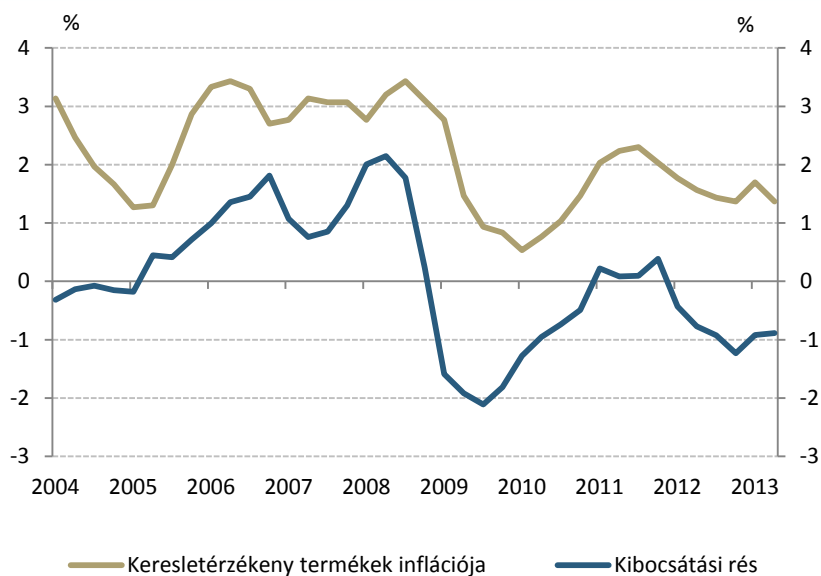
Megjegyzés: \* Keresletérzékeny termékek inflációja

Forrás: Eurostat

A kérdéskör pontosabb elemzése érdekében megvizsgáltuk a keresletérzékeny termékek inflációja és a kibocsátási rés közötti kapcsolatot is (6-3. ábra). A 2000-es évek tapasztalatai azt mutatják, hogy a keresletérzékeny termékek inflációja

**emelkedik a kibocsátási rés növekedésével.** Azonban a rendelkezésre álló információk alapján egyelőre itt sem vonható le erős következtetés arra vonatkozóan, hogy ez a kapcsolat valóban gyengült-e a válságot követően.

**6-3. ábra: A keresletérzékeny termékek inflációja\* és a kibocsátási rés alakulása Magyarországon**



\* Keresletérzékeny infláció 4 negyedéssel elcsúsztatva; a kibocsátási rés HP-filterrel készült.

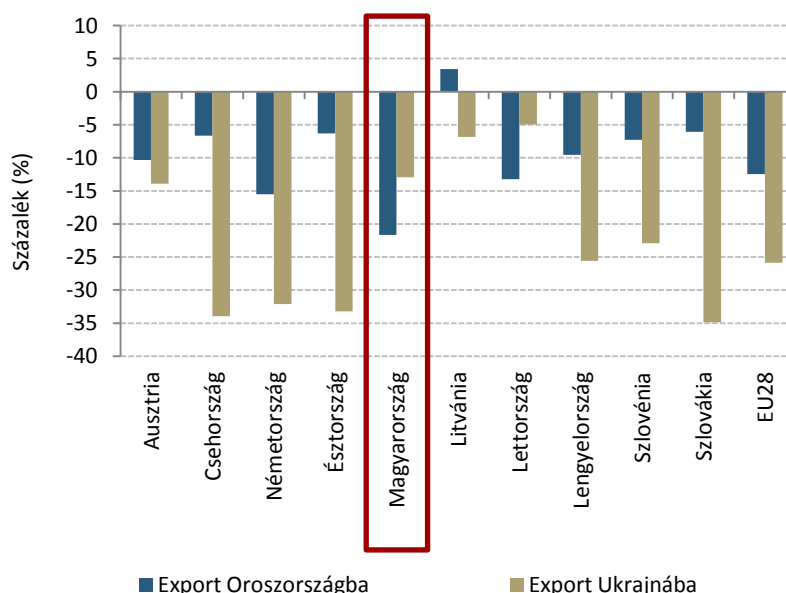
**Össességében Magyarország esetében egyelőre nem rendelkezünk elegendő bizonyítékkal arra vonatkozóan, hogyan változott az infláció és a munkanélküliség (gazdaság ciklikus pozíciója) közötti kapcsolat a válságot követően.** Mérséklődő fogyasztóiár-index esetében rövid távon a kapcsolat erőssége lecsökkenhetett (a nominális bérek lefelé irányuló merevségéből következően), azonban a gazdasági fellendüléssel párhuzamosan meginduló bérnövekedés következtében újra erősödhet.

