



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2015
MÁRCIUS

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2015
MÁRCIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. Az Inflációs jelentés című kiadvány bemutatja az MNB Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési 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 2015. március 18-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

TARTALOM

A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról.....	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	10
1.1. Inflációs előrejelzésünk	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	14
1.3. Munkapiaci előrejelzésünk.....	17
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	22
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	25
3.1. Nemzetközi környezet.....	25
3.2. Aggregált kereslet	32
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás	36
3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség	40
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója	42
3.6. Költségek és infláció	43
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	48
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	48
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói.....	51
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	54
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás.....	54
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	56
5.3. Költségvetési folyamatok	58
6. Kiemelt témák.....	64
6.1. A 2014-es évre adott jegybanki előrejelzések értékelése	64
6.2. Miért maradtak alacsonyok az inflációs alapfolyamatok a kereslet további élénkülése ellenére?	67
7. A 2015. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	71
Ábrák és táblázatok jegyzéke	72

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink	13
1-2. keretes írás: Hogyan hat az euro leértékelődése a magyar exportra?	16
1-3. keretes írás: A versenyszféra 2015. évi béremeléseivel kapcsolatos várakozások	18
3-1. keretes írás: Az ipari kibocsátás és hozzáadott érték eltérő dinamikája mögött meghúzódó tényezők.....	38
3-2. keretes írás: A mezőgazdasági hozzáadott érték alakulása	39
3-3. keretes írás: Milyen tényezők magyarázzák a GDP deflátor magas növekedését?	46
6-1. keretes írás: Milyen tényezők befolyásolják a lakossági inflációs várakozásokat?	70

A MONETÁRIS TANÁCS ÁLLÁSFOGLALÁSA A MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOKRÓL ÉS MONETÁRIS POLITIKAI HELYZETÉRTÉKELÉSE

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

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

A világgazdaság növekedési kilátásai javultak az elmúlt hónapokban, az alacsony inflációs környezet tartósan fennmaradhat.

Az egyes régiók gazdasági növekedése között tapasztalható eltérések fennmaradtak. A fejlett régiók közül az euroövezet gazdaságát a várakozásokat meghaladó, ám mérsékelt ütemű kilábalás jellemzi, míg az Egyesült Államok gazdasága dinamikus ütemben bővül. A legtöbb nagy feltörekvő gazdaság változatlan, illetve lassuló növekedést mutat. A nyersanyagárak mérséklődésével, különösen a tartósan alacsony olajárakkal és a visszafogott keresleti környezettel összhangban a globális inflációs folyamatok továbbra is visszafogottan alakulnak, és az inflációs nyomás előretekintve is tartósan mérsékelt maradhat. A globális jelentőségű jegybankok monetáris politikai irányultsága eltérően alakult az elmúlt hónapokban: az EKB kiterjesztette mennyiségi lazító programját, míg a Fed nem változtatott monetáris politikai eszközein. Összességében a monetáris kondíciók változatlanul lazának tekinthetők, így a globális kamat- és likviditási környezet továbbra is támogató.

A Monetáris Tanács megítélése szerint az infláció idén jelentősen az inflációs cél alatt maradhat, csak az előrejelzési horizont végére emelkedhet 3 százalék közelébe.

A Monetáris Tanács megítélése szerint az infláció rövid távon számottevően elmaradhat az inflációs céltól. Az év elején az infláció a decemberi Inflációs jelentés előrejelzésénél alacsonyabban alakult, melyet elsősorban a csökkenő nyersanyagárak magyaráztak. Az előrejelzési horizont első felében a hazai infláció főként az erős költségsokkok következtében jelentősen elmaradhat az inflációs céltól. A belső kereslet élénkülésével, illetve a bérek emelkedésének köszönhetően a maginfláció fokozatosan emelkedhet, azonban e folyamatot lassíthatják a csökkenő nyersanyagárak másodkörös hatásai. Összességében a mérsékeltbb alapfolyamatok visszafogott inflációs környezet irányába mutathatnak, így az infláció csak az előrejelzési horizont végén emelkedhet 3 százalék közelébe. Az inflációs várakozások elmúlt időszakban megfigyelt stabilizálódása hozzájárulhat ahhoz, hogy a belső kereslet élénkülése mellett az árazás és a bérezés középtávon is az inflációs céllal összhangban alakulhasson.

A hazai gazdaság növekedése élénk ütemben folytatódhat, melynek fő mozgatórugója a belső kereslet maradhat.

Az elmúlt negyedévben folytatódott a hazai gazdaság bővülése. A következő negyedévekben a növekedést továbbra is főként a belső kereslet támogathatja. Az alacsony infláció következtében növekvő reáljövedelmek, illetve a növekvő foglalkoztatás egyaránt támogathatják a lakossági fogyasztás növekedését. A Kúria által meghozott jogegységi határozat alapján hozott intézkedések jelentősen hozzájárulnak a lakosság jövedelmi és vagyoni helyzetének javulásához, elősegítve az érintettek adósságleépítési folyamatát. Továbbá a devizahitelek forintosítása mérsékli a lakosság árfolyamra való érzékenységét, mely elősegítheti az óvatossági megtakarítások fokozatos oldódását. A beruházások a konjunktúra erősödésének és a Növekedési Hitelprogram kiterjesztésének köszönhetően fokozatosan élénkülhetnek. A lakosság beruházási aktivitása a javuló jövedelmi helyzettel összhangban folyamatosan emelkedhet előrejelzési horizontunkon. Emellett felvevőpiacaink élénkülő gazdasági növekedésének köszönhetően a kiviteli dinamikája élénk maradhat. A negatív kibocsátási rés a horizont végén záródhat, így összességében a reálgazdasági környezet dezinflációs hatású maradhat a következő negyedévekben. A világgazdaság felől érkező dezinflációs hatások továbbra is erősek, miközben a belső kereslet oldaláról érkező árleszorító hatás fokozatosan mérséklődhet.

Továbbra is magas a hazai finanszírozási képesség és folytatódik a külső adósság mérséklődése.

A gazdaság külső egyensúlyi pozíciójának négy negyedéves értéke 2014 harmadik negyedévében is a korábbi negyedévekhez hasonlóan magasan alakult. A gazdaság folyó fizetési mérlegének többlete és külső finanszírozási képessége a következő negyedévekben is magas szinten stabilizálódhat, ami két ellentétes irányú hatás eredményeként alakulhat ki. A következő negyedévekben az élénkülő fogyasztás és kisebb mértékben a bővülő beruházás mellett növekedhet a külkereskedelmi többlet, ami elsősorban a cserearány javulására és a külső kereslet növekedésére vezethető vissza. Ennek hatását mérsékelheti az európai uniós támogatások költségvetési ciklusának lezárulása, ami 2016-ban nagyobb mértékben csökkentheti a transferegenleg többletét. A magas finanszírozási képességgel összhangban tovább folytatódhat a gazdaság sérülékenysége szempontjából kiemelt jelentőségű külső adósságráták csökkenése. A bruttó adósság mérséklődését a jegybank önfinanszírozási programja és a lakossági devizahitelek forintosítása miatt várhatóan csökkenő banki külső adósság is támogatja.

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

Az elmúlt negyedévben összességében kedvezően alakult a globális pénzügyi piaci hangulat. Az év elején változékonyan, január végétől azonban ismét kedvezően alakult a globális kockázatvállalási hajlandóság. A görög politikai események, a svájci jegybank árfolyamkűszöb eltörlésére vonatkozó döntése és az orosz-ukrán konfliktus okozta hangulatromlást az EKB eszközvásárlási programja körüli bejelentések és az Egyesült Államok kedvező makrogazdasági adatai ellensúlyozták. A hazai kockázati mutatók közül a CDS-felár érdemben csökkent az elmúlt negyedévben. A hosszú forintkötvény-hozamok nem változtak érdemben a decemberi Inflációs jelentés megjelenése óta eltelt időszakban. Az elmúlt negyedévben a forint árfolyama erősödött az euróval szemben, ami alapvetően nemzetközi tényezőkhöz köthető. Hazánk sérülékenységét csökkenti a tartósan magas külső finanszírozási képesség, és az ennek nyomán csökkenő külső adósságállomány. Magyarország kockázati megítélésének javulását tükrözi a Standard & Poor's márciusi felminősítése is. A Monetáris Tanács értékelése szerint a nemzetközi pénzügyi környezet alakulásával kapcsolatos bizonytalanság azonban továbbra is óvatos monetáris politikát indokol.

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

A decemberi Inflációs jelentés helyzetértékeléséhez képest összességében erősödtek a lefelé mutató inflációs kockázatok. A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak. A tartós eurozóna deflációval számoló forgatókönyv a növekedésre és az inflációra nézve lefelé mutató kockázatot jelent, így az inflációs cél elérését az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók biztosítják. A geopolitikai problémák elhúzódása a külső kereslet visszaesése mellett a kockázati prémium emelkedését okozhatja, melynek nyomán az árfolyamgyengülés megnöveli az inflációs nyomást, így az előrejelzési horizonton az inflációs cél elérését szigorúbb monetáris politika biztosítja. A költségsokkok másodkörös hatásainak erősödését feltételező alternatív forgatókönyv megvalósulása esetén az inflációs várakozások céltól való elszakadása következtében a nominális bérdinamika is érdemben alacsonyabb pályára kerülhet. Mindez középtávon alacsonyabb inflációs nyomást eredményezhet, ami az alappályánál lazább monetáris kondíciókat tesz szükségessé az időszak során.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemzik, és az inflációs nyomás tartósan mérsékelt maradhat. A reálgazdaság a monetáris politika horizontján dezinflációs hatású marad, a kibocsátási rés csak fokozatosan záródhat. A korábban beérkezett adatok alapján növekedett a valószínűsége az inflációs várakozások módosulásával érvényesülő másodkörös hatások kialakulásának. A márciusi Inflációs jelentés áttekintését követően a Monetáris Tanács megítélése szerint az inflációs kilátások és a reálgazdaság ciklikus pozíciója az irányadó ráta csökkentése és a tartósan laza monetáris kondíciók irányába mutat. Az óvatos kamatcsökkentés addig folytatódhat, amíg az a középtávú inflációs cél elérését támogatja.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

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

¹ A GDP arányában.

² Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.

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

⁴ MNB becslés.

⁵ A szabad tartalékok teljes törlesztésével.

1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

Az elmúlt időszakban folytatódott a magyar gazdaság dinamikus növekedése, miközben az infláció változatlanul alacsony maradt. Az élénk konjunktúrával összhangban bővült a foglalkoztatás, a versenyszféra bérdinamikája továbbra is mérsékelten alakult. Az inflációs folyamatok 2015 elején főként az élelmiszer- és üzemanyagárak visszafogott alakulása miatt maradtak el a decemberi előrejelzésünktől. Ám a kereslet folyamatos élénkülése ellenére az inflációs alapmutatók sem emelkedtek.

Az inflációs folyamatokat a mérsékelt költségoldali árnymomás és a fokozatosan élénkülő kereslet kettőssége határozhatja meg előrejelzési horizontunkon. Az infláció 2015-ben jelentősen elmaradhat a céltől, amit elsősorban a világgpiaci nyersanyagárak rendkívül visszafogott dinamikája magyaráz. A lakossági fogyasztás élénkülésével, illetve a bérdinamika erősödésével a maginfláció fokozatosan emelkedhet. Ugyanakkor a maginfláció dinamikáját fékezhetik az alacsony infláció várakozásokon és bérezésen keresztül jelentkező másodkörös hatásai. Összességében a mérsékeltebb alapfolyamatok visszafogott inflációs környezet irányába mutathatnak, így az indirekt adóktól szűrt infláció csak az előrejelzési horizont végén közelítheti meg az inflációs célt. Az inflációs várakozások elmúlt időszakban megfigyelt cél körüli stabilizálódása hozzájárulhat ahhoz, hogy a belső kereslet élénkülése mellett az árazás és a bérezés középtávon is az inflációs céllal összhangban alakulhasson.

A gazdasági növekedés élénk maradhat előrejelzési horizontunkon, melyet az alacsony infláció miatt növekvő reáljövedelmek, a javuló finanszírozási feltételek és felvevőpiacaink élénkülése egyaránt támogat. A növekedés fő mozgatórugója az elkövetkező években is a belföldi kereslet maradhat. A háztartások javuló jövedelmi és vagyoni helyzete, illetve a tartósan laza monetáris kondíciók együttesen támogathatják a belső kereslet folyamatos élénkülését. A fogyasztás dinamizálódásához jelentősen hozzájárulhatnak az alacsony infláció következtében számottevően emelkedő reáljövedelmek. A háztartások adósságállománya az elmúlt években fokozatos csökkent, és a Kúria döntése nyomán a bankokkal történő elszámolás tovább mérsékli azt. Így az adósság leépítése egyre kevésbé foghatja vissza a fogyasztás élénkülését. Emellett a devizahitelek forintosítása érdemben mérsékelheti a háztartások árfolyamra való érzékenységét, így ez elősegítheti az óvatossági megfontolások oldódását. A magánszektor beruházásai tovább emelkedhetnek. A vállalati beruházások növekedését a konjunktúra erősödése mellett a Növekedési Hitelprogram kiterjesztése is támogatja. A háztartások beruházási aktivitása az előrejelzési horizonton fokozatosan emelkedhet a tartósan alacsony pénzügyi hozamokkal és a lakosság reáljövedelmi helyzetének javulásával párhuzamosan. Az állami beruházások az EU források felhasználásának tetőzése után jövőre mérséklődhetnek. Az élénkülő vállalati beruházások és a visszafogottabb állami beruházási aktivitás eredőjeként a beruházási ráta stabil maradhat a következő években. Az alacsonyabb olajár és az EKB eszközvásárlási programja támogatja az eurozóna növekedését, melyet némiképp tompíthat az orosz-ukrán konfliktus hatása. Felvevőpiacaink kereslete folyamatosan élénkülhet a következő negyedévekben. Ezzel párhuzamosan a nettó export növekedéshez való hozzájárulása ismét erősödhet a következő negyedévekben.

Előrejelzési horizontunkon a nemzetgazdasági foglalkoztatottság tovább emelkedik, amihez mind a versenyszféra létszámbővítése, mind a közfoglalkoztatási programok kiterjesztése hozzájárulnak. A vállalati munkakereslet további élénkülése a folytatódó gazdasági növekedésnek köszönhető. A javuló munkapiaci folyamatokkal összhangban a munkanélküliségi ráta tovább csökkenhet. A reálbérek élénk ütemben növekedhetnek, melyet a munkapiaci szabad kapacitások mérséklődése mellett a termelékenység és a vállalati jövedelmezőség javulása is támogat. Az alacsony infláció hatása ugyanakkor a nominális bérek visszafogott növekedésében is megjelenhet.

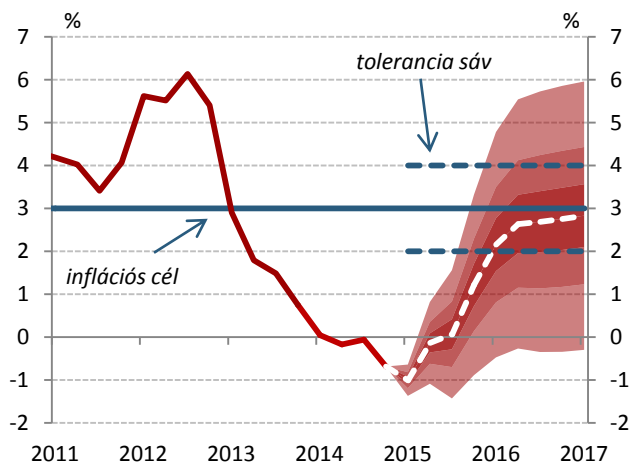
A gazdaság külső finanszírozási képessége a következő években is számottevő maradhat, ami hozzájárul a nettó külső adósság folytatódó csökkenéséhez. A költségvetés hiánya idén és jövőre is érdemben a GDP 3 százaléka alatt alakulhat, így a fegyelmezett költségvetési politika folytatódása mellett várhatóan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

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

1.1. Inflációs előrejelzésünk

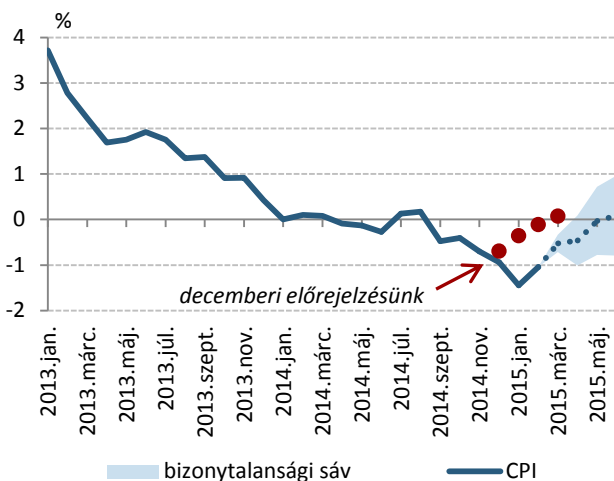
Előrejelzésünk szerint az infláció a következő negyedévekben is alacsony maradhat, amely elsősorban a nyersanyagárak rendkívül mérsékelt alakulásához köthető. A fogyasztóiár-index csak az előrejelzési horizont végén kerülhet a középtávú cél közelébe, a költségsokk első körös hatásának kifizetése után. A maginfláció a lakossági fogyasztás és a bérdinamika élénkülésével párhuzamosan fokozatosan emelkedik a következő negyedévekben. Az alacsony infláció bérezésen és várakozásokon keresztül megjelenő másodkörös hatásai ugyanakkor tompíthatják a maginfláció gyorsulását.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB

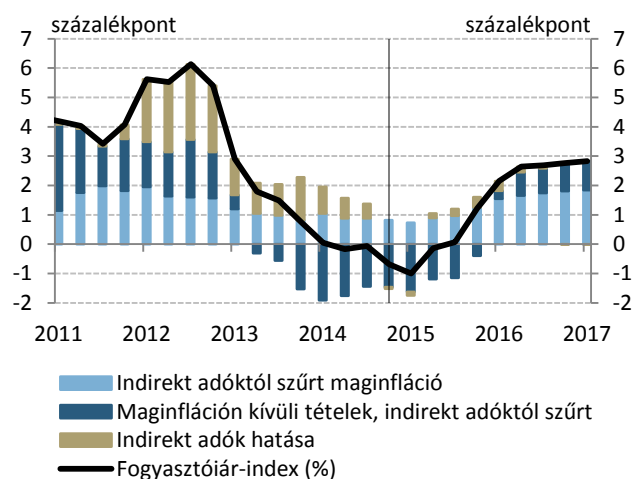
Az infláció 2015-ben is jelentősen elmarad a céltől, és csak az előrejelzési horizont végére kerülhet fokozatosan a 3 százalékos cél közelébe. Az inflációs folyamatokat továbbra is a visszafogottan alakuló költségek és a fokozatosan élénkülő kereslet kettőssége jellemzi. A csökkenő nyersanyagárak elsősorban az előrejelzési horizont első felében járulhatnak hozzá az infláció céltól való elmaradásához. A dinamikus bővülő belső kereslet révén a maginfláció fokozatosan emelkedik az előrejelzési horizonton. Ám e folyamatot fékezhetik az alacsony inflációs környezet bérezésen és várakozásokon keresztül megjelenő másodkörös hatásai. A visszafogott inflációs alapfolyamatok következtében az indirekt adóktól szűrt infláció csak a horizont végére közelítheti meg a középtávú célértéket (1-1. ábra).

Rövid távú előrejelzésünk szerint az infláció a következő hónapokban fokozatosan emelkedik, de az idei év első felében negatív tartományban marad (1-2. ábra). Az infláció emelkedéséhez 2015-2016 fordulóján érdemben hozzájárul, hogy a 2014 végén kezdődő, jelentős üzemanyagár-csökkenés hatása fokozatosan kikerül az éves árindexből. Az infláció idén átlagosan nulla közelében, míg 2016-ban 2,6 százalék körül alakulhat.

Az infláció pályáját továbbra is érdemben befolyásolják a rendkívül visszafogott költségoldali folyamatok. Az olajárak decemberi előrejelzésünk óta tovább csökkentek, ezzel párhuzamosan az importált árnyomás is mérsékelt maradhat. Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna inflációja teljes előrejelzési horizontunkon visszafogottan alakulhat. Így a feldolgozott és feldolgozatlan termékek esetében továbbra is rendkívül mérsékelt maradhatnak a külső inflációs hatások.

Az indirekt adóktól szűrt maginfláció a jelenlegi alacsony értékéről fokozatosan emelkedik, melyhez a kereslet és a bérdinamika élénkülése egyaránt hozzájárul. E folyamatot fékezheti a költségsokk maginflációba történő begyűrűzése (1-3. ábra, 1-1. táblázat). A negatív kibocsátási rés az előrejelzési horizonton fokozatosan záródik, így a reálgazdaság felől érkező deflációs hatás mérséklődik. A kereslet élénkülésével nő a vállalatok árazási mozgástere. Ez lehetőséget ad arra, hogy a kiskereskedelmi szektor emelkedő közterhei részlegesen

1-3. ábra: Inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: MNB

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei

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

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

Forrás: MNB

megjelenjenek az árakban. Ezzel szemben az olajár jelentős csökkenése a termelési költségeken keresztül a maginflációba is begyűrűzhet, lassítva ezzel a maginfláció fokozatos emelkedését. A versenyszféra fajlagos munkaköltségének dinamikája mérsékelt szintjéről fokozatosan emelkedhet, a munkapiaci szabad kapacitások csökkenésével. Ám a huzamosabb ideje alacsony infláció a vállalati szektor bérezését is befolyásolhatja. Az inflációs cél közelében alakuló várakozások elősegíthetik a céllal konzisztens bér- és árdinamika fenntartását.

A maginfláción kívüli tételek árindexe továbbra is historikusan alacsony maradhat. A termékkör inflációjának csökkenéséhez hozzájárulhat a szabályozott árak alacsony dinamikája, illetve az euróban kifejezett olajárak utóbbi időben bekövetkező jelentős csökkenése (1-3. ábra, 1-1. táblázat). Ugyanakkor bázishatás következtében az üzemanyagok árindexének jelentős emelkedésére számítunk 2015-2016 fordulóján, ami a fogyasztóiár-indexet is érdemben emeli.

A kormányzati intézkedések hatása az idén hatályba lépő adóintézkedésekkel együtt is visszafogott marad. Az idei évben életbe lépő, a dohánytermékeket érintő adóváltoztatások az infláció emelkedésének irányába mutatnak, különösen 2015-2016 fordulóján (1-3. ábra). Előrejelzésünkben azzal a feltételezéssel élünk, hogy a horizont végéig nem változnak a szabályozott energiaárak. Az energián kívüli szabályozott árak a mérsékelt inflációs környezettel összhangban, visszafogottan alakulhatnak (1-1. táblázat).

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott főbb feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2015		2016		Változás	
	December	Március	December	Március	2015	2016
USD/EUR	1,237	1,125	1,237	1,121	-9,1%	-9,4%
Olajár (USD/hordó)	78,4	61,3	82,5	68,8	-21,8%	-16,6%
Élelmiszerárak						
Búza (USD/véka)	5,73	5,26	6,02	5,54	-8,2%	-8,0%
Kukorica (USD/véka)	3,98	3,98	4,26	4,26	0,0%	0,0%
Eurózána infláció (%)	0,7	-0,2	1,4	1,1	-0,9 szp.	-0,3 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	1,6	1,7	2,3	2,5	0,1 szp.	0,2 szp.

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

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

A decemberi előrejelzésünk óta érdemben tovább csökkent a kőolaj világgiazi ára. A csökkenés háttérben a kínálati tényezők játszzhatják a legnagyobb szerepet. A legfontosabb olajexportőr országok termelése továbbra is magas szinten alakult, amihez az amerikai palaolaj termelés további növekedése is hozzájárult. Ugyanakkor az árcsökkenéssel párhuzamosan a jövőbeli olajárral kapcsolatos bizonytalanság is számottevően nőtt. Az olajárra vonatkozó opciók jegyzések és az elemzői várakozások szóródása egyaránt emelkedett december óta. Előrejelzésünk készítésekor azzal a feltevéssel számoltunk, hogy az olajár rövid távon 60 dollár körül alakulhat. Ezzel szemben a Jelentés lezárásakor 54 dollár közelében tartózkodott az olaj ára. Mindeközben az euro gyengült a dollárhoz képest, így ez az előrejelzés szempontjából lényeges, euróban kifejezett olajárban nem történt érdemi elmozdulás.

A mezőgazdasági nyersanyagok határidős jegyzései közül a búza ára is tovább csökkent a decemberi feltevéseinkhöz képest, ami elsősorban a dél-amerikai termésnövekedésnek, illetve a globálisan bőséges terméseredmények miatti magas készleteknek köszönhető. Ezzel szemben a kukorica árak nem változtak érdemben korábbi előrejelzésünk óta. Így összességében az élelmiszerárak mérsékelt csökkenését feltételezzük előrejelzési horizontunkon.

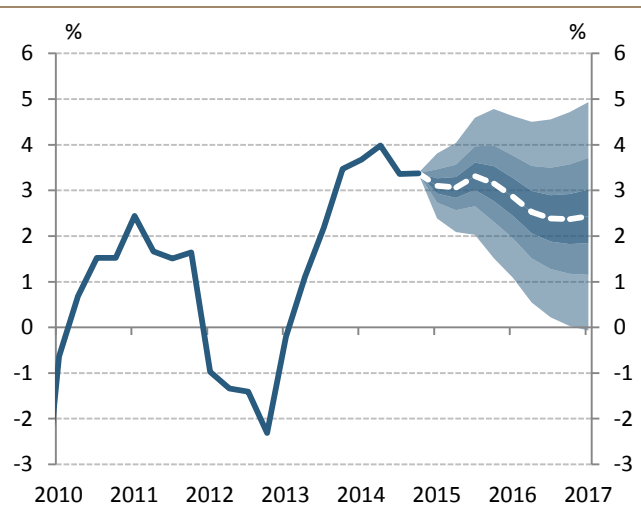
Az eurozána gazdasági növekedésére vonatkozó várakozások az utóbbi időszakban növekedtek, ami elsősorban a csökkenő olajárnak, valamint az EKB eszközvásárlási programjának köszönhető. A javuló növekedési képet ugyanakkor fékezheti a változatlanul magas magán és állami eladósodottság mellett a fejlődő gazdaságok lassulása és az orosz-ukrán konfliktus is.

Az alacsony nyersanyagárak, visszafogott növekedési kilátások és a viszonylag gyenge belső kereslet miatt az eurozána inflációja továbbra is alacsony maradhat, ami miatt arra számítunk, hogy az EKB hosszabb távon fenntarthatja a laza monetáris politikai kondíciókat. Ugyanakkor az EKB eszközvásárlási programja elősegítheti az eurozána inflációjának emelkedését. Az EKB és a Fed eltérő monetáris politikai irányultsága miatt továbbra is arra számítunk, hogy az euro árfolyama a decemberi feltevéseinknél is gyengébb lehet.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Az idei évben folytatódik a gazdaság dinamikus bővülése. Az erőteljes növekedéshez a belső és a külső kereslet egyaránt hozzájárul. A nyersanyagárak csökkenése miatt alacsony infláció emeli a hazai szereplők reáljövedelmét, ami a fogyasztás és a beruházások élénkülését is támogatja. A háztartások eladósodottságának számottevő mérséklődése, illetve az alacsony infláció miatt jelentősen emelkedő reáljövedelmek hozzájárulnak a fogyasztás érdemi növekedéséhez. A vállalati beruházások bővülését a javuló keresleti feltételek mellett a Növekedési Hitelprogram kiterjesztése is támogatja. Az állami beruházások az EU források intenzív felhasználásának köszönhetően az idei évben is magas szinten alakulhatnak, ugyanakkor a jövő évben mérséklődhetnek. Az alacsonyabb olajáraknak, illetve az EKB eszközvásárlási programjának köszönhetően főbb külkereskedelmi partnereink gazdasági teljesítményének javulására számítunk. Ennek köszönhetően az export dinamikája élénk maradhat.

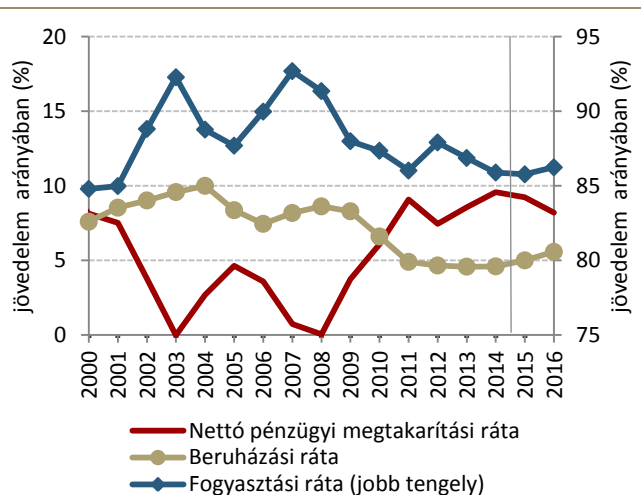
1-4. ábra: A GDP előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján.

Forrás: MNB

1-5. ábra: Lakossági jövedelmek felhasználása



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

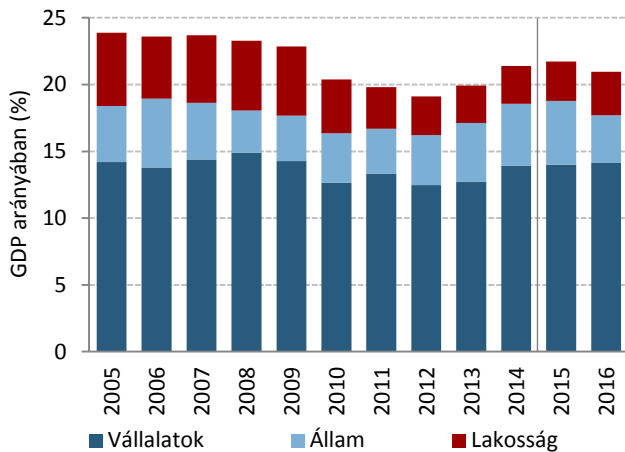
Forrás: KSH, MNB

A gazdasági növekedés élénk maradhat előrejelzési horizontunkon, melyet az alacsony infláció miatt növekvő reáljövedelmek, a javuló finanszírozási feltételek és felvevőpiacaink élénkülése egyaránt támogat. Egyre hangsúlyosabbá válhat a belső kereslet, ezen belül a lakossági fogyasztás növekedési hozzájárulása. A magyar gazdaság 2015-ben 3,2 százalékkal, míg 2016-ban 2,5 százalékkal bővíthet. A növekedés meghatározó eleme a lakossági fogyasztás lehet, miközben a beruházások dinamikája magas szintről fokozatosan mérséklődhet (1-4. ábra, 1-8. ábra).

A lakossági fogyasztás folyamatosan élénkülhet a következő években. Ezt a növekvő reáljövedelmek és az óvatossági motívumok fokozatos oldódása egyaránt támogathatja. Az alacsony inflációnak köszönhetően a háztartások széles körében érdemben bővíthetnek a reáljövedelmek. A háztartások adósságállománya a válság óta érdemben csökkent. A Kúria döntése nyomán a bankokkal való elszámolás növeli a lakosság nettó vagyonát és mérsékli a fennálló hitelek törlesztőterheit, ezzel gyorsítva az adósságleépítés folyamatát. Továbbá a devizahitelek forintosítása mérsékli a fogyasztás árfolyamra való érzékenységét, ami hozzájárul az óvatossági megfontolások mérséklődéséhez. Így a megtakarítási ráta jelentősen csökken előrejelzési horizontunkon (1-5. ábra).

A nemzetgazdasági beruházások a kiugróan magas 2014. évi növekedés után tovább bővíthetnek. A beruházási ráta stabilan 20 százalék fölött alakul, ugyanakkor a magánberuházások aránya nőhet a beruházásokon belül. A vállalati beruházások fokozatos élénkülését a konjunktúra erősödésén kívül a Növekedési Hitelprogram kiterjesztése is támogatja. A háztartások beruházási aktivitása fokozatosan emelkedhet az előrejelzési horizonton a lakosság reáljövedelmi helyzetének javulásával és a tartósan alacsony pénzügyi hozamokkal összhangban. Az állami beruházások alakulását elsősorban az Európai Unió források lehívása határozza meg. A decemberi előrejelzés óta beérkezett információk alapján

1-6. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



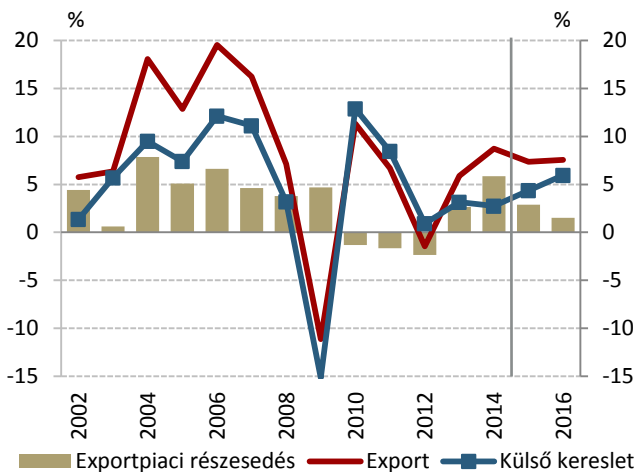
Forrás: KSH, MNB

2015-ben a korábbi várakozásunknál magasabb forráslelívással számolunk. Így 2015-ben is magas maradhat az állam beruházási aktivitása. Ezt a 2007-2013-as költségvetési ciklus forrásainak kifutása után az állami beruházások – részben bázishatások miatti – csökkenése követheti 2016-ban (1-6. ábra).

A vállalati hitelállomány jelentős bővülésére számítunk előrejelzési horizontunkon, amihez a Növekedési Hitelprogram kiterjesztésén túl a bankadó fokozatos csökkentése is hozzájárulhat. A lakossági adósságállomány fokozatos mérséklődése tovább folytatódhat. Ám a lakáspiac folytatódó élénkülésével párhuzamosan az új ingatlanhitelek kihelyezése tovább növekedhet.

A külső kereslet élénkülése támogatja az export növekedését. Emellett exportpiaci részesedésünk is tovább bővíthet. Az EKB eszközvásárlási programja és az alacsony olajárak segíthetik külkereskedelmi partnereink növekedését, melyet részben ellensúlyozhat az orosz és az ukrán gazdaság gyengélkedése. Az euro leértékelődése javíthatja az eurozóna exportőreinek versenyképességét, amely a hazai beszállítók teljesítményét is támogathatja, és hozzájárulhat exportpiaci részesedésünk növekedéséhez (lásd 1-2. keretes írás). Emellett az elmúlt évek autóipari kapacitásbővítései is támogatják az exportpiaci részesedés további emelkedését, bár a pozitív hatások jelentős része már 2013-2014-ben jelentkezett (1-7. ábra). Az import dinamikája 2015-ben fékeződhet, amint a nagy importigényű beruházások dinamikája mérséklődik. Ezzel párhuzamosan a nettó export növekedési hozzájárulása fokozatosan erősödhet (1-8. ábra).

1-7. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



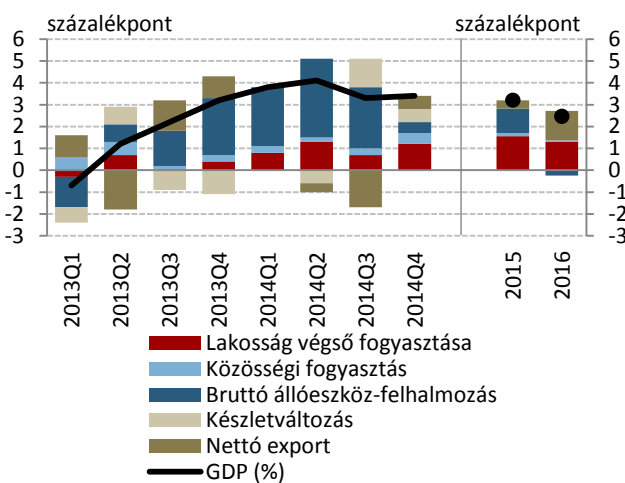
Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: MNB

A kibocsátás előrejelzési horizontunkon fokozatosan közelít potenciális szintjéhez. A belföldi eredetű inflációs nyomás szempontjából leginkább releváns lakossági fogyasztás élénkülése tovább folytatódhat. Ugyanakkor a fogyasztás szintje az elkövetkező években is elmarad a válság előttiől. A reálgazdaság dezinflációs hatása az előrejelzési horizonton fokozatosan csökken, a kibocsátási rés az előrejelzési horizontunk végére záródhat.

