

# JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

## 2013. június



MAGYAR NEMZETI BANK



**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL**  
**2013. június**

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1850 Budapest, Szabadság tér 8-9.

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

ISSN 1585-020X (on-line)

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

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

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

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

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

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



# Tartalom

<b>A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról és monetáris politikai helyzetértékelése</b>	7
<b>1. Inflációs és reálgazdasági kilátások</b>	11
1.1. Inflációs előrejelzésünk	13
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	16
1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk	21
<b>2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre</b>	24
<b>3. Makrogazdasági helyzetértékelés</b>	26
3.1. Nemzetközi környezet	26
3.2. Aggregált kereslet	31
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás	35
3.4. Foglalkoztatás és munkapiac	41
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója	43
3.6. Költségek és infláció	44
<b>4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók</b>	48
4.1. Hazai pénzpiaci folyamatok	48
4.2. Pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	52
<b>5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója</b>	55
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	55
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	57
5.3. Költségvetési folyamatok	59
<b>6. Kiemelt témák</b>	63
6.1 A Növekedési Hitelprogram reálgazdasági hatásai előrejelzésünkben	63
6.2. Ciklikus és strukturális hatások a munkanélküliségi folyamatok hátterében	68
<b>7. A 2013. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása</b>	73

## Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: A cigaretta kiskereskedelmi árresét érintő intézkedések várható inflációs hatásai	15
1-2. keretes írás: A lakossági jövedelmek és a fogyasztási kereslet kapcsolata	19
3-1. keretes írás: Globális autópiaci trendek és hazai következményeik	38
6-1. keretes írás: Munkapiaci illeszkedési elégtelenségek és mérésük	70



# A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról és monetáris politikai helyzetértékelése

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

A reálgazdaság helyzete, azon belül is elsősorban a gyenge belső kereslet a teljes időszakban az alapkamat érdemi csökkentése mellett szólt, miközben az inflációs kilátások is ebbe az irányba mozdultak el, az ország kockázati megítélésének alakulása pedig támogatólag hatott. A beérkező tényadatok és információk tehát igazolták, hogy a Monetáris Tanács rendelkezésére állt a megfelelő mozgástér a kamatcsökkentési ciklus folytatásához. Az elmúlt időszaki kamatlépések összhangban voltak az inflációs cél középtávú elérésével.

A Monetáris Tanács továbbra is kiegyensúlyozott és konzervatív monetáris politikát kíván folytatni. Az inflációs cél középtávú elérésének elsődlegessége mellett a Monetáris Tanács figyelembe veszi a reálgazdaság helyzetét, és tekintettel van pénzügyi stabilitási megfontolásokra is. A monetáris politika mozgásterét befolyásolhatja az ország kockázati megítélésének érdemi és tartós elmozdulása.

**A Monetáris Tanács megítélése szerint a középtávú inflációs kilátások összhangban maradnak a 3 százalékos cél elérésével.**

Rövid távon az inflációt döntően a szabályozott árak és a nyersanyagárak csökkenése mérsékli, míg az inflációs alapfolyamatok alakulása továbbra is tükrözi a gyenge belső kereslet dezinflációs hatását. Az indirekt adók közvetlen árszintemelő hatásától szűrt inflációs ráta középtávon 3 százalék alatt maradhat. Hosszabb távon fokozatosan jelentkezhet az egyes ágazatok termelési költségeit növelő kormányzati intézkedések hatása a vállalati szektorban. A kapacitások alacsony kihasználtsága mellett azonban a fogyasztói árakba történő továbbhárítás várhatóan fokozatos és csak részleges lehet. A vállalati jövedelmezőség helyreállítása, a laza munkapiaci környezet és az inflációs várakozások alkalmazkodása előre tekintve historikusan alacsony bérdinamikát eredményezhet, ami segíti az alacsony inflációs környezet fennmaradását. Összességében az inflációs nyomás középtávon is mérsékelt maradhat.

**2013 első negyedében erősödött a globális konjunktúra, megnövekedett azonban egy többsebességű növekedési környezet kialakulásának a kockázata.**

A globális tőkepiaci hangulat korábbi javulását elbizonytalanodás követte, miközben a reálgazdasági indikátorok továbbra is visszafogottan alakulnak. Összhangban a törékeny reálgazdasági és alacsony inflációs környezettel, a nagy gazdaságok jegybankjai az elmúlt negyedévben fenntartották, illetve tovább enyhítették laza monetáris kondícióikat. A hazai kockázati megítélés szempontjából a globális pénzpiaci hangulat az utóbbi negyedév nagy részében támogatóan alakult, a közelmúltban ugyanakkor növekedett a befektetői bizonytalanság.

**2013 első negyedében újból növekedésnek indult a magyar gazdaság.**

A hazai, nemzetközi összehasonlításban is kedvező év eleji növekedési ütemhez az egyes ágazatok év eleji, kibocsátást érintő korrekciója is hozzájárult. A növekedési alapfolyamatokban megfigyelhető lassú javulás azonban arra utal, hogy a hazai GDP bővülése a következő negyedévekben is folytatódhat. A növekedést rövid távon az export vezetheti, az új

autóipari kapacitásoknak köszönhetően – a gyenge külső kereslet mellett is – növekedhet a hazai export piaci részesedése. Az elmúlt évek visszaesését követően a belföldi kereslet alakulása az idei évben stabilizálódhat. A lakossági reáljövedelmek idén érdemben bővílnének, azonban a felhalmozott adósságok leépítése, a szigorú hitelezési feltételek és az óvatossági motívumok korlátozhatják a fogyasztás gyorsabb bővülését. A vállalati beruházások az autóipari beruházások kifizetésével idén mérséklődhetnek. A beruházások érezhető élénkülése a keresleti kilátások javulásával párhuzamosan következhet be, amit támogathatnak a kis- és középvállalatok esetében a Növekedési Hitelprogram eredményeként kialakuló kedvező hitelkondíciók. A belföldi kereslet 2014-ben bővílnék érdemben.

**Az Európai Unió országai között, a válság kitörése óta Magyarországon tapasztalható az egyik legjelentősebb alkalmazkodás a folyó fizetési mérleg egyenlegében.**

A magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete 2013 során tovább emelkedhet, majd 2014-ben magas szinten stabilizálódhat. A javulás háttérében a nettó export további fokozatos emelkedése mellett az EU-transzferek emelkedő felhasználása áll. A külső egyensúly további javulásával párhuzamosan folytatódhat a külföldi tartozás- és adósságállomány mérséklődése, amely csökkentheti az ország külső sérülékenységét.

Az eredményszemléletű költségvetési hiány 2013-ban és 2014-ben is a GDP 3 százaléka alatt maradhat. A bruttó államadósság az előrejelzési horizonton csökkenő pályát mutat, 2014-re 78 százalék alá süllyedhet.

**A Monetáris Tanács úgy látja, hogy az inflációs cél középtávú elérése, illetve a reálgazdaság helyzete további óvatos monetáris lazítást tesz lehetővé.**

A Monetáris Tanács megítélése szerint az év első felében beérkezett adatok arról tanúskodnak, hogy a gyenge belső kereslet és a laza munkapiac erősen fegyelmezi a gazdasági szereplők árazási és bérezési döntéseit, miközben az idei évben az inflációt átmeneti hatások is csökkentették. Az adóhatásoktól szűrt inflációs ráta középtávon 3 százalék alatt maradhat, az adóintézkedések közvetlen árszintemelő hatása a monetáris politika hatókörén kívülre esik. Az alacsony inflációs környezet hozzájárulhat ahhoz, hogy a gazdaság nominális pályáját erősebben horgonyozza a jegybank inflációs célja. Előre tekintve, a magyar gazdaság fokozatosan közelítheti meg kibocsátási potenciálját, ami az átmeneti hatások kifizetése után is mérsékelt inflációs nyomást valószínűsít. Utóbbit az inflációs alapfolyamatok és a bérezés visszafogott dinamikája is alátámasztja. A Monetáris Tanács úgy látja, hogy az inflációs cél középtávú elérése, illetve a reálgazdaság helyzete a monetáris lazítás folytatását indokolja. A kockázati megítélés alakulása ugyanakkor bizonytalanságot jelent a monetáris politika mozgásterét illetően.

**A makrogazdasági és pénzügyi piaci folyamatok alakulását, az előrejelzés alappályáját számottevő bizonytalanság övezi.**

A Monetáris Tanács megítélése szerint a monetáris politika szempontjából a gazdaságban jelen lévő szabad kapacitások mérete és a globális pénzügyi környezet jelentheti a leginkább releváns kockázatot.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a visszaeső beruházási aktivitás és a finanszírozási korlátok következtében a magyar gazdaság potenciális kibocsátása a válságot követően lassan bővül, a termelésbe bevonható kapacitások mértékét ugyanakkor jelentős bizonytalanság övezi. Ha a termelőkapacitások csak kisebb mértékben sérültek, akkor a potenciális kibocsátás pályája magasabban húzódhat, a gazdaság ciklikus pozíciója nyitottabb lehet. Nyitottabb ciklikus pozíció esetén a költségsokkok árazásban történő áthárítási lehetőségei még inkább korlátozottak, a vállalatokat ért költségsokkok inflációs hatásai kisebbek, ami további, érdemi monetáris lazítást indokolhat.

A Monetáris Tanács értékelése alapján a nemzetközi pénzügyi környezet törékennyé vált. A támogató pénzügyi folyamatok fennmaradása nagyban függ a globálisan meghatározó jegybankok mennyiségi lazító programjaival kapcsolatos fejleményektől. További kockázatot jelenthet, ha az európai intézmények jelentős erőfeszítései ellenére az euroövezet recessziója elhúzódik. A pénzügyi környezet számottevő romlása szűkítheti a monetáris politika mozgásterét.

**A Monetáris Tanács a fentiek alapján az alapkamat 25 bázispontos csökkentése mellett döntött.**

A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot számottevő kapacitásfelesleg jellemzi, az inflációs nyomás pedig középtávon is mérsékelt maradhat. A 3 százalékos inflációs cél így lazább monetáris politika mellett is elérhető. A globális pénzügyi környezet ugyanakkor az elmúlt időszakban változékonyan alakult. A monetáris politika mozgásterét az ország kockázati megítélésének tartós és érdemi elmozdulása befolyásolhatja. A Monetáris Tanács úgy látja, hogy amíg az inflációs és reálgazdasági kilátások indokolják, sor kerülhet további kamatcsökkentésre, a törekeny és gyorsan változó nemzetközi környezetben azonban fokozott óvatosság indokolt.

<b>Az alappálya összefoglaló táblázata</b>			
<i>(előrejelzésünk endogén kamatpálya feltételezése mellett készült)</i>			
	2012	2013	2014
	Tény	Előrejelzés	
<b>Infláció (éves átlag)</b>			
Maginfláció <sup>1</sup>	5,1	3,8	4,2
Indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció	2,5	1,9	3,1
Fogyasztóiár-index	5,7	2,1	3,2
<b>Gazdasági növekedés</b>			
Külső kereslet (GDP alapon) <sup>2</sup>	0,8	0,4	1,8
Háztartások fogyasztási kiadása	-1,4	0,1	0,6
Állóeszköz-felhalmozás	-3,8	-3,1	5,1
Belföldi felhasználás	-3,7	-0,2	1,2
Export	2,0	2,3	5,0
Import	0,1	1,7	4,9
GDP	-1,7	0,6	1,5
<b>Külső egyensúly<sup>3</sup></b>			
Folyó fizetési mérleg egyenlege	1,6	3,3	3,7
Külső finanszírozási képesség	4,4	6,6	6,0
<b>Államháztartás<sup>3, 8</sup></b>			
ESA-egyenleg (2012-re előzetes adat)	-2,0	-2,7	-2,5
<b>Munkaerőpiac</b>			
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>4, 6</sup>	4,5	3,0	5,0
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,7	-0,2	0,3
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>5</sup>	7,2	3,5	3,0
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,4	-0,6	0,4
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>6</sup>	7,5	1,5	1,7
Lakossági reáljövedelem <sup>7</sup>	-3,2	0,4	0,3

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

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

Az elmúlt hónapokban beérkezett adatok a márciusi Inflációs jelentésben megfogalmazott legfontosabb viselkedési történetekkel összhangban alakultak. A tavalyi évi növekedést érintő jelentős egyedi hatások a várakozásunknak megfelelően korrigálódtak, így az első negyedévben nemzetközi összevetésben is erős növekedést figyelhattunk meg. Megkezdődött a vállalati jövedelmezőség javulása. A visszafogott keresleti környezetben a vállalatok áremelési lehetőségei korlátozottak, így a vállalati döntések erős költségoldali alkalmazkodást mutattak. Ezzel összhangban a versenyszféra bérdinamikája historikus összevetésben is visszafogottan alakult. A gyenge belső kereslet árleszorító hatása mellett az infláció folytatódó csökkenését kedvező költségsokkok is segítették, melynek eredményeként a gazdaság nominális folyamatai várakozásunknál is kedvezőbben alakultak.

A márciusi előrejelzés óta javult a hazai eszközök kockázati megítélése, amihez hozzájárulhatott a Gazdasági és Pénzügyminiszterek Tanácsának (ECOFIN) Magyarországgal szembeni túlzottdeficit-eljárás megszüntetésére irányuló döntése. A globális piacokon ugyanakkor továbbra is fennmaradt a pénzügyi folyamatok és makrogazdasági kilátások kettőssége. A pénzügyi indikátorok elmúlt hetekben megnövekedett volatilitása a támogató külső befektetői hangulat törekénységére is felhívta a figyelmet.

A hazai GDP bővülése előrejelzésünk szerint a következő negyedévekben tovább folytatódhat. Külső piacaink kereslete lassan túljuthat mélypontján, bár a teljes előrejelzési horizonton korábbi várakozásainknál visszafogottabb dinamikát mutathat. A belső kereslet alakulásában továbbra is meghatározó lehet a válság előtt felhalmozott adósságok fokozatos leépítése, miközben a fiskális politika keresleti hatása semleges maradhat. A Növekedési Hitelprogram az idei év közepétől a vállalati hitelfeltételek javulását okozhatja. A növekedés az első negyedévinél mérsékeltébb ütemben folytatódhat, majd fokozatosan erősödhet. Összességében a márciusi előrejelzéshez hasonló növekedési pályára számítunk.

A magyar gazdaság növekedését rövid távon továbbra is az export vezetheti. Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna gazdaságát az idei évben is recesszió jellemezheti, így külső piacainkon a konjunktúra élénkülésére csak az év végétől számítunk. Az új autóiipari kapacitások termelésének felfutása azonban a gyenge külső kereslet mellett is emelheti a hazai export piaci részesedését. Az idei évi növekedést érdemben segítheti a mezőgazdaság kibocsátásának várható korrekciója a tavalyi historikus összevetésben is gyenge terméseredmények után.

A belföldi kereslet rövid távon továbbra is visszafogott maradhat. A reáljövedelmek bővülése a fogyasztás növekedése irányába hat, azonban a felhalmozott adósságok leépítése, a bizonytalan középtávú kilátások és a szigorú hitelkondíciók mellett – az elmúlt évek folyamatos csökkenését követően – az idei évben csak a fogyasztás stabilizálódására számíthatunk. A fogyasztás élénkülése 2014-ben, a munkapiaci környezet javulásával párhuzamosan következhet be.