## 6.2. Orosz-ukrán konfliktus makrogazdasági hatásai

A Kelet-Ukrajnában zajló fegyveres konfliktus következtében az USA, az EU és Japán is több körben egyre szigorodó szankciókat vezetett be Oroszországgal szemben. Ezek első lépcsőben csupán a konfliktusban érintett vezető személyek szűk körére terjedtek ki, a legutóbbi intézkedések pedig ezt fokozták orosz pénzügyi intézetek európai műveleteinek részleges korlátozásával, illetve a haditechnikai eszközök exportjának leállításával. Az augusztusban bejelentett orosz válaszüntézkedések elsősorban az európai élelmiszerexport oroszországi leállítását eredményezik.

Írásunkban a magyar gazdaság orosz és ukrán kitétségének vizsgálatával értékeljük a lehetséges gazdasági hatásokat és az eddig bejelentett korlátozó intézkedések várható negatív hatásait. A vártnál gyengébb második negyedévi európai növekedési adatok már tartalmazhatják a lassuló orosz kereskedelem hatásait. **A rendelkezésre álló havi külkereskedelmi statisztikák alapján jelentősen csökkent mind Magyarország, mind a régió és az egész Unió kivitele Oroszország és Ukrajna irányába az év első felében** (6–4. ábra). A csökkenést jelentős részben magyarázza, hogy a tavalyi év második fele óta lassuló orosz konjunktúra miatt lanyhul a kereslet. A kisebb kereskedelmi volumen lebonnyító Ukrajna esetében tűnik erőteljesebbnek a közvetlen gazdasági hatás, ám összességében az orosz kereskedelem visszaesése okozhat jelentősebb csökkenést a gazdasági aktivitásban.

6-4. ábra: Az Oroszországba és Ukrajnába irányuló export éves változása 2014. január és június között



Forrás: Eurostat

### 6.2.1. A konfliktus csatornái, lehetséges gazdasági hatásai

Az orosz-ukrán konfliktus több csatornán keresztül érinti a hazai gazdasági aktivitást. **Az orosz gazdasági növekedés jelentős lassulása, és az ukrán gazdaság várható visszaesése az importkereslet csökkenésén keresztül negatívan hathat a hazai kivitel alakulására.** Az elmúlt időszakban az orosz és ukrán gazdaságra vonatkozó kilátások fokozatosan lefelé revidiálódtak. Ezekbe az országokba irányuló külkereskedelmi aktivitás közvetlen visszaesése mellett a **beszállítói kapcsolatokon keresztül közvetett módon is negatív hatással lehet a hazai gazdasági teljesítményre.** Ezen csatorna esetében elsősorban Németország, a legfontosabb magyar külkereskedelmi partner szerepe jelentős. Az általános exportpiaci keresletcsökkenés mellett különösen erős gazdasági hatások jelentkezhetnek a szankciókkal sújtott termékek piacain tevékenykedő vállalatok esetében.

További gazdasági kockázatokat jelenthet a szankciók által sújtott orosz pénzügyi rendszer aktivitása, azonban az orosz bankrendszer magyarországi és régiós kitétsége alacsony. **A pénzügyi rendszer általános bizalmatlanság növekedése és az orosz, ukrán térségből történő tőke kivonás folytatódása a régiós pénzpiacokon növekvő volatilitást okozhat és a kockázati prémium emelkedésén keresztül további negatív gazdasági hatást fejthet ki.** A hazai bankrendszer jelentős magyar szereplői közül az OTP rendelkezik orosz illetve ukrán kitétséggel. Ezen keresztül negatív hatások érhetik a bank teljesítményét, az orosz gazdasági környezet romlása kockázatosabbá teheti az áruhitelzési tevékenységét az orosz piacon. Megítélésünk szerint azonban a bank tőkehelyzete a várható veszteségek ellenére stabil és a negatív hatások nem érintik a hazai hitelzés aktivitását.