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

1-8. ábra: A GDP növekedés alakulása



Forrás: KSH, MNB

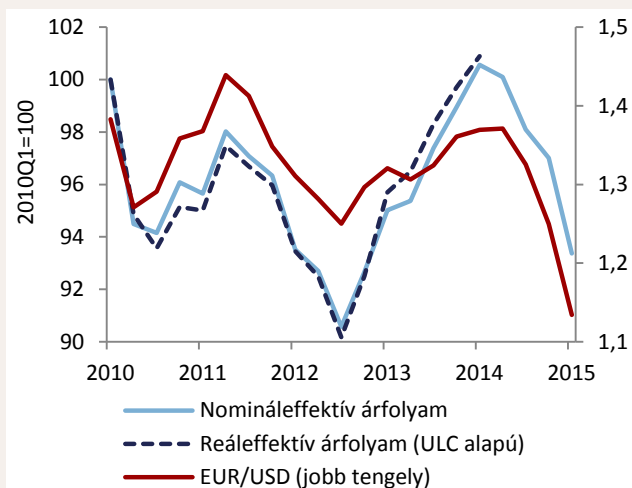
1-2. keretes írás: Hogyan hat az euro leértékelődése a magyar exportra?

Az euro árfolyama 2014 első fele óta több mint 20 százalékkal gyengült a dollárhoz képest (1-9. ábra). A márciusi prognózisban decemberi alapfeltevéseinkhöz képest 8 százalékkal gyengébb euro/dollár árfolyamra számítunk. A leértékelődést alapvetően a Federal Reserve és az Európai Központi Bank eltérő monetáris politikája magyarázhatja. Míg a Fed fokozatosan csökkentette eszközvásárlásait, és az alapkamat fokozatos emelésére készült, addig az EKB további monetáris lazító intézkedéseket jelentett be 2014 során, majd 2015 januárjában meghirdette eszközvásárlási programját. Az euro/dollár árfolyam változásával párhuzamosan az euro külkereskedelmi szerkezettel súlyozott effektív árfolyama is jelentősen leértékelődött. Az euro gyengülése érdemben támogathatja az eurozóna kivitelét, ezáltal segítheti az aggregált kereslet helyreállítását és az eurozóna inflációjának emelkedését a jelenlegi rendkívül alacsony szintről.

Az euro több fontos külkereskedelmi partnerünk növekedési kilátásait javítja. A várható hatás alapvetően annak függvénye, hogy mekkora az eurozónán kívüli export jelentősége az adott gazdaságban, továbbá hogy a kivitel milyen rugalmasan reagál a reálárfolyam változására (1-10. ábra). Legnagyobb külkereskedelmi partnerünk, Németország esetében relatíve magas az eurozónán kívüli export GDP-hez viszonyított súlya, míg a német export reálárfolyam-érzékenysége közepesnek mondható. További fontos külkereskedelmi partnereink közül Ausztria esetében kiemelkedő az export reálárfolyam-érzékenysége, míg Szlovákia esetében nagy az eurozónán kívüli irányuló export aránya.

A leértékelődő euro a magyar gazdaság növekedési kilátásait is befolyásolja. A magyar exportszektort szoros beszállítói kapcsolatok fűzik az eurozóna országaihoz. Ezért az eurozóna exportőreinek javuló versenyképessége a magyar exporttermékek iránti keresletet is élénkíti. Különösen erősek lehetnek a kapcsolatok a járműipar esetében, ahol régió szerte kiemelkedő a német vállalatok súlya.¹ A Magyarországon jelen lévő nagy német autógyártók termelésük 50-60 százalékát Nyugat-Európán kívül értékesítik, így az euro árfolyama leértékelődése érdemben támogathatja eladásukat és jövedelmezőségüket. Emellett az autóipar élénkülése a beszállító szektorok (pl. textilipar, gumigyártás) teljesítményét is javíthatja.

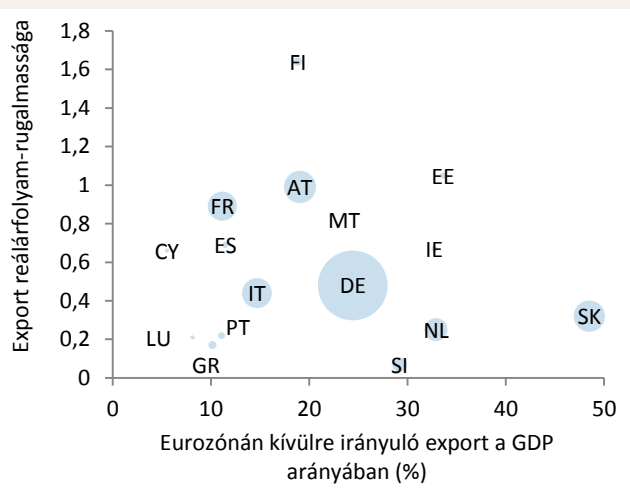
1-9. ábra: Az euro árfolyamának alakulása



Megjegyzés: 2015. I. negyedév becslés.

Forrás: EKB, Eurostat

1-10. ábra: Eurozónán kívüli export és az export reálárfolyam-érzékenysége az euroövezet országaiban



Megjegyzés: Nemzetgazdasági fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyammal számított rugalmasságok. A körök nagysága a magyar exportból vett részaránnyal arányos.

Forrás: Eurostat, Christodouloupoulou, S. – Tkacevs, O. (2014): Measuring the Effectiveness of Cost and Price Competitiveness in External Rebalancing of Euro Area Countries: What Do Alternative HCIs Tell Us? Latvijas Banka, Working Paper 6/2014.

¹ Lásd: IMF (2013): German-Central European Supply Chain – Cluster Report, IMF Country Report No. 13/263, International Monetary Fund, Washington D.C.

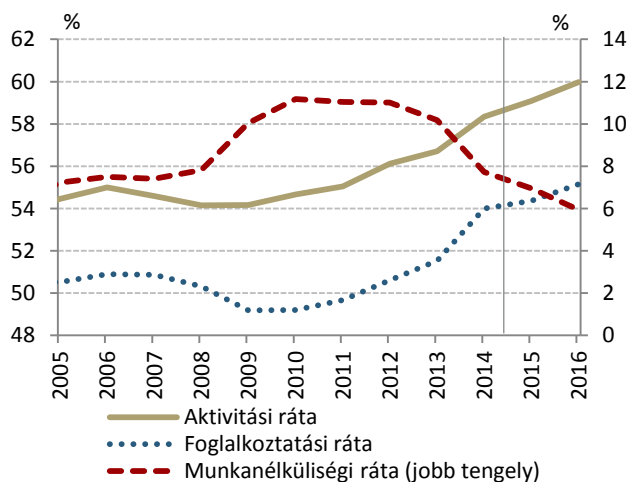
A magyar exportra gyakorolt pozitív hatást ökonometriai becslések is alátámasztják. Egyes tanulmányok szerint az eurozónában bekövetkező monetáris lazítás hatására a magyar exportőrök piaci részesedése növekszik.² Saját vizsgálatunkban olyan vektor-autoregresszív (VAR) modellt becsültünk, amely az áruexport volumene, a világkereskedelem volumene, a hazai reálárfolyam és az euro-dollár árfolyam közötti dinamikus kapcsolatokat modellezi.³ Az euro dollárral szembeni, 10 százalékos leértékelődése a modell alapján kb. 0,8 százalékkal emeli a magyar áruexport szintjét.

A becsült hatások alapján az euro közelmúltban megfigyelt leértékelődése érdemben támogathatja a magyar export növekedését. A tavalyi év óta bekövetkezett euro leértékelődés kb. 0,8 százalékponttal emelheti exportpiaci részesedésünket, ezáltal mintegy 0,2 százalékponttal támogathatja a 2015. évi GDP növekedést.

1.3. Munkapiaci előrejelzésünk

Folytatódhat az aktivitás és a nemzetgazdasági foglalkoztatottság növekedése előrejelzési horizontunkon. A versenyszféra munkakeresletének bővüléséhez hozzájárulhat az élénkülő gazdasági növekedés, míg a nemzetgazdasági foglalkoztatottság növekedésében jelentős szerepet tölt be a közmunkaprogramok kiterjesztése is. A munkanélküliségi ráta az előrejelzési horizont végére 6 százalék közelébe kerülhet. A reálberek dinamikája a válságot megelőző éveknél magasabban alakulhat. A stabilizálódó inflációs várakozások elősegíthetik, hogy a monetáris politika időhorizontján az inflációs céllal konzisztensen alakulhasson a bérezés és az árazás.

1-11. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

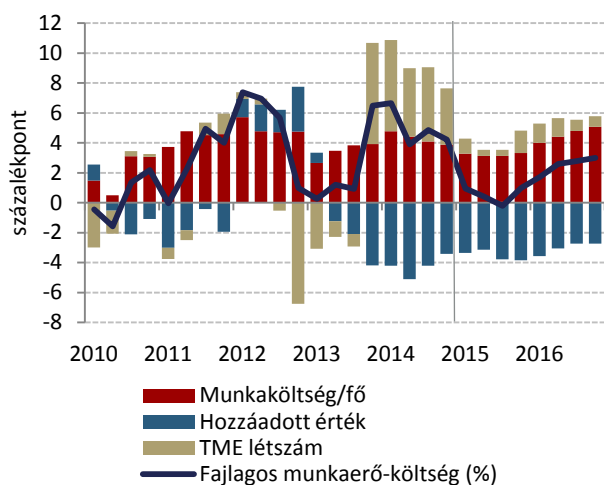
Előrejelzési horizontunkon az aktivitási ráta további emelkedésére számítunk. A válság óta az aktivitási ráta élénken növekedett a munkakínálat növekedését célzó intézkedéseknek köszönhetően, ezeknek még a következő években is lehet hatása. Ezen túl a javuló konjunkturális kilátásoknak köszönhetően az ún. „reményvesztett munkanélküliek” munkapiacra való visszatérése is hozzájárulhat az aktivitási ráta emelkedéséhez (1-11. ábra).

A foglalkoztatás növekedéséhez a versenyszféra foglalkoztatottságának bővülése mellett a közfoglalkoztatás tervezett kiterjesztése is hozzájárul. A versenyszféra munkakereslete előrejelzési horizontunkon fokozatosan emelkedhet. A részmunkaidős foglalkoztatás további térnyerésének köszönhetően a foglalkoztatottak száma a ledolgozott munkaóratömegnél gyorsabb ütemben növekedhet. A nemzetgazdasági foglalkoztatás emelkedésében a következő években is jelentős szerepet tölt be a közfoglalkoztatottak létszámának tervezett növelése. Előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy 2016-ra közel 280 ezer főre emelkedhet a közfoglalkoztatási programokban résztvevők száma.

² Benkovskis, K. – Bessonovs, A. – Feldkircher, M. – Wörz, J. (2011): The Transmission of Euro Area Monetary Shocks to the Czech Republic, Poland and Hungary: Evidence from a FAVAR Model, OeNB Focus on European Economic Integration, Q3/11, Österreichische Nationalbank, p. 8-36.

³ A modell az export és a világkereskedelem volumenének szezonálisan igazított, havi változását tartalmazza. A hazai reálárfolyam fajlagos munkaköltség alapon számított, és a modellben a saját trendjétől Hodrick- Prescott szűrővel megtisztított értéke szerepel ($\lambda=14400$). Az euro/dollár árfolyamot szintén Hodrick- Prescott szűrővel tisztítottuk trendjétől ($\lambda=14400$). A modellt 1998. január – 2014. december közti, havi adatokon becsültük, háromhavi késleltetéssel. Az euro/dollár árfolyam sokkját Cholesky-felbontással állítottuk elő, ahol az euro/dollár árfolyamot rendeztük az első helyre.

1-12. ábra: A versenyszféra fajlagos munkaerő-költség dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás.

A javuló munkapiaci folyamatok következtében egyre feszebbé válhat a munkapiac. A munkanélküliségi ráta 2016 végére 6 százalék közelébe süllyedhet.

Előrejelzési horizontunkon a versenyszféra reálbérei élenként bővülnek, miközben az alacsony infláció mérsékli a nominális bérdinamikát. A munkapiac feszege mellett a vállalati jövedelmezőség és a termelékenység javulása is teret adhat a reálbérek emelésére. Ugyanakkor a hosszabb ideje alacsony inflációhoz a várakozások is alkalmazkodhattak, ami a nominális bérdinamika mérséklődésének irányába hat (lásd 1-3. keretes írás). A termelékenység javulása és a visszafogott nominális bérdinamika miatt mérsékelt maradhat a fajlagos munkaköltség növekedési üteme (1-12. ábra).

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

1-3. keretes írás: A versenyszféra 2015. évi béremeléseivel kapcsolatos várakozások

Jelenlegi Inflációs jelentésünkben az idei évre is 0 közeli átlagos inflációra számítunk. Amennyiben a huzamosabb ideje a jegybanki céltől elmaradó infláció a béremelésekbe is beépül, akkor a nominális pálya lefelé tolódása az inflációs cél középtávú elérését is veszélyezteti. Előrejelzésünk központi kérdése, hogyan alakulhat a vállalatok bérezési viselkedése a következő években. Mivel a vállalatok jellemzően márciusban béreznek át, ezért a 2015-ös bérezési döntésekről érdemi információt a márciusi béradatok fognak tartalmazni. A márciusi béradatok beérkezéséig a bértárgyalások időszakában megfigyelt egyéb mutatók alapján következtethetünk arra, hogy milyen mértékben jelentkezhethet az alacsony infláció hatása a bérezésben.

A Hay Group vállalati felmérésének eredményei

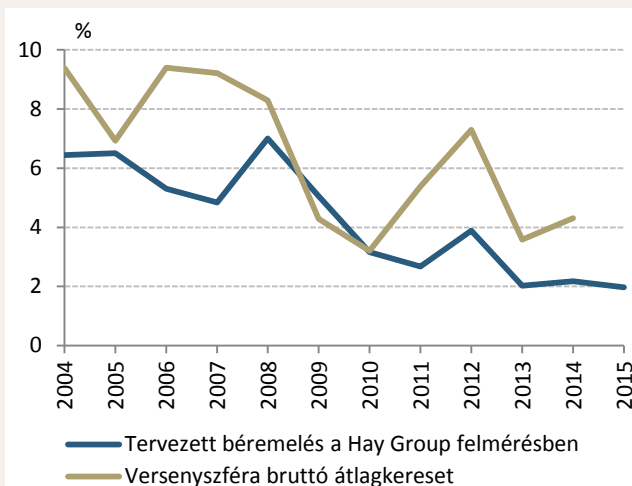
A vállalatok bérezési döntéseiről előzetes képet a Hay Group szokásos, 2014. decemberi éves bérelemzésének eredményeiből kaphatunk. A megkérdezett vállalatok – döntő többségben nagyvállalatok – jövőre 2 százalék körüli bérnövekedéssel számolnak. A felmérés azonban csak korlátozott mértékben alkalmas a KSH-tényadatokkal való összevetésre, mivel a Hay felmérésben felülreprezentáltak a nagyvállalatok, és a válaszadók ágazati összetétele is eltér a ténylegestől. Az eddigi tapasztalatok alapján szintbeli összehasonlításra nem alkalmas, azonban a bérezési folyamatok fő tendenciáit segít azonosítani (1-13. ábra). Ez alapján tehát azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a válaszoló cégek lényegében a 2014-eshez hasonló mértékben terveznek bért emelni idén.

Kérdéses azonban, hogy az eredmények milyen vállalati inflációs várakozással konzisztensek. Ugyan a lakossági inflációs várakozások a 2015-ös bérek tárgyalásának időszakában (2014. december-2015. január) már historikusan alacsony szinten stabilizálódtak, azonban az inflációs előrejelzésünk ezen időszak óta tovább mérséklődött. Ez viszont a bérezés alacsonyabb nominális pályához való alkalmazkodását eredményezheti abban az esetben, ha a vállalatok a tartósan alacsony inflációhoz kezdenek el bérezni.

Lakossági reáljövedelemre vonatkozó várakozások

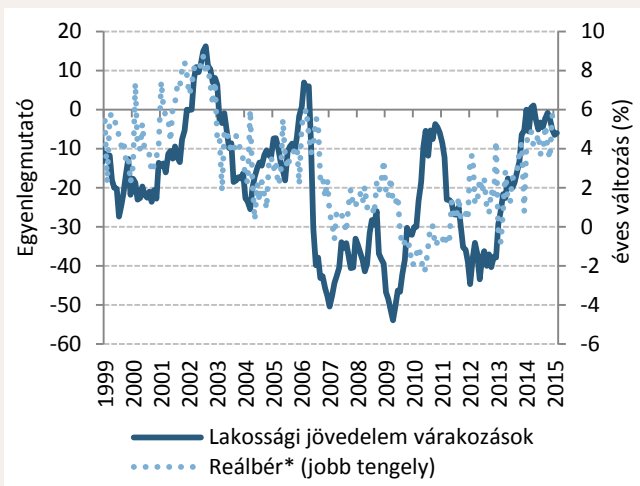
Az ESI (Economic Sentiment Indicator) felmérés alapján a lakossági reáljövedelemre vonatkozó várakozások érdemben nem változtak az utóbbi évben (1-14. ábra), ami nem utal a reálbérek jelentős csökkenésére a következő hónapokban. A rövidtávon várható infláció mellett e reálbér-várakozások kb. 3-4 százalék közti nominális bérnövekedéssel lehetnek konzisztensek.

1-13. ábra: A vállalatok által tervezett, illetve megvalósult béremelés



Forrás: Hay Group, KSH

1-14. ábra: A lakosság reáljövedelemre vonatkozó várakozása



Megjegyzés: * Nominális bérváltozás CPI-vel deflálva.

Forrás: Európai Bizottság, KSH adatok alapján MNB-számítás

Minimálbéremelés mértéke

A kormány, valamint a munkaadói és munkavállalói érdekképviseletek megállapodása alapján **a minimálbér és a garantált bérminimum 2014-ről 2015-re 3,4 százalékkal emelkedett.** A minimálbéremelés mértéke az előző évhez hasonló, és a jelenlegi kilátások tükrében az inflációkövető emelésnél jelentősen magasabb. A múltbeli tapasztalatok alapján a minimálbéremelés mértéke nagyjából alsó korlátot jelenthet a bérdinamikának. Ennek oka, hogy a bérek eloszlása balra ferde, azaz sokan keresnek a minimálbér, illetve a garantált bérminimum körüli bért. Így a munkavállalók jelentős hányada (a Bértarifa felmérés alapján 25-30 százaléka) számára effektív a minimálbér emelése. Emellett a minimálbéremelés mértékének átgyűrűző hatása lehet a magasabb keresetekre is. Megjegyzendő, hogy a kormány, valamint a munkaadói és munkavállalói érdekképviseletek által a vállalkozási szférának ajánlott béremelés mértéke 3-4 százalék a 2015-ös évre vonatkozóan.

Munkapiaci feszesség alakulása

A bérezési folyamatokat az inflációs várakozások mellett a munkapiaci feszessége is meghatározza. **Az utóbbi években fokozatosan feszesebbé vált a munkapiac, és a feszesség az utóbbi hónapokban sem csökkent.** A munkapiaci szabad kapacitások fokozatos mérséklődése továbbra is a nominális bérdinamika élénkülése irányába hathat.

A vállalati jövedelmezőség alakulása

A versenyszféra vállalatainak jövedelmezősége az élénkülő konjunktúra, a csökkenő nyersanyagárak és a mérséklődő finanszírozási költségek révén érdemben növekedhetett az utóbbi években. Így **a vállalati jövedelmezőség oldaláról lehet tér béremelésre.** A folytatódó gazdasági növekedés mellett idén élénkülhet a termelékenység dinamikája. Mindezek a bérdinamika lassulása ellen hatnak előrejelzési horizontunkon.

Összességében a vizsgált tényezők zöme tompíthatja a nominális bérek növekedési ütemének csökkenését. Így a bérdinamika alacsony inflációs várakozásokból adódó csökkenése mérsékelt lehet. Abban az esetben, ha az inflációs várakozások tartósan elszakadnak a jegybank céljától, a nominális bérdinamika is érdemben alacsonyabb pályára kerülhet.

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

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

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

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

	2015	2016
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)		
MNB (2015. március)	0,0	2,6
Consensus Economics (2015. március) ¹	(-0,9) – 0,0 – 1,0	0,1 – 2,3 – 3,9
Európai Bizottság (2015. február)	0,8	2,8
IMF (2014. október)	2,3	3,0
OECD (2014. november)	2,0	3,0
Reuters-felmérés (2015. március) ¹	(-0,7) – 0,1 – 0,9	1,5 – 2,5 – 2,8
GDP (éves növekedés, %)		
MNB (2015. március)	3,2	2,5
Consensus Economics (2015. március) ¹	1,8 – 2,5 – 3,2	1,7 – 2,2 – 2,6
Európai Bizottság (2015. február)	2,4	1,9
IMF (2014. október)	2,3	1,8
OECD (2014. november)	2,1	1,7
Reuters-felmérés (2015. március) ¹	2,3 – 2,7 – 3,2	1,7 – 2,3 – 3,2
Folyó fizetési mérleg egyenleg³		
MNB (2015. március)	5,3	6,3
Európai Bizottság (2015. február)	4,4	4,9
IMF (2014. október)	2,6	1,7
OECD (2014. november)	4,4	4,7
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint)^{3,4}		
MNB (2015. március)	2,4	2,2
Consensus Economics (2015. március) ¹	2,0 – 2,5 – 3,0	1,8 – 2,4 – 3,3
Európai Bizottság (2015. február)	2,7	2,5
IMF (2014. október)	2,8	2,8
OECD (2014. november)	2,6	2,5
Reuters-felmérés (2015. március) ¹	2,0 – 2,5 – 2,6	1,8 – 2,4 – 2,7
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)		
MNB (2015. március)	4,4	5,9
Európai Bizottság (2015. február) ²	3,7	5,4
IMF (2014. október) ²	4,2	5,1
OECD (2014. november) ²	3,7	4,8
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)		
MNB (2015. március)	1,7	2,5
Európai Bizottság (2015. február) ²	1,7	2,2
IMF (2014. október) ²	1,8	2,1
OECD (2014. november) ²	1,7	2,2

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

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

³ A GDP arányában.

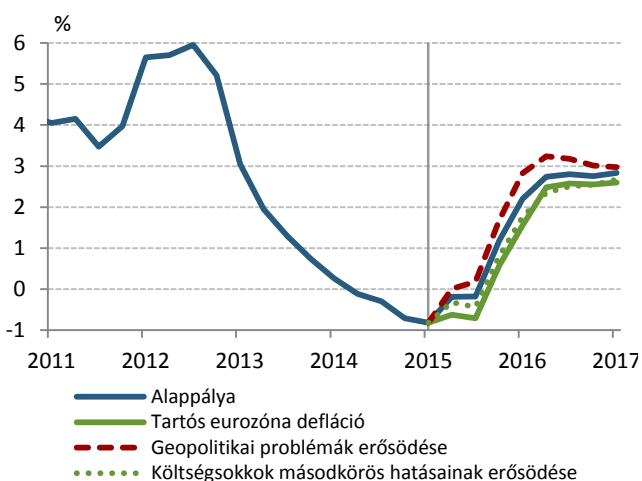
⁴ A szabad tartalékok teljes törlésével.

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

2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak. A tartós eurozóna deflációval számoló forgatókönyv a növekedésre és az inflációra nézve lefelé mutató kockázatot jelent, így az inflációs cél elérését az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók biztosítják. A geopolitikai problémák elhúzódása a külső kereslet visszaesése mellett a kockázati prémium jelentős mértékű megemelkedését okozhatja, melynek nyomán az árfolyamgyengülés megnöveli az inflációs nyomást, így az előrejelzési horizonton az inflációs cél elérését szigorúbb monetáris politika biztosítja. A költségsokkok másodkörös hatásainak erősödését feltételező alternatív forgatókönyv megvalósulása esetén az inflációs várakozások céltól való elszakadása következtében a nominális bérdinamika is érdemben alacsonyabb pályára kerülhet. Mindez középtávon alacsonyabb inflációs nyomást eredményezhet, ami az alappályánál lazább monetáris kondíciókat tesz szükségessé az időszak során.

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



Forrás: MNB

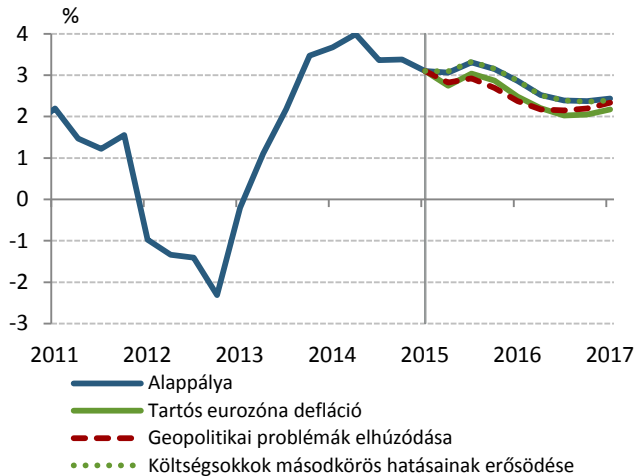
Tartós eurozóna defláció

Az elmúlt időszakban tovább mérséklődött a külső infláció, melyhez a kínálati sokkok mellett a visszafogott kereslet árleszorító ereje is hozzájárult. Az elmúlt hónapokban megfigyelt jelentős olajárcsökkenés érdemben fékezheti a nemzetközi inflációs folyamatokat az idei év során. A globálisan kedvező élelmiszertermés a következő hónapokban is a visszafogott inflációs pálya irányába hathat. A téli hónapokban folytatódott az eurozóna inflációjának csökkenése, miközben a növekedési adatok mérsékelten alakultak. Ezen hatások eredőjeként **az eurozóna esetében erősödhetnek a deflációs kockázatok.**

A fejlődő országok mérsékelt növekedési kilátásai, valamint a világgazdaságban, és így az eurozónában a várakozásoktól folyamatosan elmaradó, alacsony infláció, illetve az ezzel kapcsolatos deflációs félelmek felvetik annak a kockázatát, hogy az euroövezet ciklikus pozíciója az alappályában feltételezettnél is nyitottabb, valamint, hogy a fellendülés lassabb lehet a vártnál. Emellett a tartósan cél alatti infláció bérezésen és várakozásokon keresztül megjelenő másodkörös hatásai is egyre erősebbek lehetnek. Ezzel összhangban **elképzeltető, hogy Európában tartósan fennmarad a jelenlegi rendkívül alacsony inflációs környezet, az eurozónában tartós defláció alakul ki.** Emellett a feltörekvő gazdaságok, főleg Kína lassulása hozzájárulhat a globális konjunktúra gyengüléséhez is, ami a nyersanyagáron keresztül további dezinflációs hatásokat okozhat. Mindezek következményeképp a hazai importált infláció az alappályában vártnál alacsonyabban alakulhat.

Ezen alternatív forgatókönyvben azzal számolunk, hogy az alappályában feltételezettnél gyengébb külső kereslet és az eurozónában kialakuló tartós defláció erősebb dezinflációs hatást fejt ki, ami alacsonyabb külső inflációs pályát és a külkereskedelmi csatornán keresztül mérsékeltebb növekedést eredményez. Emellett az

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



Forrás: MNB

alacsony külső inflációs környezet következtében a globális jelentőségű jegybankok hosszabb ideig fenntarthatják a laza monetáris kondíciókat. Az erősebb külső dezinflációs hatások következtében ebben a forgatókönyvben az **inflációs cél elérése az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók felé mutat.**

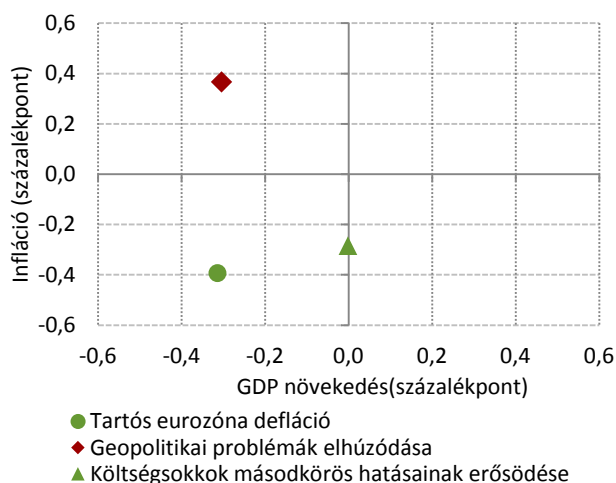
Elhúzódó geopolitikai problémák

Az Oroszország és Ukrajna között fennálló, már több mint egy éve tartó konfliktus következtében számottevően romlott a két ország növekedési kilátása. A jelentős nemzetközi erőfeszítések ellenére a **békefolyamat törékeny** és időről időre megszakad, így a **konfliktus gyors rendezésének kicsi a valószínűsége**. Az elhúzódó feszültség az érvényben maradó kétoldalú gazdasági szankciók, valamint a visszaeső orosz és ukrán keresleten keresztül negatívan befolyásolják az uniós növekedési kilátásokat, ami **külső keresletünkre nézve érdemi lefelé mutató kockázatot jelent**, továbbá a **konfliktus felerősödése kockázati prémiumunk jelentős megemelkedését okozhatja.**

Emellett az elmúlt időszakban **megemelkedett Görögország eurozónából való távozásának (Grexit) a kockázata**. A reálgazdasági kapcsolatok Görögországgal a kelet-közép-európai régióban nem jelentősek, így egy esetleges Grexitnek, amennyiben az rendezett módon megy végbe, nem lenne jelentős közvetlen hatása. **Az EMU egységének megbomlása esetén azonban érdemi negatív pénz- és tőkepiaci hatásai lehetnek Görögország eurozónából való távozásának.** Hazánk folyamataira leginkább a kockázati prémiumon keresztül hathat az esetleges Grexit, reálgazdasági hatások csak kismértékben jelentkeznek a külső keresleten keresztül.

Ebben a forgatókönyvben azt feltételezzük, hogy az említett geopolitikai problémák a befektetői hangulat romlását és kockázati prémiumunk jelentős megugrását okozzák. Ez az alappályához képest nagyobb forrásköltségeket eredményez, ami a banki hitelezést is visszafogja, ezért vállalati és lakossági oldalon egyaránt szigorodnak a hitelezési feltételek. A kockázati prémium emelkedése miatt számottevően gyengül az árfolyam, ami erősíti az inflációs nyomást. **A kockázati pálya emellett lefelé mutató kockázatot jelent külső keresletünk és exportunk alakulására nézve.** Összességében a hazai exportra az árfolyam alakulásánál nagyobb hatást fejt ki a külső kereslet visszaesése, így romlanak a hazai növekedési kilátások. **Ebben az alternatív forgatókönyvben az előrejelzési horizonton az inflációs cél elérését szigorúbb monetáris politika biztosítja.**

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 pálya az alappályánál szigorúbb, a zöld színnel jelzett pályák lazább monetáris politikai kondíciókkal konzisztensek.

Forrás: MNB

Költségsokkok másodkörös hatásainak erősödése

Az elmúlt időszakban megfigyelt **jelentős mértékű, lefelé mutató költségsokkok nagymértékben hozzájárultak a jelenlegi alacsony inflációs környezet kialakulásához**. 2015 februárjában az infláció -1,0 százalék volt, így a fogyasztóiár-index immár fél éve tartózkodik negatív tartományban és előretételezve is számíthatunk még negatív inflációs értékekre. A defláló és nem defláló termékek arányát tekintve a fogyasztóiár-indexben elmondható, hogy **a regulált, valamint a költségérzékeny termékek esetében nőtt a negatív árindexű termékek aránya**, a keresletérzékeny termékek árdinamikája azonban egyelőre nem utal deflációra (bővebben lásd 6.2. fejezet). Ugyanakkor, bár a keresletérzékeny árazású termékkörben nem tapasztalható defláció, az inflációs céllal konzisztens ütemnél huzamosabb ideje alacsonyabb az árak dinamikája.

A jövőbeli inflációs folyamatok szempontjából alapvető jelentőséggel bír, hogy az inflációs várakozások a jegybank inflációs céljával konzisztensen alakulnak-e. **Amennyiben a várakozások gyengén horgonyoztak, akkor az inflációs cél elveszítheti orientációs erejét, így az alacsony infláció hatása tartós lehet**. Hazánk esetében a lakossági inflációs várakozások az elmúlt időszakban fokozatosan csökkentek, majd némileg az inflációs cél alatt, de annak közelében stabilizálódtak. Az elmúlt években tapasztalt cél alatti infláció és a jelenlegi mérsékelt inflációs környezet következtében előfordulhat, hogy tovább csökkennek a várakozások, és az **árazási, illetve bérezési döntések nem lesznek összhangban az inflációs céllal**.

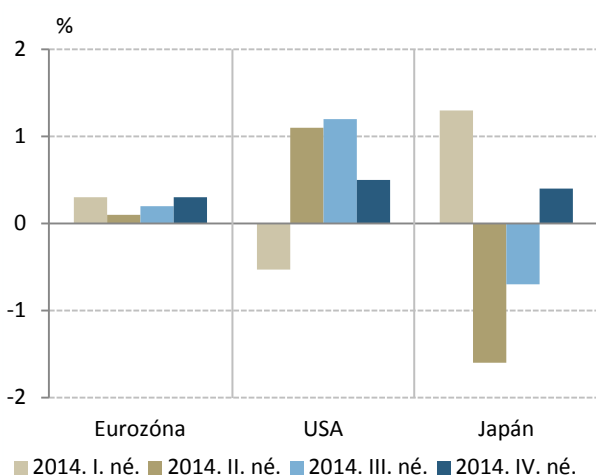
A fentieket figyelembe véve **ebben a kockázati pályában azzal számolunk, hogy az inflációs várakozások elszakadnak a jegybank inflációs céljától, így a költségsokkok másodkörös hatásai felerősödhetnek**. Ebben az esetben az inflációs alapfolyamatok tartósan elmaradhatnak az inflációs céllal konzisztensnek tekinthető szinttől. Az inflációs várakozások tartós elszakadása a jegybank céljától azt eredményezi, hogy a **nominális bérdinamika is érdemben alacsonyabb pályára kerül**. Mindez középtávon is alacsonyabb inflációt eredményez, ami **az alappályában feltételezetténél lazább monetáris kondíciókat tesz szükségessé az időszak során**.

3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

3.1. Nemzetközi környezet

A világgazdaság növekedés 2014-15 fordulóján ismét javulás jeleit mutatta. A csökkenő olajárak és a javuló munkapiaci kondíciók pozitív hatásai már megjelenhettek az év eleji fogyasztási indikátorokban. Az euroövezetben a negyedik negyedéves növekedés meghaladta a várakozásokat, az amerikai gazdaság bővülése pedig továbbra is dinamikus. A kínai gazdaság növekedése lassult ugyan, de továbbra is érdemben támogatja a világgazdasági növekedést. Az olajárak további jelentős csökkenésével és a visszafogott kereslettel összhangban a globális inflációs folyamatok mérsékelten alakultak. A legtöbb országban az inflációs és kapacitáskihasználtsági folyamatok a laza monetáris kondíciók fenntartásának, egyes országokban további lazításának az irányába mutatnak.

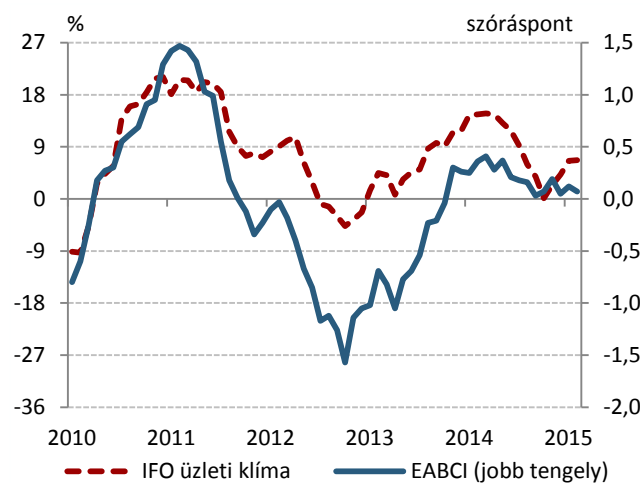
3-1. ábra: Negyedéves GDP növekedés a fejlett gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított negyedéves változás.