A nagy autóiipari beruházások hatásainak kifutásával a vállalati beruházások az idei évben mérséklődhetnek. Az alacsony kapacitáskihasználtság, a gyenge jövedelmezőség és a bizonytalan keresleti kilátások visszafogják a beruházási aktivitást. Ezek hatásait az idei évben elsősorban az európai uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások kompenzálhatják, aminek első jeleit az elmúlt hónapokban növekedést mutató építőipari adatok is alátámasztják. A Növekedési Hitelprogram az idei év végétől támogathatja a beruházási teljesítményt a kis- és középvállalati körben.

A munkapiac az aktivitás folytatódó emelkedésére számítunk. A visszafogott keresleti környezet árleszorító hatása miatt a vállalatok elsősorban bérköltségeik visszafogásával igyekeznek javítani jövedelmezőségüket. A versenyszféra munkakereslete így rövid távon mérsékelt maradhat, a növekvő munkakinálat nagyobb arányban az állami közfoglalkoztatási programban csapódhat le. A foglalkoztatás érdemi élénkülésére és a munkanélküliségi ráta csökkenésére a konjunktúra erősödésével párhuzamosan, 2014-től számítunk, amit a visszafogott bérdinamika tartós fennmaradása is támogathat. A laza

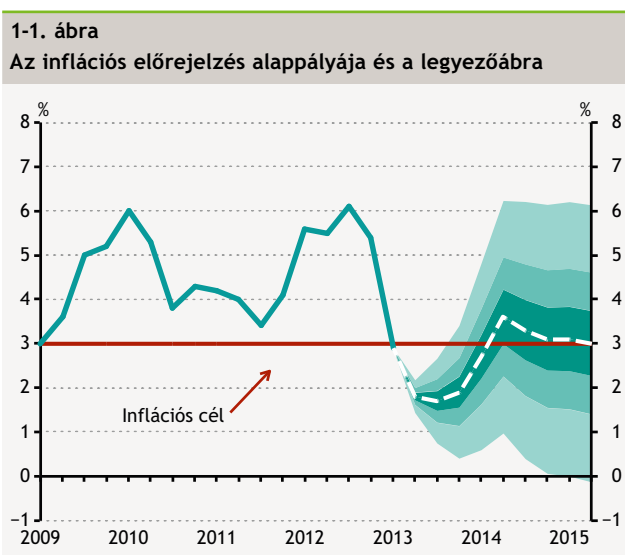
munkapiaci kondíciók a teljes előrejelzési horizonton erős bérleszorító hatással bírnak. Az alacsony bérdinamikát az inflációs várakozások fokozatos alkalmazkodása is segítheti.

Az infláció az idei évben számottevően a 3 százalékos cél alatt maradhat, míg 2014-ben a cél közelében alakulhat. Az adóhatásoktól szűrt inflációs ráta a teljes előrejelzési horizonton 3 százalék alatt maradhat. Az alacsony inflációs környezetet kedvező költségoldali folyamatok (az olajár csökkenése és az egyéb nyersanyagárak mérsékelt emelkedése), valamint a hatósági energia és egyéb rezsiköltségek csökkenése is támogatja. A reálgazdasági környezetet a teljes előrejelzési horizonton jelentős szabad kapacitások jellemezhetik, folyamatosan tompítva a termelési költségeket emelő adóintézkedések fogyasztói árakba történő beépülését.

A belső makrogazdasági folyamatok a monetáris kondíciók lazításának irányába mutatnak. A kockázati felárak alakulását az elmúlt hetekben ugyanakkor megnövekedett volatilitás jellemezte. A külső piaci hangulat változékonysága a külső környezet törekenységére is felhívja a figyelmet. Az alap-előrejelzéssel konzisztens kamatpályát meghatározó makrogazdasági tényezők egyirányú kamatreakció irányába mutatnak. Az alacsony infláció és a tartósan negatív kibocsátási rés egyaránt a jelenleginél lazább monetáris kondíciókat tesz lehetővé. A kockázati mutatók tartós megváltozása befolyásolhatja a monetáris politika mozgásterét, így az alacsonyabb kamatszint elérésében az óvatosság és a fokozatosság fenntartása lehet indokolt.

# 1.1. Inflációs előrejelzésünk

Rövid távon márciusi előrejelzésünknel alacsonyabb inflációra számítunk, amit nagyrészt a kedvező költségoldali folyamatok magyaráznak. A visszafogott belföldi kereslet árleszorító hatása és a folytatódó vállalati alkalmazkodás mellett a maginfláció a következő negyedévekben is alacsony maradhat. 2014-től a fogyasztási kereslet élénkülésével és a kibocsátási rés fokozatos záródásával párhuzamosan a vállalati termelési költségeket növelő adóintézkedések hatása tompítva a maginfláció lassú emelkedésében is megjelenhet. A vállalati költségalkalmazkodás mellett a fogyasztói árakba történő áthárítás csak részleges lehet. Az alacsony inflációs környezet fennmaradását középtávon a tartósan visszafogott bérdinamika is segítheti.



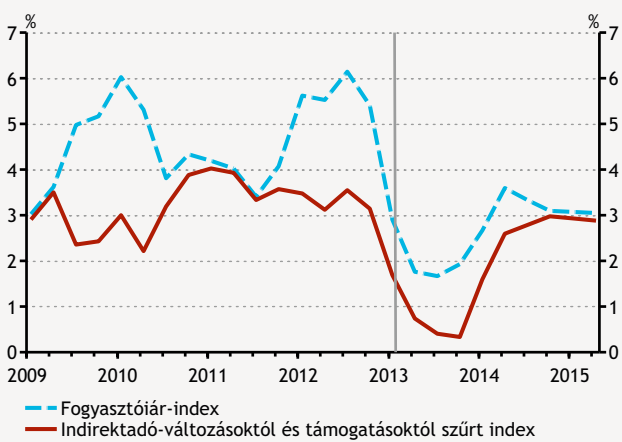
Összhangban az elmúlt hónapokban beérkezett adatokkal, az idei évben márciusi előrejelzésünkkel alacsonyabb inflációra számítunk mind a maginfláció, mind a maginfláción kívüli tételek esetében (1-1. ábra). Az eltérés jelentős részét költségoldali tényezők magyarázzák. Az elmúlt negyedévben érdemben csökkentek az olajárak, míg az egyéb nyersanyagárak várakozásainknál kisebb mértékben emelkedtek. Az eltéréshez ugyanakkor az iparcikk visszafogottabb inflációja is hozzájárul, így az inflációs alapfolyamatok is kedvezőbbek lehetnek.

A reálgazdasági környezetet a teljes előrejelzési horizonton érdemi szabad kapacitások jellemezhetik. A negatív kibocsátási rés csak fokozatosan záródhat. Ezzel összhangban a vállalati viselkedésben továbbra is meghatározó maradhat a költségoldali alkalmazkodás. A visszafogott fogyasztási kereslet mellett a fogyasztói árak emelésére csak korlátozott lehetőség nyílik, így a vállalatok a bérek mérsékelt emelésével és a termelékenység javításával növelhetik alacsony jövedelmezőségüket. Az előrejelzési horizont második felében a fogyasztási kereslet fokozatosan élénkülhet. A javuló keresleti környezetben a termelési költségeket növelő adóintézkedések<sup>1</sup> hatása a fogyasztói árakban is megjelenhet, ám ennek mértéke továbbra is csak korlátozott lehet (1-2. és 1-3. ábra).

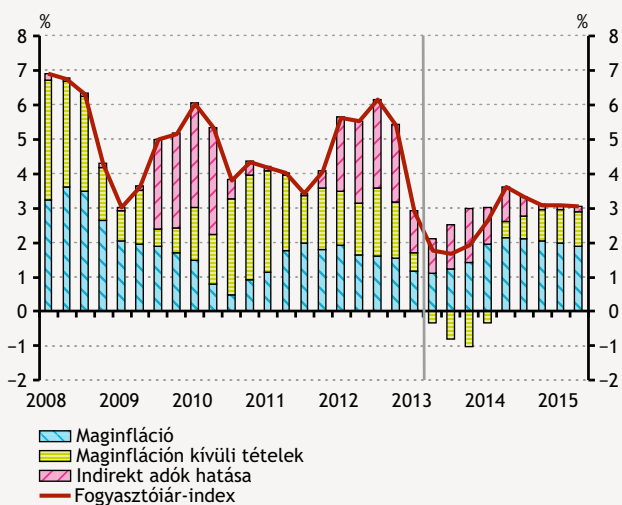
A maginfláción kívüli tételek áremelkedése a teljes előrejelzési horizonton mérsékelt maradhat. Elsősorban az üzemanyagok, illetve hatósági energiaárak csökkenő inflációja fékezi a termékcsoport áremelkedési ütemét. A

<sup>1</sup> Főként a távközlési adó, a pénzügyi tranzakciós illeték, és a még bevezetés előtt álló e-útdíj. Bár ezek az adók nagyrészt korábbi, vállalatokat terhelő adókat váltottak ki, jellegükben eltérnek a kiváltott adónemektől. A korábbi, szektorális különadók átmeneti jelleggel kerültek bevezetésre és nem függtek a kereslet alakulásától. Közgazdaságilag hasonlóak voltak az egyösszegű (*lump sum*) adókhoz, melyek az elmélet szerint nem befolyásolják a piaci árakat. Ezzel szemben az új adónemek tartósak és forgalomarányosak. Ezért előrejelzésünkben arra számítunk, hogy a szolgáltató társaságok az új adókat továbbháríthatják a vállalati szektor felé, ami a termelési költségek emelkedéséhez vezet.

**1-2. ábra**  
**A fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünk**  
 (2009. I. n.év-2015. II. n.év)



**1-3. ábra**  
**Inflációs előrejelzés dekompozíciója**  
 (2008. I. n.év-2015. II. n.év)



forintban kifejezett olajárak csökkenése az év elején az üzemanyagárak mérséklődését okozta. A határidős árjegyzések szerint a kőolaj ára a következő években is 100 dollár közelében maradhat. A tavalyi évben megemelkedett nyersélelmiszer-árak hatása a hazai feldolgozatlanélelmiszer-árakból az idei évben fokozatosan kifuthat. Az év közepétől az új termés megjelenésével az élelmiszerárak normalizálódására számítunk.

Előrejelzési horizontunkon a fogyasztóiár-indexet több kormányzati intézkedés is érinti. A víz-, szemétszállítási és csatornadíjak esetében idén júliustól életbe lépő hatósági ár-csökkentés rövid távon tovább mérsékli az inflációt. Ugyanakkor a dohánytermékek kiskereskedelmi árrésének emelése a fogyasztói árszint emelkedését okozhatja (ennek hatásairól lásd bővebben az 1-1. keretes írást), míg a pénzügyi szolgáltatások esetében a pénzügyi tranzakciós illeték kulcsának növelése okozhat inflációs hatásokat. Ez utóbbi az év első hónapjainak tapasztalatait figyelembe véve a 2013-as éves fogyasztóiár-indexre 0,1, míg a jövő évi inflációra mintegy 0,2 százalékpontos hatást gyakorolhat. Ezen hatásokat is figyelembe véve, a kormányzati intézkedések közvetlen inflációs hatása a 2000-es évek eleje óta megfigyelt átlagnál számottevően alacsonyabb értéken alakulhat (1-1 táblázat).

A gyenge belföldi kereslet árleszorító hatásának és a szabályozott árak jelentős mértékű csökkentésének köszönhetően az infláció az idei évben 2 százalék közelébe süllyedhet. Az előrejelzési horizont második felében a fogyasztási kereslet élénkülésével mérséklődhet a reálgazdasági környezet árleszorító hatása. A lakossági inflációs várakozások különösen érzékenyen reagálnak a hatósági árak változásaira. Az idei évben alacsony infláció és a kormányzat hatóságiár-döntésekben mutatott egyre erősebb fegyelmező ereje az inflációs várakozások mérséklődését is segítheti, ami az alacsonyabb bérvárakozásokon és a visszafogott bérdinamikán keresztül támogathatja az alacsony infláció középtávú fennmaradását.

**1-1. táblázat**  
**Inflációs előrejelzésünk részletei**

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



Mindezen tényezők hatására az infláció 2014-ben 3 százalékos közelében alakulhat. Az adóhatásokról szűrt infláció 2014-ben is enyhén 3 százalékos alatt maradhat.

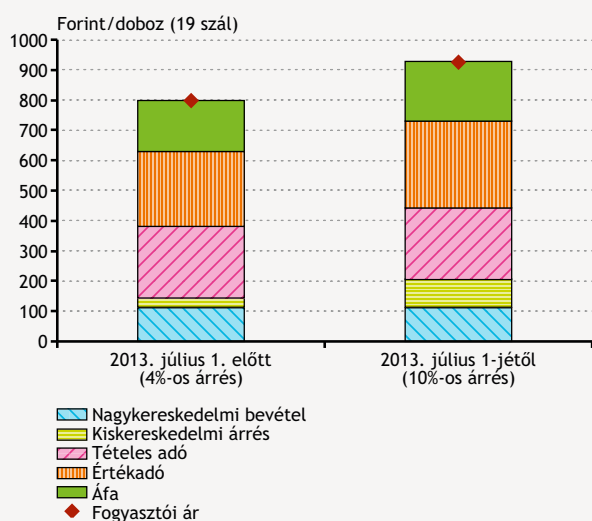
1-1. keretes írás

A cigaretta kiskereskedelmi árrését érintő intézkedések várható inflációs hatásai

Július 1-jétől a hazai dohány kiskereskedelemben lényeges változások történnek. Az új rendszerben cigarettát kizárólag ún. Nemzeti Dohányboltokban lehet majd árulni. Ezekben a boltokban az egyéb termékek árusítására csak korlátozott lehetőséget teremt a törvény. Emiatt a boltok jövedelmezőségét a kormány a dohány-kiskereskedelemben eddig szokásos 4-5 százalékos árrés magasabb szinten történő megállapításával kívánja biztosítani. A kiskereskedelmi árrés a kiskereskedelmi ár 10 százaléka lesz.

Az árrés ilyen mértékű növelése a cigaretta árának jelentős emelkedésével és így érdemi inflációs hatással járhat. Az alábbiakban összefoglaljuk a cigarettaár összetevőit, és bemutatjuk a 4 százalékról 10 százalékra emelkedő árrés várható hatásait a teljes fogyasztóiár-indexre.

1-4. ábra  
Egy doboz cigaretta árának és árszerkezetének alakulása különböző kiskereskedelmi árrések esetén



A cigaretta fogyasztását az állam különböző adók formájában adóztatja (1-4. ábra). A tételes jövedéki adó 12 500 Ft/1000 szál, azaz 19 szál tartalmú dobozokkal számolva, 238 Ft/doboz. A tételes adó tehát nem függ a cigaretta áráról. Ezzel szemben a jövedéki adó másik része, az értékadó a cigaretta adókat is tartalmazó kiskereskedelmi árának 31 százaléka, azaz függ az ártól.<sup>2</sup> Egy doboz cigaretta átlagos fogyasztói ára közel van a 800 forinthez, ilyen ár esetén az értékadó 248 Ft/doboz. A cigarettát is a szokásos 27 százalékos áfa érinti, ami 800 forintos ár mellett kb. 170 Ft/doboz. Az adók nélkül dobozonként maradó 144 forintot a nagykereskedő és a kiskereskedő osztozik. 4 százalékos kiskereskedelmi árréssel számolva (ami az adókkal nem csökkentett árból számítható), a kiskereskedő 32 Ft/doboz bevételhez jut, míg a nagykereskedő 112 Ft/doboz. Mivel az értékadó és az áfa felnyitja az árrés növelésének hatását, így a kiskereskedelmi árrés 4-ről 10 százalékra történő emelése a teljes fogyasztóiár-index szintjén is érzékelhető áremelkedéssel járhat. Feltételezve, hogy a nagykereskedő saját bevételét változatlanul tartja, számításaink szerint a 10 százalékos árrés a cigaretta árának kb. 16 százalékos emelkedésével járhat. Figyelembe véve a cigaretta nagy

súlyát a fogyasztói kosárban (kb. 4 százalék), ennek összességében 0,6 százalékpontos inflációs hatása lehet, amely 2013 és 2014 között nagyjából fele-fele arányban oszlik meg (a pontos megoszlás az árrés emelkedésének fogyasztói árakra történő áthárításának sebességétől függ, lassabb áthárítás esetén több esik a jövő évre).