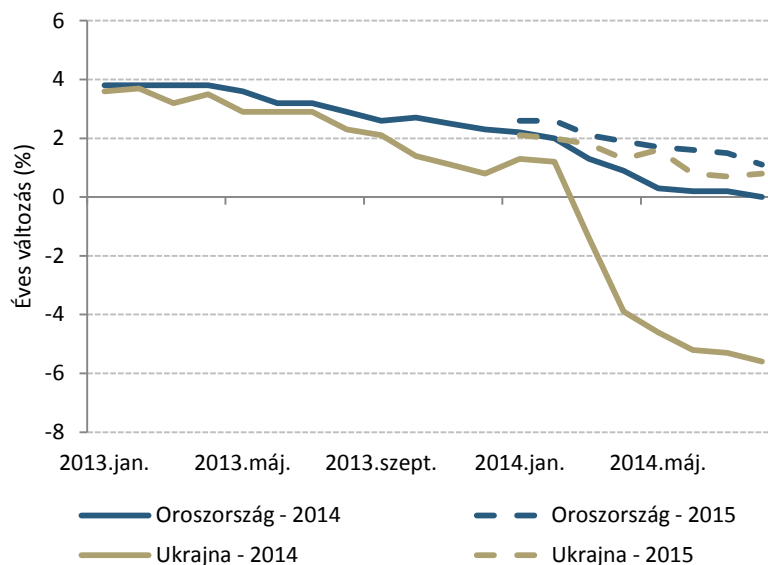
Végezetül fontos csatornája a gazdasági kapcsolatoknak az energiahordozók kereskedelme. Magyarország és a régió elsősorban orosz forrásból – nagy arányban Ukrajnán keresztül szállítva – szerzi be energiahordozóinak jelentős részét. Míg a régió többi országa rendelkezik a szállítási útvonalakat tekintve alternatív megoldásokkal, Magyarország számára az ukrainai szállítás is szűk keresztmetszetet jelent. Az orosz-ukrán, illetve az orosz-uniós kapcsolatok további romlása esetén felmerülhet a gáz- és olajszállítások korlátozása, amely a 2009-es gázválsághoz hasonló helyzetet teremtene. A gázszállítások leállása az ipari termelés visszaesésén keresztül súlyos növekedési következményekkel járhatna. **Magyarország és a régiós szomszédok az elmúlt hónapokban gáztározóik feltöltésével reagáltak a növekvő bizonytalanságra, amely átmenetileg tompíthatja egy ilyen szankció hatásait. E negatív forgatókönyv valószínűsége azonban jelenleg alacsony, a gazdasági hatásokat elsősorban a közvetlen és közvetett exportteljesítmény visszaesése jelenti.**

Az olajkereskedelmet tekintve rövid távú várakozások szerint az Egyesült Államokból érkező kínálat emelkedése és az OPEC országok kitermelése pótolhatja a kieső olajmennyiséget, emellett a lassuló kínai gazdasági növekedés ellensúlyozhatja a potenciális árnövekedést. Így rövid távon érdemi árnyomás nem várható. Azonban a konfliktus hosszú távon inflációs nyomást fejthet ki az energiaárakra, amennyiben az Oroszországba irányuló mélytengeri és sarkvidéki fúrásokhoz szükséges technológiák visszatartása áremelkedést okozhat.

### 6.2.2. Növekedési hatások

A konfliktus hazai reálgazdasági hatásainak azonosításában természetesen nehézséget jelent, hogy a növekedési adatokban nehéz azonosítani önmagának a krízisnek a hatásait. Ebben némi támpontot jelenthet a két gazdaságra készített elemzői prognózisok időbeni változásának vizsgálata, feltételezve, hogy a revíziókat leginkább a konfliktusról beérkező információk vezették. **A krízis kitörését követően mindkét gazdaságra készített előrejelzések érdemben revidálódtak** (6–5. ábra). Az ukrán gazdaságra adott GDP prognózisok az idei évre kb. 6 százalékponttal (a legutolsó előrejelzések már 10 százalékos GDP-visszaesést is elképzelhetőnek tartanak), míg 2015-re 1–1,5 százalékponttal csökkentek, míg a hasonló értékek Oroszország esetében az idei évre 1,5–2, illetve 2015-re kb. 1 százalékpont volt.

6-5. ábra: Az orosz és ukrán növekedésre vonatkozó várakozások alakulása

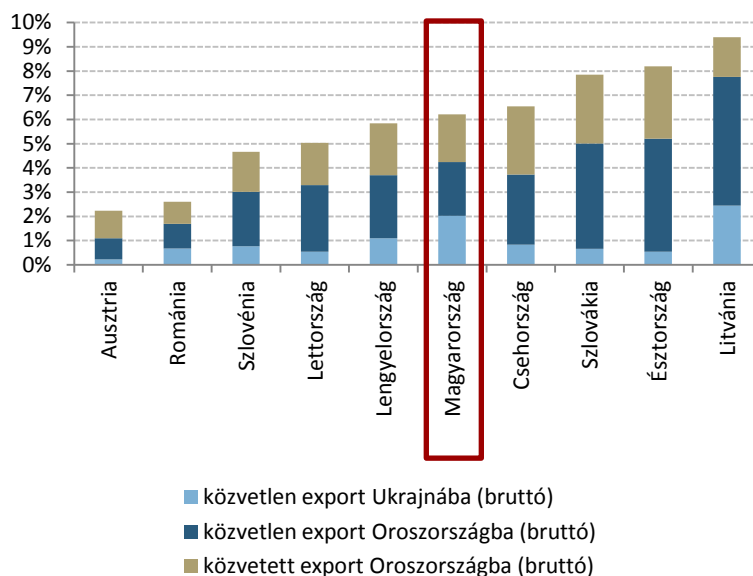


Forrás: Az ábrán a Consensus Economics 2014-re és 2015-re vonatkozó várakozásainak alakulása látható havi frekvencián.