Forrás: OECD

3-2. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása



Forrás: Európai Bizottság, IFO

3.1.1. Globális konjunkturális folyamatok

A világgazdaság növekedési kilátásai javultak az elmúlt hónapokban. Az euroövezetben 2014 utolsó negyedévében mérsékelt növekedési ütem volt megfigyelhető. A bővülés mértéke ugyanakkor meghaladta mind a várakozásokat, mind a korábbi negyedévekben tapasztalt dinamikát. Az Egyesült Államok gazdasága változatlanul dinamikus ütemben bővült. Előretekintve fő felvevőpiacaink növekedését támogathatják a csökkenő olajárak, illetve az EKB mennyiségi lazítási programja, ugyanakkor ezek hatását tompíthatják az orosz-ukrán konfliktus kedvezőtlen következményei.

A negyedik negyedéves adatok alapján az eurozóna gazdasága mérsékelt ütemben bővült (0,3 százalékkal az előző negyedévhez képest, 3-1. ábra). A várakozásokat kismértékben meghaladó teljesítményt részben az erőteljesen javuló német növekedés magyarázza, de más jelentős gazdaságok növekedése is a vártnál élénkebb volt. A legfontosabb külkereskedelmi partnerünknek számító Németország 0,7 százalékkal bővült az előző negyedévhez képest, ami elsősorban a gyorsuló háztartási fogyasztásnak és beruházási aktivitásnak volt köszönhető. Ezzel szemben Franciaország az elmúlt negyedévek javuló tendenciáját követően csak stagnált a negyedik negyedévben.

A perifériaországok közül a negyedik negyedévben előzetes adatok alapján Spanyolország (0,7 százalék) és Portugália (0,5 százalék) bővült jelentősebben az előző negyedévhez képest. Görögország jelentősen veszített a növekedési lendületéből a harmadik negyedévhez viszonyítva, míg Olaszország stagnált.

Az eurozóna belső keresletének élénkülését a fokozatosan javuló munkapiaci kondíciók mellett a csökkenő olajár és az EKB eszközvásárlási programjának kibővítése révén mérséklődő finanszírozási költségek is támogathatják 2015-ben. Az euroövezet munkanélküliségi rátája december óta csökkenő tendenciát mutat. A januári 11,2 százalékos szint a legalacsonyabb 2012 áprilisa óta. Az EKB januári hitelezési felmérése a hitelkondíciók további

enyhülését jelzi, a magországon kívül egyes perifériaországokban is.

Az előretekintő indikátorok pozitív teljesítményt vetítenek előre az eurozónában (3-2. ábra). Az üzleti bizalom az Európai Bizottság felmérése szerint az euroövezetben 2014 vége óta összességében stabil, kissé átlag feletti szinten áll. Az Ifo indikátor alapján a német gazdaság kilátásai december óta javultak, ami az ipari termelési adatokban is tükröződik. **Az alacsony olajár kedvező hatásai már az év eleji kiskereskedelmi adatokban is tükröződhetnek.** 2015 januárjában az eurozónában a kiskereskedelmi forgalom 1,1 százalékkal bővült az előző hónaphoz képest, és 3,7 százalékkal nőtt 2014 januárjához képest.

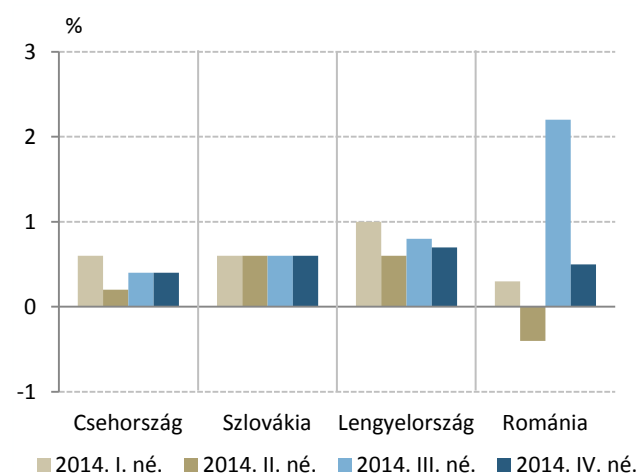
Az eurozónán kívüli európai országok közül az **Egyesült Királyságban folytatódott a növekedés, negyedéves alapon 0,5 százalékkal bővült a bruttó hozzáadott érték.**

A kelet-közép-európai régió növekedése némileg lassult az előző negyedévekhez képest (3-3. ábra). Magyarország 0,9 százalékos negyedéves növekedési ütemével meghaladta a régió többi országának bővülését. A régióban a cseh gazdaság teljesített a leggyengébben, ahol a harmadik negyedévben mért 0,4 százalékos szinten maradt a negyedéves növekedési ütem. Szlovákiában stabil maradt a gazdasági növekedés 2014 során.

Az Egyesült Államokban a gazdasági növekedés üteme a második és a harmadik negyedévet követően némileg veszített lendületéből, de a 2,2 százalékos bővülés továbbra is dinamikusnak tekinthető. A korábbi negyedévekben a védelmi kiadások bővítése miatt vártnál magasabb kormányzati vásárlások jelentősen hozzájárultak a növekedéshez, azonban az év utolsó negyedévében a kormányzati vásárlások mérséklődése negatívan hatott a növekedésre. Az olajárcsökkenés az olajipar beruházási aktivitásának lassulásán keresztül csökkentette a GDP-t. Elsősorban a fogyasztás erőteljes élénkülése járulhatott hozzá a negyedik negyedévi gazdasági növekedéshez. Várakozások szerint idővel az alacsony olajár rendelkezésre álló jövedelemre gyakorolt pozitív hatása tovább fokozhatja a lakossági fogyasztás dinamikáját. A nettó export az erős dollár árfolyam hatására bővülő import miatt csökkent. A munkanélküliség esetében csökkenő tendencia látható, 2015 februárjában 5,5 százalék volt a munkanélküliségi ráta. Az új munkahelyek számának havi bővülése februárban meghaladta a januári értéket (3-4. ábra).

Japán gazdasági teljesítménye 2014 végén ismét javult. A GDP a tavaly áprilisi áfa-emelést követően jelentősen visszaesett, de az utolsó negyedévben már emelkedett a

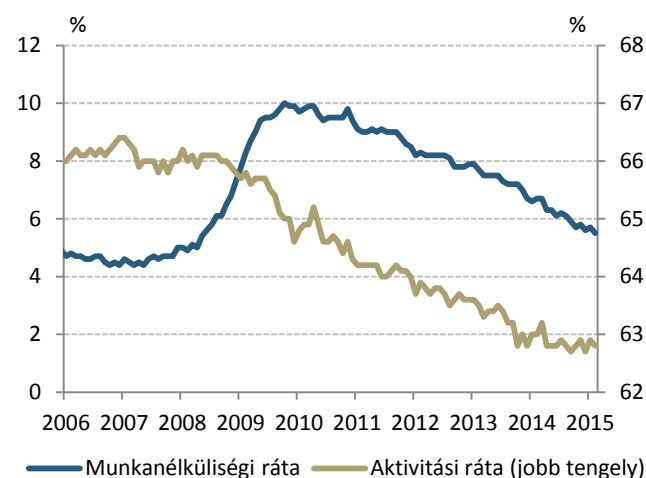
3-3. ábra: Negyedéves GDP növekedés a kelet-közép-európai országokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok

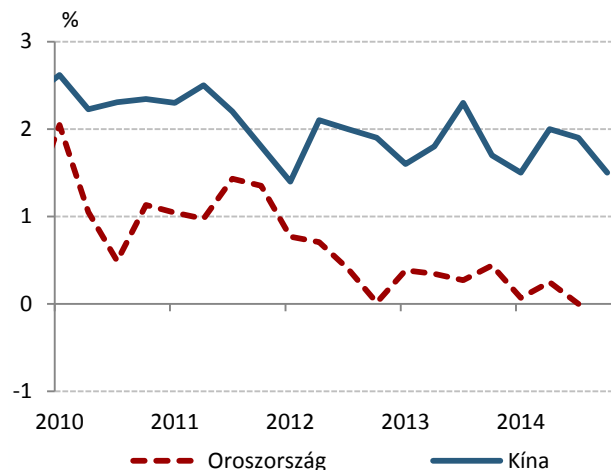
Forrás: Eurostat, Institutul National de Statistica

3-4. ábra: Munkanélküliségi és aktivitási ráta az USA-ban



Forrás: Bureau of Labor Statistics (BLS)

3-5. ábra: Negyedéves GDP növekedés Kínában és Oroszországban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

GDP szintje. A fogyasztás, a beruházás és az export is bővülni tudott negyedéves alapon.

A főbb feltörekvő gazdaságok közül Kínában 2014 utolsó negyedében a harmadik negyedével megegyező (7,3 százalék) volt a gazdaság növekedési üteme (3-5. ábra). 2014-ben a növekedés felét a fogyasztás bővülése magyarázta. Míg az állóeszköz beruházások mérsékelt ütemben, addig az infrastrukturális beruházások érdemben bővültek a tavalyi évben. A kínai kormány a tavalyi 7,5 százalék helyett idén 7 százalék körüli gazdasági növekedést tervez.

Az orosz gazdaság teljesítménye 2014 novemberében körülbelül fél százalékkal esett vissza az előző év azonos időszakához képest. Az év végén az ipari termelés gyenge maradt, a feldolgozóipari beszerzési menedzser index értéke a decemberi 48,9-ről januárra 46,7-re mérséklődött. Előretekintve az alacsony olajár miatt visszaeső exportbevételek és beruházások, valamint a nyugati szankciók tovább ronthatják a növekedési kilátásokat. Ezzel összhangban 2015-re az elemzői várakozások jelentős, 5 százalék körüli visszaesést valószínűsítene.

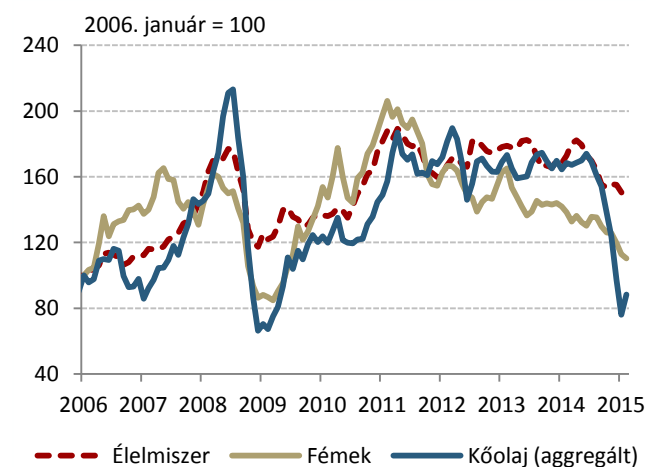
3.1.2. Globális inflációs folyamatok

A nyersanyagárak jelentős mértékben tovább csökkentek, az olajár február második felében 60 dollár körül stabilizálódott, majd március elején 50 dollár körüli szintre mérséklődött. (3-6. ábra). A Brent kőolaj világgpiaci ára a novemberi 75 dollár körüli hordónkénti árról január közepére 45 dollárra csökkent, majd január második felétől kezdve február közepére 60 dollárig emelkedett vissza, amit márciusban újabb csökkenés követett. Az olajár emelkedésében szerepet játszott az amerikai palaolaj fúrótornyok számának csökkenése, valamint a dollár erősödése. Ám a működő palaolaj kutak kitermelése egyelőre stabil maradt, így az olajpiaci túlkínálat az utóbbi hónapokban is fennmaradt.

Az ipari nyersanyagok ára összességében mérséklődött a negyedik negyedévben, ami 2015 elején is tovább folytatódott. A fémek világgpiaci áraiban augusztus óta jelentős csökkenés figyelhető meg, januárban 5,7 százalékkal estek vissza az árak előző év azonos időszakához képest, ami a mérsékeltebb keresleti kilátásokhoz köthető, főleg Kínában. A mezőgazdasági árak csökkenése is folytatódott az elmúlt hónapokban, ami a kiemelkedő terméseredményekkel magyarázható.

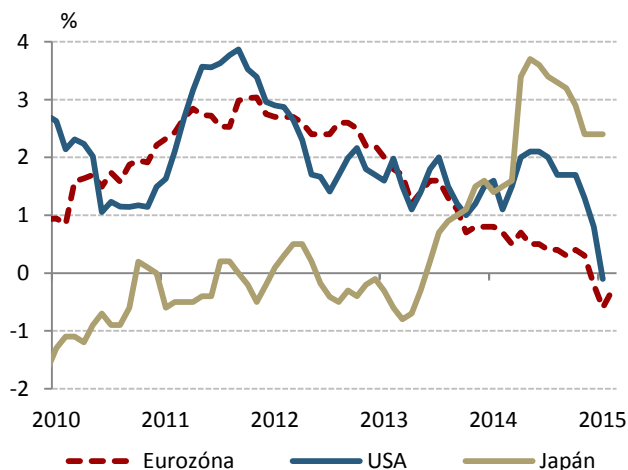
A fejlett országokban jellemzően továbbra is cél alatt alakult a fogyasztói árak emelkedésének üteme (3-7. ábra). A fejlett országokat negatív kibocsátási rés jellemzi,

3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (USD-ben)



Forrás: IMF

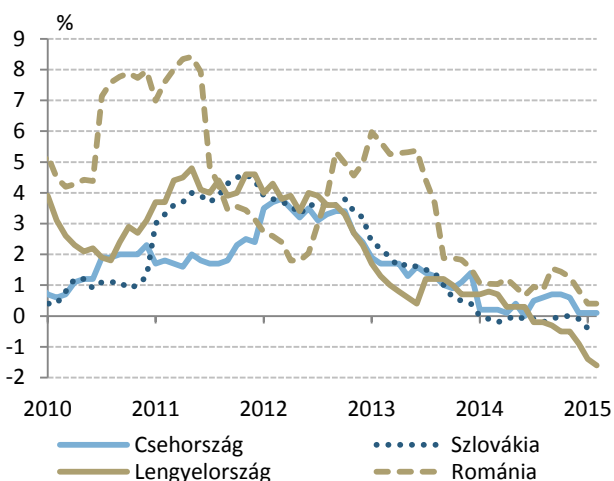
3-7. ábra: Infláció a fejlett gazdaságokban



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: OECD

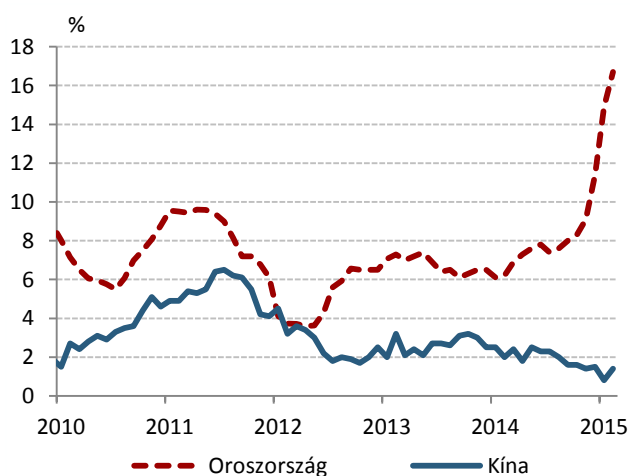
3-8. ábra: Infláció a kelet-közép-európai országokban



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: OECD, Eurostat

3-9. ábra: Infláció Kínában és Oroszországban



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: OECD

emiatt a reálgazdasági környezet dezinflációs hatású. Mivel a nyersanyagárak tovább mérséklődtek, ezért költségoldalról sincs inflációs nyomás. Az Egyesült Államokban a fogyasztóiár-index az olajárak mérséklődésének hatására januárra -0,1 százalékgig csökkent. Az árstabilitási mandátum szempontjából releváns, személyes fogyasztási kiadásokból számított áremelkedés (PCE) szintén csökkent. Az euroövezetben tovább csökkent a fogyasztóiár-index, ami főként az energiaárak csökkenéséhez és a gyenge belső kereslethez köthető. Februárban az infláció negatív tartományban maradt. A magországi inflációja az elmúlt hónapokban tovább mérséklődött és a perifériaországokhoz hasonlóan az év elején már negatív tartományban tartózkodott. Japánban az infláció 2014 novembere és 2015 januárja között 2,4 százalékos szinten stabilizálódott, miközben az indirekt adóktól szűrt maginfláció a decemberi 0,5 százalékról januárra 0,2 százalékra mérséklődött. Az Egyesült Királyságban az infláció november óta folyamatosan csökkenve januárra rekord alacsony, 0,3 százalékos értékre esett. A negatív tendencia mögött elsősorban az energiaárak hatása húzódik meg.

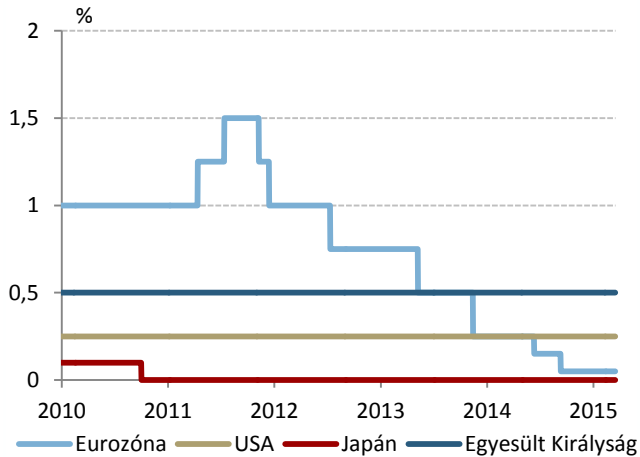
A kelet-közép-európai régióban továbbra is alacsony, cél alatti infláció figyelhető meg (3-8. ábra). Az infláció mérséklődéséhez elsősorban a maginfláción kívüli tételek fogyasztói árának csökkenése járult hozzá, míg a maginfláció összességében stabilan, alacsony szinten alakult. Csehországban 2015 első két hónapjában 0,1 százalékon stabilizálódott az infláció. A régió országaiban Csehország és Románia kivételével negatív tartományban tartózkodott az éves infláció februárban. Az elmúlt hónapokban Szlovákiában és Lengyelországban is a fogyasztóiár-index további csökkenése volt megfigyelhető. A régióban változatlanul Romániában a legmagasabb az infláció.

A nagyobb feltörekvő országok közül **Kínában továbbra is mérsékelt az árak emelkedésének üteme**, az infláció az októberi 1,5 százalékról januárra 0,8 százalékra csökkent, majd februárban 1,4 százalékra gyorsult. **Oroszországban ezzel szemben az októberi 8,3 százalékról folyamatos emelkedést követően februárra 13 éves csúcspontjára, 16,7 százalékra gyorsult az infláció**, amely elsősorban a gyengülő rubel árfolyam importárakba való begyűjtésének köszönhető (3-9. ábra).

3.1.3. Monetáris politika és pénzügyi piaci folyamatok

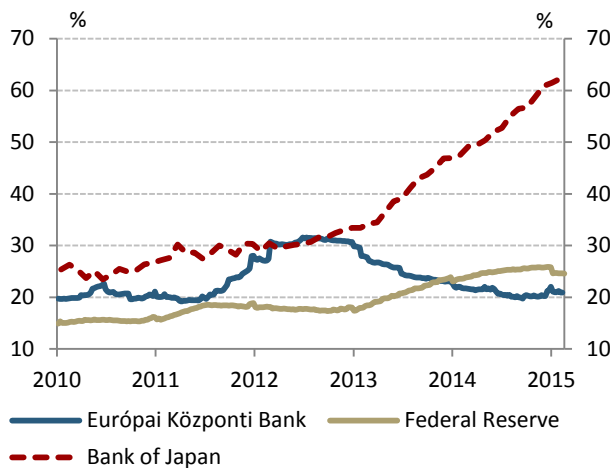
Az infláció további mérséklődése miatt számos jegybank tovább lazított a monetáris kondícióin az elmúlt hónapokban (3-10. ábra). Amíg a Fed és a Bank of England esetében továbbra is a kamatemelés megfelelő

3-10. ábra: A fejlett gazdaságok alapkamatainak alakulása



Forrás: Központi bankok adatbázisa

3-11. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban (a GDP arányában)



Forrás: Központi bankok adatbázisa, IMF, Eurostat

időzítésének és mértékének előkészítése folyik, addig az EKB a gazdasági növekedés élénkítése és a jegybanki inflációs cél elérése érdekében márciustól állampapírokkal kibővített eszközvásárlási programot indított el. Az EKB mellett a svéd jegybank is a mennyiségi lazítás mellett döntött februárban a tartósan cél alá csökkenő inflációs kilátások ellensúlyozására. Egyes országokban előretekintve elképzelhető további monetáris lazítás. Kanadában, Svédországban és Norvégiában továbbra is jelen vannak a háztartások eladósodottságához, illetve az ingatlanpiachoz kötődő kockázatok. Mindez a makroprudenciális eszköztár kiterjedtebb alkalmazását indokolhatja.

A Fed az elmúlt hónapokban nem változtatott az irányadó rátáján, illetve az eszközvásárlások októberi leállítását követően nem jelentett be újabb intézkedést. A döntéshozók az előretekintő iránymutatást konzisztensnek ítélik a korábbi jelzéssel, ami szerint a 0 közeli alapkamat emeléséhez óvatosan közelítenek majd, különösen, ha az infláció a 2 százalékos hosszú távú cél alatt marad. A jelenlegi kommunikáció szerint a Fed egyelőre kivár az irányadó kamat emelésével, és a kamatszint várhatóan azután is el fog maradni a hosszabb távon várt szinttől, hogy a foglalkoztatás és az infláció a kettős mandátummal összhangban alakul. A legutóbbi ülésen elhangzottak, valamint a kongresszusi meghallgatás alapján az emelés előtt jelezni fog a Fed a piacok számára.

Az EKB érvényben hagyta előretekintő iránymutatását, ami szerint az irányadó ráta hosszabb ideig a jelenlegi szinten maradhat, ugyanakkor januárban úgy értékelte, hogy további nem szokványos eszközre is szükség van ahhoz, hogy a jegybanki horizonton az inflációt és az inflációs várakozásokat a cél közelébe emelhesse. Ezért bejelentette, hogy az értékpapír-vásárlási programot az állampapírokra is kiterjeszti. A program értelmében márciustól havonta összesen 60 milliárd euro értékű értékpapírt vásárol az EKB (3-11. ábra). A döntést az indokolta, hogy a bejövő tényadatok a nagyon alacsony, negatív ártrendet erősítették és a várakozások lefelé eltávolodtak a céltól. Emellett csökkentették a TLTRO program keretében nyújtott hitelek kamatát is. Az EKB által bejelentett intézkedések nyomán az euro árfolyama gyengült a dollárhoz képest (3-12. ábra).

A Bank of England fenntartotta a munkanélküliségi küszöbérték elérése miatt módosított iránymutatását. Ebben hangsúlyozzák, hogy kamatemelésre várhatóan csak fokozatosan kerülhet sor, és annak időzítése, mértéke és folyamatossága a gazdasági kondícióktól és több, főként a kapacitáskihasználtsághoz és a munkaerőpiachoz kötődő indikátor alakulásától függ majd. A piaci várakozások

3-12. ábra: Az euro dollárral szembeni árfolyamának alakulása



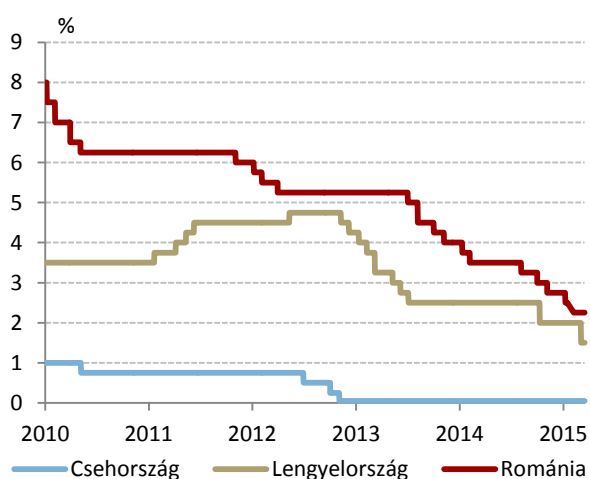
Megjegyzés: * 2015. márciusi Consensus várakozás. A nagyobb érték az euro felértékelődését jelzi.

Forrás: EKB, Consensus Economics

alapján a Bank of England első kamatemelésének várható ideje 2015 őszére tolódott, tekintettel a céltól számottevően elmaradó inflációra és az EKB időközben bejelentett mennyiségi lazítására.

A feltörekvő országok jegybankjai közül a kínai jegybank a kínai gazdaság lassulására reagálva januárban úgy döntött, hogy a Medium-term Lending Facility (MLF) program keretében újabb, 50 milliárd jüan (8,1 milliárd dollár) értékű likviditást nyújt a pénzügyi rendszernek, hogy ösztönözze a gazdasági növekedést. A kínai jegybank az elmúlt fél évben több alkalommal is nyújtott forrást a bankrendszernek. Emellett február elején a jegybank a kötelező tartalékráta 50 bázispontos csökkentése mellett döntött, valamint további hitelösztönző lépéseket jelentett be. Az orosz árfolyamsáv eltörlése után, december első felében több mint 30 százalékkal értékelődött le a rubel a dollárral szemben, amire az orosz jegybank két lépésben, összesen 750 bázispontos kamatemeléssel és további, jelentős mértékű devizapiaci intervencióval reagált. A jegybank emellett egyéb devizalikviditást növelő eszközöket is alkalmazott a kialakult pénzpiaci turbulencia kezelésére. Ezt követően a jegybank az előretéketve jelentős mértékű recessziós kockázatokra hivatkozva január végén váratlanul 200 bázisponttal 15 százalékra csökkentette az alapkamatot, amit márciusban újabb 100 bázispontos csökkentés követett.

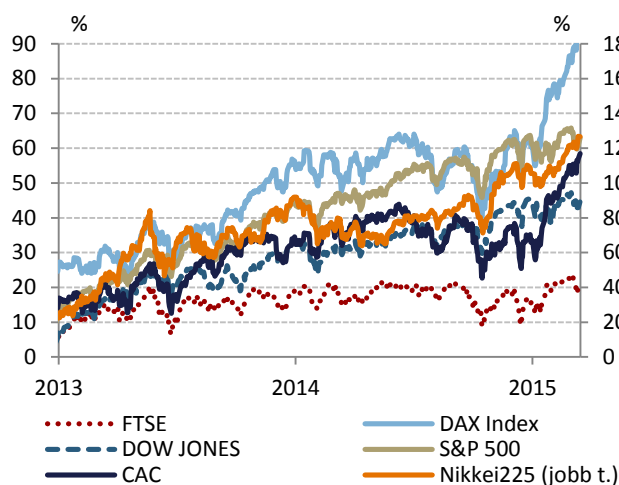
3-13. ábra: A kelet-közép-európai országok alapkamatainak alakulása



Forrás: Központi bankok adatbázisa

A kelet-közép-európai régió jegybankjai szintén fenntartották a laza monetáris kondíciókat (3-13. ábra). Az októberi, 50 bázispontos csökkentést követően a lengyel döntéshozó testület márciusi ülésen a márciusi inflációs jelentés előrejelzését figyelembe véve, a defláció elhúzódása és a cél alatti infláció növekedésének kockázata miatt az alapkamatot 50 bázisponttal 1,5 százalékra csökkentette. Egyúttal jelezték, hogy ez a vágás egyben a lazítási ciklus végét is jelenti. A román jegybank két lépésben 2,75 százalékról 2,25 százalékra csökkentette az alapkamatot a vártnál mérsékeltebb inflációs folyamatokra hivatkozva. Az elmúlt időszakban tapasztalt mérsékelt inflációs nyomás elsősorban az alacsony olajáraknak, a mérsékelt importált inflációnak, a továbbra is negatív kibocsátási résnek, valamint az inflációs várakozások fokozatos mérséklődésének tulajdonítható. A cseh jegybank változatlan szinten, 0,05 százalékon tartotta alapkamatát az elmúlt hónapokban, illetve jelezte, hogy az árfolyamszint melletti elköteleződés a korábban jelzettnél tovább, előreláthatóan legalább 2016 második feléig fennmaradhat a monetáris kondíciók lazán tartása érdekében. A döntéshozók jelezték, hogy készen állnak az árfolyamküszöb módosítására, amennyiben a defláció

3-14. ábra: Főbb tőzsdeindexek



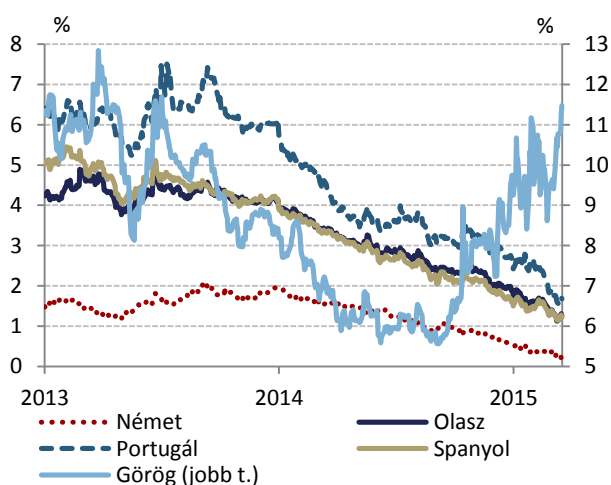
Megjegyzés: 2012. január 1 = 0.

Forrás: Bloomberg

tartós jeleit lehet tapasztalni a cseh gazdaságban, ami a belső kereslet mérséklődésével, az inflációs várakozások csökkenésével és a defláció kockázatával fenyeget.

Az elmúlt időszakban összességében kedvezően alakult a globális piaci hangulat, noha december közepén a leginkább az olajáreséshez köthető rubelválság, januárban pedig több tényező (svájci jegybank lépése, EKB bejelentése az eszközvásárlási programjának kibővítéséről, görög válság, orosz-ukrán konfliktus) is hozzájárult az eszközárak volatilitásához. Februárban alapvetően kedvezően alakult a hangulat, amit támogattak a fejlett és feltörekvő jegybanki lazító intézkedések, valamint Európában a vártnál enyhén kedvezőbb makroadatokat is (GDP, PMI). A tőzsdeindexek közül főként az európai indexek teljesítménye emelkedett ki, de a többi régió is pozitív képet mutatott (3-14. ábra). A hosszú hozamok Európában érdemben csökkentek, főként az EKB eszközvásárlási program bejelentésének hatására, amely a kelet-közép-európai régióra is érdemi hozamcsökkentő és árfolyamerősítő hatással volt, az euro pedig szinte minden devizához képest leértékelődött.

3-15. ábra: A 10 éves periféria és német államkötvény hozamok



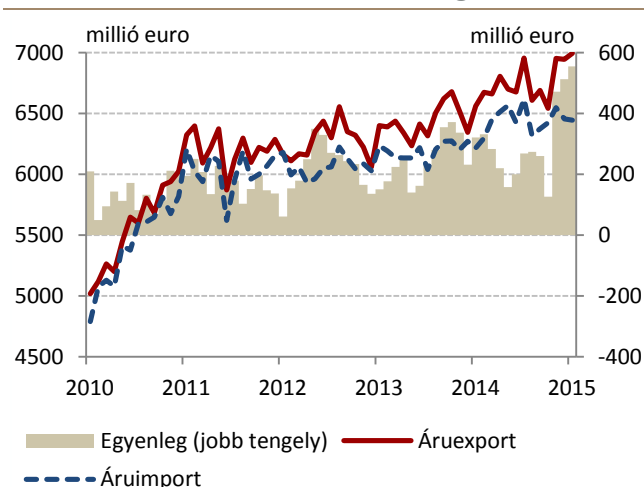
Forrás: Bloomberg

Az elmúlt negyedévben kiugró volatilitást mutattak a görög választások és annak lehetséges következményei miatt a görög eszközárak (3-15. ábra). Az eurozóna periféria országainak 10 éves hozamai – melyek közül a spanyol és az olasz hozamok felárai a német hozamokhoz képest 2010 óta először csökkentek 100 bázispont alá –, CDS-felárai a korábbiakkal (2012-es eurozóna válság) ellentétben nem mutattak jelentős együttmozgást a görög eszközökkel. Ennek egyik fő oka az EKB eszközvásárlási programjával kapcsolatos várakozás, majd annak január 22-i bejelentése volt. Emellett az eurozóna intézményi hátterének pozitív változásai, a bankok jobb kapitalizációja, valamint a gyenge euro és az alacsony olajár eredményeként javuló gazdasági kilátások is mérséklik a kedvezőtlen hatásokat.

3.2. Aggregált kereslet

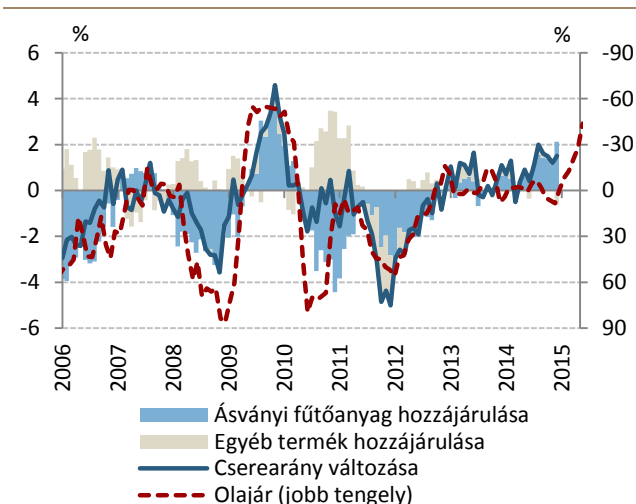
2014-ben 3,6 százalékkal bővült a bruttó hazai termék. A növekedést a belső kereslet vezérelte, főként a beruházások bővültek kiemelkedő mértékben. A nettó export hozzájárulása az év egészét tekintve negatív volt. A negyedik negyedévben élénk maradt a növekedés dinamikája, 3,4 százalékkal bővült a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az év végére a beruházások dinamikája lassult, míg a nettó export növekedési hozzájárulása ismét pozitívvá vált.

3-16. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom alakulása



Forrás: KSH

3-17. ábra: Az áruforgalmi cserearány és az olajár alakulása



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

Forrás: IMF, KSH

2014-ben 3,6 százalékkal bővült a bruttó hazai termék, ami a második leggyorsabb növekedési ütem volt az Európai Unióban. A növekedést alapvetően a belföldi kereslet vezérelte, kimagasló volt a beruházások dinamikája. A negyedik negyedévben is élénk maradt a növekedés, ám ennek szerkezete változott. A beruházások dinamikája mérséklődött, miközben a nettó export hozzájárulása emelkedett (1-8. ábra).

3.2.1. Külkereskedelem

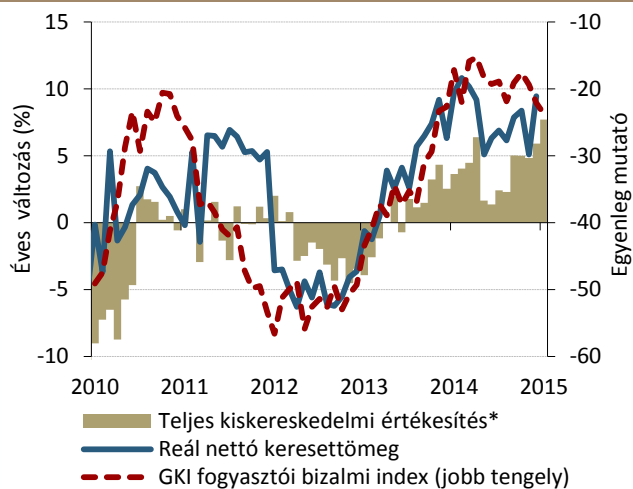
A nettó export volumene a negyedik negyedévben újra növekedésnek indult. Ehhez az export élénkülése és az import dinamikájának lassulása is hozzájárult. Az áru- és szolgáltatásexport egyaránt növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az áruexport emelkedését elsősorban a hazai járműgyártás termelésének növekedése magyarázta (3-16. ábra), míg a szolgáltatásexport bővülése elsősorban a turisztikai kereslet élénküléséhez volt köthető. Emellett a szállítási és az egyéb üzleti szolgáltatások is hozzájárultak a szolgáltatásexport növekedéséhez. Az importdinamika mérséklődéséhez hozzájárult a magas importtartalmú beruházás és készletfelhalmozás lassulása 2014 negyedik negyedévében. Az előzetes adatok alapján 2015 januárjában tovább emelkedett az áruexport szintje, és folytatódott az áruforgalmi többlet emelkedése.