Fontos azonban kiemelni, hogy a fenti számításnál azt feltételeztük, hogy a nagykereskedő a bevételét nem kívánja csökkenteni. Az áremelkedés mértéke csekélyebb lehet, amennyiben a nagykereskedő az áremelkedés egy részét „lenyeli”, azaz a kiskereskedelmi árrés emelkedése részben a nagykereskedelmi bevétel mérséklődésével párhuzamosan történik. Ennek mértéke vélhetően korlátozottabb lehet, mivel a nagykereskedő bevételének csak egy kisebb része profit, a többi a cigaretta előállításával és terjesztésével kapcsolatos költség lehet. Szintén fontos megjegyezni, hogy az intézkedés egyszerűnek tekinthető, ami a fogyasztói kosár egy szűkebb körében jelentkező, átmeneti inflációemelkedést okozhat. Mivel természetét tekintve leginkább egy jövedékiadó-emeléshez hasonlítható, így az ebből adódó közvetlen inflációs hatások kezelése nem kíván monetáris politikai reakciót.

<sup>2</sup> Amennyiben a tételes adó és az értékadó összege nem éri el a 24 920 Ft/1000 szál ún. minimumadót, akkor a minimumadó érvényes. A jelenlegi árak mellett a cigaretták nagy többségénél a jövedéki adó meghaladja a minimumadót.

## 1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

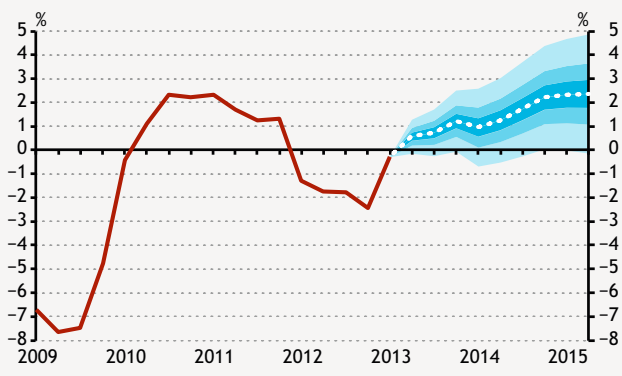
Az elmúlt évi recessziót követően az első negyedévben újból növekedésnek indult a magyar gazdaság. A hazai GDP bővülése a következő negyedévekben az év elejénél lassabb ütemben, de tovább folytatódhat. A növekedést rövid távon változatlanul az export vezetheti: az új autóiipari kapacitások termelésének felfutásával, a gyenge külső kereslet mellett is növekedhet a hazai export világszerte. A növekedés dinamizálódását az elmúlt évben historikusan gyenge terméseredményeket mutató mezőgazdasági kibocsátás korrekciója is érdemben segítheti. A lakossági reáljövedelmek idén bővíhetnek, azonban a felhalmozott adósságok leépítése, a szigorú hitelezési feltételek és az erős óvatossági motívumok mellett az idén még csak a fogyasztási kereslet stabilizálódására számítunk. A lakossági fogyasztás élénkülésére a munkapiaci helyzet javulásával párhuzamosan 2014-ben kerülhet sor. A vállalati beruházások az autóiipari beruházások kifutásával idén mérséklődhetnek, majd jövő évtől növekedésnek indulhatnak. A kis- és középvállalkozások esetében a Növekedési Hitelprogram a hitelezési feltételek érdemi javulását okozhatja, ami az év végétől a szektor beruházási aktivitását is támogathatja. Összességében a belföldi kereslet csak 2014-ben bővízhet, így a külső piacainkon várható élénküléssel párhuzamosan 2014-ben az ideinél kiegyensúlyozottabb növekedési pálya jellemezheti a hazai GDP alakulását.

A gazdaságot a teljes előrejelzési horizonton érdemi szabad kapacitások jellemezhetik. A negatív kibocsátási rés csak fokozatosan záródhat.

1-5. ábra

### GDP-előrejelzésünk legyezőábrája

(szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján, 2009. I. n.év-2015. II. n.év)

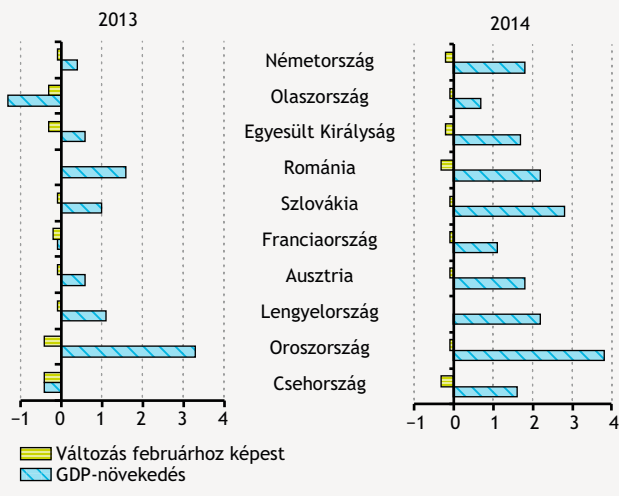


Az elmúlt évi recesszióhoz jelentős egyedi tényezők is hozzájárultak (elsősorban az ipari és a mezőgazdasági termelés alakulásában). Ezen hatások korrekciója várakozásainknak megfelelően az év első három hónapjában megkezdődött. A növekedési alapfolyamatok ugyanakkor egyelőre csak mérsékelt javulást mutattak.

Előre tekintve, korábbi várakozásainkhoz képest ellentétes tényezők alakíthatják előrejelzésünket. Az első negyedévben fő exportpartnereink többségénél a vártnál visszafogottabb gazdasági növekedés volt megfigyelhető, ezért a külső keresletben várt fordulóponthoz tovább tolódhat. A 3 százalékos hiánycél tartós elérése érdekében hozott fiskális egyenlegjavító intézkedések a korábbi várakozásunkhoz képest a költségvetés keresleti hatását mérsékelhetik. Ezen hatásokkal szemben a Növekedési Hitelprogram az év közepétől a vállalati hitel-feltételek javulását okozhatja, míg a historikusan alacsony szintre süllyedő infláció a lakossági reáljövedelmek növekedésén keresztül élénkítheti a lakossági fogyasztást. A növekedés a következő negyedévekben – az év elejénél lassabb ütemben – tovább folytatódhat, majd exportpiacaink élénkülésével és a Növekedési Hitelprogram hatásainak megjelenésével az idei év végétől fokozatosan erősödhet (1-5. ábra).

A világgazdaság az elmúlt negyedévekben érezhetően lassult. A tartósan magas szinten alakuló munkanélküliség és a jelentős adósságok leépítése általánosan rontja a keresleti

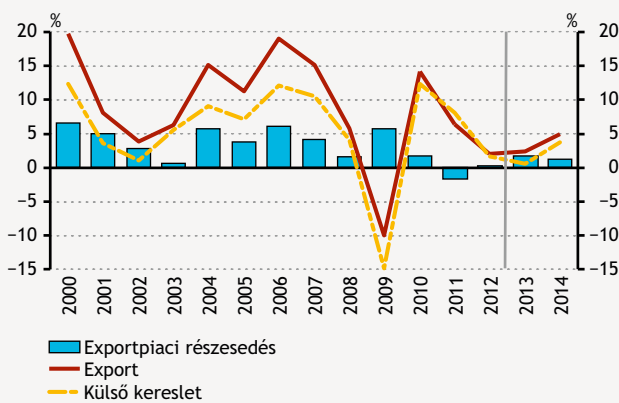
**1-6. ábra**  
Az Európai Bizottság fő felvevőpiacaink gazdasági növekedésére vonatkozó előrejelzésének változása



feltételeket. A visszafogott keresleti környezet szinkronizáltan egyszerre több gazdasági régióban is jelentkezik, ami tompítja a keresletélénkítő gazdaságpolitikák hatását. Legfontosabb felvevőpiacaink korábban az idei év közepére várt fordulat időpontja tovább tolódhat. A nagy nemzetközi intézmények folyamatosan mérsékeltek a legfontosabb külkereskedelmi partnereink növekedésére vonatkozó előrejelzésüket. Az előrejelzések szerint megnövekedett egy „háromsebességes” kilábalási periódus valószínűsége (1-6. ábra), amelyben legfontosabb exportpiacunk, az EU mutathatja a legalacsonyabb növekedési potenciált.<sup>3</sup>

A gyengébb külső keresleti kilátások a hazai exportértékesítésekre is negatívan hathatnak. Ugyanakkor az új autópári kapacitások termelésének felfutása az idei évtől egyre markánsabban emelheti a hazai export piaci részesedését, így rövid távon a gyengébb külső kereslet mellett is a nettó export vezetheti a magyar gazdaság növekedését. Az export erőteljesebb bővülésére 2014-ben, az EU növekedésének élénkülésével párhuzamosan számítunk (1-7. ábra).

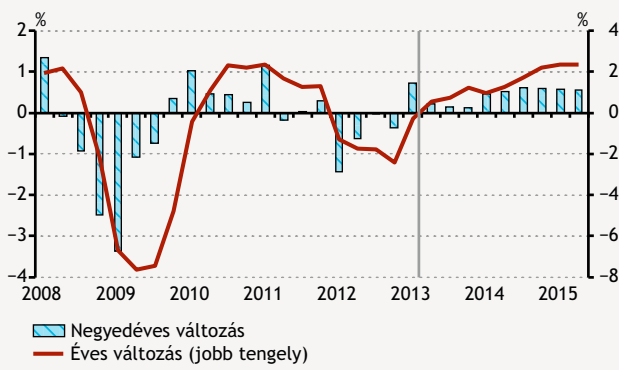
**1-7. ábra**  
Az exportpiaci részesedés alakulása



A belső kereslet az idei évben továbbra is visszafogott maradhat. Az alacsony inflációs környezetben a lakossági reáljövedelmek növekedésére számítunk. A reáljövedelmek bővülése a magasabb fogyasztási rátával rendelkező, alacsonyabb jövedelmű háztartások (nyugdíjas és átlagbér alatt keresők) esetében lehet erőteljesebb (lásd a 1-2. kereset írást). A válság előtt felhalmozott adósságok leépítése, a bizonytalan konjunkturális kilátásokból fakadó óvatossági megfontolások és a változatlanul szigorú hitelkondíciók azonban továbbra is fékezhetik a fogyasztási keresletet. A két hatás eredőjeként a fogyasztás elmúlt években megfigyelt csökkenése idén megállhat és a fogyasztási kereslet stabilizálódására számítunk.

**1-8. ábra**  
A GDP-növekedés alakulása

(szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján, 2008. I. n.év-2015. II. n.év)

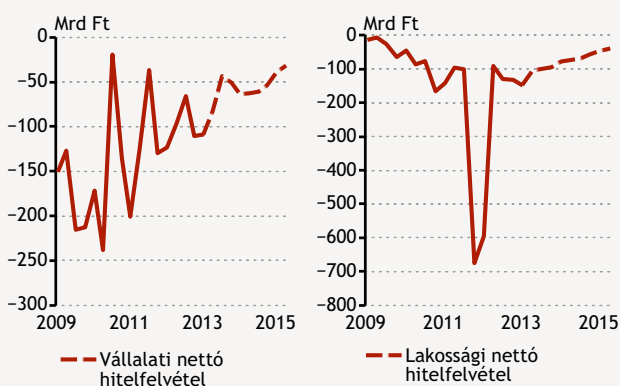


Az óvatossági megfontolások erősségét leginkább a foglalkoztatottsági helyzet alakulása befolyásolja. Ezzel összhangban a fogyasztás élénkülése 2014-től, a munkapiaci környezet javulásával következhet be. A pénzügyi megtakarítási ráta az elmúlt években megfigyelt magas szinten maradhat (1-10. ábra).

Az alacsony kapacitáskihasználtság, a gyenge jövedelmezőség, a bizonytalan keresleti kilátások és a szigorú hitelezési feltételek mellett a vállalatok beruházási aktivitása rövid távon visszafogott maradhat. Az idei évben – a nagy autópári beruházások kifizetésével – a vállalati beruházások csökkenést mutathatnak. Az idei év közepétől a Növekedési Hitelesítési Program számottevően mérsékelheti a kis- és középvállalati szektorban tapasztalható hitelkínálati korlátokat.

<sup>3</sup> IMF World Economic Outlook, April 2013.

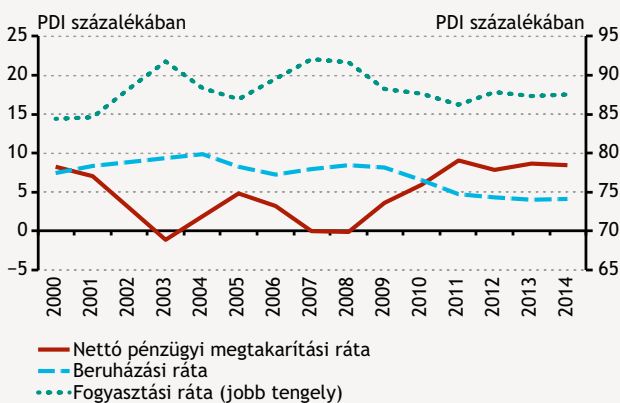
**1-9. ábra**  
**Előrejelzésünk a lakosság és a vállalati hitelezés alakulására**  
 (2009. I. n.év-2015. II. n.év)



Feltevésünk szerint a program első pillérének keretében nyújtott hitelek nagyobb része korábbi hitelek refinanszírozását szolgálhatja, ám az első pillér keretének kb. egyharmada a hitelállomány bővülésében is jelentkezhet (bővebben lásd a 6.1. kiemelt témát). Az NHP hatására 2014-ben az érintett vállalatok beruházásai is növekedhetnek (1-9. ábra). Elsősorban az elmúlt években elhalasztott beruházások pótlására, illetve a termelés költséghatékonyságát növelő beruházások realizálódására számítunk.

A lakossági beruházások esetében a változatlanul szigorú hitelfeltételek és az óvatos lakossági viselkedés miatt érdemi fordulatra a következő években sem számítunk. A beruházási aktivitás halasztása továbbra is fontos alkalmazkodási csatorna maradhat.

**1-10. ábra**  
**Lakossági jövedelmek felhasználása**  
 (2000. I. n.év-2014. II. n.év)



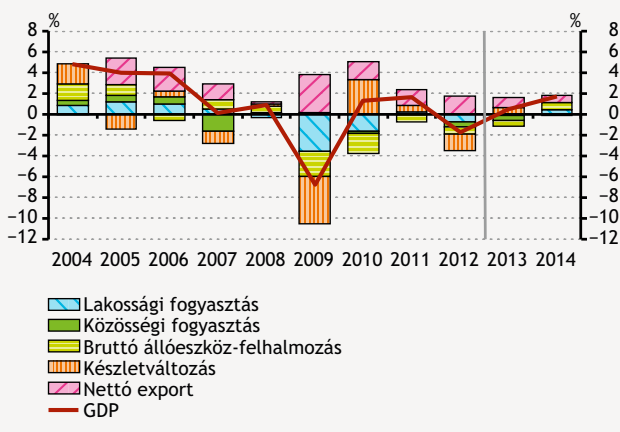
Megjegyzés: A rendelkezésre álló jövedelem arányában. A háztartások nettó pénzügyi megtakarításait a magánnyugdíjpénztárakba kötelezően befizetett járulékok nélkül vettük figyelembe.