A külkereskedelemből származó hatások a közvetlen kapcsolatok mellett a beszállítói – elsősorban német relációban megjelenő – kapcsolatokon keresztül is jelezhetnek. A World Input Output Database (WIOD) 2011-es adatai alapján megbecsülhető a magyar gazdaság közvetlen és a közvetett (beszállítói kapcsolatokon keresztül) kitettsége Oroszország és Ukrajna felé. A közép-kelet európai régió országai a földrajzi közelség és a történelmi kapcsolatok miatt jobban függenek a keleti kereskedelmi kapcsolatokról, mint az uniós többi országa (6–6. ábra). Közülük a litván, az észt és a szlovák gazdaság teljes kivitele a legjelentősebb, Magyarország a csehekkel, lengyelekkel, lettekkel és szlovénokkal hasonló nagyságrendben exportál az orosz és ukrán piacra. Legkisebb mértékben az osztrák és román gazdaság szállít Oroszországba.



6-6. ábra: Magyarország és a régió exportkitettsége Oroszország irányába a GDP arányában

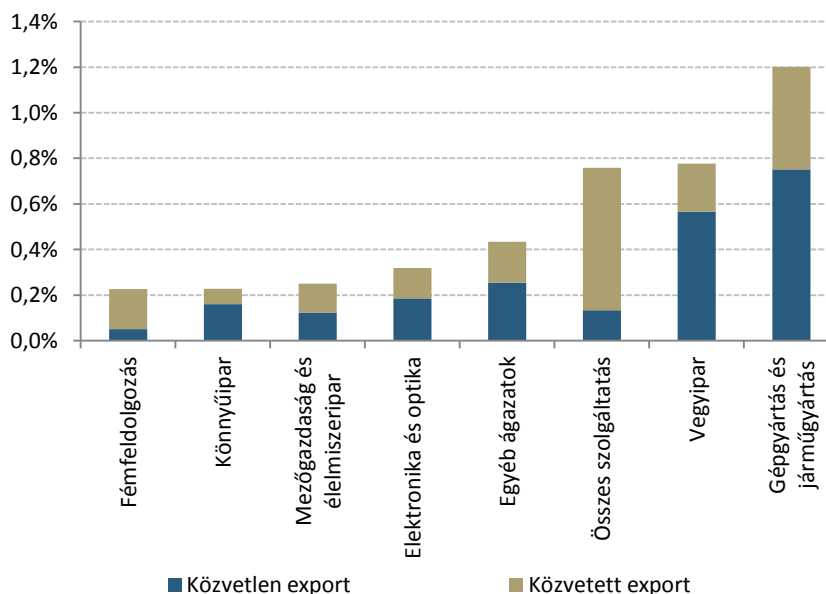


Forrás: WIOD 2011, Eurostat

Megjegyzés: Ukrajnára nem áll rendelkezésre adat a WIOD adatbázisban.

A WIOD (World Input Output Database) adatok alapján **az Oroszországba irányuló közvetlen export, illetve a beszállítói kapcsolatokon keresztül kivitel a GDP mintegy 2–2 százalékának felel meg.** Ennek importtartalmát levonva kapjuk a hozzáadott értékre gyakorolt hatást. A hazai GDP akár 1,5 százalékát is érintheti a gyengülő orosz gazdasági aktivitás, a növekvő bizonytalanság és a direkt gazdasági szankciók exportot korlátozó hatása. Az **Ukrajna felé fennálló kitétséget** csak a közvetlen export alapján tudjuk megvizsgálni, ez nagyságrendileg az **oroszországhoz hasonló mértékű.**

6-7. ábra: Magyarország exportkitettsége Oroszország irányába a GDP arányában ágazatok szerint



Forrás: WIOD 2011.

Az általános gazdasági lassulásból adódó hatások mellett az Oroszország által az importra kivetett szankciók egy-egy részpiacon tovább erősíthetik exportunk lassulását. Ezen hatás felméréséhez megvizsgáltuk az Oroszországba irányuló exportunk termékszerkezetét is. **Magyarország leginkább a vegyipari, gépipari és járműgyártás ágazatból származó termékeket exportál az orosz relációba** (6–7. ábra). A közvetlen kivitelünk 60 százalékát ebben a három ágazatcsoportban bonyolítjuk le és a teljes kitétségünk feléért ezen kör felelős.