A külkereskedelmi többlet növekedését a cserearány további javulása is támogatta 2014 negyedik negyedévében (3-17. ábra). Mivel Magyarország nettó energiainportja számottevő mértékű, ezért a cserearány alakulásában meghatározó szerepet játszik az energiahordozók világpiacon áralakulása. Az olajárak érdemi csökkenése 2015 első felében a cserearány további számottevő javulását vetíti előre. Ennek első jelei már a 2014. decemberi külkereskedelmi árindexekben megfigyelhetők voltak.

3.2.2. Lakossági fogyasztás

A háztartások fogyasztási kiadása fokozatosan bővült 2014 során, amelyet elsősorban a javuló munkapiaci helyzet és az alacsony infláció mellett dinamikus növekvő reálkeresetek magyaráztak (3-18. ábra). **A fogyasztás növekedése a negyedik negyedévben is folytatódott**, és a kiskereskedelmi forgalom élénk januári

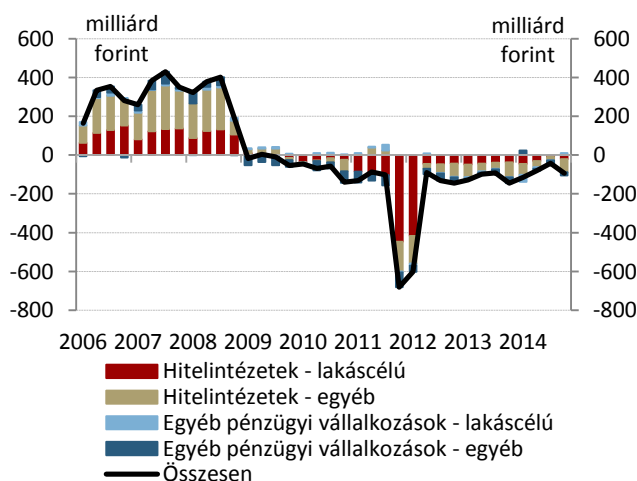
3-18. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



Megjegyzés: *2015. januári előzetes adat alapján

Forrás: GKI, KSH

3-19. ábra: A háztartási szektor belföldi hiteleinek tranzakciói hitelcél szerint



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

Forrás: MNB

bővülése alapján 2015 elején tovább gyorsulhatott.

A megtakarítási ráta továbbra is magas, azonban az óvatossági célú megtakarítások fokozatosan oldódhatnak. Ezt támogatja a munkanélküliség csökkenése, valamint a lakossági devizahitelek forintosítása révén csökkenő árfolyamkockázat. Ezeket némileg tompíthatta a svájci frank árfolyamának erősödése az autóhitelesek körében. Az élénkülő fogyasztási szándékot jelezheti a fogyasztói bizalmi index magas szintje, ami 2015. év elején is így maradt.

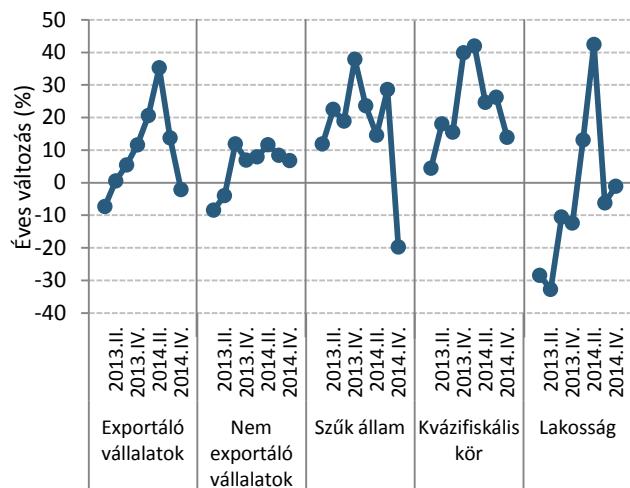
A háztartások nettó pénzügyi vagyonának bővülése a negyedik negyedévben is folytatódott. A jövedeleमारányos pénzügyi vagyon a historikus csúcspól tovább növekedett. A pénzügyi eszközök állománynövekedése mellett a háztartások adósságállománya fokozatosan csökken, **2014 negyedik negyedévében 94 milliárd forinttal mérséklődött a pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hiteleinek állománya** (3-19. ábra). A megfigyelt csökkenés összességében a devizahitelek folytatódó leépüléséből adódik, míg a forinthitelezést alapvetően az új kibocsátások növekvő trendje határozta meg 2014 végén is. A következő negyedévekben a bankokkal történő elszámolás révén érdemben emelkedik a háztartások nettó pénzügyi vagyona, mely támogathatja a fogyasztás további bővülését. Ennek hatását tompíthatja, hogy egyes pénzügyi közvetítők csődjé, illetve a náluk feltárt csalások nyomán csökkenhet a háztartások pénzügyi eszközeinek értéke.

A háztartások hitelkeresletét a szektor heterogenitásából fakadó kettősség jellemzi. Egyrészt a devizaadóssággal rendelkezők viselkedésében továbbra is döntő tényező a folytatódó adóssagleépítés. Másrészt a kevésbé eladósodott háztartások esetében a hitelkereslet élénkülése valószínűsíthető, párhuzamosan a lakáspiaci élénküléssel és a kiskereskedelmi forgalom stabil és emelkedő dinamikájával. Kínálati oldalon a bankok hitelezési feltételei tovább enyhültek a fogyasztási hitelek esetében, míg a lakáscélú termékek feltételei változatlanok maradtak. Továbbá az árjellegű feltételekben kedvező folyamat, hogy az új kibocsátású hitelek átlagos hitelköltsége, de az átlagos hitelfelárak is mérséklődtek a negyedév során.

3.2.3. Magánberuházás

2014-ben érdemben bővültek a beruházások, a beruházási ráta 21,6 százalékra emelkedett. A hazai beruházási aktivitást a kereslet élénkülése, az uniós források gyorsuló ütemű felhasználása, valamint a

3-20. ábra: Szektorális beruházások alakulása



Forrás: KSH

Növekedési Hitelprogram (NHP) támogatásával javuló hitelfeltételek együttesen élénkítették. A negyedik negyedévben a nemzetgazdasági beruházások volumene tovább bővült, azonban a növekedés dinamikája az ágazatok széles körében lassult. A lassulást a feldolgozóipari és az állami szektor mérséklődő beruházásai magyarázzák.

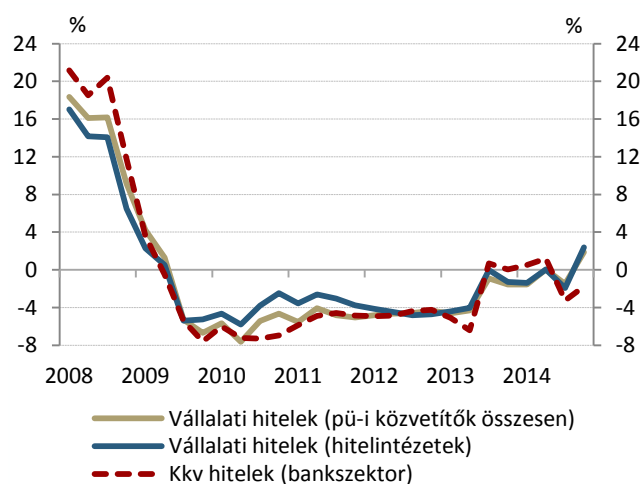
A vállalati kör beruházásait főként a belföldre termelő ágazatok és a kvázifiskális szektor beruházási aktivitása támogatta 2014 negyedik negyedévében (3-20. ábra). A belső piacra termelő vállalatok esetében a kereslet fokozatos növekedése mellett a Növekedési Hitelprogram is támogathatta a beruházások bővülését. A külső piacra termelők enyhe csökkenését elsősorban a járműgyártás és a hozzá tartozó beszállító ágazatok nagy kapacitásbővítő beruházásainak fokozatos kifutása magyarázhatja. A mezőgazdasági beruházások növekedéséhez érdemben hozzájárulhatott az NHP forrásainak felhasználása is.

Az államhoz kötődő ágazatok beruházási aktivitását az EU források 2013-ban gyorsuló felhasználása határozta meg. 2014 végére az EU források lehívása megközelíthette tetőpontját, így az állam beruházásai csökkentek, míg a kvázifiskális szektor beruházásainak növekedési üteme mérséklődött. A kvázifiskális beruházások további bővülésében a folytatódó útépítések, vasútfelújítások mellett a nagyvárosi közlekedési hálózatok fejlesztése játszhatott szerepet.

A háztartások beruházási aktivitása bővült a negyedik negyedévben, azonban szintjében továbbra is jelentősen elmarad a válság előtti átlagától. A lakásberuházásokat a reáljövedelmek emelkedése mellett az alacsony kamatszint is támogathatta. A háztartási beruházások növekedéséhez hozzájárulhattak a válság éveiben elhalasztott, most pótoltt lakásfelújítások. Továbbá számottevően bővültek a mezőgazdasági őstermelők gépvásárlásai, amelyet a Növekedési Hitelprogram forrásaiból is finanszírozhattak.

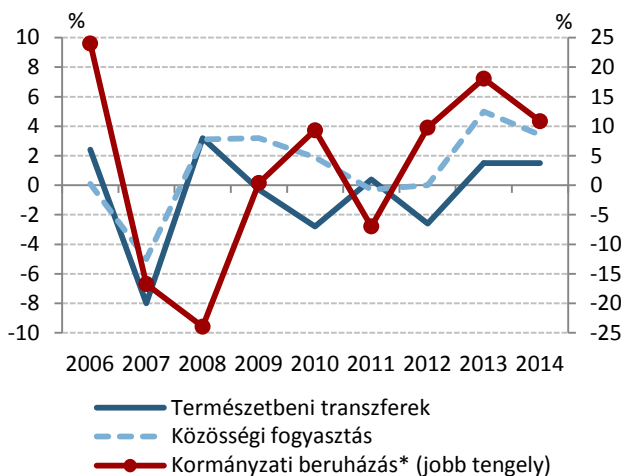
2014 negyedik negyedévében 94 milliárd forinttal bővült a hazai pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelezése. Az új hitelkihelyezések futamidő szerint a hosszabb lejáratok felé tolódtak a vizsgált időszakban. Éves alapon a teljes vállalati hitelállomány összességében 1,9 százalékkal nőtt, míg összetételében a bankszektor kkv hiteleinek tranzakciós alapú állományleépülési üteme 1,8 százalékra lassult (3-21. ábra). A vállalati hitelkeresletet támogathatta egyrészt a NHP kiterjesztése és meghosszabbítása, a javuló konjunkturális kilátások, valamint az NHP-n kívül megvalósult új vállalati hitelek esetében a finanszírozási

3-21. ábra: A teljes vállalati és a kkv szektor hitelállományának éves növekedési üteme



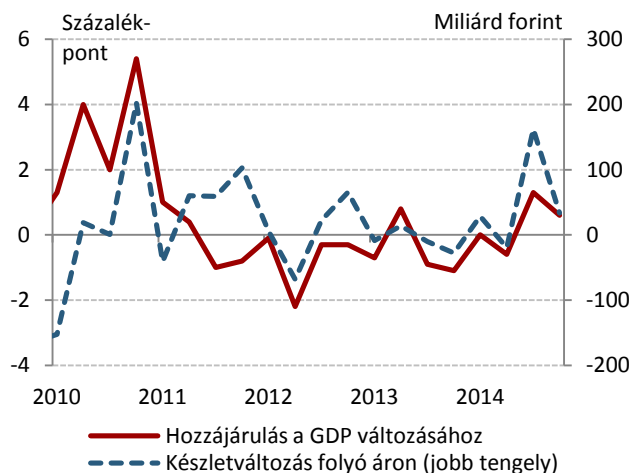
Megjegyzés: A vállalati szektor időszora tranzakciók alapján, míg a kkv időszor 2013 negyedik negyedévtől becsült tranzakciók alapján.

Forrás: MNB

3-22. ábra: A kormányzati fogyasztás és beruházás volumenének éves változása


Megjegyzés: *2014-re MNB becslés.

Forrás: KSH, MNB

3-23. ábra: A készletváltozás és hozzájárulása a GDP változásához


Megjegyzés: Nemzeti számlák szerint.

Forrás: KSH

költségek további mérséklődése. Továbbá a hosszú lejáratú hitelek iránti keresletet támogathatta a belföldi piacra termelő vállalatok beruházási aktivitásának bővülése, melyet a kereslet fokozatos helyreállása és ezen keresztül a vállalatok üzleti kilátásainak javulása vezérelt. Kínálati oldalon a hitelezési felmérésben részt vevő bankok együttese enyhített a hitelfeltételeken, csökkent az új vállalati hitelek kamatszintje és az új eurohitelek felára, de összességében a korábbi széleskörű szigorításokat figyelembe véve a feltételek szintje továbbra is relatíve szigorúnak számított.

3.2.4. Kormányzati kereslet

Az előző negyedévekhez hasonlóan a fiskális politika keresleti hatását kettősség jellemezte. Egyrészt a 2007-2013-as uniós költségvetési ciklus fokozatos kifutásával élénkülő forrásfelhasználás révén az állami szektor beruházási kereslete 2014-ben jelentősen bővült. Ugyanakkor a költségvetési politika továbbra is elkötelezett az alacsony államháztartási hiány fenntartása mellett. A kormányzati transferek folyó áron mért növekedése jellemzően az oktatás és egészségügy ágazatok béremeléséhez kötődött (3-22. ábra).

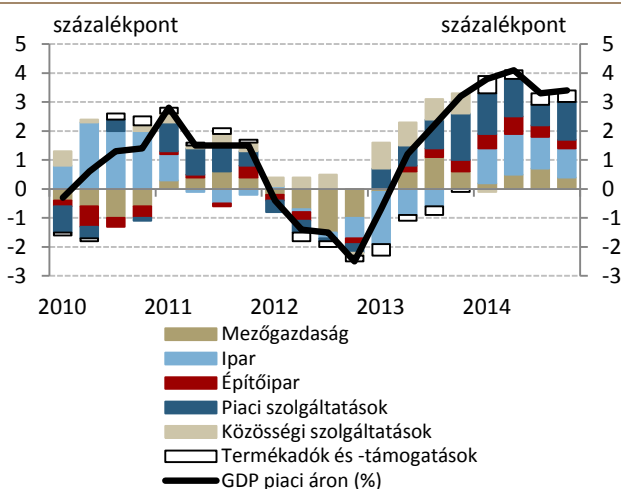
3.2.5. Készletváltozás

A nemzetgazdasági készletek szintje összességében enyhén emelkedett, így továbbra is pozitívan járult hozzá a bruttó hazai termék növekedéséhez a negyedik negyedévben. A saját termelésű termékek körében csökkent a készletállomány, amelyet elsősorban a feldolgozóipar év végi gyárleállításai magyarázhatnak. Azonban ezt meghaladó mértékben nőttek a vásárolt termékek készletei a kereskedelemben és a szolgáltató ágazatokban, ami a kereslet és ezzel együtt a termelés év eleji élénkülésével lehet kapcsolatban (3-23. ábra).

3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

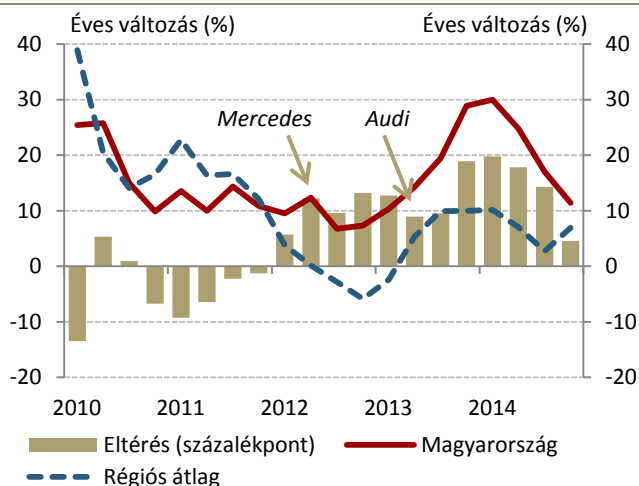
Az élénk gazdasági növekedéshez az ágazatok széles köre hozzájárult 2014-ben. Az ipar növekedését érdemben támogatta az új autóiipari kapacitások termelésének felfutása, míg a belső kereslet élénkülése hozzájárult az építőipar és a szolgáltatások növekedéséhez. A kiemelkedő terméseredményeknek köszönhetően a mezőgazdaság hozzáadott értéke is számottevően nőtt.

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



Forrás: KSH

3-25. ábra: A magyar és a régiós* járműgyártás termelésének változása



Megjegyzés: * Csehország, Lengyelország és Románia kibocsátásának átlaga (Szlovákiára nem állnak rendelkezésre az adatok). Szezonálisan és munkanaphatással kiigazított adatok. Az ábrán jelöltük, hogy az új gyártások mikor kezdték meg termelésüket.

Forrás: Eurostat

2014 negyedik negyedében folytatódott a hazai kibocsátás bővülése, az ágazatok széles körében. A növekedés mértéke meghaladta a decemberi Inflációs jelentés prognózisát (3-24. ábra).

Az ipar hozzáadott értéke mérsékelten nőtt a negyedik negyedévben. A bővülést a feldolgozóipar támogatta, miközben a bányászat és az energetika ágazat teljesítménye visszafogott volt.

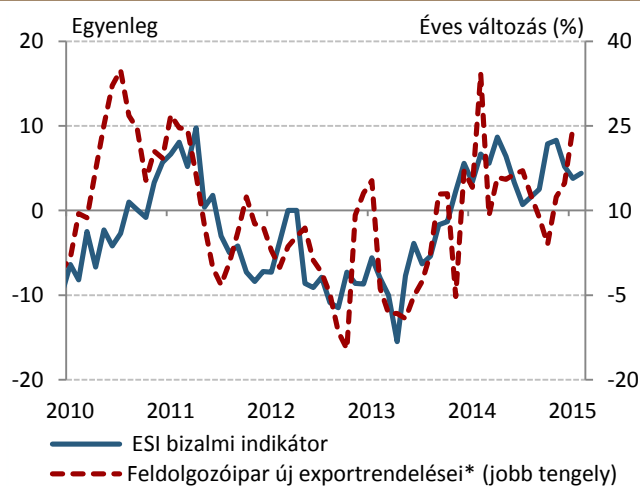
A járműgyártás ágazat meghatározó szerepet játszott az ipar 2014. évi teljesítményében. Az újonnan üzembe álló kapacitásoknak köszönhetően a szektor tavaly több mint 10 százalékponttal gyorsabban bővült, mint a régió többi országában (3-25. ábra). A termelő kapacitások felfutásával az év vége felé fokozatosan mérséklődött a növekedési többlet. Ugyanakkor 2015 elején a Suzuki gyár új modelljének bevezetésével ismét jelentősen élénkülhet a járműipar kibocsátása. A negyedik negyedévben járműgyártás mellett a vegyipar és a gumigyártás támogatta az ipar növekedését, míg a többi ágazat teljesítménye mérséklődött.

Az előretekintő indikátorok javuló kilátásokat jeleznek. A német gazdaság kilátásait tükröző Ifo index értéke fokozatosan javult, a német ipari új megrendelések pedig enyhén emelkedtek az utóbbi hónapokban. A magyar ipar bizalmi indikátorai a historikus átlag feletti szinten alakultak (3-26. ábra). A januári ipari termelési adatok is a növekedés folytatását vetítik előre 2015 első negyedévében. Emellett az ipar új exportrendelése is magas szinten alakultak 2015 januárjában.

Az építőipari termelés bővülése lassult a negyedik negyedévben. Ugyanakkor a szektor kibocsátása még 2015 januárjában is emelkedni tudott. Az építőipar lassulását elsősorban az EU forrásokból finanszírozott állami infrastrukturális beruházások tetőzése magyarázhatja. A csökkenő szerződésállomány és a mérséklődő bizalmi indikátorok a szektor kibocsátásának mérséklődését jelezhetik az idei évben, a 2007-2013-as uniós költségvetési ciklus forrásainak fokozatos kifutásával (3-27. ábra).

A tavalyi évben kiemelkedő volt a mezőgazdaság teljesítménye. 2013-hoz viszonyítva tovább tudott bővülni a kibocsátás. A nemzeti számlák alapján a mezőgazdaság

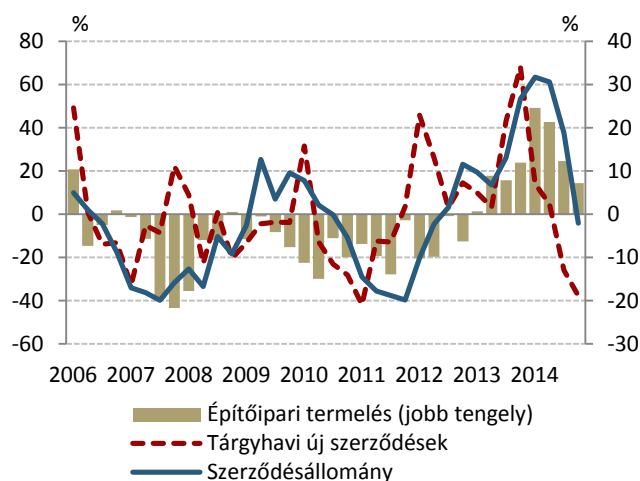
3-26. ábra: Ipari konjunktúraindikátorok alakulása



Megjegyzés: *háromhavi visszatekintő mozgóátlag.

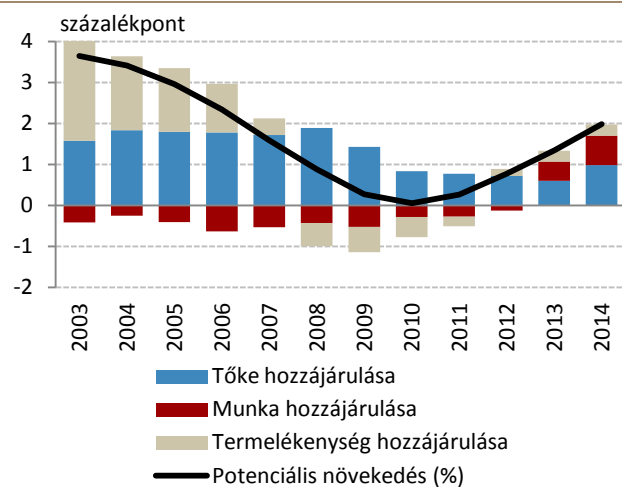
Forrás: Európai Bizottság, KSH

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



Forrás: KSH

3-28. ábra: A potenciális kibocsátás éves változása



Forrás: MNB

bruttó hozzáadott értéke 16 százalékkal haladta meg az előző évi szintet. A növekedést elsősorban a gabonafélék terméseredményei magyarázzák; a kukoricatermés historikus rekordot döntött. Emellett az állatállomány is bővült 2014-ben. A KSH a negyedik negyedévi GDP adatközléssel adatrevíziót hajtott végre, a kedvező mezőgazdasági teljesítményt részben visszaosztotta 2014 korábbi negyedéveire. (A mezőgazdaság 2015-ben várható teljesítményének vizsgálatáért lásd az 3-2. keretes írást.)

A szolgáltatások hozzáadott értéke tovább bővült a negyedik negyedévben (3-24. ábra). A szolgáltató ágazatok széles körében nőtt a kibocsátás. A kiskereskedelmi értékesítések stabilan növekedtek, az eladások bővülése a termékek széles körében jelentkezett. Az élénk növekedés januárban is folytatódott, az üzemanyagok mellett az élelmiszerek és az egyéb termékek forgalma is számottevően bővült. A kiskereskedelmi forgalom statisztikailag kimutatott értékének bővüléséhez hozzájárulhatott az online pénztárgépek bevezetése is, amely a kiskereskedelmi forgalom fehéredését okozhatta.

A vendéglátás és turizmus ágazatok hozzáadott értéke a negyedik negyedévben is számottevően növekedett, a vendégéjszakák száma éves alapon 7 százalékkal bővült. Az idegenforgalom élénkülését támogatta a háztartások javuló jövedelmi helyzete, a hazai turizmust élénkítő béren kívüli juttatások növekvő felhasználása és a külföldiek megnövekedett turisztikai kereslete. A külföldiek turisztikai keresletét a forint árfolyamának tavalyi gyengülése is támogathatta. 2015. januárban is élénken bővült a kereskedelmi szálláshelyek forgalma.

A pénzügy ágazat teljesítménye továbbra is mérsékelten alakult, a csökkenő hitelállománnyal összhangban. Az ingatlanügyek ágazat mérsékelt növekedéséhez a lakásépítések növekedése mellett a használt lakások forgalmának élénkülése járulhatott hozzá.

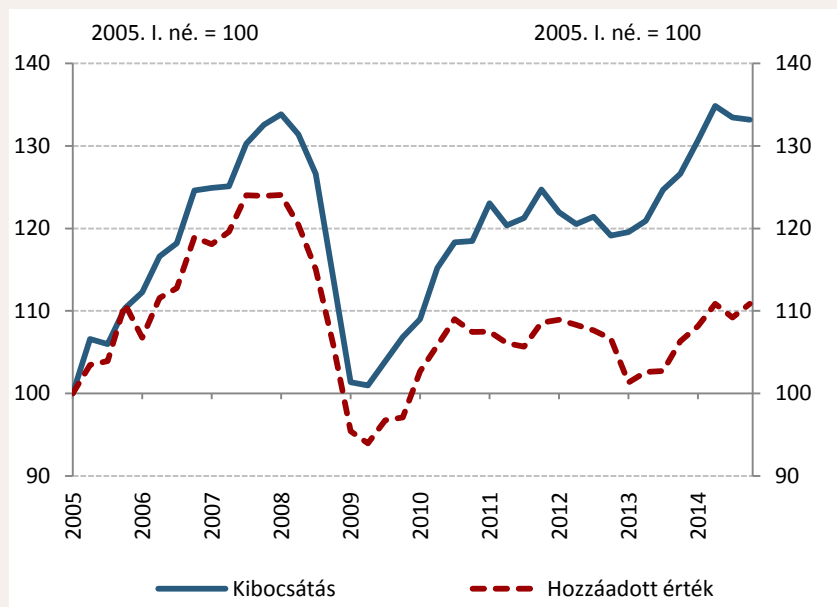
A kereslet bővülésével párhuzamosan a potenciális növekedés is élénkülhetett 2014-ben (3-28. ábra). A javuló keresleti kilátások révén bővülő beruházások érdemben hozzájárultak a gazdaság termelő kapacitásainak növekedéséhez. Emellett a javuló elhelyezkedési kilátások ösztönözhetik az ún. „reményvesztett munkanélküliek” visszatérését a munkapiacra, hozzájárulhattak a hosszú távú munkanélküliség mérséklődéséhez, és oldhatták a munkakereslet és kínálat szerkezete közti feszültségeket. A termelékenység javulását az élénk beruházási aktivitás mellett az oldódó finanszírozási korlátok is támogathatták.

3-1. keretes írás: Az ipari kibocsátás és hozzáadott érték eltérő dinamikája mögött meghúzódó tényezők

Az elmúlt években a feldolgozóipar termelése élénk ütemben bővült. Azonban annak ellenére, hogy az **ágazat kibocsátása 2014-re elérte a válság előtti csúcst, a feldolgozóipari hozzáadott érték továbbra is elmaradt a 2008-as szintjétől** (3-29. ábra). Az adatsorok különösen 2009-et követően mutatnak érdemi elnyílást, amely több hatás eredőjeként adódik. Keretes írásunk a jelenség mögött meghúzódó lehetséges okokat mutatja be.

A KSH definíciója szerint a kibocsátás az értékesítés nettó árbevétele korigálva a saját termelésű készletek állományváltozásával, míg a hozzáadott érték a kibocsátás és a folyó termelőfelhasználás (termékek és szolgáltatások előállításához felhasznált inputok értéke) különbsége. A hozzáadott érték alakulását tehát egyfelől a kibocsátás dinamikája, másfelől az egységnyi kibocsátásra jutó hozzáadott érték változása befolyásolja érdemben.

3-29. ábra: Feldolgozóipari kibocsátás és hozzáadott érték volumenének alakulása



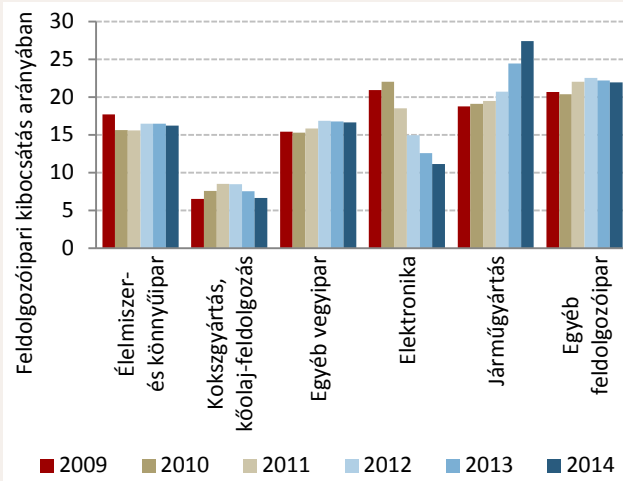
Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH

A kibocsátás és a hozzáadott érték eltérő dinamikájának hátterében elsősorban a feldolgozóipar **ágazati szerkezetének átalakulása** állhat (3-30. ábra, 3-31. ábra):

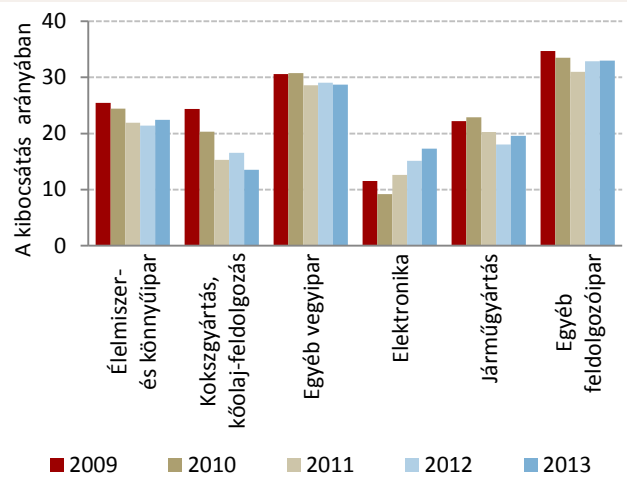
- Az elmúlt időszakban üzembe álló autóiipari kapacitások (Mercedes, Audi) következtében **a járműgyártás alágazat kibocsátása dinamikusabban bővült**, így a feldolgozóiparon belüli súlya jelentősen megnövekedett 2014-re. Mivel azonban a járműgyártás alágazat hozzáadott érték tartalma alacsonyabb a feldolgozóipari átlagnál, ezért a szektor kibocsátásának élénkülése a feldolgozóipari hozzáadott értéket csak mérsékeltebb ütemben emelte.
- A járműipar felfutásával párhuzamosan az **elektronika és optika szektor termelése számottevően csökkent** az elmúlt években. Az alágazat hozzáadott érték tartalma az egyik legalacsonyabb a feldolgozóiparon belül. Ezért a szektor kibocsátásból vett részesedésének csökkenése önmagában emelte a feldolgozóipar átlagos hozzáadottérték-tartalmát, így a termelés és a hozzáadott érték közti elnyílás záródása irányába hatott.
- Végül a **kocsigyártás és kőolaj-feldolgozás** alágazat kibocsátáson belüli súlya lényegében stagnált a vizsgált időszakban, azonban az egységnyi kibocsátásra eső hozzáadott értéke jelentősen csökkent. Ehhez hozzájárult, hogy a válság óta az európai olajfinomítói szektort tartós kapacitásfelesleg jellemzi, így a finomítói marzsok számottevően csökkentek. Ezzel összhangban az alágazat egységnyi kibocsátásra vetített hozzáadott értéke jelentősen mérséklődött 2009-hez viszonyítva.

3-30. ábra: Az ipari termelés ágazati szerkezete



Forrás: KSH

3-31. ábra: Hozzáadott érték tartalom alakulása



Forrás: KSH

Összességében a feldolgozóipari kibocsátás és hozzáadott érték elmúlt években elváló dinamikáját nagyrészt a gépiparon belül lezajlott szerkezetváltás, valamint a kőolaj-feldolgozás hozzáadott érték tartalmának jelentős változása magyarázhatja. Ezért az elmúlt években a két idősor közt kialakult szintbeli eltérés várhatóan tartósan fennmaradhat, de előretétekintve a feldolgozóipari termelés és hozzáadott érték dinamikája hasonlóan alakulhat.

3-2. keretes írás: A mezőgazdasági hozzáadott érték alakulása

A mezőgazdaság 2014-ben 0,5 százalékkal járult hozzá a GDP bővüléséhez. Így a szektor két egymást követő évben is érdemben támogatta a gazdasági növekedést. A kedvező tavalyi teljesítmény mögött elsősorban a **gabonafélék terméseredményei** álltak, ezen belül a kukoricatermés historikus rekordot döntött. Előretétekintve kérdés, hogy két év magas növekedése után miként alakulhat a mezőgazdaság kibocsátása.

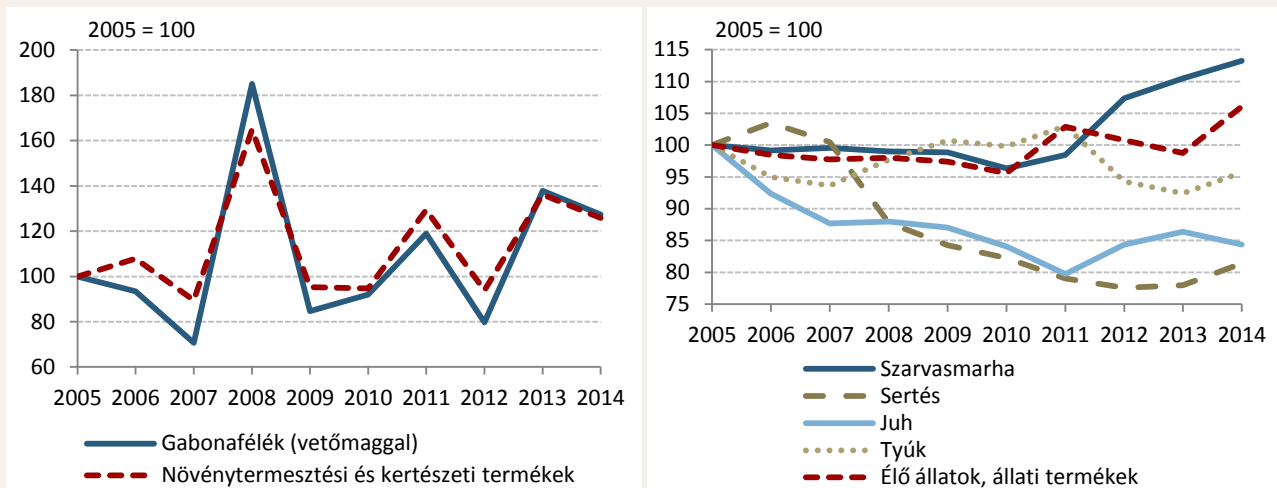
A mezőgazdasági kibocsátás 60 százalékát a növénytermesztés, 35 százalékát az állattenyésztés adja⁴. A növénytermesztés értékének körülbelül felét teszik ki a gabonafélék. A növénytermesztés teljesítménye erőteljesen függ az időjárási viszonyoktól. **Múltbeli megfigyelések alapján a gabonafélék terméseredményei egy-egy kiugró év után a historikus átlaghoz húznak vissza** (3-32. ábra, bal panel). Mivel a várható terméseredményekről az év közepéig nem rendelkezünk információval, ezért technikai feltevésként a hosszú távú átlagnak megfelelő gabonatermést feltételezhetünk.