Az állami beruházások az uniós forrásfelhasználás emelkedésével összhangban teljes előrejelzési horizontunkon érdemben növekedhetnek. Összességében arra számítunk, hogy az idei évben megállhat a nemzetgazdasági beruházásokat 2008 óta jellemző csökkenő trend, és 2014-ben ismét bővíthetnek a felhalmozási kiadások.

Az idei évben a nemzetgazdasági készletek növekedése érdemi pozitív hozzájárulást biztosíthat a hazai növekedésben. A készletek növekedését elsősorban az elmúlt évinél várhatóan érdemben kedvezőbb mezőgazdasági terméseredmények és az élénkülő ipari termelés okozhatja.

A magyar gazdaság növekedésében rövid távon továbbra is a nettó export hozzájárulása lehet meghatározó. 2014-ben a belföldi kereslet élénkülésével párhuzamosan a növekedés szerkezete kiegyensúlyozottabbá válhat (1-11. ábra).

**1-11. ábra**  
**A GDP-növekedés alakulása**  
 (2004-2014)



A gazdaságot továbbra is jelentős szabad kapacitások jellemezhetik. A potenciális kibocsátásról és a kibocsátási résről alkotott képünk nem változott a márciusi Inflációs jelentés óta. Aktuális előrejelzésünkben a kibocsátás csak fokozatosan közelíti meg potenciális szintjét, így a reálgazdasági környezet a teljes előrejelzési horizonton dezinflációs hatású marad.

1-2. keretes írás

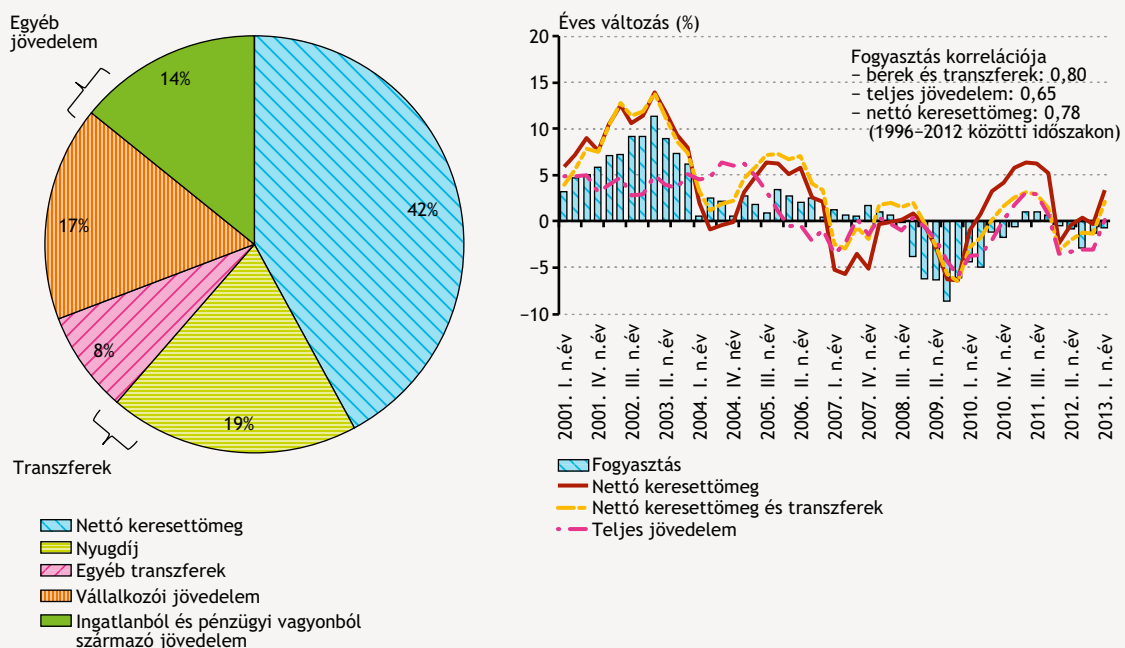
A lakossági jövedelmek és a fogyasztási kereslet kapcsolata

A háztartások fogyasztási viselkedésével foglalkozó elméletek közös pontja, hogy a lakossági jövedelmek és a fogyasztás között szoros kapcsolat állhat fenn. A hazai adatokat vizsgálva jelentős eltéréseket láthatunk a különböző jövedelemkomponensek volatilitását és a háztartások fogyasztási kiadásaival mutatott kapcsolatokat illetően. Így a teljes jövedelmek változásán kívül az egyes jövedelemkomponensek eltérő dinamikái is hatással lehetnek a várható fogyasztói keresletre. A háztartások aggregált jövedelmeinek legnagyobb részét, több mint 40 százalékát a munkajövedelmek teszik ki (nettó keresettömeggel). Ezenkívül közel azonos arányban részesednek az államháztartástól kapott pénzbeni transzferek és az egyéb jövedelmek (1-12. ábra bal panel).

Megvizsgálva az egyes jövedelemkomponensek fogyasztási kiadásokkal mutatott együttmozgását, azt láthatjuk, hogy a teljes jövedelmi mutatóval szemben egyes részkomponensekből képzett mutatók szorosabb kapcsolatot mutatnak. A legerősebb együttmozgás az ún. magjövedelem (nettó keresetek és államtól kapott pénzbeni transzferek együttese) esetében figyelhető meg (1-12. ábra jobb panel). Ez a megfigyelés összhangban állhat a szakirodalomban elterjedt permanens jövedelem hipotézissel: a hosszabb távú jövedelmi kilátások szempontjából elsősorban a munkapiaci helyzet és a kormányzati intézkedések megváltozásai lehetnek a meghatározóak, így a fogyasztás leginkább ezek változására reagálhat (1-12. ábra, bal panel). Az egyéb jövedelmek alakulását a bér- és transzferjövedelmekkel szemben erőteljesebb volatilitás jellemezheti. Ennek oka, hogy az egyéb jövedelmek jelentősebb része bizonytalan kibocsátással jellemezhető szektorokból származik (pl. mezőgazdaság), illetve alakulására a pénzügyi eszközök volatilitása is erős hatással lehet.

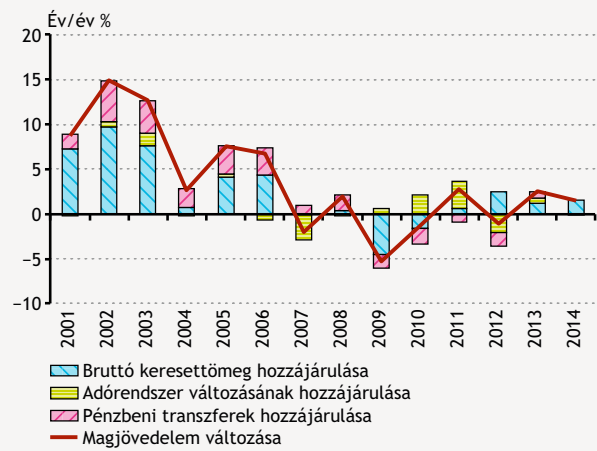
A fogyasztói viselkedés szempontjából leginkább meghatározó magjövedelmek vásárlóértékét előrejelzési horizontunkon általánosan növeli az alacsony infláció. A nyugdíjak esetében idén végrehajtott 5,2 százalékos, illetve a minimálbérek 5,4 százalékos emelése, valamint az szja-rendszer változása (a fél-szuperbruttó kivezetése) a magjövedelmek jelentős idei évi bővülését okozza (1-13. ábra). Ezek a többletjövedelmek főként az alsóbb jövedelmi decilisekhez tartozó háztartásoknál jelentkezhetnek, amelyek magasabb fogyasztási rátával rendelkeznek, így előrejelzési horizontunkon a reáljövedelmek növekedésének szerkezete több szempontból is a fogyasztási kereslet erősödése irányába mutat.

1-12. ábra  
Jövedelemtípusok és a fogyasztás korrelációja a jövedelmekkel



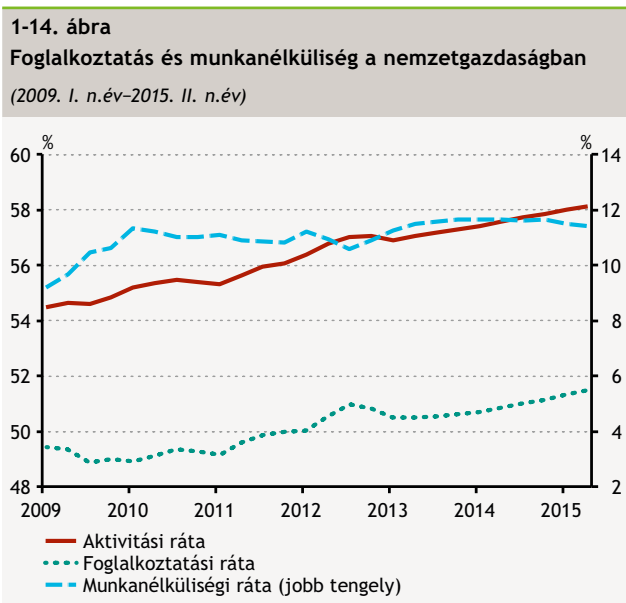
Az erős jövedelmi hatás ellenére rövid távon csak fokozatos fogyasztási fordulatot valószínűsítünk. A magas eladósodottság és a bizonytalan kilátások mellett a háztartások továbbra is óvatosan dönthetnek jövedelmeik felhasználásáról. Az óvatossági megfontolások lazulását leginkább a munkapiaci környezet tartósabb javulása támogathatja, így a fogyasztás érzékelhető élénkülésére 2014-től számítunk.

**1-13. ábra**  
A magjövedelem éves növekedésének dekompozíciója



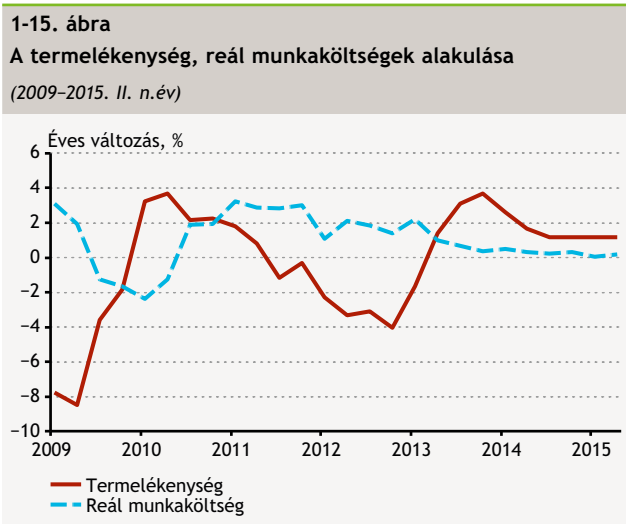
## 1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk

A visszafogott konjunkturális környezetben a vállalati szektor jövedelmezősége érdemben csökkent az elmúlt évben. Előrejelzési horizontunkon a vállalati jövedelmezőség javulására és az ebből adódó alkalmazkodási hatások erősödésére számítunk. A visszafogott kereslet erős árleszorító hatása mellett a vállalatok továbbra is elsősorban termelési költségeik mérséklésével javíthatják jövedelmi helyzetüket. A vállalati alkalmazkodás, a laza munkapiaci környezet és a mérséklődő inflációs várakozások a teljes előrejelzési horizontunkon visszafogott bérdinamikát eredményezhetnek. A tovább növekvő munkakínálatot rövid távon elsősorban a bővülő állami foglalkoztatási programok szívhatják fel, míg a versenyszféra foglalkoztatásának bővülésére és a munkanélküliség csökkenésére 2014-től, a konjunktúra javulásával párhuzamosan kerülhet sor.



A 2012. évi recessziós környezetben a vállalatok jövedelmezősége számottevően csökkent. Az idei év elejéről rendelkezésünkre álló adatok megerősítették, hogy – összhangban a márciusi előrejelzésünkkel – elkezdődött a jövedelmezőség helyreállítása. A gyenge keresleti környezetben a fogyasztói árakban történő alkalmazkodás korlátozott lehet, így a jövedelmezőség javításában hangsúlyosabb maradhat a bér- és egyéb költségek visszafogása.

Mindezzel összhangban az év elején a versenyszférában a minimálbér feletti kereseti kategóriákban csak mérsékelt bruttó béremeléseket tapasztalhattunk. A vállalati jövedelmezőség helyreállítása előre tekintve is mérsékelt bérdinamikát és javuló termelékenységet tesz szükségessé. Előbbi kialakulását a tartósan laza munkapiaci környezet bérleszorító hatása is támogathatja. Előre tekintve arra számítunk, hogy az aktuálisan alacsony inflációnak köszönhetően az inflációs várakozások is alacsony szinten maradhatnak, ami támogathatja a visszafogott bérnövekedés középtávon történő fennmaradását (1-15. ábra).



Előrejelzésünk szerint tovább folytatódhat az aktivitás évek óta tartó emelkedése (1-14. ábra). A növekvő munkakínálat hatása rövid távon nagyobb részben az állami közfoglalkoztatási programokban jelenhet meg. A vállalati szektor munkakereslete a jövedelmezőség javítása miatt idén visszafogott maradhat, az alacsonyabb bérdinamika segítheti a vállalatokat meglévő munkaerő-állományuk megtartásában. A foglalkoztatás megőrzését támogathatja, amennyiben a vállalatok a létszámcsökkentés helyett egyéb alkalmazkodási csatornákat is igénybe vesznek. A rugalmas foglalkoztatási formák alkalmazásának megkönnyítésével az új Munka törvénykönyve megkönnyítheti az ún. intenzív (munkaórákban történő) alkalmazkodást. A versenyszféra foglalkoztatása 2014-ben, a konjunktúra javulását követve bővíthet.