A jelenleg már érvénybe lépett szankciók hazai szempontból leginkább a mezőgazdasági termékek kivitelét érintik. **A mezőgazdaság és élelmiszeripar kitétsége Oroszország felé mérsékelt (2013-ban 0,24 százalék a GDP-hez mérve).** Így e

szankcióknak egyelőre mérsékelt lehet a gazdasági növekedésre gyakorolt hatása. Előrejelzési horizonton a növekedési számainkra gyakorolt hatásokat az alábbi táblázatban foglaltuk össze. Eredményeinkkel kapcsolatban azonban fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy döntően az augusztusi kilátásokon alapulnak, így az elmúlt hónapokban a régióra vonatkozó tovább romló prognózisok a hazai növekedési hatásokat módosíthatják.

6-1. táblázat: Az orosz-ukrán konfliktus hatása a GDP növekedésre (százalékpont)

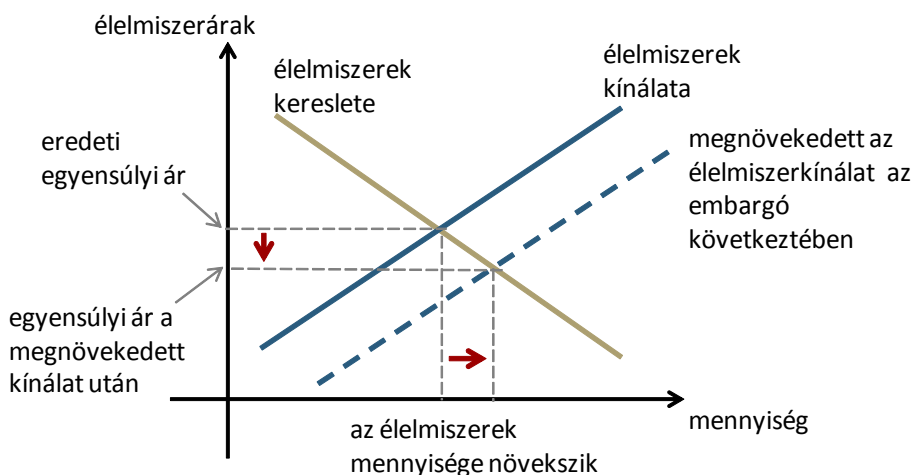
	Felvevőpiacaink importjának változása		Export változása		GDP változása	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Bejelentett orosz szankciók várható hatása	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Gyengülő orosz és ukrán kereslet hatása	-0,4	-0,6	-0,4	-0,6	-0,1	-0,3
<b>Összesen</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>

Forrás: MNB számítás

### 6.2.3. Inflációs hatások

Az inflációra gyakorolt hatás csak nagyobb bizonytalansággal számszerűsíthető. Az orosz embargó miatt túlkínálat alakulhat ki a hazai és az európai élelmiszerpiacokon, amennyiben a fölös készleteket nem sikerül értékesíteni. A várható árazási hatást az alábbi stilizált ábrán foglaltuk össze (6–8. ábra). Az élelmiszerpiacon kínálati görbe jobbra tolódása (nagyobb kínálat) árleszorító hatással bír. Az inflációban jelentkező hatás mértéke alapvetően a kínálatnövekedés nagyságától és az élelmiszer-kereslet árrugalmasságától (keresleti görbe meredeksége) függ.

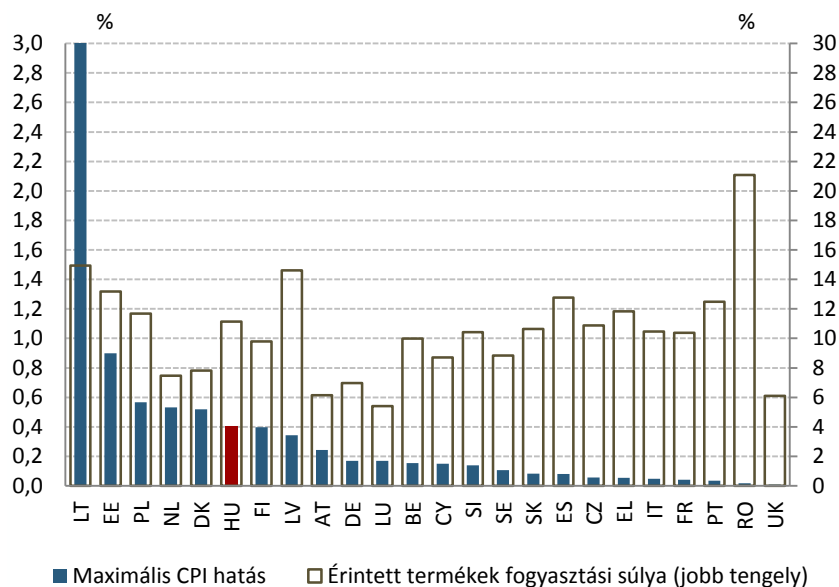
6-8. ábra: Az élelmiszerpiaci kínálat megváltozása az orosz embargó következtében