Ezzel szemben több tényező is a mezőgazdasági hozzáadott érték további bővülése irányába hat. Egyrészt az állattenyésztés teljesítménye tovább növekedhet. Erre utalhat, hogy **az állatállomány 2014-ben folyamatosan bővült** (3-32. ábra, jobb panel). Emellett **a mezőgazdasági ágazat termelékenysége is javulhat, melyet az elmúlt időszak gyorsan bővülő beruházásai is támogathatnak.**

A mezőgazdasági beruházások jelentős növekedésében fontos szerepet játszik az ágazat kiterjedt támogatási rendszere és az utóbbi évek során javuló finanszírozási környezet. A támogatásokon belül a 2007-2013-as uniós költségvetési időszak közvetlen, területalapú támogatásai (2014-ig összesen 2726 milliárd Ft) mellett EU társfinanszírozású és nemzeti támogatások is rendelkezésre állnak. A finanszírozási környezet javulásában az utóbbi években szerepet játszhatott az Agrár Széchenyi Kártya folyószámlahitel, az FHB kamatkedvezményrel igényelhető forgóeszközhitel, illetve a Növekedési Hitelprogram (NHP) keretén belül igényelhető új beruházási hitel is (111 Mrd Ft 2014 végéig).

⁴ A mezőgazdasági kibocsátás fennmaradó részét a mezőgazdasági szolgáltatások illetve a nem elkülöníthető nem mezőgazdasági másodlagos tevékenységek teszik ki.

3-32. ábra: A növénytermesztés és az élő állatok volumenének alakulása



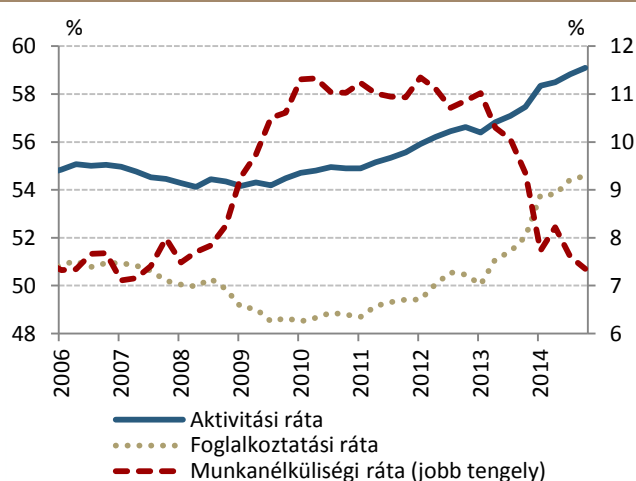
Forrás: KSH

A fentiek eredőjeként **aktuális előrejelzésünkben azzal a feltevéssel élünk, hogy a mezőgazdaság hozzájárulása a bruttó hozzáadott érték alakulásához semleges lesz.** Technikai alapon a gabonatermés csökkenése várható a kiemelkedő tavalyi termés után. Ezt ellensúlyozhatja az állattenyésztés növekvő kibocsátása és a mezőgazdaság javuló termelékenysége. A mezőgazdaság 2015-ben várható növekedési hozzájárulásáról a gabonafélék terméseredményeinek ismeretében, az év második felében kaphatunk pontosabb képet.

3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség

A negyedik negyedévben összességében enyhén bővült a nemzetgazdasági foglalkoztatás, amelyet a versenyszférában foglalkoztatottak számának mérséklődése, illetve a közszféra létszámának emelkedése magyarázott. A munkanélküliségi ráta tovább csökkent 2014 negyedik negyedévében. A munkapiac feszessége stabilan alakult az előző negyedévekhez viszonyítva.

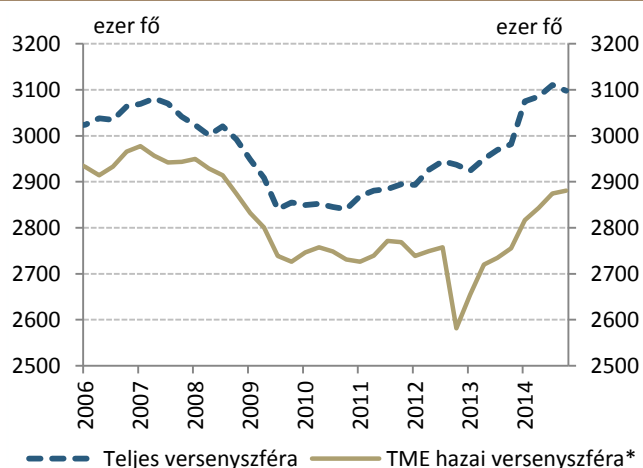
3-33. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH

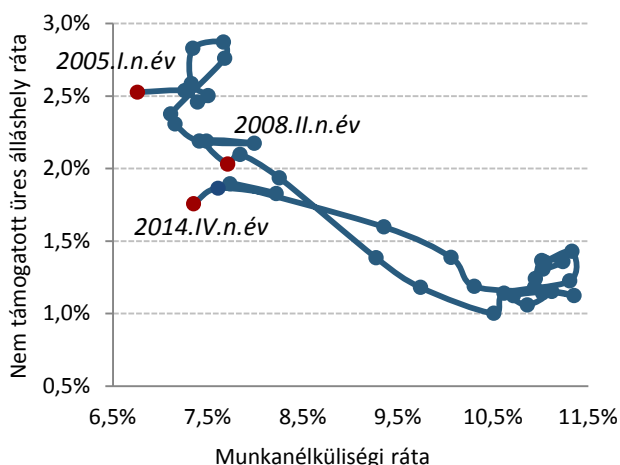
2014-ben jelentősen bővült a munkapiaci aktivitás. A munkapiaci részvétel növekedése 2014 végére lassult, a negyedik negyedévében lényegében nem változott az aktivitás. Ez a kismértékben bővülő foglalkoztatás, valamint a mérséklődő munkanélküliség eredőjeként adódott. A negyedik negyedévben a 15-74 éves korosztályra vonatkozó aktivitási ráta 59,0 százalékon alakult (3–33. ábra). Folytatódott a munkapiachoz lazán kötődő, de potenciálisan munkavállalásra hajlandó csoportok (a reményvesztett munkanélküliek) beáramlása a munkapiacra. Ebben a javuló elhelyezkedési esélyek mellett a közmunkaprogramok is szerepet játszhattak.

2014-ben számottevően nőtt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma, melyhez a versenyszféra élénkülő munkakereslete és a közmunkaprogramok kiterjesztése is hozzájárult. Az év végén szintjében enyhén tovább emelkedett a nemzetgazdasági foglalkoztatás, míg a versenyszféra létszáma az előző negyedévhez képest mérséklődött. A versenyszféra mérséklődő foglalkoztatása elsősorban a piaci

3-34. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása


Megjegyzés: * Külföldi telephelyen dolgozók nélkül.

Forrás: KSH

3-35. ábra: Beveridge-görbe alakulása


Megjegyzés: A nem támogatott üres álláshely ráta a negyedév folyamán rendelkezésre álló nem támogatott üres álláshelyeket az aktívak arányában.

Forrás: NFSZ, KSH adatok alapján MNB számítás

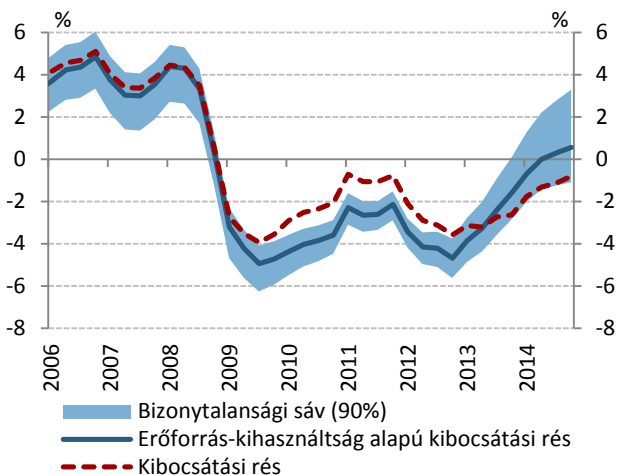
szolgáltatásokhoz volt köthető, azonban a feldolgozóiparban is megállt a létszám bővülése 2014 negyedik negyedévében. Az államháztartásban foglalkoztatottak számának előző negyedévhez viszonyított növekedését a közfoglalkoztatottak számának emelkedése magyarázhatta. A teljes és részmunkaidőben foglalkoztatottak által ledolgozott egy főre eső munkaórák száma is csökkent a negyedik negyedévben, így a teljes munkaidős egyenértékes versenyszféra létszám alacsonyabb volt a negyedik negyedévben (3–34. ábra).

A munkanélküliségi ráta érdemben csökkent 2014 során. A mérséklődés a negyedik negyedévben is folytatódott. A hosszú távú munkanélküliek száma 2013 közepe óta esik, ezzel párhuzamosan a munkanélküliség átlagos időtartama csökken. A nem támogatott betöltetlen álláshelyek állománya mérséklődött, azonban továbbra is viszonylag magas szinten alakult. A nem támogatott új álláshelyek száma szintén csökkent a negyedik negyedévben. A munkapiac 2013 eleje óta feszebbé vált. Az elmúlt negyedévben a feszeség érdemben nem változott (3–35. ábra).

3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

A visszafogott inflációs alapfolyamatok arra engednek következtetni, hogy a hazai reálgazdasági környezet továbbra is deflációs hatású. Ugyanakkor a kapacitáskihasználtsági mutatók 2014 során folyamatosan emelkedtek, így a gazdaságban lévő kihasználatlan kapacitások fokozatosan mérséklődnek.

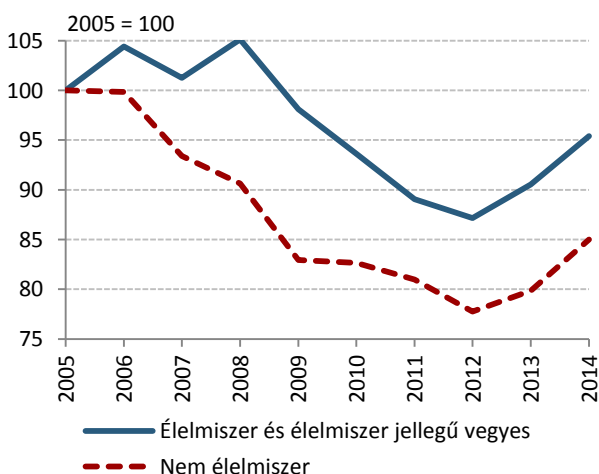
3-36. ábra: Kibocsátási rés mutatók



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

Forrás: MNB

3-37. ábra: Kiskereskedelmi forgalom az üzletek alapterületének arányában



Megjegyzés: A kiskereskedelmi forgalom volumene a kiskereskedelmi egységek alapterületének arányában. 2009-re becslés, 2014-re első félévi alapterület adatok.

Forrás: KSH

A visszafogott inflációs alapfolyamatok arra engednek következtetni, hogy a reálgazdaság oldaláról is gyenge maradhatott az inflációs nyomás az utóbbi hónapokban. Ezzel összhangban a **kibocsátási rés becslésünk szerint változatlanul negatív** (3-36. ábra).

A konjunktúra élénkülésével párhuzamosan számos vállalati felmérésen alapuló indikátor és munkaerő-piaci mutató a vállalati kapacitáskihasználtság növekedésére utal. A bizalmi indikátorok tovább javultak az elmúlt hónapokban, így több indikátor megközelítette a válság előtti szintjét.

A kapacitások növekvő kihasználtságát jelzi, hogy a felmérésekben a vállalatok már egyre kisebb arányban jelölik meg a keresletet, mint a termelést korlátozó tényezőt. Ezzel szemben 2013 óta érdemben nőtt azon vállalatok aránya, akik a munkaerőhiányt jelölik meg elsődleges korlátként.

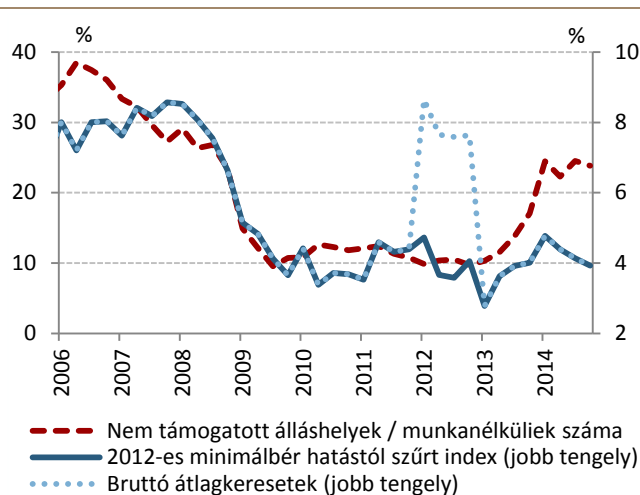
Az erőforrás-kihhasználtság alapú kibocsátási rés mutató magasabb szintjét az indokolja, hogy a kapacitások javuló kihasználása elsősorban az aggregált inflációs nyomás szempontjából kevésbé meghatározó szektorok körében volt jellemző. Ugyanakkor a kiskereskedelmi forgalom szintje az elmúlt negyedévek növekedése mellett is elmarad a válság előtti szintjétől (3-37. ábra).

A magyar gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése nem változott érdemben a decemberi Inflációs jelentés óta. A decemberi előrejelzésnél alacsonyabb infláció nagyobb részben a világgazdaság felől jelentkező költségsokkok eredménye. A GDP ugyan a vártnál magasabb ütemben bővült, ám a keresleti oldali inflációs nyomás szempontjából leginkább releváns lakossági fogyasztás a vártnak megfelelően alakult.

3.6. Költségek és infláció

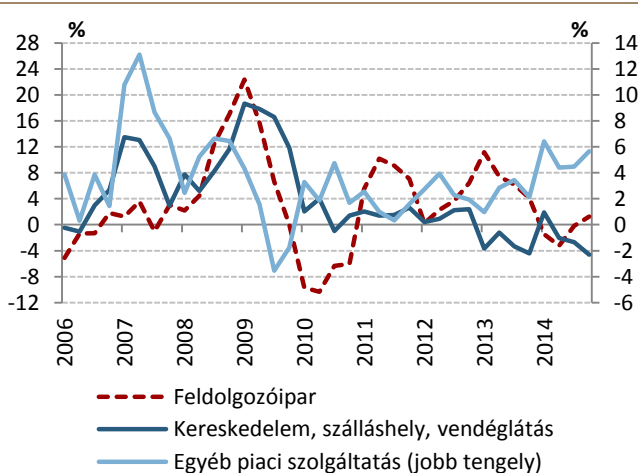
Az infláció 2014 szeptembere óta negatív. A mérsékelt inflációhoz elsősorban a tartósan alacsony költségsokkok (visszafogott olaj- és élelmiszerárak), a mérsékelt importált infláció, illetve az alacsony inflációs várakozások járulhattak hozzá. A versenyszféra bérdinamikájának emelkedését elsősorban a 2013 óta feszesebbé váló munkaerőpiac magyarázhatta.

3-38. ábra: A bruttó átlagkeresetek és a munkapiaci feszesség éves változása



Forrás: KSH

3-39. ábra: A fajlagos munkaerőköltség éves változása



Megjegyzés: Nemzeti számla adatok alapján.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3.6.1. Bérek

A versenyszektor bruttó átlagkeresetei 3,6 százalékkal emelkedtek 2014 negyedik negyedévében. A novemberi jelentős lassulás decemberben korrigálódott. A prémiumok nagysága nem tért el érdemben a negyedik negyedévben megszokott mértéktől. A versenyszférán belül a feldolgozóipari bérek dinamikája kismértékben volt magasabb, mint a piaci szolgáltatások esetén. 2014 egészében a versenyszektor bruttó átlagkeresetei 4,3 százalékkal emelkedtek a megelőző évhez viszonyítva (3-38. ábra).

A bérdinamika tavalyi élénküléséhez a 2013 óta feszesebbé váló munkaerőpiac érdemben hozzájárulhatott. Az élénkülő konjunktúra, a termelési költségek visszafogott alakulása (mérséklődő olaj- és élelmiszerárak), valamint a vállalatok jövedelmezőségének javulása szintén magyarázhatta a 2013-ban tapasztaltnál magasabb bérdinamikát. Az említett hatások összességében a fogyasztók számára magas reálbér-dinamikát eredményeztek.

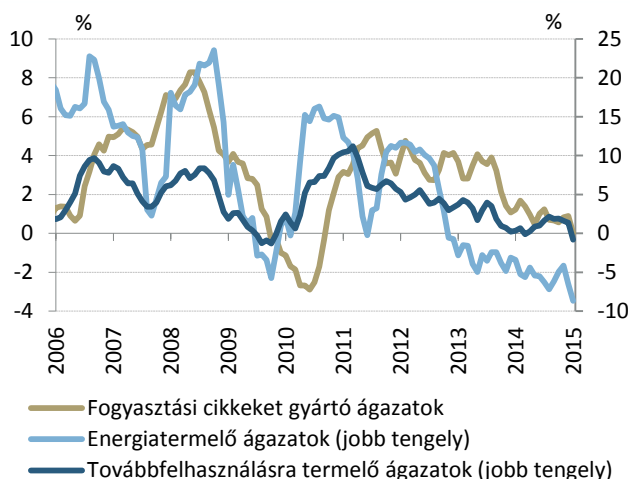
A nemzeti számlák adataiból számolt fajlagos munkaerőköltség növekedési üteme mérsékelt maradt negyedik negyedévben (3-39. ábra). A feldolgozóiparban az előző negyedévek csökkenése megállt, melyhez a hozzáadott érték lassuló dinamikája is hozzájárult. A kereskedelem, vendéglátás ágazatban 2013 óta tart a fajlagos bérköltség csökkenése, melyhez a növekvő hozzáadott érték mellett a bérköltség visszafogott dinamikája is hozzájárult. Az egyéb szolgáltató ágazatokban enyhén gyorsult a fajlagos munkaköltség növekedése.

3.6.2. Termelői árak

A mezőgazdasági nyersanyagárak felől továbbra is mérsékelt inflációs nyomás jelentkezett. A mezőgazdasági termékek termelői árai visszafogottan alakultak az elmúlt időszakban, melyet elsősorban a kedvező terméseredmények, az orosz embargó árleszorító hatása, továbbá a takarmányárak esése indokolhatott. Mind a gabona, mind pedig az állati eredetű termékek árszintje tovább csökkent az utóbbi hónapokban.

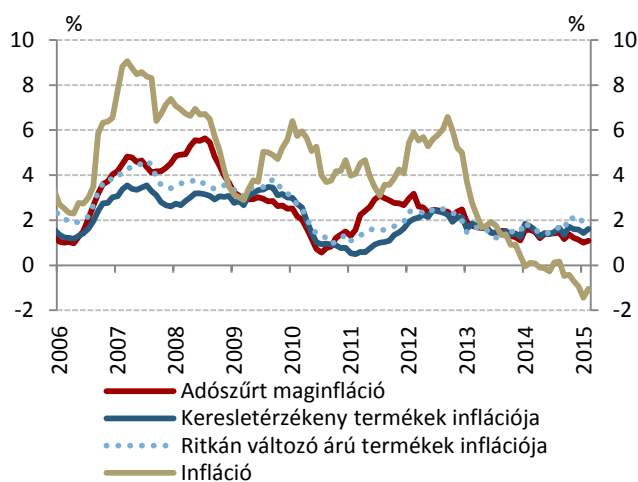
Az ipari termelői árak visszafogottan alakultak az elmúlt időszakban (3-40. ábra). A fogyasztási cikkek gyártó és a

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



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

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



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

továbbfelhasználásra termelő ágazatok árdinamikája továbbra is mérsékelten alakult. A hazai termelői árak az eurozónában tapasztalható folyamatokkal összhangban alakultak. A visszafogott keresletoldali nyomás és a nyersanyagárak további csökkenése állhattak a feldolgozott termékek visszafogott áralakulásának hátterében.

3.6.3. Fogyasztói árak

Az infláció 2014 szeptembere óta negatív, mely elsősorban költségsokkok (visszafogott olaj- és élelmiszerárak), illetve mérsékelt szabályozott árak következménye.

Az alapmutatók visszafogott szintje továbbra is mérsékelt inflációs környezetre utal (3–41. ábra). Az alapfolyamatok stabilan 1,5-2 százalékos körüli tartományban alakultak, így a 0 százalékos alatti infláció ellenére továbbra sem várható defláció kialakulása. Ugyanakkor az alapmutatók a kereslet folytatódó élénkülése ellenére sem emelkedtek az utóbbi hónapokban.

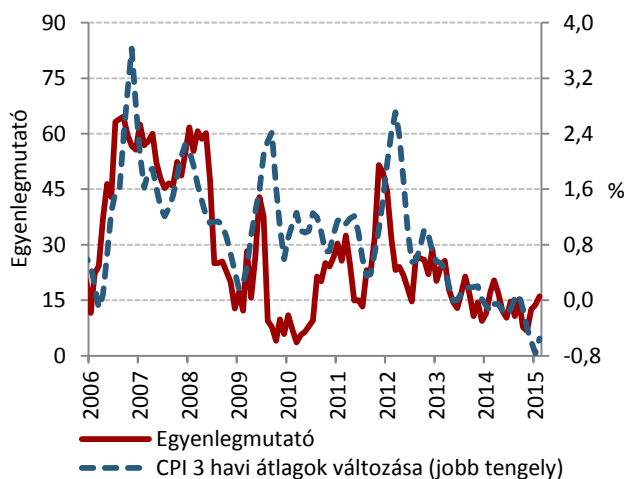
Az iparcikkek árai visszafogottan alakultak, amelyet elsősorban az alacsony importált infláció árleszorító hatása indokolhatott. Az iparcikkeken belül a tartós termékek árai csökkentek, valamint a nem-tartós iparcikkek inflációja továbbra is visszafogottan alakult.

A piaci szolgáltatások árai a kereslet folyamatos élénkülése ellenére is csak mérsékelten emelkedtek 2015 első hónapjaiban. A termékkörre jellemző árazási gyakorlat alapján az év eleje a meghatározó a szektor inflációjának alakulása szempontjából. A visszafogott árdinamika a piaci szolgáltatások széles körére jellemző volt.

Az élelmiszerek árai a mezőgazdasági termelői árakkal összhangban mérsékelten alakultak 2015 elején. A feldolgozott és feldolgozatlan élelmiszerek árszintjének csökkenéséhez az orosz embargó következtében megnövekedő kínálat árleszorító hatása is hozzájárulhatott.

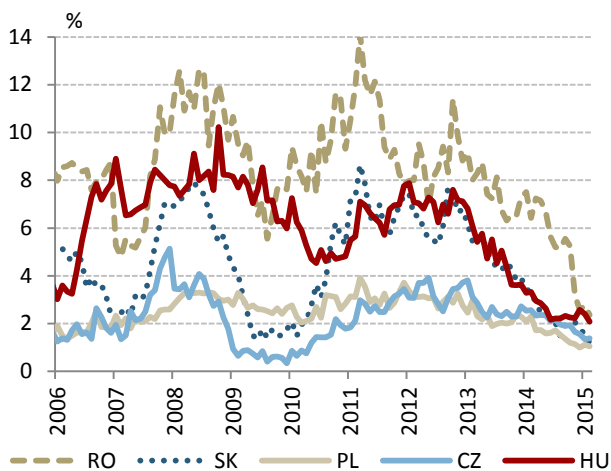
Az üzemanyagárak éves alapú csökkenését továbbra is az olajár esése magyarázza, azonban piaci információk alapján márciusban az előző hónapok szintjéhez képest emelkedhetett az üzemanyag ára. A Brent kőolaj amerikai dollárban (USD) kifejezett ára 2015. január közepére 45 dollár/hordó közelébe süllyedt, majd ezt követően a mintegy 20 százalékos emelkedés eredményeként február közepére 60 dollár/hordó környékére korrigáltak a spot árfolyamok. A dollárban kifejezett olajárak csökkenésének

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: Európai Bizottság adatai alapján MNB számítás

hatását a forint dollárhoz viszonyított gyengülése valamelyest mérsékelte.

A szabályozott árak összességében visszafogottan alakultak 2015 elején. Az év elején érdemi emelkedés egyedül az autópályadíj esetében történt. A KSH közlése szerint a termékkör árainak számbavétele során a díjköteles útszakaszok számának emelkedését, illetve a megyei autópálya-matricák bevezetését is figyelembe vette.

Az elmúlt időszakban beérkező inflációs adatok alacsonyabban alakultak a jegybanki várakozásoknál. Az eltérést elsősorban költségoldali tényezők (visszafogott olaj- és élelmiszerárak) magyarázták, de az alapfolyamatok is mérséklődtek.

3.6.4. Inflációs várakozások

A kiskereskedelmi szektor értékesítési áaira vonatkozó inflációs várakozások továbbra is alacsony szinten alakultak, így továbbra sem jeleznek jelentősebb áremeléseket az elkövetkezendő hónapokban (3-42. ábra).

A magyar lakosság inflációs várakozásai a korábban tartósan alacsony inflációs várakozásokkal jellemezhető országok (Csehország, Lengyelország) szintjén alakultak az elmúlt hónapokban. 2014 második felében a lakossági inflációs várakozások Magyarországon a csökkenő infláció ellenére is stabilan alakultak. Ezzel szemben a régió országaiban jellemzően tovább csökkentek a várakozások (3-43. ábra).

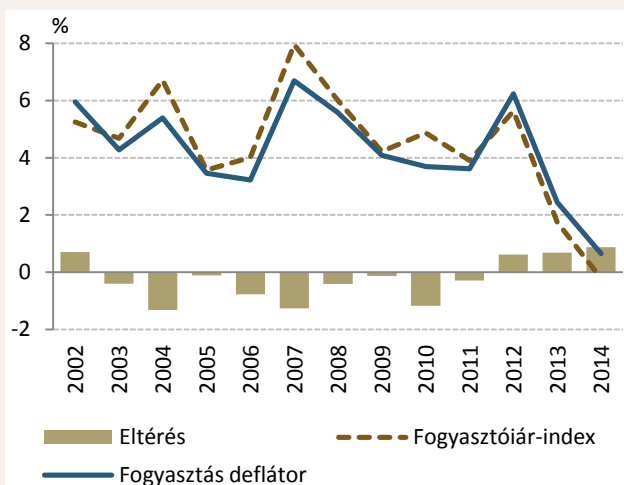
3-3. keretes írás: Milyen tényezők magyarázzák a GDP deflátor magas növekedését?

A bruttó hazai termék folyó áras és változatlan áras szintje közötti árváltozást megragadó mutató a GDP deflátor. Termelési oldalról a GDP deflátor az egyes ágazatok kibocsátási ára és a termelés során felmerült költségek árszintje közti különbséget mutatja meg.⁵ Felhasználási oldalról a fogyasztási és beruházási javak árváltozását, a kormányzati kiadások emelkedését (amelyet elsősorban a bérek tükröznek) és az exportár és importár változásából származtatható cserearány nyereséget vagy veszteséget mutatja a GDP deflátor. A tavalyi év során a fogyasztói árak szintje enyhén csökkent, azonban a GDP deflátorra 3,1 százalékkal emelkedett. Bár korábban is megfigyelhető volt hasonló mértékű elnyílás a két mutató között, azonban a múltban rendre az infláció alakult magasabban. **Keretes írásunkban röviden áttekintjük a GDP felhasználási tételeinek hozzájárulását a GDP deflátor alakulásához, és bemutatjuk a 2014. évi árváltozások mögötti okokat.**

A GDP felhasználási oldalán a lakosság végső fogyasztásának súlya mintegy 50 százalék, míg a kormányzathoz köthető transzferek és közösségi fogyasztás illetve a beruházások súlya egyaránt eléri a GDP mintegy ötödét. A GDP deflátor továbbá az export és importárak változásából fakadó cserearány nyereség vagy veszteség is befolyásolja (3-45. ábra).

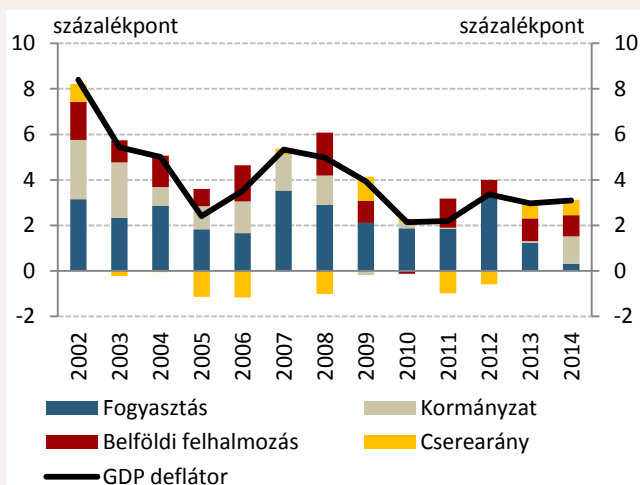
A fogyasztás nagy súlya miatt a GDP deflátor és a fogyasztóiár-index között erős az együttmozgás. Ám a két mutató módszertani különbségek miatt is eltérhet. A Nemzeti Számlák rendszerében elszámolt fogyasztás olyan tételt tartalmaz, amely árváltozását a fogyasztóiár-index nem méri.⁶ Emellett a fogyasztóiár-index bázisidőszaki súlyozású (ún. Laspeyres) index, míg a fogyasztás deflátor tárgyidőszaki súlyozású (Paasche-index).⁷ Az eltérő termékkör és súlyozás a múltban is okozott eltérést, **az elmúlt három évben a fogyasztás deflátor rendre magasabban alakult az inflációnál** (3-44. ábra).

3-44. ábra: A fogyasztóiár-index és a fogyasztási deflátor alakulása



Forrás: KSH

3-45. ábra: Felhasználási oldali GDP tételek hozzájárulása a GDP deflátor alakulásához



Forrás: KSH, MNB számítás

Az **állami kiadások** a felhasználási oldalon két komponensben jelennek meg. A természetbeni transzferek tartalmazzák az oktatással, egészségüggyel kapcsolatos kiadásokat, míg az állam egyéb működési és dologi kiadásait a közösségi fogyasztásban számolja el a KSH. Az állami kiadások esetében a deflátor alakulása alapvetően az állami szektor bérindexével függ össze⁸. A válságot megelőző periódusban a laza fiskális politika és az állami béremelések növelték az állami felhasználási tételek deflátorát. A válság óta viszont e tételek árváltozása minimális volt a szigorú fiskális politika és

⁵ Bővebben lásd a 2014. decemberi Inflációs jelentés 1-2. keretes írását.

⁶ Ilyen tételek: az imputált lakbér (saját tulajdonú lakás használati díja és lakásbérlet költsége), életbiztosítások, FISIM, drog és prostitúció elszámolása. Ezek közül legjelentősebb az imputált lakbér elszámolása, mely a fogyasztás mintegy 12 százalékát teszi ki. Az egyéb felsorolt tételek együttesen a 6-7 százalékát magyarázzák a teljes lakossági fogyasztásnak.

⁷ Lásd pl. Szilágyi Gy. (2002): Indexek és nemzeti számlák, *Statistikai Szemle*, 80(1), 5-21. o.

⁸ A KSH szöveges tájékoztatása alapján a közfoglalkoztatottak bértömege nagyobb részben szintén az állami fogyasztás deflátorában jelenik meg.

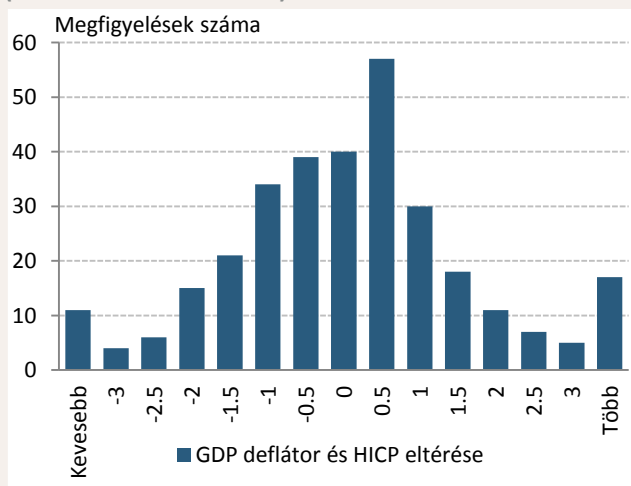
az állami bérek tartós visszafogása miatt. **2014-ben hosszú idő után először volt érdemben pozitív az állami szektor árindexe**, amelyet elsősorban a pedagógus életpálya-modell bevezetése és a nagymértékű állami bérkiáramlás magyaráz.

A **felhalmozási tételek** (beruházás, készletváltozás) árváltozása a múltban és a tavalyi évben is kismértékben emelte a GDP árindexét. A beruházási javak árváltozása a visszafogott importáraknak és az alacsony építőipari árindexnek köszönhetően az elmúlt években mérsékelt volt.

A belső keresleti komponensek mellett a GDP deflátor fontos eleme a **külkereskedelmi árak változásának egyenlege, a cserearány**. Mivel Magyarország nettó energiaimportja jelentős (a GDP kb. 6 százalékát teszi ki), ezért a hazai cserearány legnagyobbbrészt a világpiacon energiaárak változását tükrözi. A cserearány az elmúlt két évben pozitívan járult hozzá a GDP árindex alakulásához. Előretekintve az olajárak nagymértékű esése idén is jelentős mértékben javíthatja a cserearányt, ezért hozzájárulhat ahhoz, hogy a GDP deflátor 2015-ben is a fogyasztóiár-indexnél érdemben magasabban alakuljon.

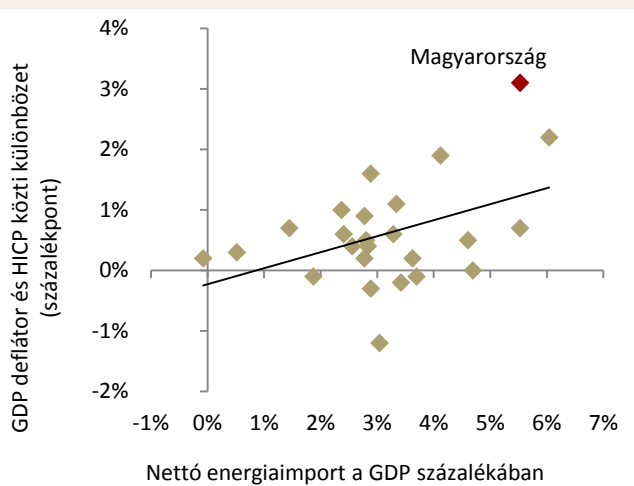
Nemzetközi összehasonlításban rendszeresen figyelhető meg eltérés a GDP deflátor és a HICP közt. Az uniós tagállamokban az elmúlt évtizedben széles tartományban szóródott a különbség, jóllehet az átlagos eltérés a nulla közelében alakult (3-46. ábra). A 2014-es eltéréshez több országban hozzájárult a csökkenő világpiacon olajár. A nettó energiaimportőr országokban az energiaárak mérséklődése miatt javuló cserearány emelte a GDP deflátor a fogyasztói inflációhoz képest (3-47. ábra).

3-46. ábra: A GDP deflátor és a HICP közötti eltérések eloszlása Európai Unió tagállamaiban (2005-2014 közötti értékek)



Forrás: Eurostat

3-47. ábra: A nettó energiaimport valamint a GDP deflátor és HICP közti különbség nemzetközi összehasonlításban 2014-ben



Forrás: Eurostat

Összességében, a GDP deflátor és a fogyasztói árak alakulása közt 2014-ben megfigyelt eltérés jelentős, de nemzetközi összevetésben nem egyedülálló. Az eltérést alapvetően a fogyasztás deflátor és a fogyasztóiár-index közti módszertani eltérések, a kormányzati szektor béremeléseinek statisztikai hatása, és a csökkenő energiaárak miatt javuló cserearány magyarázták. E tényezők 2015-ben is abba az irányba mutatnak, hogy a GDP deflátor érdemben magasabb lehet az inflációnál.