<b>1-2. táblázat</b>					
<b>Előrejelzéseink változása az előző inflációs jelentéshez képest</b>					
	2012	2013		2014	
	Tény	Előrejelzés			
		Március	Aktuális	Március	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)</b>					
Maginfláció <sup>1</sup>	5,1	4,0	3,8	3,4	4,2
Indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció	2,5	2,4	1,9	3,2	3,1
Fogyasztóiár-index	5,7	2,6	2,1	2,8	3,2
<b>Gazdasági növekedés</b>					
Külső kereslet (GDP alapon) <sup>2</sup>	0,8	0,5	0,4	1,8	1,8
Háztartások fogyasztási kiadása	-1,4	-0,4	0,1	1,0	0,6
Kormányzat végső fogyasztása	-2,3	-1,4	-1,9	-0,5	0,1
Állóeszköz-felhalmozás	-3,8	-1,4	-3,1	2,1	5,1
Belföldi felhasználás	-3,7	-0,6	-0,2	0,8	1,2
Export	2,0	2,8	2,3	5,4	5,0
Import	0,1	1,9	1,7	4,9	4,9
GDP	-1,7	0,5	0,6	1,7	1,5
<b>Külső egyensúly<sup>3</sup></b>					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	1,6	3,3	3,3	4,2	3,7
Külső finanszírozási képesség	4,4	6,5	6,6	6,5	6,0
<b>Államháztartás<sup>3, 8</sup></b>					
ESA-egyenleg (2012-re előzetes adat)	-2,0	-2,9	-2,7	-2,9	-2,5
<b>Munkapiac</b>					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>4, 6</sup>	4,5	3,7	3,0	6,2	5,0
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,7	-0,1	-0,2	0,5	0,3
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>5</sup>	7,2	4,2	3,5	3,0	3,0
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,4	-0,9	-0,6	0,6	0,4
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>6</sup>	7,5	1,4	1,5	1,6	1,7
Lakossági reáljövedelem <sup>7</sup>	-3,2	0,1	0,4	0,6	0,3

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



<b>1-3. táblázat</b>			
<b>Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal</b>			
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>			
MNB (2013. június)	5,7	2,1	3,2
Consensus Economics (2013. június) <sup>1</sup>	5,7	1,6 – 2,2 – 2,5	2,0 – 2,7 – 3,0
Európai Bizottság (2013. május)	5,7	2,6	3,1
IMF (2013. május)	5,7	3,2	3,5
OECD (2013. május)	5,8	2,8	3,5
Reuters-felmérés (2013. május) <sup>1</sup>	5,7	1,6 – 2,3 – 4,0	1,6 – 3,0 – 5,9
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2013. június)	-1,7	0,6	1,5
Consensus Economics (2013. június) <sup>1</sup>	-1,7	-0,5 – 0,3 – 1,0	1,0 – 1,3 – 1,7
Európai Bizottság (2013. május)	-1,7	0,2	1,4
IMF (2013. május)	-1,7	0,0	1,2
OECD (2013. május)	-1,8	0,5	1,3
Reuters-felmérés (2013. május) <sup>1</sup>	-1,7	-0,5 – 0,3 – 1,0	1,0 – 1,3 – 1,7
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege<sup>3</sup></b>			
MNB (2013. június)	1,6	3,3	3,7
Európai Bizottság (2013. május)	2,3	3,3	3,6
IMF (2013. május)	1,7	2,1	1,8
OECD (2013. május)	1,5	2,4	3,2
<b>Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint)<sup>3, 4</sup></b>			
MNB (2013. június)	2,0	2,7	2,5
Consensus Economics (2013. június) <sup>1</sup>	1,9	2,7 – 2,9 – 3,5	2,5 – 3,1 – 4,0
Európai Bizottság (2013. május)	1,9	3,0	3,3
IMF (2013. május)	2,5	3,2	3,4
OECD (2013. május)	2,0	2,8	3,2
Reuters-felmérés (2013. május) <sup>1</sup>	1,9	2,7 – 2,9 – 3,5	2,7 – 3,1 – 4,0
<b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2013. június)	1,7	1,5	4,2
Európai Bizottság (2013. május) <sup>2</sup>	1,7	1,6	5,2
IMF (2013. május) <sup>2</sup>	1,7	1,7	3,9
OECD (2013. május) <sup>2</sup>	0,4	1,2	4,5
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2013. június)	0,8	0,5	1,8
Európai Bizottság (2013. május) <sup>2</sup>	0,8	0,6	1,9
IMF (2013. május) <sup>2</sup>	0,8	0,7	1,8
OECD (2013. május) <sup>2</sup>	0,6	0,5	1,8

<sup>1</sup> 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.

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

<sup>3</sup> A GDP arányában.

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

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

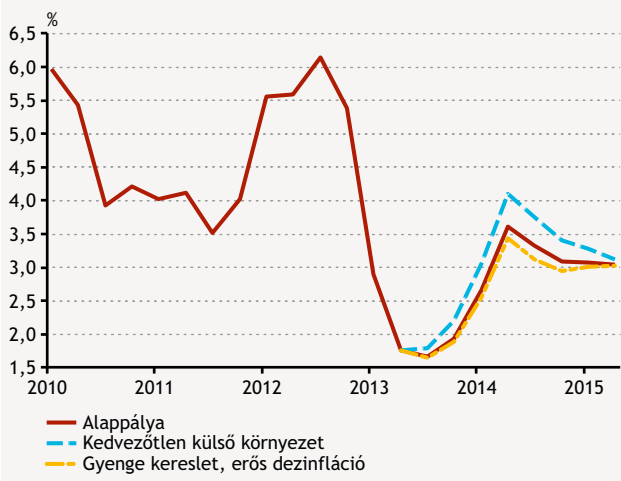
## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács megítélése szerint a gazdaság aktuális ciklikus helyzetének mérését övező bizonytalanság, valamint a külső pénzügyi környezetet jellemző törékeny hangulat jelentheti a monetáris politika jövőbeli vitele szempontjából legrelevánsabb kockázatokat. Emellett a gazdaság hosszú távú növekedési képességét meghatározó beruházási aktivitás alakulását kétirányú kockázatok övezhetik.

Ha a válság során a gazdaság termelőkapacitásai csak kisebb mértékben sérültek, akkor a potenciális kibocsátás pályája magasabban húzódhat, és így a gazdaság aktuális ciklikus pozíciója nyitottabb lehet. Nyitottabb ciklikus pozíció esetén a költségsokkok árazásban történő áthárítási lehetőségei még inkább korlátozottak, a vállalatokat ért költségsokkok inflációs hatásai kisebbek. A mérsékelt inflációs környezet és a gyenge ciklikus pozíció további, érdemi monetáris lazítást indokolhat.

A kockázati megítélés tartós elmozdulása befolyásolhatja a monetáris politika mozgásterét. A globális kockázattalálási hajlandóság számottevő romlása és legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna recessziójának elhúzódása esetén a hazai pénzügyi eszközök kockázati felára is érdemben emelkedhet, ami szigorító monetáris politikai reakciót indokolhat.

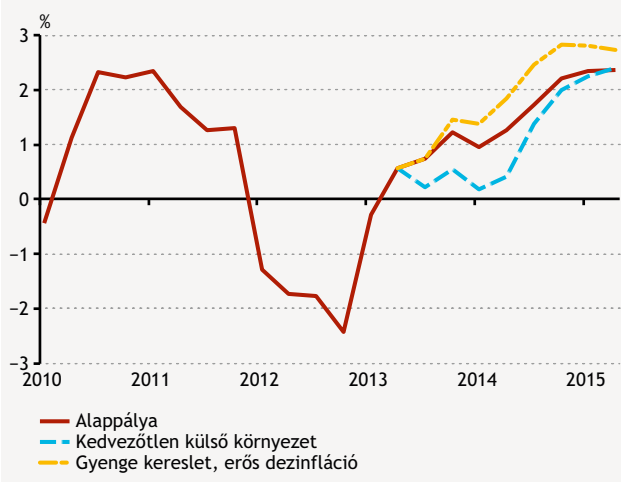
2-1. ábra  
Az alternatív forgatókönyvek hatása inflációs előrejelzésünkre  
(2010. I. n.év–2015. II. n.év)



A Monetáris Tanács megítélése szerint a monetáris kondíciók alakulását illetően a gazdaságban jelen lévő szabad kapacitások mérete, a várható beruházási aktivitás és a globális pénzügyi környezet jelentheti a leginkább releváns kockázatokat.

A beérkező makrogazdasági adatok megerősítik, hogy a visszafogott belső kereslet erős fegyelmező erőt gyakorol a gazdasági szereplők árazási és bérezési döntéseire. Míg a gazdaság hosszú távú kínálatát, teljesítőképességét a gazdaságban jelen lévő termelőkapacitások határozzák meg, addig a belső kereslet dezinflációs hatása a kihasználatlan kapacitásoktól, azaz a ciklikus pozíciótól függ. A gazdaság ciklikus pozíciója (az aktuális és a potenciális kibocsátás különbsége) közvetlenül nem megfigyelhető változó, így a valós idejű kibocsátási rés mértékének becslését jelentős bizonytalanság övezheti. Ha a termelőkapacitások az alap-pályában feltételezettnél kisebb mértékben sérültek, akkor a potenciális kibocsátás pályája magasabban húzódhat, így a gazdaság ciklikus pozíciója nyitottabb lehet. Nyitottabb ciklikus pozíció esetén a költségsokkok árazásban történő áthárítási lehetőségei még inkább korlátozottak, a vállalatokat ért költségsokkok inflációs hatásai kisebbek, ami további, érdemi monetáris lazítást indokolhat. A gazdaság a lazább monetáris kondíciók és a magasabb potenciális növe-

2-2. ábra  
Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre  
(2010. I. n.év–2015. II. n.év)



kedés mellett az alappályában előrejelzettnél erősebb növekedést mutathat.

A nagyrészt a fejlett gazdaságok jegybanki lazításai által fűtött optimista globális befektetői hangulat és magas kockázatvállalási hajlandóság, illetve a gyenge reál gazdasági teljesítmény közötti ellentét az elmúlt hónapokban sem oldódott. Emiatt a külső pénzügyi hangulatot erősödő volatilitás és törékenység jellemezheti. További kockázatot jelenthet, ha az európai intézmények jelentős erőfeszítései ellenére az euroövezet recessziója elhúzódik. Összességében a globális kockázatvállalási hajlandóság számottevő romlása esetén a hazai pénzügyi eszközök kockázati felára is érdemben emelkedhet, ami monetáris politikai szigorítást indokolhat. Ezen feltételek bekövetkezése az exportterjesztési lehetőségek romlásán, a hazai hitelezési kondíciók szigorodásán és a leértékelődő árfolyammal növekvő devizaadósságok miatt az alappályában bemutatottnál tartósan gyengébb hazai GDP-t indokolna (2-1. és 2-2. ábra).

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

Fennáll a lehetősége, hogy az elmúlt időszakban végrehajtott kamatcsökkentések, illetve a Növekedési Hitelprogram (NHP) kedvezőbb hatással jár a hitelezésre, és nagyobb mértékben ösztönzi a beruházásokat, mint azt az alappályában feltételeztük. Ez az optimista forgatókönyv egy magasabb beruházással és kedvezőbb növekedéssel járó pálya megvalósulását jelentheti. Az enyhébb hitelkondíciók, illetve a magasabb beruházás mellett a GDP-növekedés meghaladja az alappályában feltételezettet. Ugyanakkor a magasabb növekedési trend miatt a ciklikus pozíció és így az inflációs környezet is lényegében változatlan maradhat, így ez a scenárió nem eredményez az alappályától eltérő kamatpolitikát.

Az előzőekkel szemben negatív irányú kockázatot jelenthet, amennyiben a termelőkapacitások az alappályában feltételezettnél nagyobb mértékben épültek le a válság során, s így az alacsony növekedés kisebb része vezethető vissza kihasználatlan kapacitásokra. Ebben a forgatókönyvben a beruházások válság alatt megfigyelt visszaesése az alappályában feltételezettnél tartósabb folyamat, így a gazdaság középtávú kibocsátási potenciálja is alacsonyabb lehet. Az alappályához képest a következő években a beruházás és a GDP is mérsékeltebben bővül, és a zártabb pozícióból induló kibocsátási rés záródása is gyorsabb. A zártabb ciklikus pozíció mérsékeltebb dezinflációs hatást okoz. Mindezek nyomán az infláció csak az alappályánál kissé mérsékeltebben szigorúbb kamatkondíciók mellett maradhat összhangban a 3 százalékos céllal.

# 3. Makrogazdasági helyzetértékelés

## 3.1. Nemzetközi környezet

Az elmúlt év végi lassulást követően erősödött a globális konjunktúra 2013 első negyedében. A javuló gazdasági mutatók mögött azonban jelentős régiós különbségeket figyelhetünk meg. A fejlett régiók közül USA és Japán mérsékelt növekedést mutatott, miközben az eurozóna gazdaságában az év elején is folytatódott a 2011 második felében kezdődött recesszió. A fejlődő régió növekedése változatlanul dinamikus. A növekedési dinamikákban aktuálisan megfigyelt különbségek a következő negyedekben is fennmaradhatnak, így a globális kilábalás folyamatában megnövekedett egy többsebességű növekedési környezet kialakulásának a kockázata. A fejlett gazdaságokban a keresletoldali inflációs hatások alacsonyak, miközben a nyersanyagárak korrekciója általánosan az inflációs ráták csökkenése irányába hatottak. Összhangban a törékeny reálgazdasági és alacsony inflációs környezettel, a nagy gazdaságok jegybankjai fenntartották, illetve tovább enyhítették a laza monetáris kondícióikat.

A globális tőkepiaci hangulat korábbi javulását elbizonytalanodás követte, miközben a reálgazdasági indikátorok továbbra is visszafogottan alakulnak. A nemzetközi pénzügyi hangulatot az európai adósságválság fejleményei mellett a fejlett jegybankok likviditásbővítő intézkedéseivel kapcsolatos várakozások befolyásolják leginkább. A hazai kockázati megítélés szempontjából a globális pénzügyi hangulat az utóbbi negyedévben is támogatónak alakult.

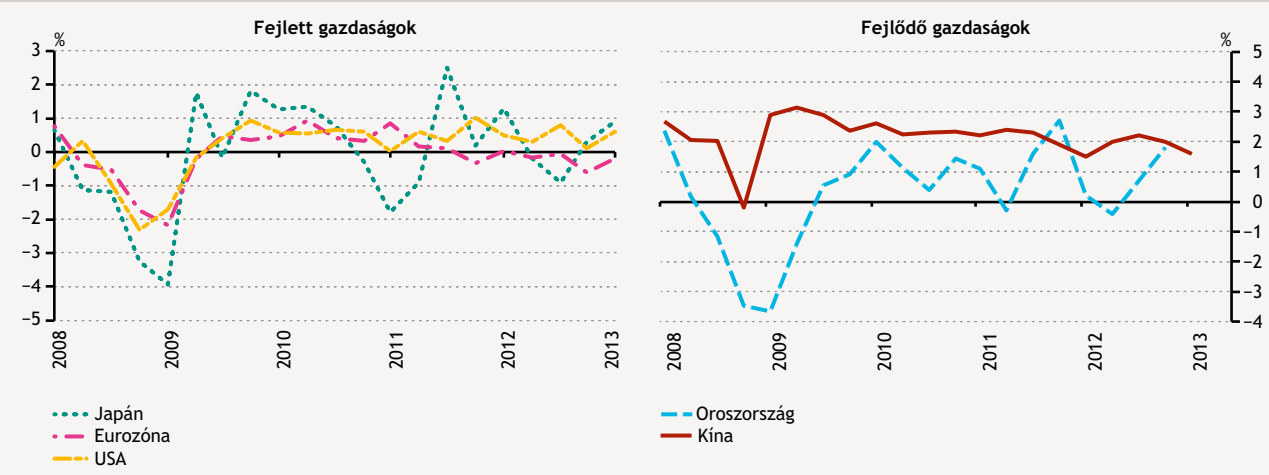
### 3.1.1 GLOBÁLIS KONJUNKTURÁLIS FOLYAMATOK

A visszafogott negyedik negyedévet követően ismét gyorsabb ütemben folytatódott a globális gazdaság növekedése 2013 első negyedében (3-1. ábra). A javuló GDP-mutatók mögött azonban jelentős régiós különbségek mutatkoztak.