A 2013-as adatok alapján az érintett termékek oroszországi exportjának hazai fogyasztáshoz mért aránya kb. 4 százalék, így figyelembe véve a termékek hazai fogyasztási kosárban mért súlyát is maximális technikai CPI hatásként kb. -0,4 százalékot kaphatunk a belföldi kínálat növekedése miatt (6–9. ábra). Érdeemes megjegyezni, hogy ez a hatás azon szélső esetben jelentkezik, ha a hazai és európai piacon maradó többletkínálatot nem sikerül más piacokra értékesíteni.

A várható inflációs hatások számszerűsítéséhez figyelembe kell vennünk a hazai élelmiszer kereslet árrugalmasságát is. Mivel ennek mértéke feltehetően kisebb, mint 1, **így a tényleges hazai eredetű árcsökkenés maximális hatása -0,3 százalékpont lehet.**

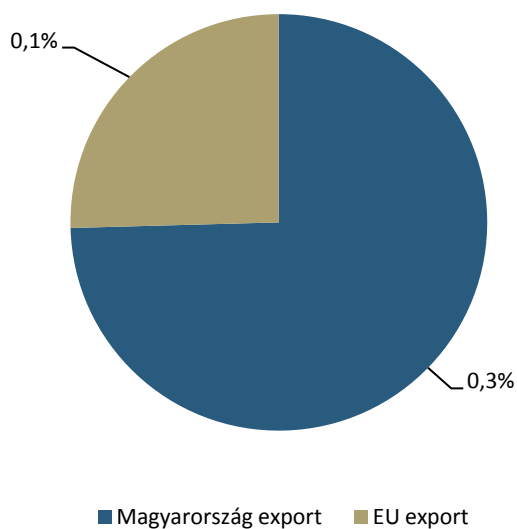
6-9. ábra: Az orosz embargó által érintett élelmiszerexport aránya a hazai fogyasztáshoz mérve az EU egyes országokban



Forrás: Eurostat

További mérsékeltebb dezinflációs hatás az EU-s import termékeken keresztül is jelentkezhet (6–10. ábra). Összességében az élelmiszerpiaci embargó számításaink szerint maximálisan 0,4 százalékponttal alacsonyabb inflációt okozhat. Azonban elképzelhető, hogy ezen termékek harmadik országon keresztül mégis eljutnak az orosz piacra, vagy más Európán kívüli piacokon kerülnek értékesítésre, ami mérsékelheti a szankcióból eredő túlkínálatot. Így **a szankcióból eredően csak mérsékeltebb dezinflációs hatás várható.**

6-10. ábra: Orosz tilalom miatt beragadó magyar élelmiszerexport és a beáramló EU-import technikai CPI hatása (százalékpont)



Megjegyzés: A technikai hatás számításánál azt feltételezzük, hogy a tilalom által érintett magyar termékek bennragadnak a hazai piacon. Az uniós országok esetén azt feltételezzük, hogy az európai uniós termékek bennragadnak az unió piacán, majd a belső piac külkereskedelmi szerkezte alapján számszerűsítjük, hogy mekkora mennyiségben jelenhetnek meg e termékek a magyar piacon.

Forrás: MNB számítások

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

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

	Inflációs hatás 2014-re			Inflációs hatás 2015-re		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	-1,0	-0,2	-1,2	-0,2	0,3	0,1
Piaci	-0,2	1,0	0,8	0,5	1,8	2,3
Indirekt adók és intézkedések	0,7	-0,1	0,5	0,0	0,1	0,1
<b>Infláció</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az ún. áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik (amelynek 2015. évi mértéke érzékeny a 2014. decemberi inflációs adatra), míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzó és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirekt adóintézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirekt adó intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