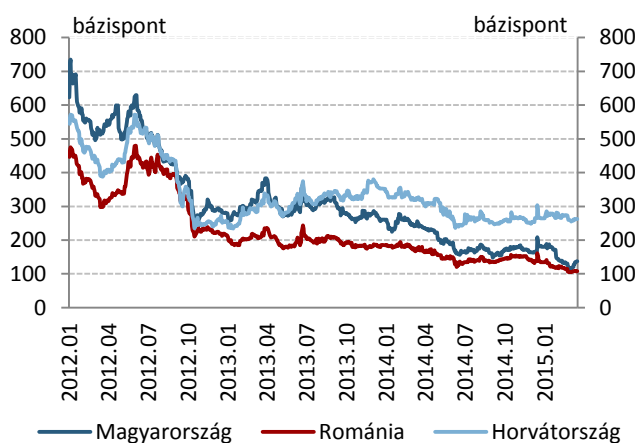
4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben összességében kedvezően alakult a globális piaci hangulat, noha december közepén a leginkább olajáreséshez köthető rubelválság, januárban pedig több tényező (svájci jegybank lépése, EKB QE bejelentése, görög válság, orosz-ukrán konfliktus) is hozzájárult az eszközárak volatilitásához. Februárban kedvezően alakult a hangulat, amit jegybanki lazító intézkedések is támogattak. Ugyanakkor Görögország eurozónás tagsága és az ukrán-orosz konfliktus kimenetele továbbra is kérdéses maradt. Az időszak elején csúcsra emelkedő fejlett piaci tőzsdeindexek az időszak második felétől már nem mozogtak együtt: míg az európai és japán tőzsdéken pozitív, addig az amerikai és brit tőzsdén inkább negatív volt a hangulat. A hosszú hozamok Európában csökkentek, ami a kelet-közép-európai régióra is kedvező hatással volt. Az euro leértékelődött, a dollár pedig erősödött szinte minden devizához képest. Az időszak második felében az amerikai kamatemelési várakozások a feltörekvő hozamok esetében is hozamemelkedést váltottak ki.

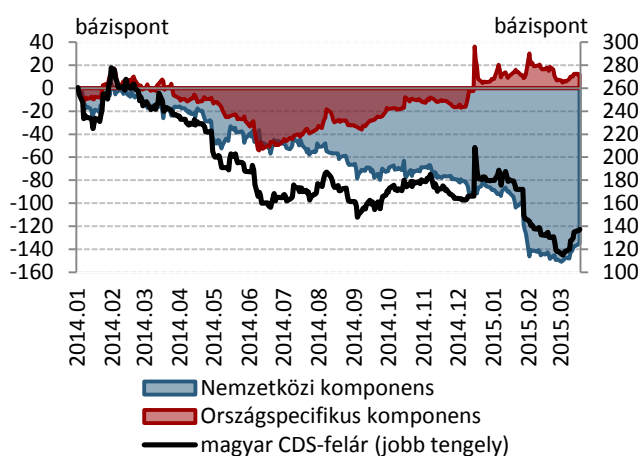
A hazai pénzpiaci folyamatok is alapvetően kedvező képet mutattak. Magyarország javuló kockázati megítélése a CDS-felár csökkenésében mutatkozott meg, a hosszú hozamok ugyanakkor az amerikai hozamgörbe alakulására reagálva az időszak második felében emelkedtek. A forintárfolyam az euróval szemben a régiót felülteljesítve, több mint három százalékkal erősödött. Az állampapírpiacra a rövid hozamok továbbra is alacsony szinteken tartózkodnak, bár a decemberi értékekről némi növekedés következett be. A hosszú hozamok összességében 20-40 bázisponttal csökkentek.

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

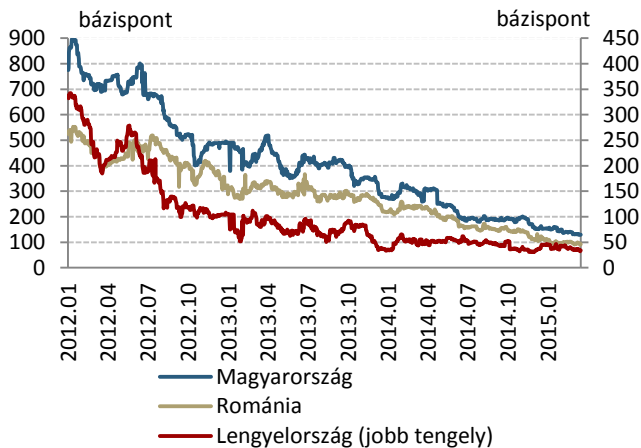
4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

A decemberi Inflációs jelentés megjelenése óta kedvezően alakultak hazánk kockázati mutatói. A magyar 5 éves szuverén CDS-felár 50 bázisponttal mérséklődött, 2008 óta nem látott alacsony szintekre kerülve. A forintárfolyam a régiót felülmúlva erősödött a negyedév folyamán. Az állampapírpiaci hozamok a rövid szegmensben némileg emelkedtek, ugyanakkor továbbra is az alapkamat szintje alatt vannak. A hosszú lejáratokon a hozamok összességében csökkentek, bár az időszak vége felé átmenetileg felfelé mozdultak el. A régiós országok esetében hasonló irányú elmozdulások voltak megfigyelhetők a kockázati mutatókban. A globális piaci hangulat megingásai a térségben kevésbé éreztették hatásukat, a régió megítélése az orosz-ukrán konfliktus ellenére – továbbra is viszonylag kedvező maradt.

Hazánk 5 éves CDS-felára a december közepi szinthez képest csökkent. A globális piaci hangulat megingásai a régiós CDS-felárakban viszonylag mérsékelten éreztették hatásukat. A hazai felár átmenetileg 115 bázispontig csökkent, majd az időszak végére ismét 135 bázispont közelébe emelkedett. Az időszak egészét tekintve a régiós felárak hasonló irányú elmozdulást mutattak (4-1. ábra).

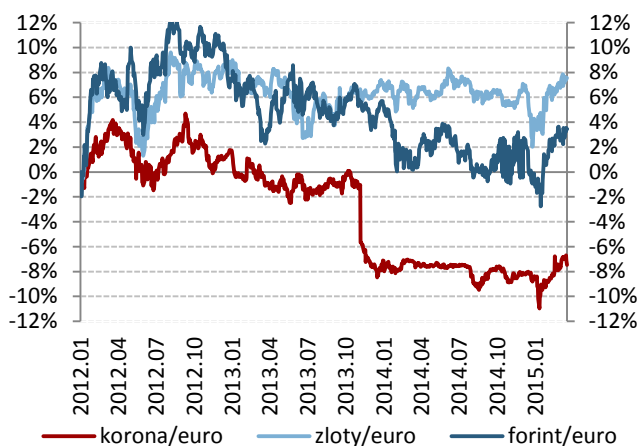
CDS dekompozíciós módszertanunk szerint a magyar kockázati felár az időszak elején inkább nemzetközi tényezők következtében csökkent. Az országspecifikus tényezők az időszak eleji enyhe emelkedés után ismét javultak, melyben a devizahiteles programnak, illetve a bankszektornal való kormányzati megállapodásnak is szerepe lehetett a fundamentumok javulása mellett

4-3. ábra: 2018-ban lejáró régiós, euróban denominált devizakötvény felárak a német hozam felett



Forrás: Bloomberg

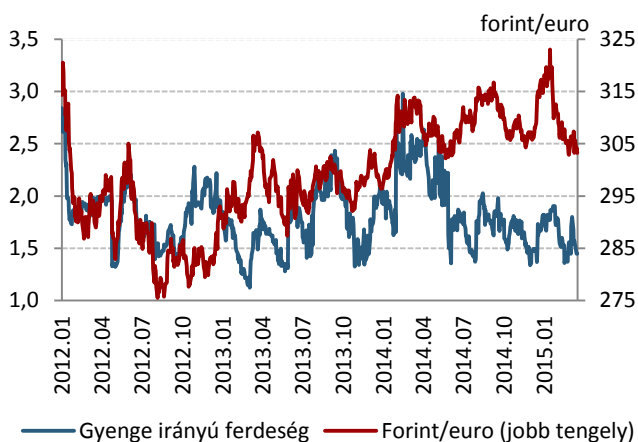
4-4. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Thomson Reuters

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



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

Forrás: Bloomberg

(adósság- és deficit csökkenés; 4-2. ábra).

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

Össességében hazánk kockázati megítélése a régióval összhangban javult és kedvezőnek mondható.

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

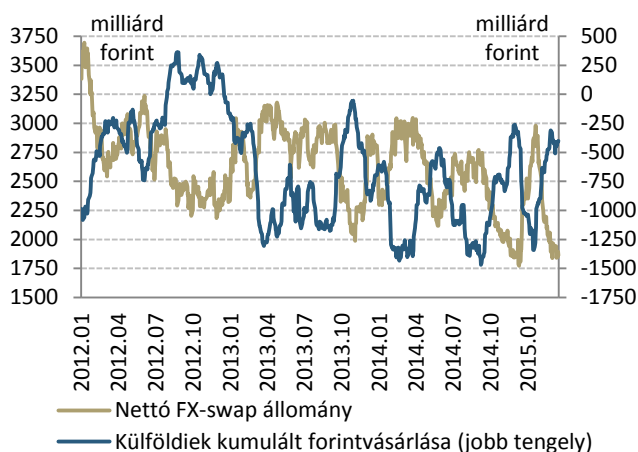
Az euro/forint keresztárfolyam az előző negyedévhez képest szélesebb tartományban (303-324 HUF/EUR) ingadozott. A forintárfolyam az euróhoz képest összességében több mint 3 százalékkal erősödött az időszak során. A forint árfolyamára főként a nemzetközi tényezők hatottak, némi országspecifikus hatás mellett. A nemzetközi tényezőkből kiemelendő a rubelválság, a svájci frank árfolyamának „elengedése”, valamint az EKB eszközvásárlásai és a Fed kommunikációja is. Az előretételező indikátorok (volatilitás, ferdeség) a forintárfolyammal együttmozogtak, az időszak vége felé a forint erősödésével csökkentek a kockázati mutatók is.

A forintárfolyam a régiós devizaárfolyamok között felülteljesítő volt, bár a lej, a cseh korona, a zloty is erősödött az euróval szemben (4-4. ábra). Ugyanakkor a dollár újabb, jelentős erősödése jellemezte az időszakot. A forint 10, míg a cseh, lengyel és román deviza 12-13 százalékkal értékelődött le a dollárral szemben a december közepe óta tartó időszakban.

A rövid, hónapon belüli futamidőkön változóan alakultak a swapfelárak az időszak során, jellemzően csak a hónap végi feszültebb időszakokban emelkedtek meg. December elején az 1 és 2 hónapos, már 2015-re áthúzódó lejárral rendelkező jegyzések utaltak bizonyos mértékű, ilyenkor szokásosnak mondható feszültségre, amely a bankok év végi mérlegkiigazításához köthető. A feszültség a rövid felárakban is erőteljesen tükröződött az év végén, amit az MNB szokásos swap-tenderein keresztül kezelt. Január végén még egy kisebb feszültség volt tapasztalható, ugyanakkor az elmúlt hetekben nem jellemezte feszültség a swappiacot.

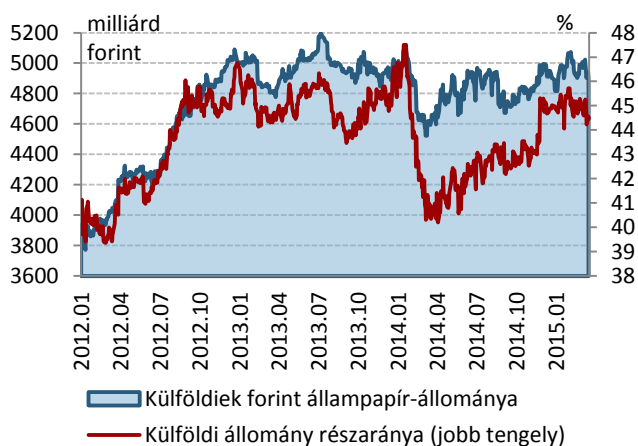
A külföldi szereplők forint elleni pozícionáltsága és a belföldi szereplők forwardállománya is csökkent az árfolyam erősödésével párhuzamosan. A nem rezidens szereplők nettó FX-swap állománya az időszak végére 213 milliárd forinttal épült le, miközben kumulált

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



Megjegyzés: Külföldiek kumulált forintvásárlása: 2010. jan. 4.=0.
Forrás: MNB

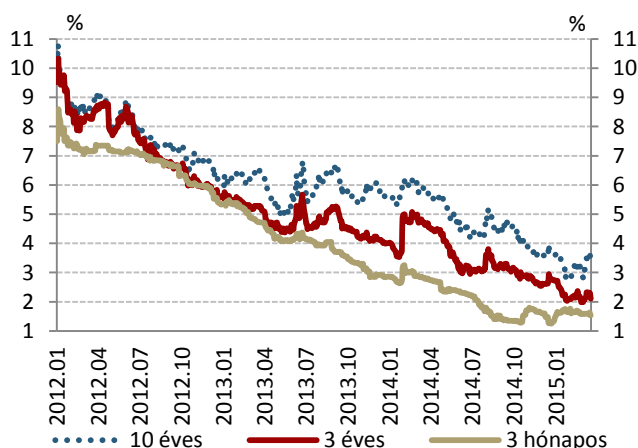
4-7. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



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

Forrás: MNB

4-8. ábra: Állampapírpiacon referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

forintvásárlásuk érdemben, 430 milliárddal nőtt (4-6. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya az év végi kisebb megingást követően stabilan alakult, 4800 és 5050 milliárd forint között ingadozott, az időszak végén 4890 milliárd forinton állt. Összességében az időszak elejéhez mérten enyhe 55 milliárd forintos csökkenést tapasztaltunk az állományukban, részarányuk pedig a forintpapírok tekintetében 44-45 százalék körül ingadozott (4-7. ábra).

4.1.3. Állampapírpiacon és hozamalakulás

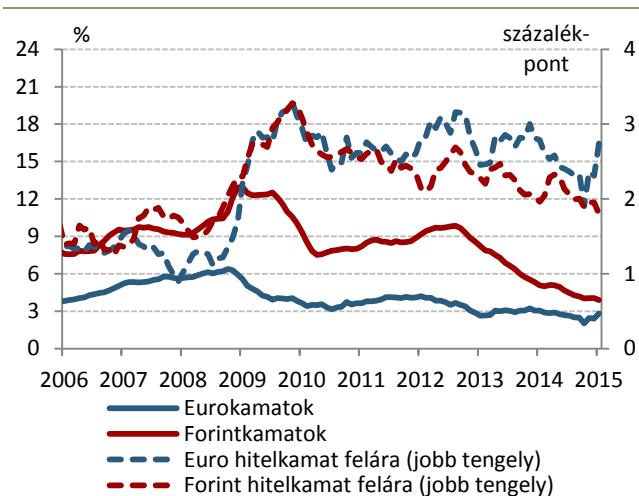
Az állampapírok elsődleges piacán némileg mérséklődött a kereslet, ugyanakkor általánosságban továbbra is kielégítő lefedettséget lehet tapasztalni az aukciókon. A rövid papírok esetében az év eleji hozamemelkedés következtében számottevő emelkedés volt a keresletben, ugyanakkor a hozamok fokozatos csökkenése, illetve stagnálása mellett a kereslet is mérséklődni látszik. A hosszú lejáratú papírok esetén is hasonló tendenciákat tapasztaltunk az időszak során. Ezek mellett szembetűnő, hogy jelentős érdeklődés volt a 3, illetve 5 éves változó kamatozású állampapír aukciókon, amelyeken rendre megemelte a kibocsátó az elfogadott mennyiségeket az eredetileg meghirdetett képest.

A másodpiaci állampapírhozamok a rövid lejáratokon összességében emelkedtek, míg a hosszú lejáratokon csökkentek, így a hozamgörbe meredeksége az időszak elejéhez képest mérséklődött. Dinamikájában eleinte a rövid hozamok emelkedését, majd stagnálását tapasztaltuk, ezzel ellentétben a hosszú hozamok az időszak elején historikus mélypontjukra csökkentek, mely szintekről később részben felfelé korrigáltak (4-8. ábra). A rövid hozamok esetében az állampapír hozamok továbbra is a bankközi hozamok alatt vannak, míg a hosszabb szegmensben az állampapír-hozamok a magasabbak.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A vállalati és háztartási szegmensben is tovább mérséklődött az új forinthitelek finanszírozási költsége 2014 utolsó negyedében. A vállalati forintkamatok szintje a régiós átlag szintjére mérséklődött 2014 végére. A vállalati eurohitelek átlagkamata érdemben növekedett, és ebben az esetben a referenciakamat változatlansága miatt a kamatszint növekedése a felár azonos mértékű növekedését eredményezte. A vállalati hitelezés nem árjellegű feltételeiben lazítás volt megfigyelhető, és összességében is a hitelezési kondíciók enyhítéséről számoltak be a bankok a hitelezési felmérésre adott válaszaikban. A válaszadók jelzései szerint továbbá 2015 első félévében is enyhítés következhet. A háztartási hitelek esetében ettől eltérően előretekintve a hitelezési feltételek szigorítását jelezték a bankok, de ennek oka döntően az életbe lépő adóssághék szabályok technikai hatása. Az egyéves előretekintő reálkamat növekedett januárban az inflációs várakozások csökkenése miatt.

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



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

Forrás: MNB

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

2014 negyedik negyedében tovább csökkentek a vállalati forinthitel kamatok. A változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással⁹ rendelkező forinthitelek 3 havi mozgóátlaggal simított kamatlába a megvalósult ügyletek alapján a negyedik negyedévben 4,1 majd januárban 3,9 százalékra mérséklődött (4-9. ábra), így már nemzetközi összehasonlításban is a régiós átlag szerinti szintet érte el. Az eurohitelek esetében ugyanakkor emelkedett a kamatláb, az októberi 2,5 százalékról januárra 2,8 százalékra. **A változás a forint és az euro esetében is elsősorban a felárok változásának tudható be.** A hitelképes kis- és középvállalkozások számára a Növekedési Hitelprogram második szakaszának kibővített kerete továbbra is kedvező finanszírozási formát jelent. Emellett az NHP+ az eredeti NHP programból eddig kizorult, magasabb kockázatú kis- és közepes vállalkozások számára teremt a piacinál kedvezőbb hitelfeltételeket.

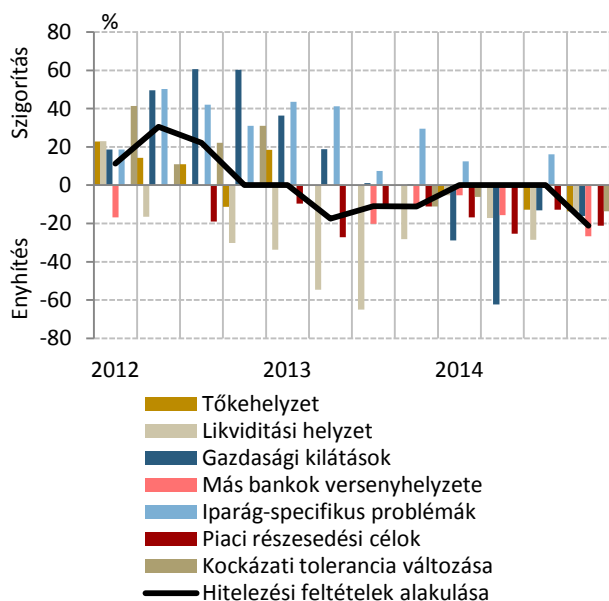
A hitelezési felmérésre¹⁰ adott válaszok alapján a bankok nettó¹¹ értelemben vett 21 százaléka lazított a hitelfeltételeken 2014 negyedik negyedében. Ennek lehetőségét a bankrendszer likviditásbősége és kedvező tőkehelyzete teremtette meg, de hozzájáruló tényezők között kiemelhető továbbá a piaci részesedési célok és a nagyobb piaci szereplők közötti versenyhelyzet is. Előretekintve a bankok nettó értelemben vett 16 százaléka jelezte, hogy a 2015 első félévében tovább lazítana a hitelfeltételeken, amelynek okaként legnagyobb arányban szintén a verseny fokozódását jelölték meg a válaszadó bankok (4-10. ábra). Emellett, a GDP növekedésével párhuzamosan, a gazdasági kilátások immár negyedik

⁹ A Növekedési Hitelprogram keretén belül folyósított hitelek többsége éven túli hitel, így az általunk vizsgált kamatlábak elsősorban a programon kívül eső hitelezési folyamatokat tükrözik.

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

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

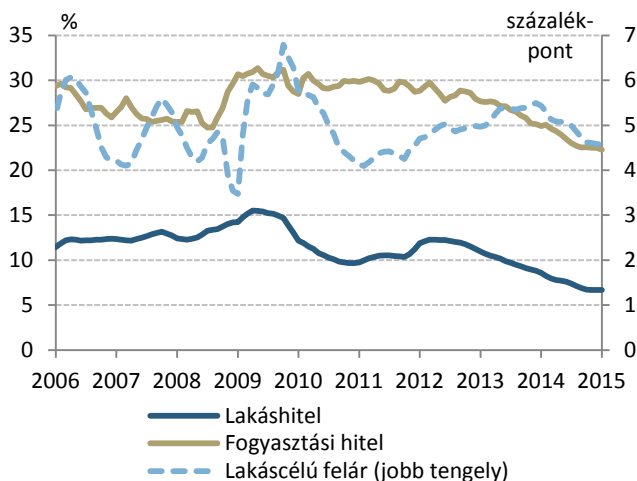
4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben



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

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján

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



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

Forrás: MNB

negyedéve jelenik meg a feltételek enyhítéséhez hozzájáruló tényezőként a banki válaszokban.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

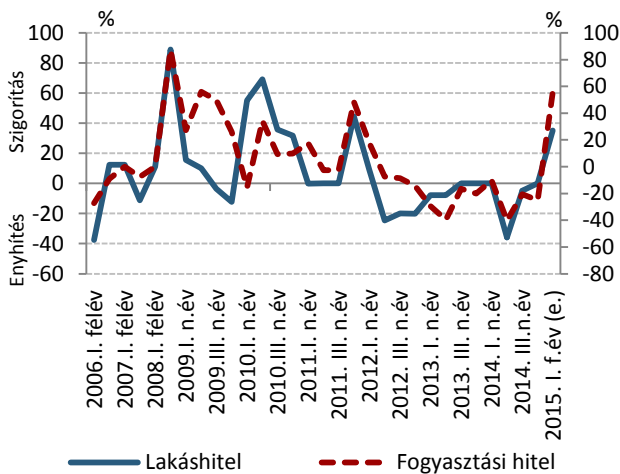
Mindkét szegmensben tovább csökkent a megvalósult hitelügyletek három hónapos mozgóátlaggal simított teljes hitelköltsége (4-11. ábra). A THM-ben megfigyelhető enyhe mérséklődés leginkább a felárak csökkenésének tudható be a vizsgált időszakban. A lakáshitelek esetében a változó kamatozású hitelek átlagos hitelköltsége és a fix kamatozású konstrukcióké között csökkent a különbség, a fix kamatozású hitelek felárának nagyobb mértékű csökkenése miatt. Ehhez hozzájárulhatott az időszak folyamán a jövőbeli kamatvárakozások átlagos csökkenése, amely megjelent a BIRS csökkenésében is. Az egyéb fogyasztási hitelek költsége szignifikánsan csökkent januárban, elsősorban a személyi és az áruhitel kamatszintjének mérséklődése miatt. A felárak esetén folytatódott a 2013 decembere óta megfigyelhető csökkenő tendencia.

A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok lazítottak a fogyasztási hitelek feltételein, míg a lakáshitelek sztenderdjei változatlanok maradtak 2014 negyedik negyedévében. A fedezetlen fogyasztási hitelek esetében a válaszadó bankok nettó értelemben vett 20 százaléka számolt be enyhítésről (4-12. ábra). Előretekintve a következő félévre a bankok 35 százaléka jelezte a lakáshitelek, és mintegy 56 százaléka a fogyasztási hitelek feltételeinek szigorítását. A bankok legnagyobb arányban a maximális jövedelemarányos törlesztőrészlet kritériumának szigorítását irányozták elő. Ez azonban az új jogszabályi rendelkezések („adósságfék”) banki implementálásának tényét és nem a szigorítás mértékét jelzi. A szigorítás előreláthatólag az ügyfeleknek csak kis hányadát fogja érinteni, hiszen a szerződéskötések döntő többsége már a korábbi feltételek szerint is megfelelt az új szabályozásnak. Így a bankok többségénél jelentkező, de inkább adminisztratív, mint effektív szigorítás várható.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

2014 negyedik negyedévében növekedésnek indult az egy évre előretekintő reálkamat. A 2014 februárjától tartó csökkenő trendnek októberben szakadt vége, ezt követően folyamatos a reálkamat emelkedése. Ennek eredményeképpen az inflációval csökkentett kamatszint 2015 januárjában, állampapírpiazi hozamokból becsült hozam alapján 1,3 százalékot, míg betéti kamatok alapján 1,1 százalékot tett ki (4-13. ábra). A reálkamatláb növekedése a betéti kamatok és az állampapírpiazi

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

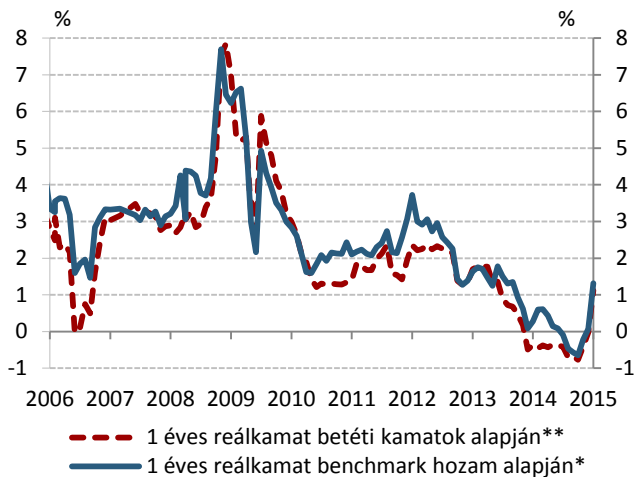


Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válasza alapján

hozamok stagnálása mellett az inflációs várakozás csökkenésének köszönhetően valósulhatott meg. A 12 hónap múlva várható inflációra vonatkozó várakozás 2014 októbere óta folyamatosan csökkent, decemberben még 1,5 százalékot tett ki, azonban januárra 0,4 százalékra mérséklődött.

4-13. ábra: Az előretékintő reálkamatlábak alakulása



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

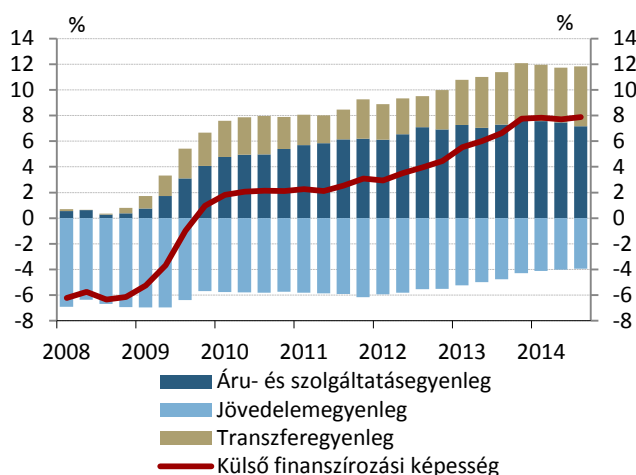
Forrás: MNB, Reuters poll

5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége 2014 harmadik negyedévében is a 2013 végén kialakult, a GDP 8 százaléka körüli összeget tette ki. A külkereskedelmi többlet enyhén csökkenését a transzferegyenleg hasonló mértékű emelkedése ellensúlyozta. A finanszírozási oldalon a nettó FDI-beáramlás mellett az adósságjellegű források jelentős csökkenése volt megfigyelhető. Ennek megfelelően a külső adósságmutatók – az előző negyedévi, döntően a hozamcsökkenés okozta átértékelődés miatt bekövetkezett átmeneti emelkedést követően – tovább csökkentek.

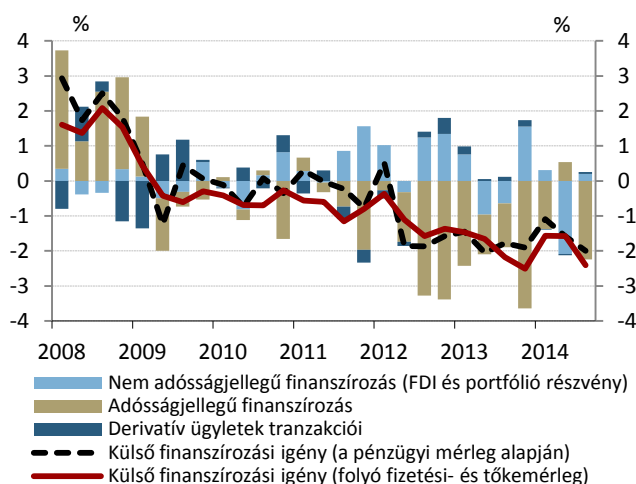
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (a GDP százalékában)



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek.

Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása (a GDP százalékában)



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 megközelítés szerinti finanszírozási képesség 2014. harmadik negyedévében is stabilan, a GDP 8 százaléka körül alakult (5-1. ábra). A külkereskedelmi többlet enyhén csökkent, ami elsősorban a beruházások növekedéséhez, illetve a gáztározók feltöltéséhez kapcsolódó importra vezethető vissza. A **transzferegyenleg** többletének növekedésében döntő szerepe volt annak, hogy az EU transzferek felhasználásának négy negyedéves értéke 5,7 milliárd euróra emelkedett. A **jövedelemegyenleg** nem változott lényegesen, azonban a GDP 4 százalékát kitevő hiány továbbra is jelentősen elmarad a korábbi években jellemző szinttől. Az előzetes havi adatok alapján a külkereskedelmi többlet az év végén emelkedhetett, miközben az EU-transzferek negyedik negyedévi jelentős összege enyhén elmaradt az egy évvel korábbi értéktől.

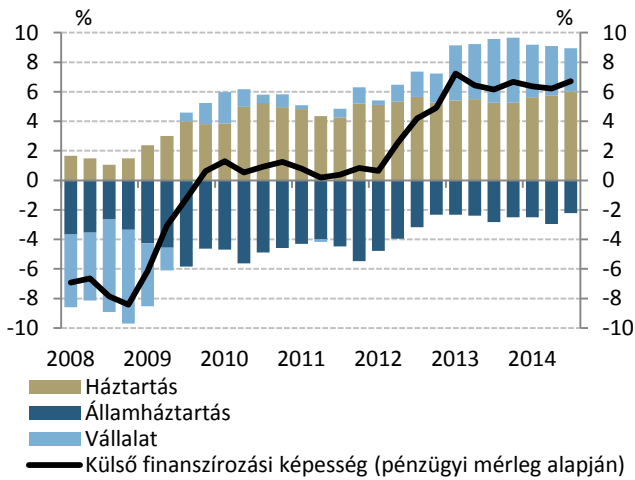
5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A finanszírozási adatokból számolt nettó megtakarítási pozíció a harmadik negyedévben emelkedett, de kismértékben elmaradt a reálgazdasági oldalról számított értéktől (5-2. ábra). Igen nagy, 2 milliárd eurót meghaladó mértékű volt az adósságjellegű források nettó kiáramlása, miközben a nem adósság jellegű forrásoknál beáramlás történt.

A harmadik negyedévben 0,5 milliárd euróval növekedett a külföldiek nettó közvetlentőke befektetése, amihez jelentősen hozzájárultak a bankrendszerben végrehajtott tőkeemelések. Az előzetes havi adatok alapján az FDI-beáramlás a negyedik negyedévben is folytatódott, és így 2014-ben összességében az előző évihez hasonló mértékű nettó FDI-beáramlás történt.

A harmadik negyedévben nagyobb, 2 milliárd eurót meghaladó mértékben csökkentek az adósság típusú források. Az adósság jellegű források csökkenésében az MNB-vel konszolidált állam több mint 1 milliárd eurót kitevő nettó adósságcsökkenése volt meghatározó, ami részben az MNB-kötvény betétte alakításához köthető. A bankrendszer külső adóssága – a korábban jellemző nagymértékű csökkenést követően – az utóbbi

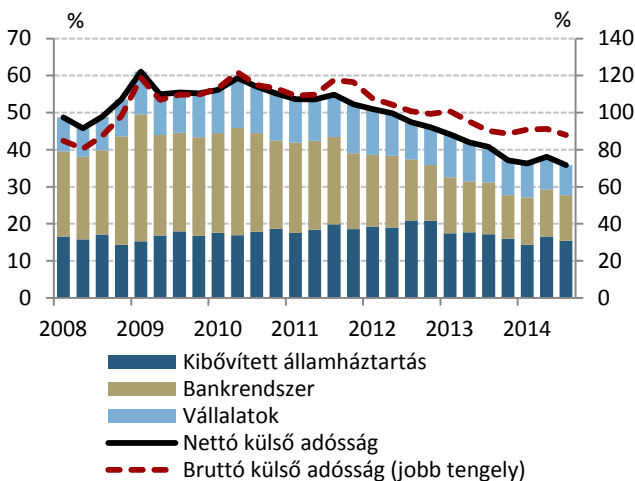
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint (a GDP százalékában)



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek.

Forrás: MNB

5-4. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP százalékában)



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül.

Forrás: MNB

negyedévekben stabilizálódott, amihez a jegybanki irányadó eszköz átalakítása is hozzájárulhatott. Az MNB-kötvényből kiáramló forintlikviditás ugyanis részben a bankrendszerbe áramolhatott. A vállalatok a harmadik negyedévben is tovább csökkentették külső adósságukat. Az előzetes havi adatok alapján a negyedik negyedévben is folytatódott a külső adósság nagymértékű törlesztése, ami elsősorban a bankok növekvő hitelviszafizetésére vezethető vissza. Ez utóbbival kapcsolatban ugyanakkor érdemes megjegyezni, hogy részben a bankok év végi mérlegmenedzsmenjtjéhez köthető, és így vélhetően csupán átmenetinek tekinthető.

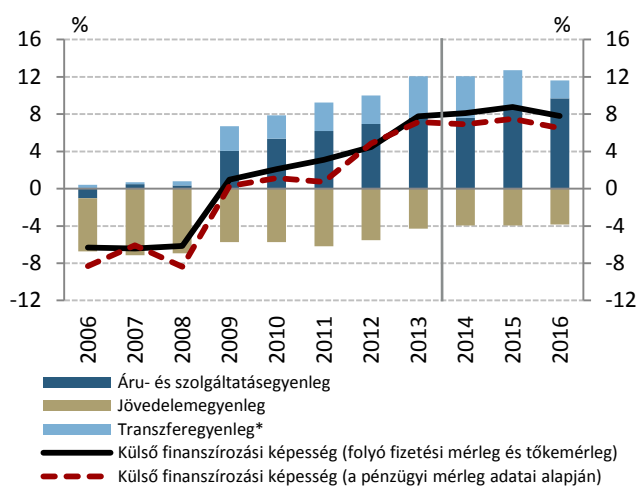
A harmadik negyedévben csökkent az állam finanszírozási igénye, miközben a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása magas szinten stabilizálódott (5-3. ábra). Míg az államháztartás finanszírozási igényének csökkenése arra vezethető vissza, hogy a gazdasági növekedés, a magas bérdinamika és emelkedő foglalkoztatottság növelte az állam adóbevételeit, amit tovább fokozhatott a pénztárgépekhez kötődő fehéredés hatása is. A külső pozíció javulását ugyanakkor részben ellensúlyozta a vállalatok pénzügyi megtakarításának mérséklődése, ami a beruházások Növekedési Hitelprogram által is fokozott bővülésével magyarázható. A negyedik negyedévre vonatkozó előzetes adatok alapján az állam finanszírozási igénye, illetve a háztartások pénzügyi megtakarítása is enyhén mérséklődött.