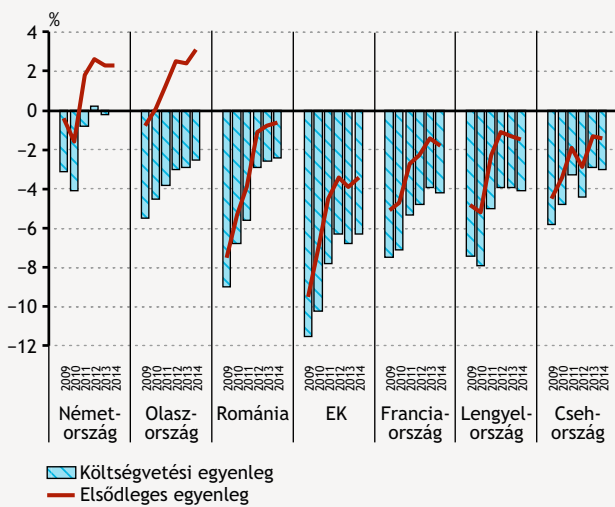
3-1. ábra

#### GDP-növekedés a jelentősebb gazdaságokban

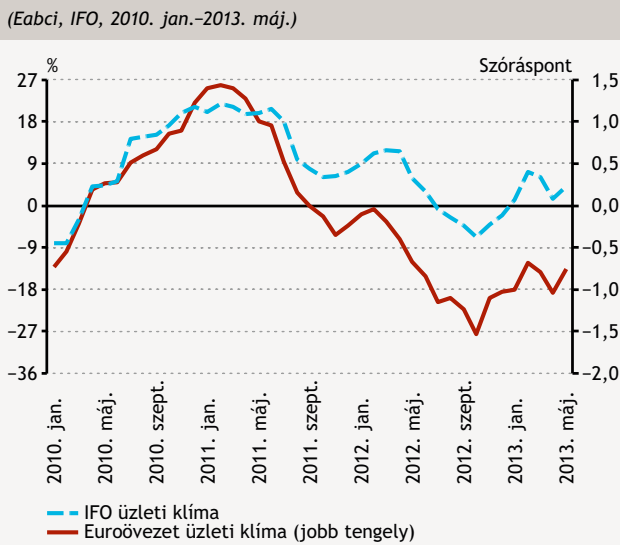
(szezonálisan igazított adatok negyedéves változása, 2008. I. n.év-2013. II. n.év)



**3-2. ábra**  
A költségvetési és az elsődleges egyenlegek alakulása  
(Európai Bizottság, 2009–2014)



**3-3. ábra**  
Az euroövezeti és a német IFO-konjunktúraindikátorok alakulása  
(Eabci, IFO, 2010. jan.–2013. máj.)



A fejlődő országok növekedése változatlanul dinamikus alakult, míg a fejlett régióban markánsabb növekedési különbségek alakultak ki. Az USA gazdasági aktivitása mellett az összehangolt fiskális és monetáris politikai intézkedések következtében Japán növekedése is gyorsult. Ugyanakkor az eurozónában folytatódott az elmúlt évre jellemző recesszió. A nagy nemzetközi szervezetek előrejelzései alapján a legjelentősebb gazdasági régiók esetében a korábban várt kétsébséges kilábalás helyett érdemben növekedett egy háromsebességes kilábalás valószínűsége.

Az amerikai gazdasági növekedés mérsékelt ütemben folytatódott. Az első negyedévben éves összevetésben 1,8 százalékkal nőtt a GDP. A Fed továbbra is nem-konvencionális eszközökkel próbálja támogatni a növekedést, de a fiskális konszolidáció körüli bizonytalanság korlátozza az eszközök hatékonyságát. A korábban elfogadott költségvetési törvény hatására, március elején jelentős kiadáscsökkentés lépett életbe, amely egyelőre nem befolyásolta érdemben az amerikai gazdaság bővülését. Az előretekinő indikátorok az aktivitás további erősödését jelzik 2013-ban.

Az eurozóna gazdasági kibocsátása éves összevetésben 1 százalékkal esett vissza az első negyedévben. A válság előtt felhalmozott adósságok leépítése, az elhúzó fiskális kiigazító programok, a gyenge banki hitelaktivitás, a magas munkanélküliség és az általánosan erősödő óvatossági megfontolások általánosan a kereslet csökkenése irányába hatottak. Kedvező fejlemény lehet, hogy az elmúlt évek fiskális kiigazításai következtében a legtöbb egyensúlyi problémával küzdő ország költségvetési egyenlege számottevően javult, így a keresletszűkítő fiskális politika már rövid távon kifuthat (3-2. ábra). Ennek megfelelően az idei évi recessziót követően 2014-ben indulhat meg a lassú fokozatos növekedés (3-3. ábra).

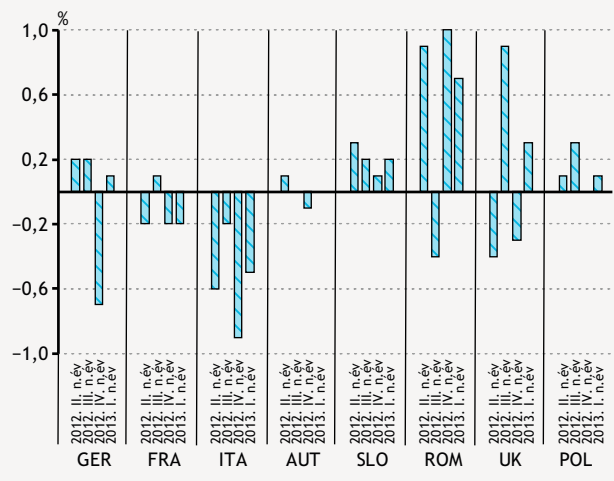
A feltörekvő régió növekedése változatlanul dinamikus, de országonként eltérően alakultak a növekedési ráták. A kínai gazdaság az első negyedévben 7,7 százalékkal növekedett, amit továbbra is elsősorban a nagy infrastrukturális beruházások és az ingatlanpiac élénkülése támogattak. Más nagy feltörekvő országokban a növekedési ráták vegyesen alakultak, egyedül Indiában élénkült az aktivitás.

### 3.1.2 LEGFONTOSABB KÜLKERESKEDELMI PARTNEREINK KONJUNKTURÁLIS HELYZETE

Az euroövezeti kereskedelmi partnereink növekedése kedvezőtlenül alakult az első negyedévben. A német gazdaság éves összevetésben 0,3 százalékkal visszaesett, negyedéves alapon kismértékben növekedett. A francia gazdaság recesszióba süllyedt, az olasz gazdaság továbbra is recesz-

**3-4. ábra**  
A fontosabb exportpartnereink negyedéves növekedésének alakulása

(2012. II. n.év-2013. I. n.év)



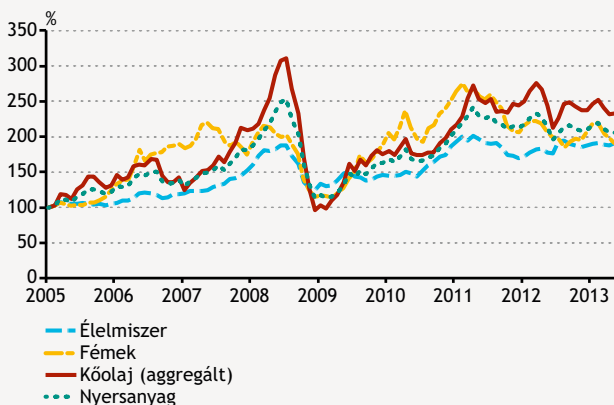
szióban maradt. Ausztria gazdasága éves és negyedéves összevetésben is stagnált. A szlovák gazdaság enyhe ütemben bővült.

Az eurozóna recessziója az exportlehetőségek szűkülésén keresztül a kelet-közép-európai régió növekedési lehetőségeit is korlátozza. A külső kereslet gyengesége elsősorban Csehországot sújtja, itt 2013 elején tovább mélyült a recesszió. A nagyobb, kevésbé nyitott Lengyelországban is jelentősen lassult a növekedési ütem. Ezzel szemben Romániában élénkült a növekedés, melyben hazánkhoz hasonlóan a mezőgazdaság teljesítményének korrekciója is szerepet játszhatott (3-4. ábra).

Az előre tekintő konjunktúraindikátorok továbbra is törékeny növekedési környezetet jeleznek. Az euroövezeti konjunktúraindikátor lefelé mozdult, miközben a régió növekedési kilátásai szempontjából szintén lényeges német Ifo-index némi javulást jelzett.

**3-5. ábra**  
Fontosabb nyersanyagárak alakulása

(USD, 2005. jan.-2013. máj.)

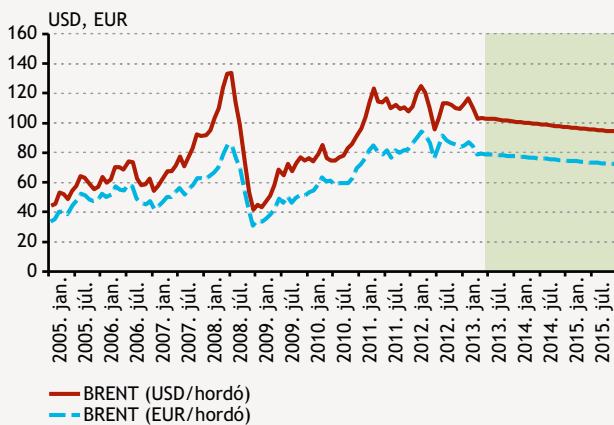


### 3.1.3 GLOBÁLIS INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

Az elmúlt évi emelkedést követően az idei évben korrekciót mutattak a globális nyersanyagárak (3-5. ábra). A törekény keresleti kilátások mellett, a jegybanksi likviditásnövelés ellenére stabilan alacsony inflációs várakozások is az árak csökkenése irányába hatottak. A Brent olaj ára a korábbi negyedéves 110 dollár fölötti szintről 100 dollár közelébe csökkent (3-6. ábra). A határidős jegyzések az ár további csökkenését vetítik előre. Az ipari nyersanyagok (vasérc, szén) és a nyers élelmiszerek ára február óta szintén mérséklődött. A búza és a kukorica esetében a határidős árakban február óta csökkenés mutatkozik.

**3-6. ábra**  
A spot és a határidős Brent-olajár alakulása különböző valutákban

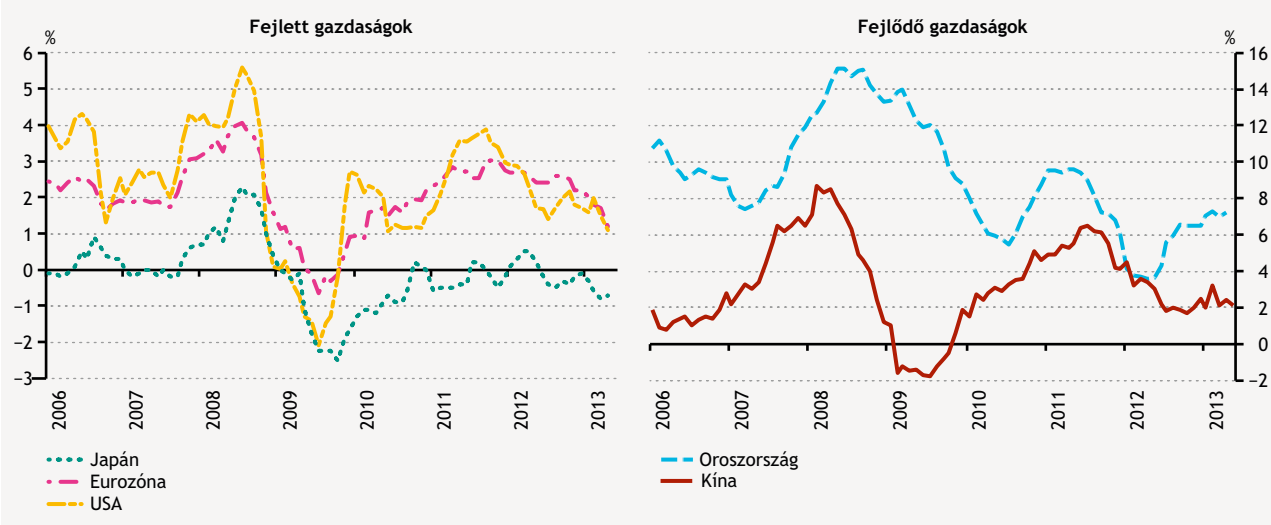
(2005. jan.-2015. dec.)



A nyersanyagárak csökkenése és a visszafogott gazdasági aktivitás a legtöbb országban az inflációs ráták csökkenését eredményezte. Az elmúlt hónapokban a fejlett országokban az infláció jellemzően a cél alatt alakult. Az eurozóna inflációjának mérséklődésében az indirekt adók emelésének árindexből történő kifutása is jelentős szerepet játszott. A nagy jegybankok értékelései szerint a visszafogott gazdasági aktivitással összhangban a középtávú inflációs kockázatok mérsékeltek, így fenntartották vagy tovább lazították monetáris kondícióikat. Az EKB májusi ülésén 25 bázisponttal csökkentette az irányadó rátát. A második negyedévben több nagy jegybank (Fed, EKB) kockázatérzékelésében is megjelent az inflációs cél (sáv) alullovésának veszélye.

A KKE-régióban is általánosan csökkent az éves infláció. Románia kivételével minden országban a cél közelébe vagy az alá süllyedt az infláció. A magasabb infláció Romániában is csak átmeneti lehet és az év második felében az egysze-

**3-7. ábra**  
**Infláció a jelentősebb gazdaságokban**  
 (% , év/év, 2006. jan.–2013. máj.)



ri árszintnövekedések kifizetése után elérheti a célsávot. A monetáris politika számára releváns megtisztított indexek nem jeleznek inflációs nyomást (3-7. ábra).

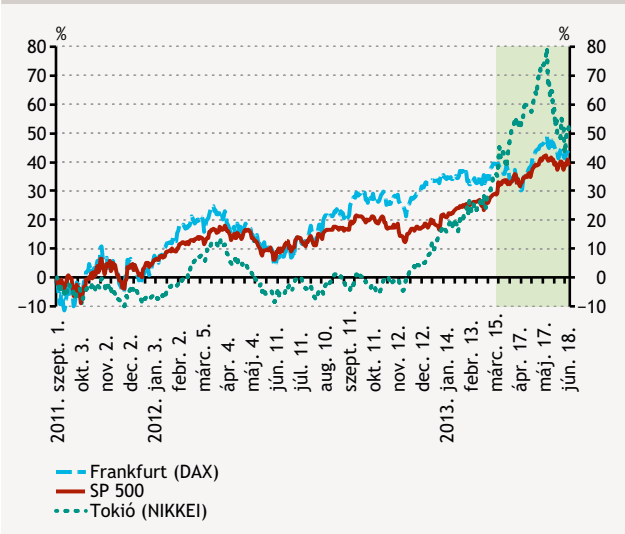
A cseh jegybank továbbra is nulla közelében tartotta alapkamatát. Az inflációs alapfolyamatokkal összhangban a lengyel jegybank és az MNB is 75-75 bázisponttal csökkentette az alapkamatát az utóbbi negyedévben.

### 3.1.4 MONETÁRIS POLITIKAI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FOLYAMATOK

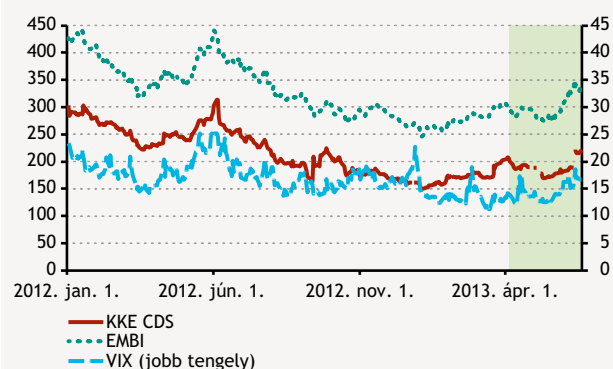
Az utóbbi negyedév első felében támogató maradt a pénzügyi piaci hangulat, és fennmaradt a korábbi negyedévben is tapasztalt magas globális kockázatvállalási hajlandóság. Ebben szerepet játszottak az adósságválság kezelésével összefüggő korábbi bejelentések, valamint az USA mennyiségi lazításának folytatása, és a japán jegybank agresszív lazításának bejelentése. Az újabb bejelentések hatására a főbb fejlett országokhoz köthető tőzsdeindexek historikus csúcsra kerültek, bár az időszak végén számos tőzsdén korrekció mutatkozott (3-8. ábra). A pozitív folyamatokat csak átmenetileg zavarta meg a ciprusi válság, az olasz belpolitikai bizonytalanság és néhány kedvezőtlenebb makroadat.