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

	2014					2015				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	-1,8	0,0	1,4	0,0	-0,5	-0,5	0,0	2,6	0,0	2,1
nem feldolgozott	-6,0	0,0	2,4	0,0	-3,8	-2,5	0,0	4,8	0,0	2,1
feldolgozott	0,2	0,0	0,9	0,0	1,1	0,5	0,0	1,6	0,0	2,1
Ipari termékek	0,1	0,0	0,5	0,0	0,5	0,7	0,0	1,1	0,0	1,8
tartós	-0,6	0,0	0,1	0,0	-0,5	-0,5	0,0	0,9	0,0	0,4
nem tartós	0,3	0,0	0,6	0,0	0,9	1,2	0,0	1,2	0,0	2,4
Piaci szolgáltatások	1,1	1,0	2,0	-0,8	3,4	1,4	-0,1	2,3	0,0	3,6
Piaci energia	-0,6	0,0	-1,3	0,0	-1,9	-0,7	0,0	2,0	0,0	1,3
Alkohol, Dohány	0,0	4,9	1,0	0,3	6,3	0,6	0,0	2,6	1,4	4,7
Benzin	-1,8	0,0	1,4	0,0	-0,4	0,7	0,0	3,6	0,0	4,3
Szabályozott árak	-5,4	0,0	-1,1	0,0	-6,5	-1,1	0,0	1,7	0,0	0,6
<b>Infláció</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>2,1</b>	<b>0,1</b>	<b>2,5</b>
Maginfláció	0,4	1,0	1,1	-0,2	2,4	0,9	0,0	1,8	0,2	2,9

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az ún. áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik (amelynek 2015. évi mértéke érzékeny a 2014. decemberi inflációs adatra), míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzó és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirekt adóintézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirekt adó intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

## Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája .....	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása .....	11
1-3. ábra: HICP infláció az eurozónában .....	12
1-4. ábra: Inflációs előrejelzés dekompozíciója .....	12
1-5. ábra: GDP-előrejelzésünk legyezőábrája (szezónálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján) .....	13
1-6. ábra: A GDP-növekedés alakulása .....	13
1-7. ábra: A GDP és a fő felhasználási tételek alakulása a válság óta .....	14
1-8. ábra: Külkereskedelmi partnereink GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések változása .....	14
1-9. ábra: GDP növekedés az EU peremországokban és a régióban .....	14
1-10. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként .....	15
1-11. ábra: A csomag egyszeri visszatérítésének becsült vagyoni és jövedelmi hatása .....	17
1-12. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban .....	19
1-13. ábra: A termelékenység* és a reál munkaköltségek alakulása a versenyszektorban .....	19
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre .....	23
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP előrejelzésünkre .....	24
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	25
3-1. ábra: GDP növekedés a fejlett gazdaságokban .....	26
3-2. ábra: Német ipari termelés és áruexport .....	26
3-3. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása .....	27
3-4. ábra: GDP növekedés az euroövezetben .....	27
3-5. ábra: Negyedéves növekedés a közép-kelet-európai országokban .....	28
3-6. ábra: Munkanélküliségi és aktivitási ráta az USA-ban .....	28
3-7. ábra: GDP növekedés Kínában és Oroszországban .....	28
3-8. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (USD-ben) .....	29
3-9. ábra: Olajárfeltevésünk változása .....	29
3-10. ábra: Az euro dollárral szembeni és nominál effektív árfolyamának alakulása .....	29
3-11. ábra: Infláció a fejlett gazdaságokban .....	30
3-12. ábra: Infláció az euroövezetben .....	30
3-13. ábra: Infláció Kínában és Oroszországban .....	30
3-14. ábra: A fejlett gazdaságok alapkamatainak alakulása .....	31
3-15. ábra: A 10 éves periféria államkötvények hozamfelárának alakulása a 10 éves német állampapírhozamokkal szemben .....	31
3-16. ábra: A nagyobb feltörekvő országok alapkamatainak alakulása .....	32
3-17. ábra: Vezető nyersolajárak alakulása (bal panel) és keresleti-kínálatti tényezők alakulása (jobb panel) .....	33
3-18. ábra: A világgazdaság energiaintenzitásának alakulása .....	34
3-19. ábra: Az éves GDP-változás szerkezete .....	35
3-20. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom értéke és egyenlege .....	35
3-21. ábra: A cserearány változása .....	36
3-22. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása .....	36
3-23. ábra: A háztartási szektor belföldi hiteleinek tranzakciói hitelcél szerint .....	36
3-24. ábra: Beruházási ráta nemzetközi összehasonlításban .....	37
3-25. ábra: A teljes vállalati és a kkv szektor hitelállományának éves növekedési üteme .....	37
3-26. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP növekedéshez való hozzájárulása .....	38
3-27. ábra: Az ágazatok hozzájárulása az ipari termelés éves változásához .....	38
3-28. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és épületjellegű beruházás éves változása .....	39
3-29. ábra: A kiskereskedelmi forgalom éves változása .....	39
3-30. ábra: A kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák növekedésének megoszlása hazai és külföldi vendégek között .....	39
3-31. ábra: Potenciális kibocsátás növekedése és a növekedési hozzájárulások .....	40