A gazdaság nettó külső adóssága a harmadik negyedévben csökkent, így a negyedév végén a GDP 36 százalékát tette ki (5-4. ábra). Az adósságjellegű források nagymértékű kiáramlása és a GDP-növekedésének hatására a harmadik negyedévben – egy átmeneti emelkedést követően – újra csökkentek a gazdaság külső adósságmutatói. A mutatók korrekciója döntően a konszolidált államháztartáshoz kötődött, ami elsősorban az MNB irányadó eszközének betétte alakítására vezethető vissza.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége a következő években is jelentős maradhat: 2015-ben a külkereskedelmi egyenleg várható javulása miatt még enyhén emelkedhet is, míg 2016-ban az EU-transzferek várható visszaesése miatt a 2013-2014-ben jellemző, a GDP 8 százalékát kitevő szintre mérséklődhet. A külkereskedelem többlete a gáztározó-feltöltés és a jelentős beruházás-növekedés miatt 2014-ben várhatóan csak átmenetileg csökkent kisebb mértékben, és 2015-16 során az olajárak mérsékelt szintjének és a külső kereslet élénkülésének következtében újra növekedést mutathat. Az EU-tól kapott transferek nagysága 2016-ban – az EU új költségvetési periódusával párhuzamosan – nagyobb mértékben csökkenhet. A jövedelemegyenleg hiánya – ellentétes folyamatok eredményeként – a GDP 4 százaléka körül stabilizálódhat. Az egyes szektorok megtakarítói pozícióját tekintve az államháztartás továbbra is historikusan alacsony finanszírozási igénye mellett a magánszektor pénzügyi megtakarításának magas szinten történő stabilizálódásával számolunk. A jövedelmezőség várható emelkedésével a vállalati nettó pozíció előrejelzési horizontunkon – a banki veszteségek miatti átmeneti csökkenéstől eltekintve – enyhén emelkedhet, miközben a háztartások fundamentális nettó megtakarítása a bővülő fogyasztás és beruházás mellett mérséklődhet. A továbbra is jelentős finanszírozási képesség, illetve a devizahitelek forintosításával kapcsolatos folyamatok mellett a külső adósságmutatók tovább csökkenhetnek.

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



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

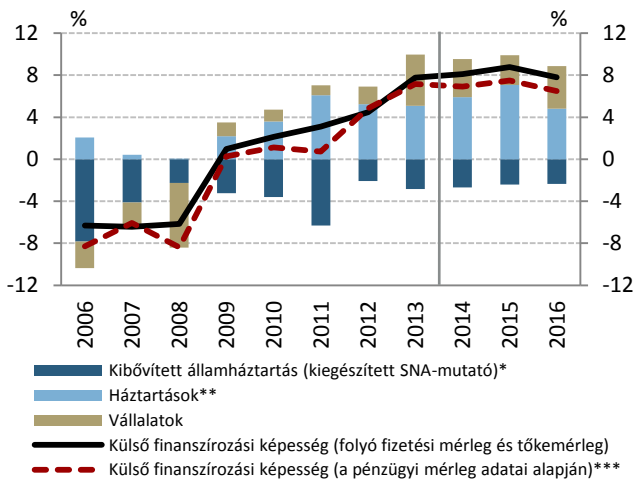
Forrás: MNB

A következő években a 2014-eshez hasonlóan magas maradhat a magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciója (5-5. ábra). A viszonylag stabilan magas külső finanszírozási képesség két ellentétes hatás eredményeként alakul ki. Egyrészt a külső kereslet – olajár-csökkenés, illetve EKB-lazítás miatt várható – élénkülése, a kisebb mértékű hazai beruházás miatti importlassulás és az alacsonyabb olajárak miatt javuló cserearány hatására jelentősebb mértékben emelkedhet a külkereskedelem többlete. Másrészt azonban az EU új költségvetési periódusából adódóan a 2015-ös enyhe mérséklődést követően 2016-ban érdemben csökkenhet a transferegyenleg többlete, ami a két év összességében, ellensúlyozhatja a külkereskedelmi többlet emelkedésének pozitív hatását. A jövedelemegyenleg hiánya a vélhetően javuló vállalati jövedelmezőség hatására emelkedő profitkiutalás és a csökkenő külső adósságrátával párhuzamosan mérséklődő kamatfizetés eredményeként a GDP 4 százaléka körül stabilizálódhat. (Érdemes ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy a fair bankrendszerrel szóló törvény a banki kamatok korlátozásával fékezőleg hat a profitkiutalás nagyságára.)

A szektorok finanszírozási képessége felől vizsgálva a külső egyensúlyi folyamatokat, a magánszektor továbbra is magas finanszírozási képessége mellett enyhén mérséklődhet az állam finanszírozási igénye (5-6. ábra).

A háztartások nettó megtakarítása a következő években kismértékben mérséklődhet a devizahitelek forintosítása, illetve a foglalkoztatottság emelkedése mellett enyhülő óvatossági megtakarítási motívum hatására. 2015 folyamán az egyoldalú kamatemelések és az árfolyamrés miatti elszámolás átmenetileg számottevően növeli a lakosság nettó pénzügyi megtakarítását. A háztartási megtakarítások alapfolyamata ugyanakkor az elszámolás hatására hosszabb távon sem változik meg érdemben,

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



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

Forrás: MNB

mivel az alacsonyabb nettó hiteltörlesztés mellett magasabb szabadon elkölthető jövedelmek a fogyasztás bővülésén túl a lakosság pénzügyi eszköz felhalmozását is növelheti (5-1. táblázat). Az óvatossági motívumok oldódása mellett enyhén mérséklődhet a lakosság nettó megtakarítása, amivel párhuzamosan a fogyasztás nagyobb mértékben bővíthet.

A vállalati szektor finanszírozási képessége – az egyoldalú kamatemelések és árfolyamrés miatti idegi egyszeri banki veszteségén túl – enyhén emelkedhet. A vállalatok pénzügyi megtakarítása az NHP+, illetve 2016-ban a bankadó csökkentésének hatására vélhetően emelkedő vállalati hitelfelvétel ellenére növekedhet, aminek háttérében a vállalati jövedelmezőség várható javulása áll. A következő években ugyanis a GDP-arányos bérköltség várhatóan mérséklődik, miközben a korábban jellemzőnél alacsonyabb olajár is javíthatja a vállalatok jövedelmezőségét.

Az államháztartás finanszírozási igénye a következő években a 2014-hez hasonló, historikusan alacsony szinten alakulhat. Már 2014-ben is csökkentette a finanszírozási igényt az áfa beszedési hatékonyságának javulása és az állampapír-piaci hozamok számottevő csökkenéséből fakadó kamatmegtakarítás. E folyamatok várhatóan a következő években is kifejtik kedvező hatásukat. A közfoglalkoztatási kiadások dinamikus bővülését ellensúlyozza a kormányzati fogyasztás GDP-arányostól elmaradó növekedési üteme. Bevételi oldalon azonban csökken az előrejelzési horizonton az uniós támogatások mértéke a 2014. évi csúcshoz képest, egyelőre nem ismertek a 2013-2014. évihez hasonló koncessziós bevételek és 2016-ban csökken a bankadó is, amik összességében mérséklik a visszafogott kiadások és az élénkülő gazdaság egyenlegjavító hatását.

A várhatóan továbbra is jelentős finanszírozási képesség a külső adósságráták további csökkenését vetíti előre. A gazdaság 8 százalékos körüli finanszírozási képessége azt jelenti, hogy a tranzakciók hatására egy év alatt ennyivel csökkenhet az ország nettó külső tartozása – vagyis az eddig jellemző enyhén pozitív nettó FDI-beáramlás mellett a nettó külső adósság is ilyen ütemben mérséklődhet (az árfolyam hatásától eltekintve). A nettó mutatót nem érinti ugyan, azonban a bruttó külső adósságot emellett még a háztartások devizahiteleinek forintosítása is mérsékli a bankok mérlegalkalmazkodásán keresztül.

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

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I. Nettó finanszírozási képesség a pénzügyi számlákban	5,3	5,2	5,1	5,9	7,1	4,8
a) Egyoldalú kamatemelések és árfolyamrés miatti fogyasztói követelés elszámolásának hatása a megtakarításra					-1,9	
b) Reálhozam fogyasztásra fordított része	0,3					
c) Végtörlesztés miatti megtakarítás-növekedés	-0,6	-0,7				
d) Egyéb hatások		-0,1		-0,4		
II. Alapfolyamatokat mutató nettó finanszírozási képesség (I.+a+b+c+d)	4,9	4,4	5,1	5,6	5,2	4,8
e) Reálhozam megtakarításra fordított része	0,6					
f) Végtörlesztés miatti megtakarítás-növekedés	0,6	0,7				
g) Egyoldalú kamatemelések és árfolyamrés miatti fogyasztói követelés elszámolásának hatása a megtakarításra					1,9	
h) Egyéb hatások		0,1		0,4		
III. SNA-hiánnyal konzisztens nettó finanszírozási képesség (II.+e+f+g+h)	6,1	5,2	5,1	5,9	7,1	4,8

Forrás: MNB

5.3. Költségvetési folyamatok

Előrejelzésünk szerint a kormányzati szektor ESA-hiánya a teljes előrejelzési horizonton érdemben a GDP 3 százaléka alatt maradhat és a kormányzati hiánycélhoz közel alakulhat. 2014-ben az eredményzsemléletű deficit a GDP 2,3-2,4 százaléka lehetett a rendelkezésre álló adatok szerint, ami a GDP 0,1-0,2 százalékaival kedvezőbb a decemberi Inflációs jelentésben közölt prognózisunknál. A rendelkezésre álló szabad tartalékok zárolásával 2015-ben 2,4 százalékos hiánnyal számolunk. 2016-ban a technikai feltevéseket használó, szabályalapú előrejelzésünk szerint a GDP 2,2 százaléka körül lehet a deficit. A fentiek alapján 2014-ben a GDP 0,3 százaléka lehetett a fiskális politika keresletet ösztönző hatása, míg 2015-re és 2016-ra további minimális keresletbővítő hatást becsülünk. A közgazdasági megközelítésben a strukturális egyenlegre vonatkozó közelítésnek tekinthető - ciklikusan igazított - ún. kiegészített SNA-egyenleg becsülésünk szerint 2015-től a GDP 2 százaléka alá csökken, így a költségvetés várható pályája megközelítheti a Konvergencia programban meghirdetett középtávú költségvetési célt. Az előzetes adatok alapján az államháztartás bruttó konszolidált adóssága 2014-ben tovább csökkent, a GDP 77 százaléka alá süllyedt. A 2014. év végi, változatlan árfolyamon számított GDP-arányos bruttó államadósság a teljes előrejelzési időhorizonton csökkenhet, de a tényleges adósságrátát a forint árfolyamának alakulása jelentősen befolyásolja.

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

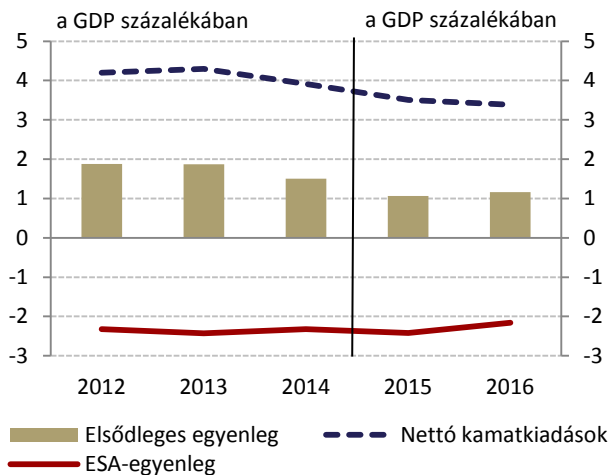
	2014	2015	2016
ESA-egyenleg*	-2,3	-2,4	-2,2
Ciklikusan igazított kiegészített (SNA) egyenleg*	-2,4	-1,7	-1,9
Fiskális keresleti hatás**	0,3	0,1	0,2

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

Forrás: KSH, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás
Prognózisunk szerint a szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) teljes zárolása mellett a kormányzati szektor ESA-hiánya 2015-ben a GDP 2,4, míg 2016-ban a GDP 2,2 százaléka lehet. Várakozásunk szerint 2014-ben a kormányzati szektor ESA-hiánya a GDP 2,3-2,4 százaléka körül alakulhatott, lényegesen kedvezőbben a költségvetésben kitűzött 2,9 százalékos hiánycélnál (5-2. táblázat). Az egyenleg tervezettnél kedvezőbb alakulásához nagymértékben hozzájárult a gazdasági növekedés vártnál nagyobb dinamikája, miközben a kiadásokat a kormányzat egész évben kontroll alatt tartotta. Az alacsony költségvetési hiány fennmaradását az előrejelzési horizonton évről évre növekvő mértékben segíti a GDP-arányos kamatkidások mérséklődése (5-7. ábra). Ez a hozamok elmúlt években bekövetkezett

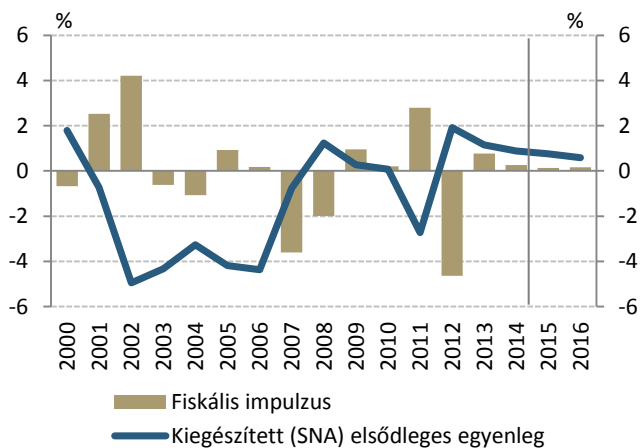
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidások alakulása



Megjegyzés: 2012-től az ESA2010 módszertan előírásai következtében a kamatkidások a nyugdíjrendszer átalakítása miatt jelentkező imputált kamatkidásokat is tartalmaznak

Forrás: MNB

5-8. ábra: A fiskális impulzus (a GDP százalékában)



Megjegyzés: 1. A fiskális impulzust a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával. 2. Pozitív előjel keresletbővítést, negatív előjel keresletszűkítést jelent. 3. A költségvetési szabad tartalékok törlését feltételezve 2015-2016-ben.

Forrás: MNB

csökkenéséből fakad, ami az államadósság szerkezetéből adódóan csak fokozatosan fejt ki hatását.

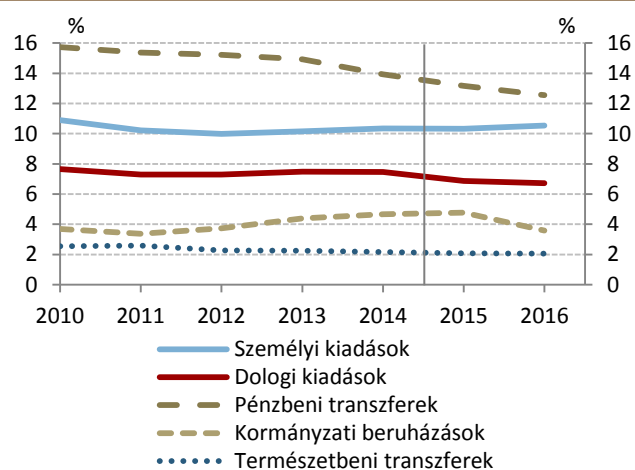
A 2013-as keresletbővítést követően 2014-ben a költségvetési politika ismét az aggregált kereslet bővítése irányába hatott.¹² 2014-ben alig változó ESA-egyenleg mellett valósult meg keresletbővítés, amit az elsődleges többlet – kamategyenleg javulása mellett bekövetkező – csökkenése okozott. 2015-ben és 2016-ban ez a tendencia folytatódhat (5-8. ábra), mivel a saját forrású beruházási kiadások növekedése ellensúlyozhatja a lakosságnak juttatott pénzügyi transferek mérséklődését, amely elsősorban a nyugdíjrendszert érintő korábbi intézkedések hatásához kapcsolódik.

A kormányzati szektor egyenlegének következő években várható javulását jelentős részben a kiadások GDP-arányos mérséklődése eredményezheti. A pénzügyi transferek GDP-arányos mértékének csökkenéséhez több tényező is hozzájárul. Ezek között a legerősebb az, hogy az infláció, amellyel egyes kiadásokat indexálnak (például a nyugdíjkiadásokat) alacsonyabb a nominális GDP bővülésénél, illetve a nyugdíjkiadásokat a korhatár fokozatos emelése is mérsékli. Egyes szociális támogatásoknál a költségvetési törvényjavaslatban szereplő kivetítés alapján a normatív támogatások nominális rögzítésével számolunk, a munkanélküliséghez kapcsolódó juttatások pedig a közmunka program tervezett bővítése miatt is csökkenhetnek. Az állami bérek, személyi kiadások GDP-arányos összege 2016-ban emelkedhet, egyfelől az intézkedések (közfoglalkoztatás, életpálya modellek) hatására, másfelől 2016-ban nem számolunk általános bérfagyasztással a közszférában. A természetbeni juttatásoknál és a dologi kiadásoknál enyhe csökkenéssel számolunk, ez utóbbi esetben a rezsiszökkentésnek van számottevő hatása (5-9. ábra).

A kormányzati beruházások alakulása az uniós tőketranszferek alakulását követi. Az előző uniós költségvetési időszak végén felgyorsult a támogatások lehívása és felhasználása, így a saját és EU forrásból finanszírozott állami beruházások historikusan is magas értékre emelkedtek. Az új program-periódus elején ehhez képest alacsonyabb szintekre számítunk. Erre tekintettel, azzal a feltevéssel éltünk, hogy jövőre a kormányzat az új helyzetre reagálva, a KSH által közölt 2013. évi amortizáció szintjéig kiigazítja a beruházási kiadásait (5-12. ábra).

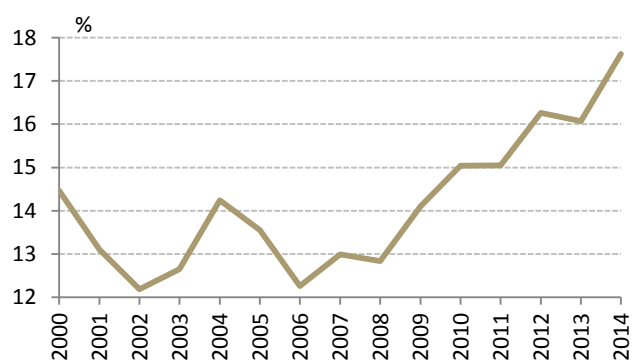
¹² A fiskális impulzust a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változásával számszerűsítjük, ami megmutatja, hogy a költségvetési intézkedések és folyamatok, valamint az automatikus stabilizátorok miként érintik a többi szektor jövedelmi helyzetét.

5-9. ábra: Kormányzati kiadások a GDP százalékában



Forrás: KSH, MNB

5-10. ábra: Az effektív áfa kulcs alakulása (százalék)



Forrás: MNB

5-3. táblázat: A 2015. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a decemberi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában)

	Makroadat	Intézkedés	Egyéb
I. Központi bevételek	0,3	0,0	-0,2
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,3	-	-
Munkát terhelő adók, járulékok	-0,1	-	-
Társasági adó	0,1	-	-
Állami vagyonnal kapcsolatos bevételek	-	-	-0,2
II. Központi kiadások	0,0	0,0	-0,2
EU támogatással kapcsolatos nettó kiadások	-	-	-0,2
III. Egyéb hatások	0,1	-	0,1
Nettó kamatkifizetések	0,1	-	-
Egyéb tételek	-	-	0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,4	0,0	-0,4

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

Forrás: MNB

5.3.2. A 2014. évi egyenleg

Az államháztartás 2014. évi ESA-hiánya várakozásunk szerint a GDP 2,3-2,4 százaléka körül alakulhatott, amely 0,1-0,2 százalékponttal alacsonyabb a decemberi Inflációs jelentésben közölt előrejelzésünkénél, a hivatalos adat azonban csak március végén fog rendelkezésre állni. Az áfabevételeknél az online pénztárgépek bevezetése az effektív áfa-kulcs emelkedésével járt együtt, részben ennek hatására az áfabevételek a GDP 0,3 százalékpontjával meghaladták előrejelzésünket (5-10. ábra). A vártnál erőteljesebb gazdasági növekedés a vállalati szektor profitabilitásán keresztül az év végén a prognózisunknál a GDP 0,1 százalékaival magasabb költségvetési bevételt eredményezett. A kiadási oldalon az uniós programokhoz kapcsolódó nettó kiadások a GDP 0,4 százalékaival nagyobbak lettek a várakozásunknál. A központi kormányzat egyéb elsődleges kiadásai több tételnél külön-külön kismértékben elmaradtak előrejelzésünkötől.

5.3.3. A 2015. évi egyenleg

2015-ben a GDP 2,4 százaléka lehet előrejelzésünk szerint az államháztartás GDP-arányos ESA-hiánya a költségvetési törvényjavaslatban szereplő szabad tartalékok teljes törlése esetén, ami megegyezik a decemberi prognózisunkkal, de attól eltérő szerkezetű lehet (5-3. táblázat). A főbb adóbevételeknél a 2014. évi bázishatást vezettük át előrejelzésünkön. Az áfa prognózis kialakítása során figyelembe vettük, hogy az online pénztárgépek bevezetése miatt 2014-ben tapasztalt effektív áfa-kulcs emelkedés folytatódhat 2015-ben a teljes éves hatás miatt.

A költségvetési törvény 169 milliárd forintnyi bevételt tartalmaz „egyéb értékesítési és hasznosítási bevételek” címen. A decemberi Inflációs jelentésben azzal a feltevéssel éltünk, hogy a bevételi jogcímből csak az elmúlt évek átlagának megfelelő összegű bevételt realizál a költségvetés. Tekintettel arra, hogy a törvény elfogadását követően még nem vált ismertté intézkedés a bevételi terv teljesítése céljából, ezért ebben a fordulóban ezen a jogcímen bevétellel csak a pozitív kockázatok között számolunk - ez a decemberi előrejelzésünkhöz képest a GDP 0,2 százalékaival csökkentette bevételi várakozásunkat. A költségvetési törvényjavaslatához képest ugyanakkor - a decemberi feltevésünkkel megegyezően - a GDP 0,1 százalékaival mérsékeljük előrejelzésünkben a Beruházási Alap kiadásait, ugyanis a költségvetési törvény szerint alacsonyabb tőkebevételek esetén e kiadásokat fognak

5-4. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2015. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)

	<i>Eltérés az előirányzattól</i>
I. Központi kormányzat bevételei	-0,3
Társasági adó	0,1
Gazdálkodó szervezeteket terhelő egyéb adók	-0,1
Fogyasztást terhelő adók	0,1
Vagyonbevételek és kapcsolódó kiadások	-0,4
II. Központi kormányzat kiadásai	0,2
Lakástámogatások és nyugdíjkiadások	0,1
Kamatkiadások	0,2
III. További hatások	0,1
Tartalékok zárolása	0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,0

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

Forrás: MNB

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

	<i>Makroadat</i>	<i>Intézkedés</i>	<i>Egyéb</i>
I. Központi bevételek	0,4	-0,2	0,0
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,3	-	-
Társasági adó	0,1	-	-
Pénzügyi szervezetek különadója	-	-0,2	-
II. Központi kiadások	-	-	-0,7
Beruházási kiadások	-	-	-0,7
III. Egyéb tételek	0,2	0,0	0,0
Ebből nettó kamatkiadások	0,1	-	-
Összesen (I.+II.+III.)	0,6	-0,2	-0,7

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

Forrás: MNB

vissza a költségvetés végrehajtása során.

Az uniós transferekre vonatkozó prognózisunk pénzforgalmi és eredményszemléletben egyaránt jelentősebben módosult. Több tényező együttes hatására emelkedett a 2015-re várt uniós bevétel összege. Egyrészt a 2007-2013-as uniós költségvetési ciklusban rendelkezésünkre álló pénzügyi kereteknek lényegében teljes felhasználását tételeztük fel – figyelembe véve a forráslekötés túlbiztosítását. Másrészt a 2014. évi eredményszemléletű bevétel a várakozásunk alatt teljesült, így az áthúzódó hatással emeltük a 2015-ben várható bevételt. Harmadrészt, a 2007-2013-as cikusból korábban 2016-ra várt áthúzódást csökkentettük, ezáltal is növelve a 2015-re várt forrásbevonást. A magasabb uniós forrásbevonás következtében, jelentősebben felfelé korrigáltuk a kormányzati szektor 2015-re prognosztizált beruházási kiadásait, mindez az önrész-igényen keresztül nettó kiadásnövekedésével jár együtt, ami a GDP 0,2 százalékaival növeli az elsődleges kiadásokat.

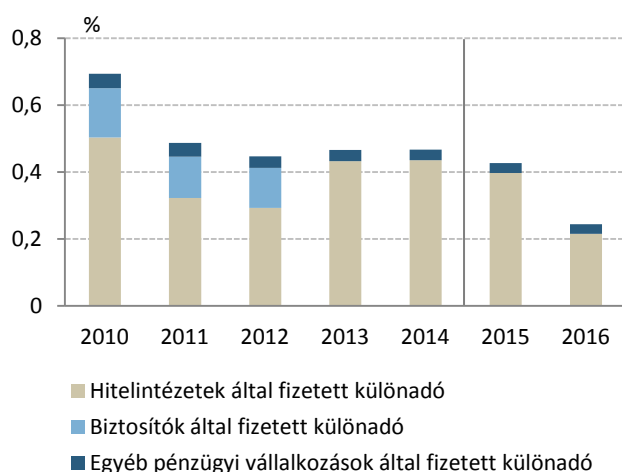
2015. évi egyenlegprognózisunk megegyezik a költségvetési törvényben szereplő kormányzati hiánycéllal, de szerkezetében eltér attól (5-4. táblázat). Eltérést jelent a törvényi előirányzattól, hogy előrejelzésünk az Országvédelmi Alap teljes törlését feltételezi, ami önmagában a GDP 0,1 százalékaival kedvezőbb egyenleget eredményez.

5.3.4. A 2016. évi egyenleg

A 2016. évi technikai feltevéseket használó előrejelzésünk 2,2 százalékos GDP-arányos ESA-deficittel számol, ami 0,3 százalékponttal kedvezőtlenebb egyenleget jelent a decemberben publikált Inflációs jelentésben szereplő előrejelzéshez képest (5-5. táblázat). Az eredményszemléletű egyenlegváltozáshoz pozitívan járulnak hozzá a makrogazdasági folyamatoktól függő adó- és járulékbevételek. Ugyanakkor a pénzügyi szervezetek különadójának bejelentett csökkentése ezt a hatást jelentősen mérsékli (5-11. ábra).

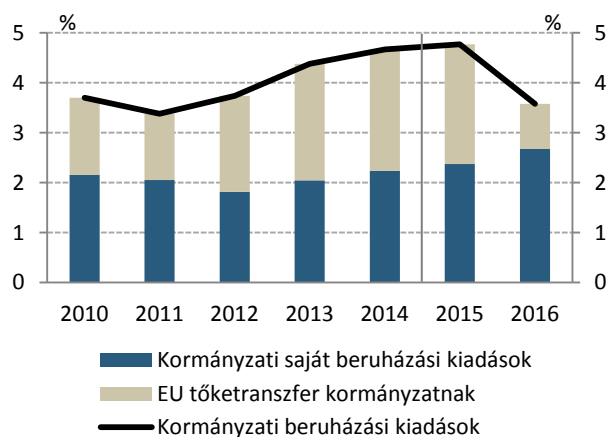
A decemberben publikált előrejelzésünkhöz képest jelentős változás, hogy az uniós tőketranszfernek korábban becsülnél jelentősebb csökkenése miatt a kormányzati szektor beruházási kiadásai alacsony szintre esnének vissza. Ezt felismerve, azt a technikai feltevést alkalmaztuk, hogy az állam beruházási kiadásai 2016-ban eléri legalább az állami tőkeállomány amortizációját (a GDP 3,6 százaléka) – az új technikai feltevés növeli az elsődleges kiadásokat (5-12. ábra). Az elmúlt években végbement hozamszint csökkenés viszont mérsékli az államadósság implicit kamatterhét, így a kormányzati

5-11. ábra: A pénzügyi szektor különadója (a GDP százalékában)



Forrás: KSH, MNB

5-12. ábra: A kormányzati szektor beruházási kiadásainak összetétele (a GDP százalékában)



Forrás: KSH, MNB

szektor nettó kamatkidadásai GDP-arányosan tovább csökkenhetnek.

5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

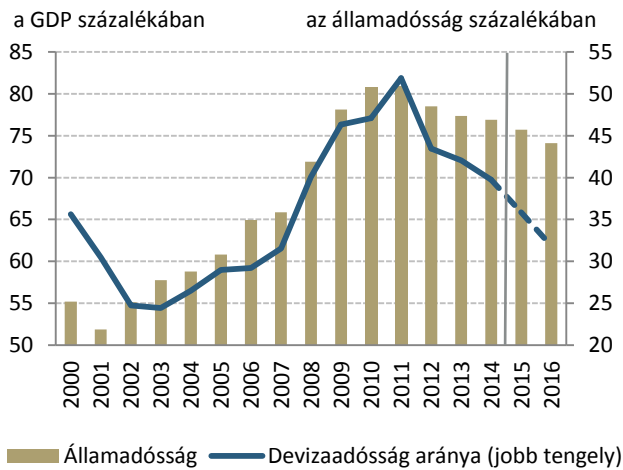
Az alappályát több pozitív és negatív kockázat övezi, a kockázatok eloszlása az alacsonyabb hiányszint irányába aszimmetrikus. 2015-ben a GDP 0,4 százalékát kitevő pozitív kockázatot jelent, ha a költségvetési törvényben előirányzott ingatlanértékesítési bevétel maradéktalanul teljesül. (Ebben az esetben nem lesz szükség a Beruházási Alap részleges zárolására.) További pozitív kockázatot jelent az online pénztárgépek kötelező használatának kiterjesztése és az ún. EKÁER rendszer üzembe helyezése. Negatív kockázatot hordoz a 2007-2013-as uniós pénzügyi keret lehívásának túlbiztosítása. Előfordulhat ugyanis, hogy a rendelkezésre álló pénzügyi keretet meghaladja a kormányzati szektor beruházási aktivitása, és ez esetben a többlet beruházási kiadást saját forrásból, költségvetési hiányból kell finanszírozni. (Megjegyzendő, hogy ez pozitívan hatna a gazdasági növekedésre, amelyből többletbevétele származhatna a költségvetésnek.)

5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

A legfrissebb adatok alapján 2014. év végén a 2013-as 77,3 százalékról 76,9 százalékra csökkent hazánk GDP-arányos bruttó államadóssága. Az adósságráta 2014-es csökkenése több ellentétes hatású tényező eredményeként adódott. A várt feletti gazdasági növekedés és az államháztartás tervezettnél kedvezőbb nettó finanszírozási igénye az adósságráta csökkenésének irányába hatott. E tényezők pozitív hatásait azonban nagymértékben ellensúlyozta az ÁKK-nál elhelyezett margin betétek dollárerősödés miatti állománynövekedése, valamint az euró-forint árfolyam emelkedése által okozott átértékelődési hatás. Az államadósság mintegy 40 százaléka külföldi valutában denominált, ezért az euró-forint árfolyam minden 1 forintos változása mintegy 0,1 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot.

Változatlan, 2014. év végi árfolyammal számolva a teljes előrejelzési horizonton tovább csökkenő GDP-arányos államadósságot lehet előre jelezni, vagyis az Alaptörvényben rögzített államadósság-szabály várhatóan a jövőben is teljesül. Előrejelzésünk szerint idén év végére 76 százalék alá süllyedhet az adósságráta és 2016-ban megközelítheti a 74 százalékot (5-13. ábra). A kedvező adósságdinamikát elsősorban a várható gazdasági növekedés, a fegyelmezett költségvetési politika és a mérsékelt hozamkörnyezet támogathatja. Az előrejelzési horizonton várhatóan negatív nettó deviza-

5-13. ábra: Az adósságpálya várható alakulása – előretekinve változatlan, 2014. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

kibocsátásnak köszönhetően az államadósság devizaaránya is tovább csökkenhet. 2016-ban 35 százalék alá is süllyedhet, ami – az adósság árfolyamkitettségeinek csökkenésén keresztül – tovább mérsékelheti hazánk külső sérülékenységét.

Az euróval szemben a tavaly év végénél erősebb forint árfolyam tartós fennmaradása a fentiekben jelzettnél kedvezőbb maastrichti adósságpályát eredményezhet. Ugyanakkor ennek esetleges pozitív hatását a dollár további erősödése – az adósságkezelőnél elhelyezett margin betétek állománynövekedésén keresztül – ellensúlyozhatja.

6. KIEMELT TÉMÁK

6.1. A 2014-es évre adott jegybanki előrejelzések értékelése

Elemzésünk célja bemutatni, hogy a fő makrogazdasági változók előző naptári évi értékére adott előrejelzéseink mekkora pontossággal teljesültek. Ezen kívül azt is megvizsgáljuk, hogy a jegybank előrejelzési teljesítménye hogyan viszonyul a piaci elemzőkéhez. A 2014-es évre a vizsgált változók esetén először 2012 decemberében készítettünk előrejelzést. Összességében a 2014-es infláció alacsonyabb, míg a gazdasági növekedés és foglalkoztatás magasabb lett előrejelzéseinkhez képest.

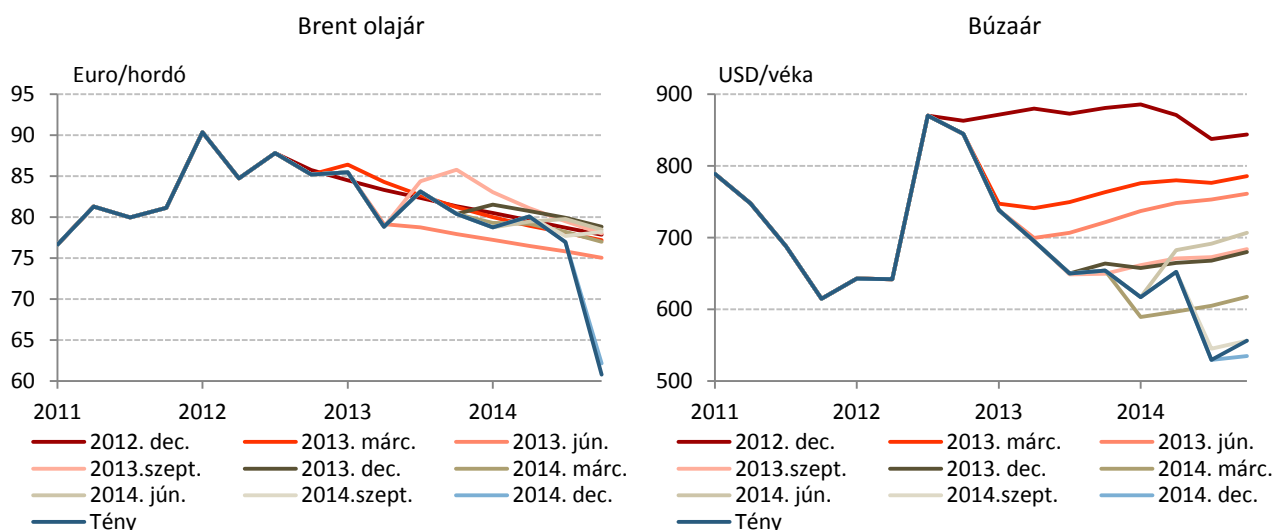
6.1.1. Infláció

2013 közepéig azzal számoltunk, hogy az infláció 2014-ben a céllal konzisztens szint közelében alakulhat. E feltevésünket támogatta a fogyasztási kereslet fokozatos élénkülése. Emellett a 2012 folyamán bejelentett vállalati adók (pl. elektronikus útdíj, energiaszektor különadója) részleges átgyűrűzésére számítottunk a termelési láncon keresztül. Az ezt követő negyedévekben folyamatosan lefelé revideáltuk előrejelzésünket és az infláció cél alatti alakulására számítottunk, melyhez a visszafogott keresleti környezet mellett a 2012 végétől folyamatosan mérséklődő inflációs várakozások is hozzájárultak. Előrejelzésünk változásának fő okai a következők voltak:

- alacsonyabb infláció irányába mutató költségsokkok (élelmiszer, üzemanyag, importált infláció; 6-1. ábra)
- szabályozott energiaárak több lépcsőben végrehajtott csökkentése (2013. szeptemberi, 2014. márciusi Inflációs jelentés). Ezen hatások összességében a 2014-es inflációra -1,0, illetve -0,2 százalékpont volt.
- az ingyenes készpénzfelvétel 2014 eleji bevezetése miatt további érdemi revíziót hajtottunk végre 2013 decemberében, melynek hatása -0,2 százalékpont volt

Az indirekt adóktól szűrt maginflációt tekintve a 2014-es tény alacsonyabb volt az előrejelzéseinkhez képest, melyet a visszafogott kereslet, az inflációs várakozások fokozatos mérséklődése, vállalati adóterhek alacsonyabb begyűrűzése, illetve a visszafogott importált infláció magyarázhat. A teljes infláció esetében tapasztalt nagyobb eltérést az alacsonyabb olaj- és élelmiszerárak, valamint a szabályozott energiaárak csökkentése okozhatta.