A befektetői figyelem a mennyiségi lazítási programok jövőjére irányult. Az amerikai QE3 leállításával kapcsolatos eltérő döntéshozói nyilatkozatok piaci hatása hullámzó volt, míg a most kezdődött japán eszközvásárlás egyértelműen kedvezően befolyásolta a piacokat. A kisebb korrekciókkal tarkított jó hangulatban a menedékdevizák gyengültek, a svájci frank jelentősen eltávolodott az 1,20-as euróval

**3-8. ábra**  
**Főbb tőzsdeindexek alakulása**  
 (2011. szept.–2013. jún.)



**3-9. ábra**  
**Kockázati indexek alakulása**  
 (2012. jan.–2013. jún.)



szembeni küszöbötől. A japán jen gyengülését elsősorban a japán jegybank eszközvásárlási programja okozta. A Fed eszközvásárlási program lassításával kapcsolatos bejelentése az időszak végén a volatilitás növekedése mellett korrekciót eredményezett (3-9. ábra).

A fejlett országok állampapír-piaci hozamai – átmeneti csökkenés után – a március végi szintre ugrottak vissza, a feltörekvő országokban ugyanakkor érdemi hozamcsökkenés volt látható a negyedévet záró korrekcióig. A japán jegybank bejelentései és a fiskális élénkítés egyidejű alkalmazása miatt a kötvénypiacon nőtt a volatilitás. A többletlikviditás és a pozitív hírek hatására a KKE-régió kockázati megítélése javult az előző negyedévhez képest, ezzel összhangban az állampapír-piaci hozamok is további csökkenést mutattak. Június közepén azonban a régiót támogató pénzügyi piaci hangulat jelentősen romlott és a kockázati felárak, valamint a hozamok az előző negyedéves szint fölé ugrottak.

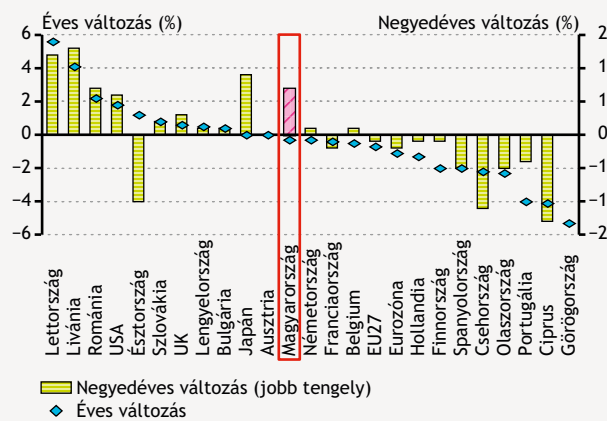


## 3.2. Aggregált kereslet

A tavalyi évi recessziót követően az idei év első negyedében ismét növekedett a hazai GDP. A nemzetközi összehasonlításban is erős év eleji növekedést nagyobb részben a tavalyi évet érintő jelentős egyedi hatások év eleji korrekciója okozta, miközben az általános keresleti feltételekben csak mérsékelt elmozdulást tapasztalhattunk. A hazai exportértékesítéseket a legfontosabb felvevőpiacaink visszafogott gazdasági teljesítménye korlátozza. A belföldi keresleti kondíciók esetében a lakossági reáljövedelmek növekedése a keresleti feltételek erősödése irányába hatott, azonban a változatlanul szigorú hitelkondíciók, a magánszféra folytatódó mérlegalkalmazkodása és a továbbra is erős óvatossági megfontolások egyaránt visszafogták a belföldi kereslet kibontakozását. A mérsékelt belföldi kereslet változatlanul erős árleszorító hatással bír.

**3-10. ábra**  
Az európai és a fő gazdaságok növekedése az első negyedében

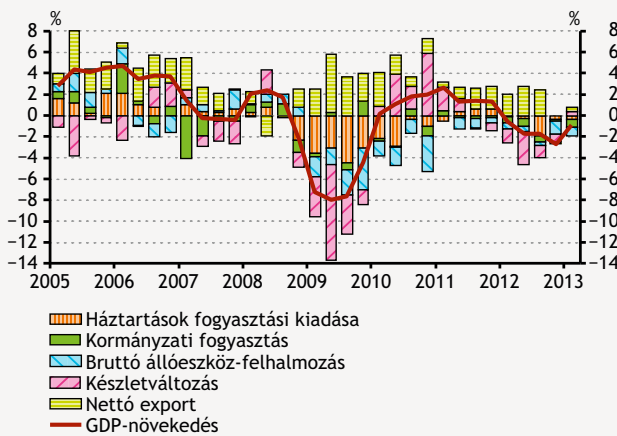
(2013. I. n.év)



2013 első negyedében a magyar gazdaság kikerült az egy éve tartó recesszióból. A nemzetközi összehasonlításban is erős, előző negyedévhez mért 0,7 százalékos év eleji növekedést döntően a tavalyi évet érintő jelentős egyedi hatások (gyenge mezőgazdasági terméseredmények és az év végi gyárleállások miatt csökkenő export és készletfelhalmozás) korrekciója okozta (3-10. és 3-11. ábra). Ugyanakkor az általános keresleti feltételekben csak mérsékelt elmozdulást láthattunk. A külső keresletünket a főbb exportpartnereink gyenge teljesítménye, míg a belföldi keresletet a válság előtt felépült magán- és állami adósságok folytatódó leépítése, a változatlanul szigorú hitelkondíciók, valamint az általánosan erős óvatossági megfontolások korlátozták. A keresleti környezetet ugyanakkor pozitív irányba befolyásolta a lakossági reáljövedelmek év eleje óta érzékelhető növekedése és az európai uniós források elmúlt negyedekben fokozatosan növekvő kihasználása.

**3-11. ábra**  
GDP-növekedés és felhasználásoldali dekompozíciója

(2005. I. n.év-2013. I. n.év)

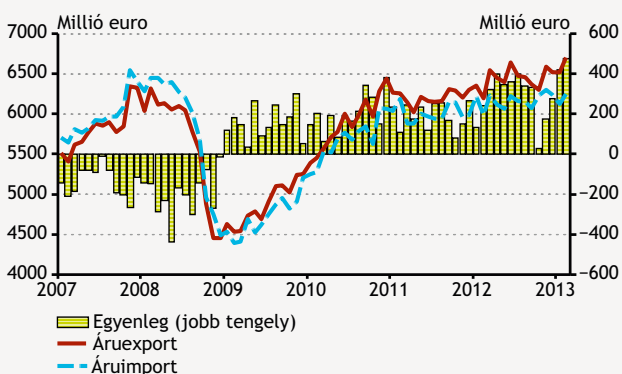


### 3.2.1 KÜLKERESKEDELEM

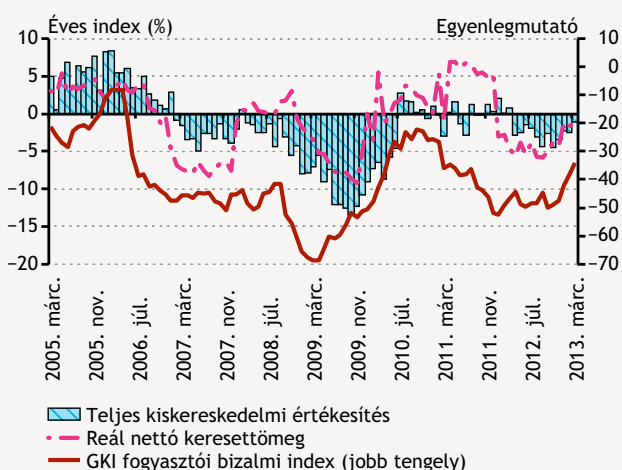
Legfontosabb külpiaci partnereink gazdasági teljesítménye változatlanul visszafogottan alakult 2013 elején. Az euroövezet az idei első negyedében is recesszióban maradt, miközben a konjunktúra lassulásának jelei az eddig gyorsabb növekedést mutató kelet-közép-európai gazdaságokban is jelentkeztek. A magas munkanélküliségi ráták és a szigorú hitelkondíciók különösen a hazai export szempontjából meghatározó tartós fogyasztási cikkek és beruházási javak iránti keresletet mérsékelték. A nemzetközi konjunktúra indikátorok alapján a külső piacainkon várt fordulat tovább tolódhat.

A gyenge külső környezet ellenére külkereskedelmi egyenlegünk jelentős mértékben javult az idei év elején (3-12. ábra). A javulást döntően a 2012 negyedik negyedét meg-

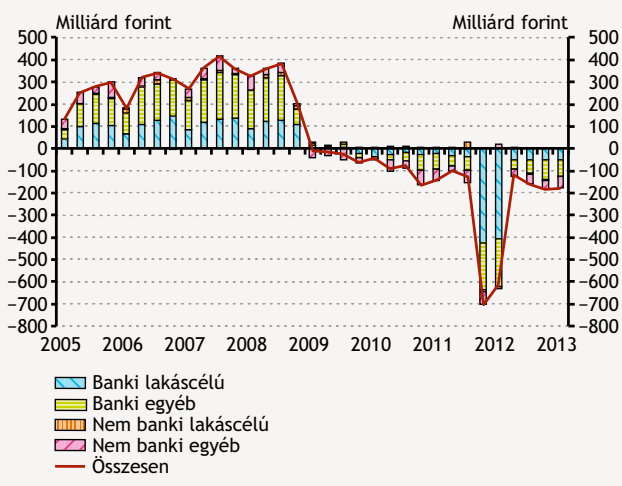
**3-12. ábra**  
A külkereskedelmi termékforgalom értéke és egyenlege  
(2007. jan.–2013. ápr.)



**3-13. ábra**  
A kiskereskedelmi értékesítések alakulása  
(2005. jan.–2013. márc.)



**3-14. ábra**  
A háztartási szektor beföldi hitelállományának nettó negyedéves változása hitelcél szerint  
(2005 I. n.év–2013 I. n.év)



határozó egyedi tényezők korrekciója okozhatta. A tavalyi év végén történt gyárleállások az export csökkenését eredményezték, miközben a magán- és az állami szektor egyaránt a tavalyi év végére időzített több jelentős importbeszerzést. A magánszektor esetében az autóiipari nagyberuházásoknak lehetett jelentősebb gépimport vonzata. Emellett a négyes metróvonal szerelvényeinek behozatala is 2012–13 fordulójára esett. Ezen egyedi tényezők kifutása érdemben javította az idei év első hónapjainak külkereskedelmi egyenlegét.

### 3.2.2 LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS

A fogyasztási kiadások elmúlt évi csökkenésének üteme mérséklődött, ám a lakosság fogyasztási kereslete az első negyedévben is visszafogottan alakult. Összhangban az év elején meredeken csökkenő inflációs adatokkal, a fogyasztói bizalmi indikátorok a háztartások pénzügyi helyzetének javulását jelezték. A rendelkezésre álló jövedelmek reálértékének növekedése elsősorban a magasabb fogyasztási rátával jellemezhető alacsonyabb jövedelmű (főleg nyugdíjasok és minimálbér környékén foglalkoztatottak) háztartások körében jelentkezett. A háztartások folytatódó adósságleépítése és az erős óvatossági megfontolások miatt azonban a többletjövedelem döntően az adósságok visszafizetésében és a pénzügyi megtakarításokban csapódhatott le. Az áprilisi kiskereskedelmi adatok a fogyasztási kereslet stabilizálódására utalnak. Az eladások erősödése elsősorban a folyó jövedelmek változására érzékenyebben reagáló élelmiszerek és az üzemanyag-értékesítések esetében jelentkezett (3-13. ábra).

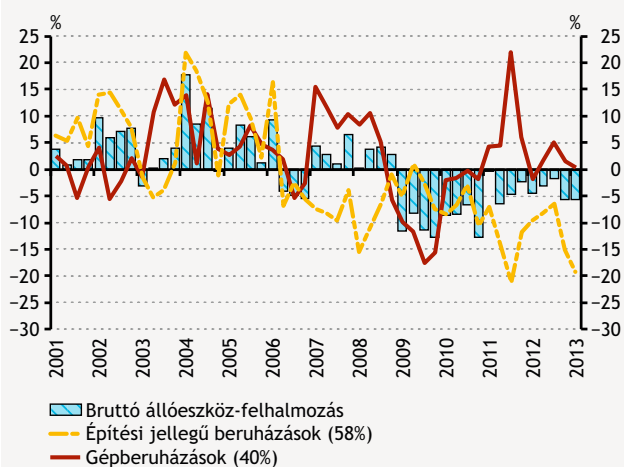
A háztartási hitelezési aktivitás változatlanul gyenge (3-14. ábra). A hazai pénzügyi közvetítők háztartási hitelállománya tovább mérséklődött, mely a lakáscélú és a fogyasztási termékcsoportok esetében egyaránt tetten érhető volt. A kamattámogatásos konstrukció ellenére az új hitelkihelyezések volumenében egyelőre nem érzékelhető javulás a historikusan is alacsony előző negyedévi adatokhoz képest. A háztartási hitelezési folyamatokat változatlanul a keresleti oldal határozhatja meg: a háztartások viselkedésében továbbra is lényeges elem a válság előtti eladósodás fokozatos korrekciója és a bizonytalan konjunkturális kilátások melletti erős óvatosság.

Az árfolyamrögzítés programjának kihasználtsága változatlanul elmarad a várakozásoktól, így az év elején gyengébb árfolyam is korlátozhatta a fogyasztásra fordítható forrásokat. A fogyasztási kereslet csökkenése továbbra is főként a hosszabb távú jövedelmi kilátásokra és a hitelezési feltételekre érzékeny tartós fogyasztási cikkek értékesítései esetében érzékelhető.

3-15. ábra

## Nemzetgazdasági beruházások alakulása

(éves változás, 2001. I. n.év–2013. I. n.év)



## 3.2.3 MAGÁNBERUHÁZÁSOK

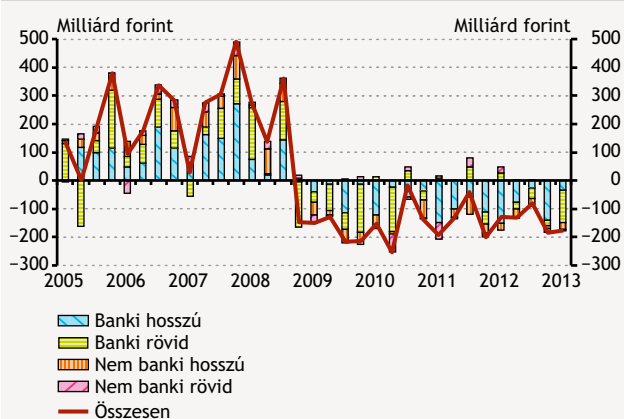
2013 első negyedében is visszafogottan alakult mind a háztartások, mind a vállalatok beruházási kereslete (3-15. ábra). A vállalatok esetében az alacsony jövedelmezőség, a szigorú hitelkörnyezet és a szektort jellemző kihasználatlan kapacitások magas aránya együttesen mérsékli a vállalatok beruházási hajlandóságát. Jelentős új beruházások döntően a már megkezdett autóiipari fejlesztések keretében realizálódtak.