3-32. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban .....	41
3-33. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása .....	41
3-34. ábra: A feszességi mutatók alakulása .....	42
3-35. ábra: Kibocsátási rés mutatók .....	43
3-36. ábra: A kereslet, mint termelést korlátozó tényező az ESI felmérésben.....	43
3-37. ábra: A bruttó átlagkeresetek és a rendszeres (prémium, jutalom, egyhavi különjuttatás nélküli) keresetek éves változása .....	44
3-38. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevőinek éves változása .....	44
3-39. ábra: A mezőgazdasági termelői árak .....	45
3-40. ábra: Az ipari termelői árak éves változása .....	45
3-41. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása .....	46
3-42. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tény infláció .....	46
3-43. ábra: Inflációs várakozások a régióban .....	46
3-44. ábra: A különböző létszámstatisztikák és a hozzáadott érték változása a versenyszférában .....	47
4-1. ábra: 5 éves szuverén CDS-felárak a régióban .....	48
4-2. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői .....	48
4-3. ábra: 2018-ban lejáró régiós euróban denominált devizakötvény felárak .....	49
4-4. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása .....	49
4-5. ábra: A forint/euro árfolyam szintjének és az árfolyam 1 hónapos gyenge irányú ferdeségi mutatójának az alakulása.....	49
4-6. ábra: A külföldi szereplők nettó forint-deviza swap állománya és kumulált forintvásárlása .....	50
4-7. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	50
4-8. ábra: Az állampapírpiacon referenciahozamok alakulása .....	51
4-9. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban .....	52
4-10. ábra: A hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben .....	52
4-11. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára .....	53
4-12. ábra: A hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben.....	53
4-13. ábra: Az előreteljesítő reálkamatlábak alakulása .....	54
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei .....	55
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása (GDP-arányos értékek).....	55
5-3. ábra: A nem adósságjellegű befektetések alakulása (kumulált tranzakciók) .....	56
5-4. ábra: A közvetlentőke-befektetések összetevőinek alakulása (kumulált tranzakciók) .....	56
5-5. ábra: Az adósságjellegű finanszírozás szerkezete .....	56
5-6. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint.....	57
5-7. ábra: A külső adósság szektorok szerinti felbontása .....	57
5-8. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (GDP arányos értékek).....	58
5-9. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (GDP arányában).....	59
5-10. ábra: A fiskális impulzus (a GDP százalékában) .....	61
5-11. ábra: A piaci hozamok és a kuponok alakulása az 5 éves állampapírok esetében .....	62
5-12. ábra: Az adósságpálya várható alakulása – előreteljesítve változatlan, 2013. végi árfolyamon számítva .....	64
6-1. ábra: A Phillips-görbe alakulása az eurozónában .....	67
6-2. ábra: A Phillips-görbe alakulása az Magyarországon .....	67
6-3. ábra: A keresletérzékeny termékek inflációja* és a kibocsátási rés alakulása Magyarországon .....	68
6-4. ábra: Az Oroszországba és Ukrajnába irányuló export éves változása 2014. január és június között .....	69
6-5. ábra: Az orosz és ukrán növekedésre vonatkozó várakozások alakulása .....	70
6-6. ábra: Magyarország és a régió exportkitettsége Oroszország irányába a GDP arányában .....	71
6-7. ábra: Magyarország exportkitettsége Oroszország irányába a GDP arányában ágazatok szerint .....	71
6-8. ábra: Az élelmiszerpiaci kínálat megváltozása az orosz embargó következtében .....	72
6-9. ábra: Az orosz embargó által érintett élelmiszerexport aránya a hazai fogyasztáshoz mérve az EU egyes országaiban.....	73
6-10. ábra: Orosz tilalom miatt beragadó magyar élelmiszerexport és a beáramló EU-import technikai CPI hatása (százalékpont).....	73

## Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei .....	12
1-2. táblázat: A Kúria jogegységi határozatának hatása a fogyasztás éves változására (%) .....	17
1-3. táblázat: Főbb exogén feltevések alakulása az előrejelzésben .....	20
1-4. táblázat: Előrejelzésünk változása a legutóbbi Inflációs jelentéshez képest .....	21
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal .....	22
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában) .....	60
5-2. táblázat: A 2014. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (júniusi jelentéshez képest; a GDP százalékában) .....	61
5-3. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2014. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában) .....	62
5-4. táblázat: A 2015. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a júniusi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában) .....	63
6-1. táblázat: Az orosz-ukrán konfliktus hatása a GDP növekedésre (százalékpont) .....	72
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra .....	74
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra .....	74





# Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

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

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

## **INFLÁCIÓS JELENTÉS**

**2014. szeptember**

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