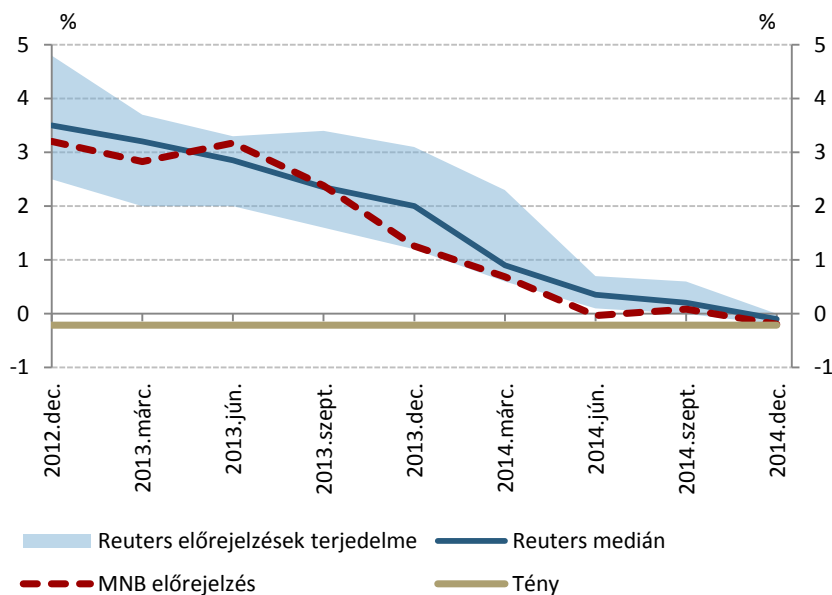
6-1. ábra: Az olaj és búzaárakra vonatkozó feltevések alakulása



Forrás: Bloomberg, CBOT

Összességében 2013 végétől a 2014-re vonatkozó inflációs előrejelzésünk a Reuters felmérésben részt vevő piaci elemzők várakozási sávjának az alján helyezkedett el, így a legkorábban jelezte előre a kialakuló rendkívül alacsony inflációs környezetet. A jegybanki inflációs előrejelzések a piaci előrejelzéssel összevetve szinte folyamatosan kisebb eltérést mutattak a megvalósult tényadathoz képest (6-2. ábra).

6-2. ábra: A 2014. évi inflációra vonatkozó MNB és piaci előrejelzések

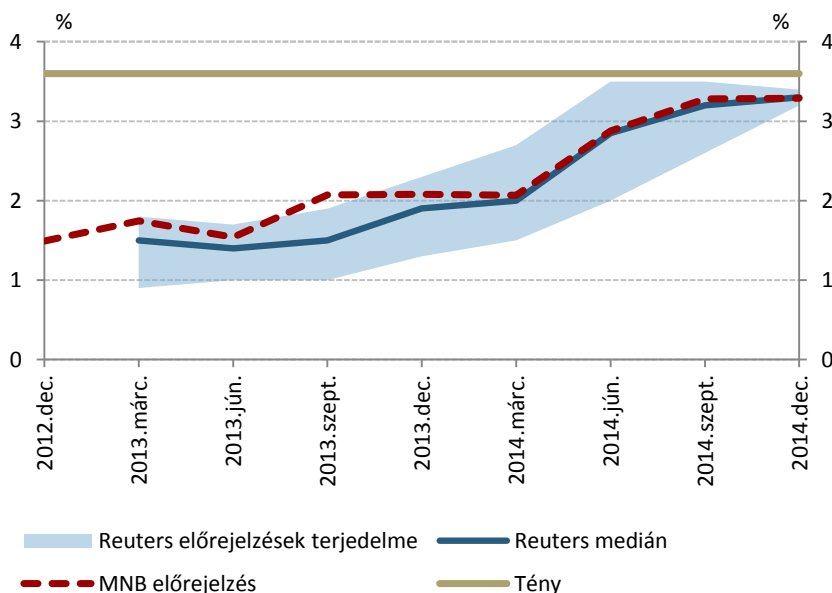


Forrás: Reuters, KSH, MNB

6.1.2. Gazdasági növekedés

A 2014. évi gazdasági növekedés erősebbnek bizonyult, mint az arra adott jegybanki és piaci előrejelzések. Az MNB átlagos előrejelzési hibája kisebb volt, mint a piaci elemzők mediánjának előrejelzési hibája (6-3. ábra).

6-3. ábra: A 2014. évi növekedésre vonatkozó MNB és piaci előrejelzések



Forrás: Reuters, KSH, MNB

2013 folyamán fokozatos kilábalásra számítottunk 2014-re vonatkozóan, melyet főként a külső kereslet erősödésén és az autópári kapacitások termelésének felfutásán keresztül az export élénkülése vezérelt. Emellett a belső kereslet esetében fokozatos javulást vártunk a folytatódó mérlegkiigazítás és az erőteljes óvatossági motívumok miatt. A későbbiekben a belföldi kereslet élénkülésével párhuzamosan egy kiegyensúlyozottabb növekedési szerkezetre számítottunk 2014-re vonatkozóan.

2013 második felétől fokozatosan felfelé revideáltuk növekedési előrejelzésünket, ám a ténylegesen bekövetkező GDP növekedés a gazdaságot érő jelentős, előrejelzési szempontból egzogén, kínálati hatások miatt kedvezőbben alakult. Ezek közül a legfontosabbak az alábbiak voltak:

- a Növekedési Hitelprogram folytatása és kibővítése a hitelezési feltételek javulásával támogatta a beruházási aktivitást
- az uniós források lehívása feltevéseinknél nagyobb arányban teljesült
- a technikai feltevéseinknél számottevően mérsékeltebb nyersanyagárak miatt alacsony infláció reáljövedelmet növelő hatása következtében erősebb fogyasztás
- autóiipari kapacitások termelésének technikai feltevéseinknél gyorsabb felfutása
- a kedvező időjárási feltételek miatt kedvezőbben alakuló mezőgazdasági termelés gazdasági növekedéshez való hozzájárulása

Összességében a jegybanki reálgazdasági előrejelzések általában magasabbak voltak a piaci várakozások mediánjánál, és így közelebb helyezkedtek el a későbbi tényadathoz.

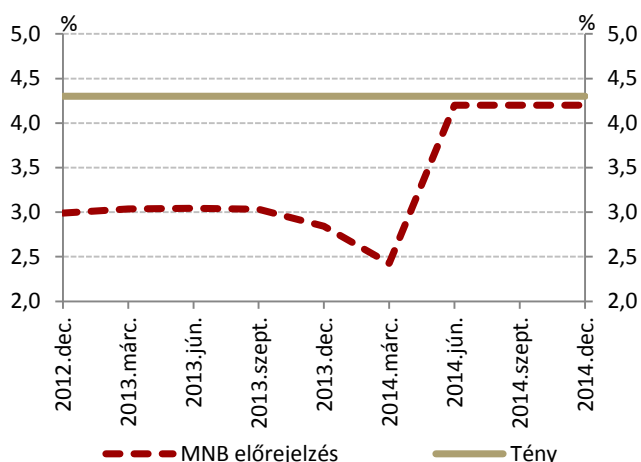
6.1.3. Munkapiac

A munkapiaci változókra vonatkozó MNB előrejelzések pontossága eltérően alakult a bruttó átlagkeresetek, illetve a foglalkoztatottak létszáma tekintetében.

A lassan javuló konjunkturális helyzet, valamint a versenyszféra növekvő adóterhelése miatti alacsony vállalati jövedelmezőség következtében a bérdinamika visszafogásával számoltunk 2012 végén, 2013 folyamán. A mérsékelt bérdinamikát támogatták emellett a laza munkapiaci feltételek, illetve az inflációs várakozások fokozatos alkalmazkodása is. 2014 júniusában jelentősen módosítottuk bérelőrejelzésünket. Ezt főként helyzetértékelésünk változása magyarázta: a munkanélküliség csökkenése és a kiírt új álláshelyek bővülése kevésbé laza munkapiacra utalt a korábbi negyedévekhez képest, illetve a vártnál magasabb év eleji béradatok is előrejelzésünk emelése irányába hatottak. Emellett a korábbi várakozásoknál magasabb nominális GDP növekedés, illetve a csökkenő vállalati finanszírozási költségek következtében arra számítottunk, hogy a vállalati jövedelmezőség is kedvezőbben alakulhatott korábbi várakozásunkhoz képest. 2014 júniusától kezdődően stabilan a későbbi tényadathoz közeli bérdinamikával számoltunk az előrejelzéseinkben (6-4. ábra).

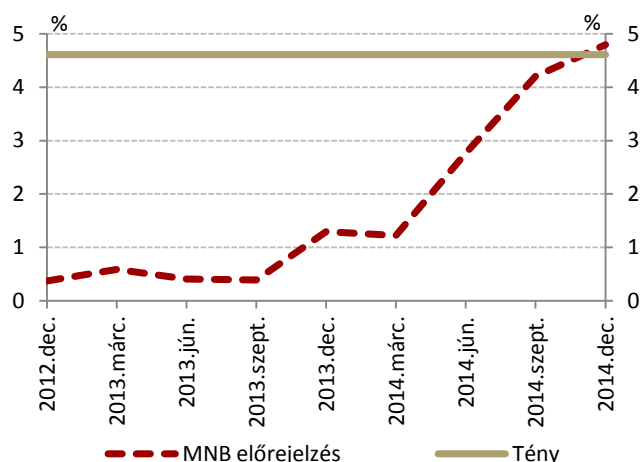
A versenyszféra létszámának emelkedésére 2014-től számítottunk a konjunktúra javulásával párhuzamosan. 2013 szeptemberéig visszafogott létszámbővülésre számítottunk, ezután az erősebb foglalkoztatás bővülés hatására emeltük létszám-előrejelzésünket. Az előrejelzésünk revíziójához a részmunkaidős foglalkoztatás növekedése, valamint a közmunkaprogramok kiterjesztése és éven belüli szezonálisának megváltozása is hozzájárult (6-5. ábra).

6-4. ábra: A versenyszféra 2014-es bérindexére vonatkozó MNB előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

6-5. ábra: A versenyszféra létszámának 2014-es indexére vonatkozó MNB előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

6.2. Miért maradtak alacsonyok az inflációs alapfolyamatok a kereslet további élénkülése ellenére?

2013 közepe óta az infláció jóval a 3 százalékos középtávú célja alatt alakul. Ráadásul az elmúlt negyedévekben még tovább mérséklődött az infláció üteme, és több hónapja negatív tartományban tartózkodik. Ezzel szemben a lakossági fogyasztás folyamatosan élénkült, becslésünk szerint a kibocsátási rés fokozatosan záródott, és a munkapiaci is feszebbé vált. **A következő hónapokban a kereslet folytatódó élénkülése ellenére is negatív inflációs értékekre számíthatunk.** Mindezek tükrében elemzésünk áttekinti, hogy a negatív inflációban mekkora szerepet játszhattak egyedi tényezők, illetve mennyire tükröz általános tendenciákat az árazásban. Emellett megvizsgáljuk, hogy a vállalatok árazási viselkedését meghatározó fő tényezők milyen hatást gyakorolhatnak az inflációra a következő években.

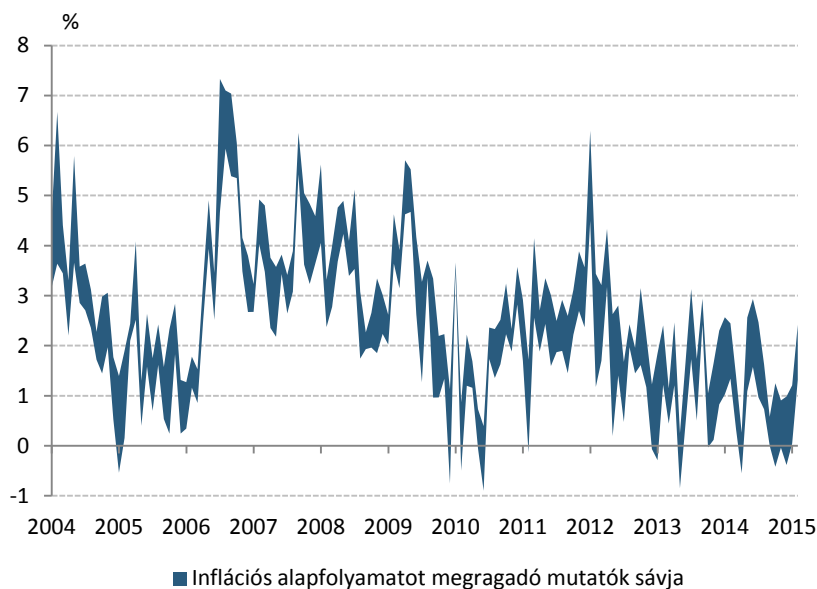
6.2.1. Inflációs alapmutatók alakulása

A fogyasztóiár-index számos termék és szolgáltatás árának alakulását figyeli meg. E cikkek egy részének árai rendkívül változékonyan alakulnak. Más cikkek árát jelentős részben kormányzati intézkedések alakítják. **A vállalatok által meghatározott árak hosszabb távú tendenciáit, az inflációs alapfolyamatokat többféle módon vizsgálhatjuk.**

Az egyik lehetséges megközelítés, hogy statisztikai alapon szűrjük a fogyasztóiár-indexet a legváltozékonyabb árú termékcsoportoktól, illetve a kiugró értékektől (pl. Edgeworth-súlyozású index, súlyozatlan medián, stb.). Az e mutatókból képzett sáv robusztus képet ad az alapfolyamatokról, miközben a mérési bizonytalanságot is megfelelően szemlélteti. Gyakorlati tapasztalatok alapján e mutatók előző hónaphoz viszonyított változását célszerű vizsgálni. Így jóval hamarabb jelzi az infláció általános tendenciáinak változásait, mint az előző év azonos időszakához képesti árváltozást mérő mutató.¹³

A rövid távú inflációs kilátásokat jelző mutatók sávja nem utal tartós árcsökkenésre, csupán rendkívül visszafogott alapfolyamatokat jeleznek. A mutatók 2014 második fele óta stabilan 0-1 százalékos tartományban tartózkodnak (6-6. ábra).

6-6. ábra: A rövid távú inflációs kilátásokat megragadó mutatók



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

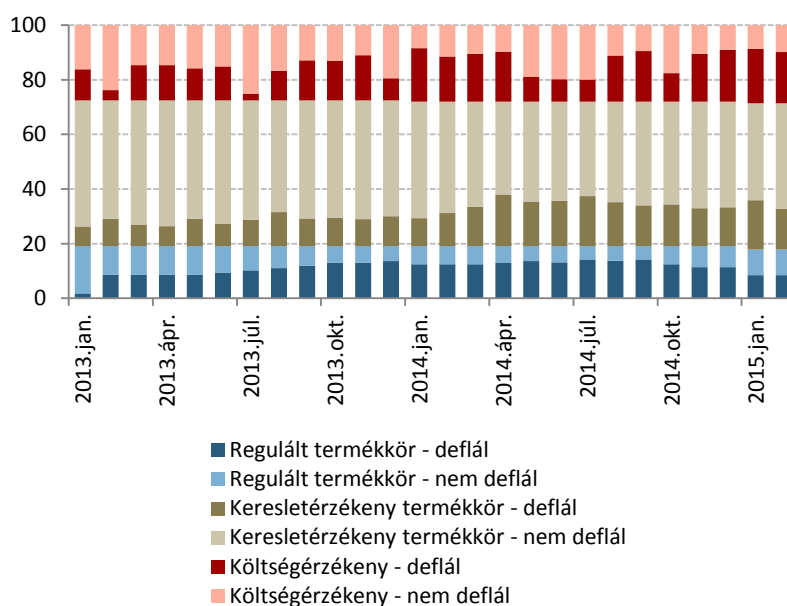
Az inflációs alapfolyamatokról további információt szolgáltathat a fogyasztói árak keresztmetszeti vizsgálata. Ehhez megvizsgáltuk, hogy a fogyasztói kosár hány százalékában jellemző az árszint csökkenése. Összességében februárban a fogyasztói kosár 42 százalékának negatív volt az árindexe, ami régiós összevetésben is magas értéknek számít. Ám ennél árnyaltabb képet kapunk, ha az árakat meghatározó fő tényezők alapján csoportosítjuk a fogyasztói kosár tartalmát. A

¹³ A mutatók számításának részleteiért lásd Bauer P. (2011): Inflációs trendmutatók, MNB-Tanulmányok 91.

vizsgált három kategória a hatósági árszabályozás alá eső termékek, a főként költségoldali tényezők által meghatározott árú termékek (élelmiszer, üzemanyag), és a keresletre érzékeny árazású termékek (elsősorban iparcikkek és szolgáltatások).

A több körben végrehajtott hatósági árcsökkentések következtében **a negatív árindexű szabályozott árú termékek részaránya növekedett**. Jelenleg a hazai kosár 8,5 százaléka tartozik e csoportba. **Hasonlóan nőtt a negatív árindexű termékek súlya a költségérzékeny termékek körében is**, amelyre az utóbbi hónapokban az olajár számottevő csökkenése és az orosz embargó árleszorító hatása miatt mérséklődő élelmiszerárak hatottak. Ezzel szemben **a keresletérzékeny termékek csoportjában 2014 tavasza óta nem nőtt a csökkenő árszínvonalú termékek aránya**, holott épp ebben az időszakban vált negatívvá a fogyasztóiár-index. Így az iparcikkek és piaci szolgáltatások árdinamikája egyelőre nem utal deflációra (6-7. ábra).

6-7. ábra: Ármeghatározás szempontjából lényeges tényezők szerinti inflációs dekompozíció



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

Bár a keresletre érzékeny árazású termékkörben nem tapasztalunk deflációt, az inflációs céllal konzisztens ütemnél huzamosabb ideje alacsonyabb lehet az árak dinamikája. Annak eldöntésére, hogy a keresletérzékeny infláció szintje összhangban áll-e az inflációs céllal, meg kell határozni, hogy a két mutató jellemzően mennyire tér el egymástól. Az eltérés többek közt abból adódhat, hogy a világgazdaság felől érkező költségsokkok tartósan befolyásolhatják a költségérzékeny árú termékek inflációját, így a keresletre és a költségekre érzékeny termékek relatív ára trendszerűen változhat.

Az infláció és a keresletérzékeny infláció közötti eltérést az EU-tagállamok adatain vizsgáltuk 2004-2014 közötti adatokon. A keresletérzékeny inflációra vonatkozó, korrigált célérték becslését jelentős bizonytalanság övezi attól függően, hogy milyen országcsoportot milyen időszakban vizsgálunk. A 6-8. ábrán mutatjuk be a különböző időszakokra számított korrigált célértékeket. (A sávok úgy adódnak, hogy a számításokat minden egyes időszakban elvégeztük az összes EU országra, illetve csak a kelet-közép-európai országokra. A két országcsoportra némileg eltérő eredmények adódtak.)

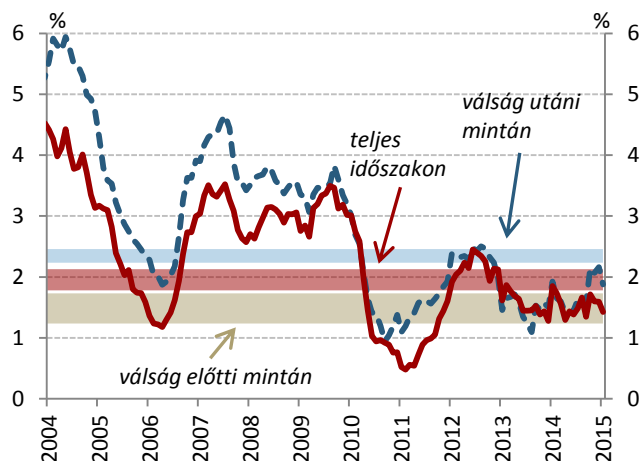
A válság előtti években a nyersanyagárak trendszerű emelkedése miatt a költségérzékeny termékek inflációja magas volt. Ezért az árstabilitás elérése alacsony keresletérzékeny inflációt tett szükségessé. A válság óta azonban a nyersanyagárak jóval visszafogottabb dinamikát mutattak (6-1. táblázat). Így az árstabilitás magasabb keresletérzékeny infláció mellett is elérhetővé vált.

Amennyiben a 2004 óta eltelt időszakot vesszük alapul, úgy a céllal konzisztensnek tekinthető sáv alsó részében helyezkednek el aktuálisan az indikátorok. Ha azonban csupán a válság utáni periódusra fókuszálunk, úgy már jelentősebb az eltérés. Ezért ha előrejelzésünk alapfeltevéseivel összhangban a következő években is mérsékelt marad a

költségérzékeny és a szabályozott árú termékek inflációja, akkor az inflációs cél a jelenleginél magasabb keresletérzékeny inflációval lehet konzisztens.

Ráadásul az inflációs alapmutatók már 2013 óta tartósan elmaradnak az inflációs céllal összhangban lévő szinttől. A továbbiakban arra keressük a választ, hogy milyen tényezők állhatnak a keresletérzékeny infláció alacsony szintje mögött.

6-8. ábra: Az inflációs alapmutatók alakulása és az inflációs céllal konzisztens szintjükre vonatkozó becslések



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

6-1. táblázat: A költségérzékeny és a szabályozott árú termékek átlagos inflációja (%)

	2004-2008	2009-2014
Költségérzékeny termékkör	7,1	3,1
Szabályozott árú termékkör	9,0	1,2

Forrás: KSH adatai alapján MNB számítás

6.2.2. Az alacsony inflációs alapfolyamatok lehetséges okai

Az elmúlt hónapokban az infláció érdemben alacsonyabb volt a decemberi előrejelzésünknél. Ehhez nagyobb részt költségoldali tényezők (élelmiszerek és üzemanyagok árai) járultak hozzá. **Ám a piaci szolgáltatások inflációja is elmaradt a decemberi előrejelzéstől.** Az alapfolyamatok megértése érdekében érdemes megvizsgálni ezen termékcsoportok árdinamikáját meghatározó tényezőket, illetve az ezek mögött meghúzódó folyamatokat.

Az elmúlt negyedévek reálgazdasági folyamatai a keresletérzékeny infláció emelkedése irányába mutattak. 2014-ben dinamikusabban bővült a magyar gazdaság, ezen belül a lakossági fogyasztás is tovább élénkült. Előrejelzésünk alapján továbbra is arra számítunk, hogy a kibocsátás fokozatosan közelíthet potenciális szintjéhez, és a belföldi eredetű inflációs nyomás szempontjából meghatározó lakossági fogyasztás növekedése is folytatódhat.¹⁴

A fajlagos munkaköltség dinamikája az elmúlt negyedévekben régiós összevetésben magas volt, ugyanakkor 2014 folyamán némileg mérséklődött. Így a munkaköltség alakulása némi szerepet játszhatott a mérsékelt alapfolyamatokban. Ám a nemzetközi szakirodalomban legtöbbször hivatkozott deflációs esettel, az 1990-es évekbeli japán makrogazdasági folyamatokkal¹⁵ összevetve a hazai bérimdex jóval magasabb dinamikát mutat.

A jövőbeli inflációs folyamatok szempontjából alapvető jelentőséggel bír, hogy az inflációs várakozások a jegybank inflációs céljával konzisztensen alakulnak-e. Amennyiben igen, akkor a költségsokk miatt alacsony infláció hatása átmeneti lesz, hiszen a gazdasági szereplők tudják, hogy előretekintve a jegybanki céllal megegyező infláció várható. Ám ha a várakozások nem a célon horgonyoztak, akkor az inflációs cél elveszti orientációs erejét. Ekkor a meglepetésszerűen alacsony infláció hatása tartós lehet.

Bár a tény infláció folyamatosan csökkent, **házánk esetében 2014 második felében megállt a lakossági inflációs várakozások mérséklődése, és azóta stabilan alakulnak.** Ebben 2014 őszén szerepet játszhattak a 2015. évben tervezett adóváltoztatásokkal kapcsolatos várakozások. Az ESI felmérésből számszerűsített inflációs várakozások a becslés

¹⁴ Ezen képünket erősíti meg a 2015. januári előzetes kiskereskedelmi forgalmi adat is, mely alapján folytatódott a belső kereslet élénkülése.

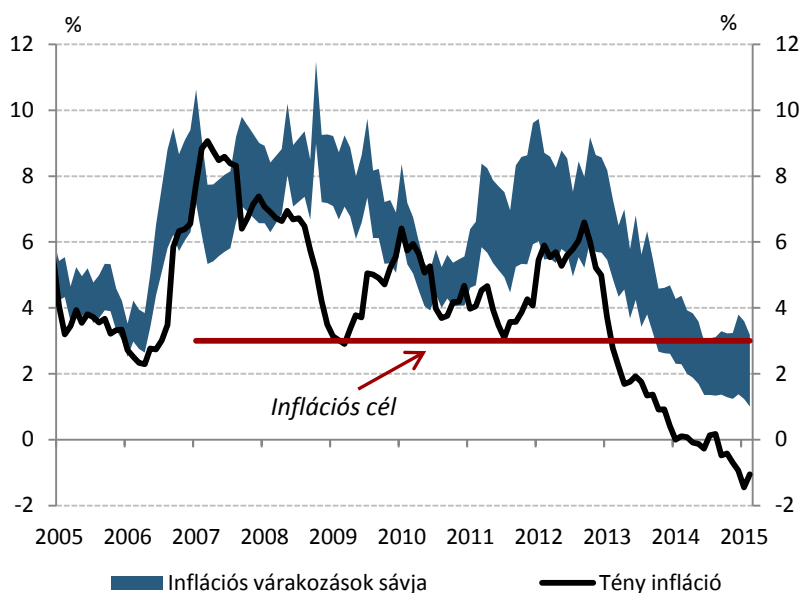
¹⁵ Lásd MNB Inflációs jelentés, 2014. június, 3-1. keretes írás.

bizonytalanságát figyelembe véve jelenleg is 1-3 százalék közti tartományban alakulhatnak (6-9. ábra). Így elképzelhető, hogy a várakozások valójában a jegybank inflációs céljánál alacsonyabb szinten horgonyoztak. Továbbá ha a várakozások csak gyengén horgonyoztak a cél körül, akkor az év eleji alacsony inflációs adatok hatására a várakozások tovább mérséklődhetnek. Így az inflációs várakozások alacsony szintje vagy gyenge horgonyozottsága is hozzájárulhat a visszafogott árazási folyamatokhoz.

6-1. keretes írás: Milyen tényezők befolyásolják a lakossági inflációs várakozásokat?

A lakossági inflációs várakozások alakulásának megértését célzó MNB-tanulmány¹⁶ szerint a hazai várakozások követik a tény infláció alakulását, – korreláltak vele – tehát visszatekintőek. Ugyanakkor az inflációs várakozásokat minden országban érik olyan sokkok, amelyek nem magyarázhatóak meg az infláció időbeli alakulásával. (Többek között e sokkok miatt ragadhattak a hazai várakozások régiós összehasonlításban magas szinteken 2006 és 2013 között.) A vizsgálatok alapján a várakozások alakulása szempontjából a fogyasztói kosár egyes tételei fontosabbak, a háztartások ezeknek a tételeknek a változását feltehetően jobban figyelemmel kísérik. (Ezek leginkább a szabályozott és élelmiszerárak.) Emellett általánosságban az is igaz, hogy a háztartások várakozásaik kialakítása során felülsúlyozzák a gyakran vásárolt termékeket és a nagyobb mértékű, transzparens árváltozásokat. (Ilyenek lehetnek a nagy nyilvánosságot kapó üzemanyag és szabályozottár-változások.) Ezek alapján előretekintve elképzelhető a várakozások további mérséklődése, melyben szerepet játszhatnak a tovább csökkenő élelmiszerárak, illetve a historikusan alacsony szintre süllyedő fogyasztóiár-index is.

6-9. ábra: Lakossági inflációs várakozások



Forrás: Európai Bizottság, MNB számítás

6.2.3. Összefoglalás

Az elmúlt hónapokban a hazai fogyasztói árak folyamatosan csökkentek. Az árcsökkenés nem volt általános a termékek körében, zömmel a szabályozott árú és a világpiacon költségsokkokra érzékeny árazású termékek esetében jelentkezett. A keresletre érzékeny árazású termékek inflációja pozitív maradt. Ám a keresletérzékeny infláció huzamosabb ideje elmarad attól a szinttől, ami a jegybank inflációs céljával konzisztens lehet. A fogyasztási kereslet élénkülése önmagában a keresletérzékeny infláció emelkedése irányába hatott. Ezt ellensúlyozhatta az enyhén mérséklődő fajlagos munkaköltség dinamika, valamint az inflációs várakozások csökkenése. Előretekintve is az inflációs várakozások, valamint ezek bérezésre gyakorolt hatása játszhat kiemelt szerepet a keresletérzékeny infláció alakulásában.

¹⁶ Gábrriel P. – Rariga J. – Várhegyi J. (2014): Inflációs várakozások Magyarországon; MNB tanulmányok 113.

7. A 2015. ÉVI ÁTLAGOS FOGYASZTÓIÁR-INDEX FELBONTÁSA

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

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

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

Forrás: MNB

7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra (2015)

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

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

Forrás: MNB

ÁBRÁK ÉS TÁBLÁZATOK JEGYZÉKE

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	11
1-3. ábra: Inflációs előrejelzés dekompozíciója	12
1-4. ábra: A GDP előrejelzés legyezőábrája	14
1-5. ábra: Lakossági jövedelmek felhasználása	14
1-6. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként.....	15
1-7. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	15
1-8. ábra: A GDP növekedés alakulása	15
1-9. ábra: Az euro árfolyamának alakulása	16
1-10. ábra: Eurozónán kívüli export és az export reálárfolyam-érzékenysége az euroövezet országában	16
1-11. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	17
1-12. ábra: A versenyszféra fajlagos munkaerő-költség dekompozíciója	18
1-13. ábra: A vállalatok által tervezett, illetve megvalósult béremelés.....	19
1-14. ábra: A lakosság reáljövedelemre vonatkozó várakozása	19
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	22
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP előrejelzésünkre	23
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	24
3-1. ábra: Negyedéves GDP növekedés a fejlett gazdaságokban	25
3-2. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása	25
3-3. ábra: Negyedéves GDP növekedés a kelet-közép-európai országokban	26
3-4. ábra: Munkanélküliségi és aktivitási ráta az USA-ban	26
3-5. ábra: Negyedéves GDP növekedés Kínában és Oroszországban	27
3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (USD-ben)	27
3-7. ábra: Infláció a fejlett gazdaságokban	28
3-8. ábra: Infláció a kelet-közép-európai országokban	28
3-9. ábra: Infláció Kínában és Oroszországban	28
3-10. ábra: A fejlett gazdaságok alapkamatainak alakulása	29
3-11. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban (a GDP arányában)	29
3-12. ábra: Az euro dollárral szembeni árfolyamának alakulása	30
3-13. ábra: A kelet-közép-európai országok alapkamatainak alakulása.....	30
3-14. ábra: Főbb tőzsdeindexek	31
3-15. ábra: A 10 éves periféria és német államkötvény hozamok	31
3-16. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom alakulása	32
3-17. ábra: Az áruforgalmi cserearány és az olajár alakulása	32
3-18. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása	33
3-19. ábra: A háztartási szektor belföldi hiteleinek tranzakciói hitelcél szerint	33
3-20. ábra: Szektorális beruházások alakulása	34
3-21. ábra: A teljes vállalati és a kkv szektor hitelállományának éves növekedési üteme	34
3-22. ábra: A kormányzati fogyasztás és beruházás volumenének éves változása	35
3-23. ábra: A készletváltozás és hozzájárulása a GDP változásához.....	35
3-24. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP növekedéshez való hozzájárulása	36
3-25. ábra: A magyar és a régiós* járműgyártás termelésének változása	36
3-26. ábra: Ipari konjunktúraindikátorok alakulása.....	37
3-27. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és új szerződések éves változása	37
3-28. ábra: A potenciális kibocsátás éves változása	37
3-29. ábra: Feldolgozóipari kibocsátás és hozzáadott érték volumenének alakulása	38
3-30. ábra: Az ipari termelés ágazati szerkezete	39

3-31. ábra: Hozzáadott érték tartalom alakulása	39
3-32. ábra: A növénytermesztés és az élő állatok volumenének alakulása	40
3-33. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	40
3-34. ábra: A versenyszféra foglalkoztatottságának alakulása	41
3-35. ábra: Beveridge-görbe alakulása	41
3-36. ábra: Kibocsátási rés mutatók	42
3-37. ábra: Kiskereskedelmi forgalom az üzletek alapterületének arányában.....	42
3-38. ábra: A bruttó átlagkeresetek és a munkapiaci feszesség éves változása	43
3-39. ábra: A fajlagos munkaerőköltség éves változása	43
3-40. ábra: Az ipari termelői árak éves változása	44
3-41. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók alakulása	44
3-42. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tény infláció	45
3-43. ábra: Inflációs várakozások a régióban	45
3-44. ábra: A fogyasztóiár-index és a fogyasztási deflátor alakulása	46
3-45. ábra: Felhasználási oldali GDP tételek hozzájárulása a GDP deflátor alakulásához	46
3-46. ábra: A GDP deflátor és a HICP közötti eltérések eloszlása az Európai Unió tagállamaiban (2005-2014 közti értékek) ..	47
3-47. ábra: A nettó energiainport, valamint a GDP deflátor és HICP közti különbség nemzetközi összehasonlításban 2014-ben	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 a német hozam felett	49
4-4. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	49
4-5. ábra: A forint/euro árfolyam és az árfolyam 1 hónapos gyenge irányú ferdeségi mutatójának 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: Állampapírpiazi referenciahozamok alakulása.....	50
4-9. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban	51
4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben	52
4-11. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára	52
4-12. ábra: A hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben.....	53
4-13. ábra: Az előretétekintő reálkamatlábak alakulása	53
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (a GDP százalékában)	54
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása (a GDP százalékában).....	54
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint (a GDP százalékában)	55
5-4. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása (a GDP százalékában)	55
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (a GDP százalékában).....	56
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (a GDP százalékában).....	57
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása	59
5-8. ábra: A fiskális impulzus (a GDP százalékában)	59
5-9. ábra: Kormányzati kiadások a GDP százalékában.....	60
5-10. ábra: Az effektív áfakulcs alakulása (százalék)	60
5-11. ábra: A pénzügyi szektor különadója.....	62
5-12. ábra: A kormányzati szektor beruházási kiadásainak összetétele (a GDP százalékában)	62
5-13. ábra: Az adósságpálya várható alakulása – előretétekintve változatlan, 2014. végi árfolyamon számítva	63
6-1. ábra: Az olaj és búaárakra vonatkozó feltevések alakulása	64
6-2. ábra: A 2014. évi inflációra vonatkozó MNB és piaci előrejelzések	65

6-3. ábra: A 2014. évi növekedésre vonatkozó MNB és piaci előrejelzések.....	65
6-4. ábra: A versenyszféra 2014-es bérindexére vonatkozó MNB előrejelzések	66
6-5. ábra: A versenyszféra létszámának 2014-es indexére vonatkozó MNB előrejelzések	66
6-6. ábra: A rövid távú inflációs kilátásokat megragadó mutatók.....	67
6-7. ábra: Ármeghatározás szempontjából lényeges tényezők szerinti inflációs dekompozíció.....	68
6-8. ábra: Az inflációs alapmutatók alakulása és az inflációs céllal konzisztens szintjükre vonatkozó becslések	69
6-9. ábra: Lakossági inflációs várakozások	70

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása.....	13
1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	20
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	21
5-1. táblázat: A háztartások fundamentális és pénzügyi számlák szerinti finanszírozási képessége (a GDP százalékában) ..	58
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók (a GDP százalékában).....	58
5-3. táblázat: A 2015. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a decemberi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában).....	60
5-4. táblázat: Az előrejelzésünk eltérései a 2015. évi költségvetési törvény előirányzataitól (a GDP százalékában)	61
5-5. táblázat: A 2016. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (a decemberi Inflációs jelentéshez képest; a GDP százalékában).....	61
6-1. táblázat: A költségérzékeny és a szabályozott árú termékek átlagos inflációja (%).....	69
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra	71
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra (2015)	71

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

2015. március

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