2013 első negyedében a megelőző időszakhoz hasonló mértékben mérséklődött a hazai pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelaktivitása. Bár a rövid és a hosszú lejáratú hitelek állománya egyaránt csökkent, a vizsgált időszakban a rövid futamidejű (forint) hitelekben realizálódott az állománycsökkenés döntő része.

3-16. ábra

## A vállalati szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása futamidő szerint

(2005. I. n.év–2013. I. n.év)



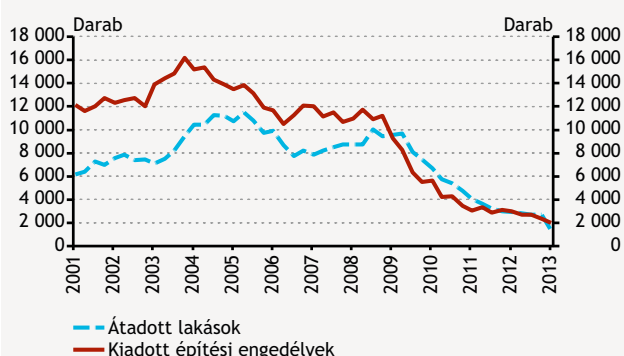
A hitelezési folyamatok mögött meghúzódó főbb tényezők alapvetően változatlanok (3-16. ábra). A korábban kialakult szigorú hitelezési feltételek változatlanul kínálatoldali korlátot jelentenek a hitelezésben.<sup>4</sup> Ezek a kínálati korlátok nagyobb mértékben sújthatják a kis- és középvállalati (kkv) szegmens vállalatait, melyek működésében nagyobb súllyal jelenik meg a banki finanszírozás. Az MNB e korlátok enyhítésére áprilisban bejelentett Növekedési Hitelprogramja az év közepétől érdemben javíthatja a kkv-k finanszírozási lehetőségeit.

2013 elején a vállalatok hitelkereslete is visszafogott maradt. A beruházási aktivitás alacsony szintje visszafogja a hosszú lejáratú hitelek iránti igényt, míg a rövid lejáratú hitelek első negyedévi nagymértékű csökkenése inkább egyszeri tényezőknek tulajdonítható.

3-17. ábra

## Újlakás-építés és a kiadott engedélyek száma negyedévente

(2001. I. n.év–2013. I. n.év)



A bizonytalan konjunkturális kilátások és a szigorú hitelkondíciók a vállalatok mellett a lakossági beruházásokat is visszavetik. A háztartások mérlegalkalmazkodási folyamatában a beruházások elhalasztása változatlanul erős viselkedési elem. Az első negyedévben átadott új lakások száma historikusan alacsony szinten alakult. Az építkezések befejezését átmeneti tényezőként az év eleji hideg időjárás is hátráltathatta (3-17. ábra).

## 3.2.4 KÉSZLETVÁLTOZÁS

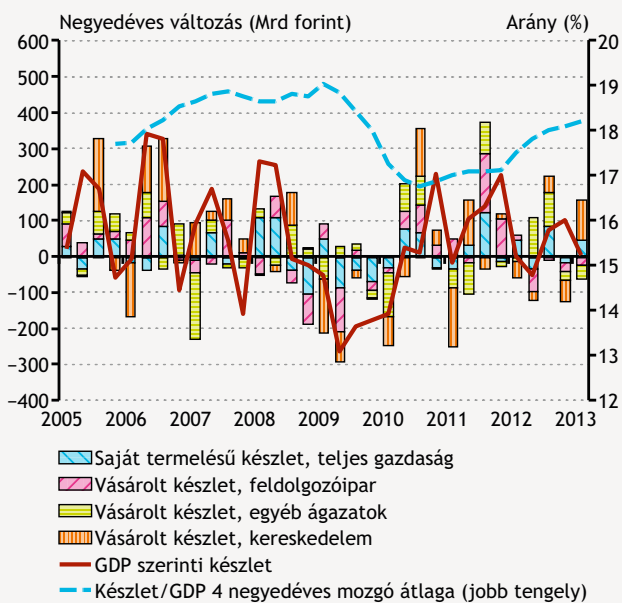
A tavalyi év végén történt ipari gyárleállások és a gyenge mezőgazdasági terméseredmények következtében az elmúlt év végén a készletek leépítését figyelhetjük meg. Ezen hatás az év első negyedében részben korrigálódott,

<sup>4</sup> Az MNB 2013. májusi *Hitelezési folyamatok* c. kiadványa alapján.

3-18. ábra

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

(2005. I. n.év–2013. I. n.év)



pozitívan járulva hozzá az év eleji növekedéshez (3-18. ábra). Az ipari termelés bővülése és várhatóan az elmúlt évinél erősebb mezőgazdasági terméseredmények a nemzetgazdasági készletek újbóli emelkedését okozhatják. Ugyanakkor a bizonytalan keresleti kilátások és a szigorú vállalati hitelkondíciók továbbra is feszes készletgazdálkodást indokolnak. A kis- és középvállalatok esetében a hitelezési feltételek Növekedési Hitelprogram következtében várt enyhülése a készletfelhalmozás növekedését is okozhatja.

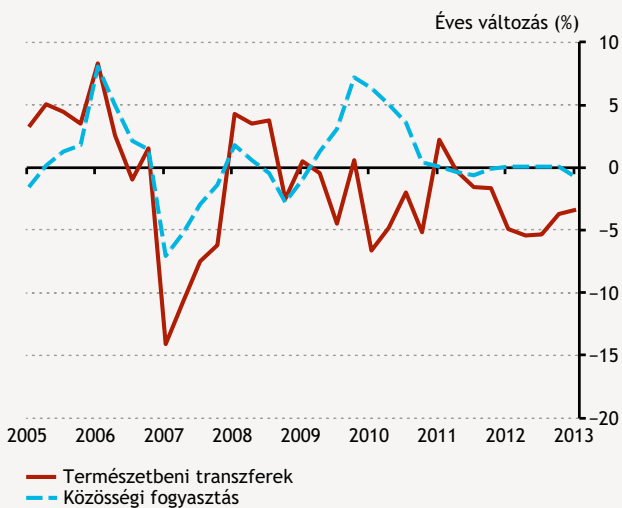
### 3.2.5 ÁLLAMI KERESLET

Az állami szektor fogyasztási kiadásait továbbra is a fiskális egyensúlyjavító intézkedések határozták meg. A költségvetési takarékosággal összhangban, az állam saját forrásaiból megvalósuló beruházásainak súlya tovább csökkent. Ezt az uniós források egyre növekvő kihasználása ellensúlyozta, ami döntően az állami infrastrukturális beruházások erősödésében jelentkezett (3-19. ábra).

3-19. ábra

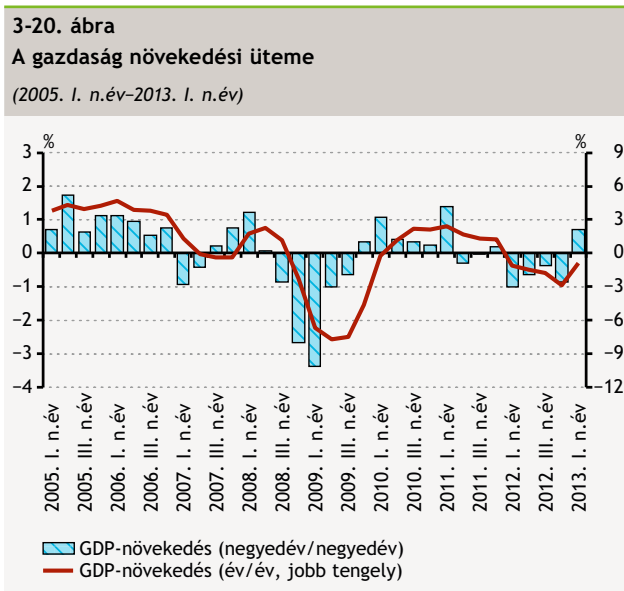
A kormányzati fogyasztás változása

(2005. I. n.év–2013. I. n.év)



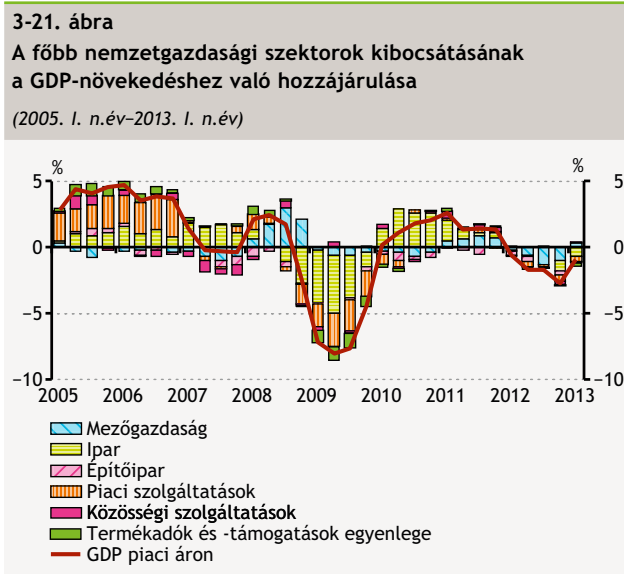
### 3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

2013 első negyedében az előző negyedévhez viszonyítva 0,7 százalékkal emelkedett, míg éves összevetésben 0,3 százalékkal csökkent a hazai gazdaság kibocsátása. A negyedéves alapon mért erős növekedésben a tavalyi év végi kedvezőtlen egyedi hatások korrekciója játszott jelentős szerepet. A növekedést meghatározó alapfolyamatokban egyelőre mérsékeltebb elmozdulás történt: a globális konjunkturális kilátások gyengék, miközben a belföldi kereslet bővülését az óvatossági megfontolások korlátozzák. Ugyanakkor a második negyedévi adatok e téren is javulás folytatódására utalhatnak. A gazdaság potenciális növekedését meghatározó tényezőkben nem láttunk érdemi elmozdulást: a beruházási aktivitás változatlanul visszafogott, míg a hosszabb távú munkanélküliek aránya a válságban elért szint közelében alakult.



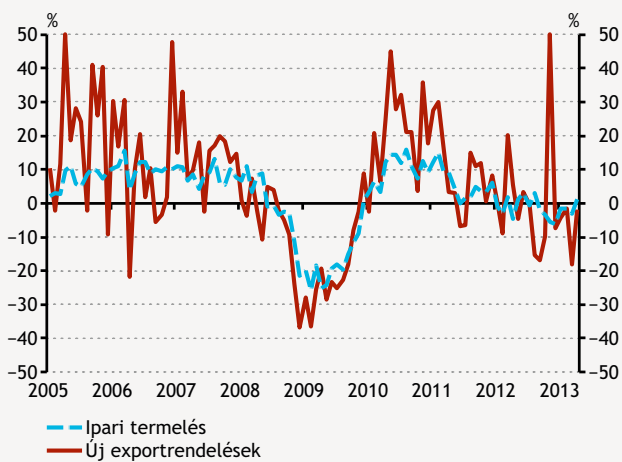
A tavalyi évi recessziót követően 2013 első negyedében 0,7 százalékkal nőtt a gazdasági kibocsátás az előző negyedévhez képest (3-20. ábra). Az ipar és a mezőgazdaság esetében is megfigyelhető volt az előző év végén tapasztalt kedvezőtlen egyedi hatások korrekciója (3-21. ábra).

Az ipari termelés az első negyedévben 5,7 százalékkal emelkedett, ezzel az előző év végén bekövetkezett visszaesés átmeneti komponensei korrigálódtak. A tavalyi év végi gyárteleállások korrekciójának köszönhetően 2013 januárjában kiugró emelkedés volt megfigyelhető, míg az azóta eltelt hónapokban mérsékeltebb bővülés jellemzi az ipar teljesítményét. Az áprilisi adatok az ágazat termelésének újbóli erősödését mutatják, ami az új rendelések emelkedése alapján a következő hónapokban is jellemző maradhat (3-22. ábra). Az elektronikai szektorban az elmúlt időszakban tapasztalt jelentős visszaesés 2013 első negyedében megállt. A járműipar kibocsátása – az új termelőkapacitások kiépülésének köszönhetően – jelentősebb mértékben javult az idei év első negyedében. A következő hónapokban az új autóiipari kapacitások is hozzájárulhatnak az ágazat teljesítményének növekedéséhez (3-23. ábra).

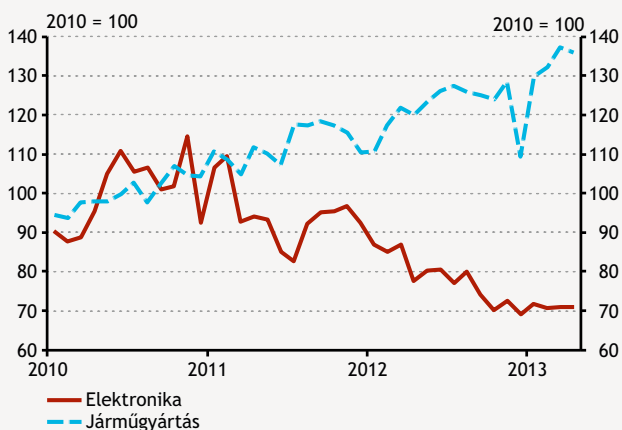


Az építőipar nemzetgazdasági ág teljesítménye több éve tartó csökkenés után az első negyedévben növekedett. Az építőipar termelése 4 százalék körül nőtt az egy évvel korábbi időszakhoz képest. A javuló teljesítmény áprilisban is jellemző maradt, mintegy 10 százalékos növekedést figyelhattunk meg. Az építőipart továbbra is erős kettősség jellemzi. A főként magánszektorhoz köthető termelés változatlanul visszafogott. A nagyrészt EU-forrásokból finanszírozott, állami beruházásokhoz köthető egyéb építmények esetében bővülés volt megfigyelhető, összhangban a tavalyi év végétől már felfutó szerződésállományokkal. Az állami infrastrukturális fejlesztések hatása a következő hónapok-

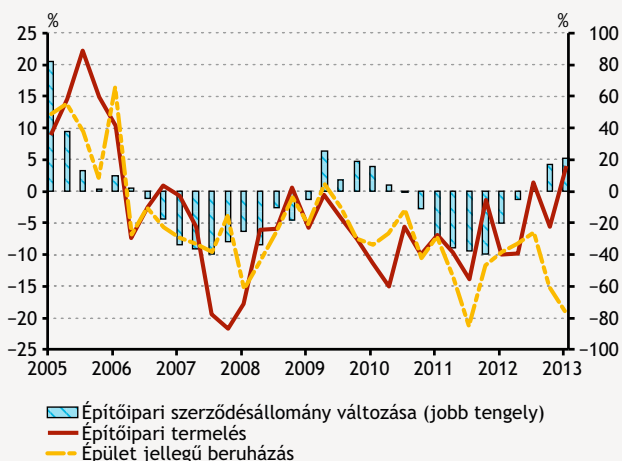
**3-22. ábra**  
Az ipari termelés és az új rendelések  
(2005. jan.–2013. ápr.)



**3-23. ábra**  
A gépipar főbb ágazatainak termelése  
(2010. jan.–2013. ápr.)



**3-24. ábra**  
Az építőipari termelés, szerződésállomány és épület jellegű beruházás alakulása  
(2005. I. n.év–2013. I. n.év)



ban is meghatározó maradhat az ágazat teljesítményében. 2013 első negyedévében éves összevetésben 20,6 százalékkal nőtt az építőipari szerződésállomány, ami azt jelzi, hogy a következő negyedévekben további javulásra lehet számítani az építőipar hozzáadott értékében (3-24. ábra).

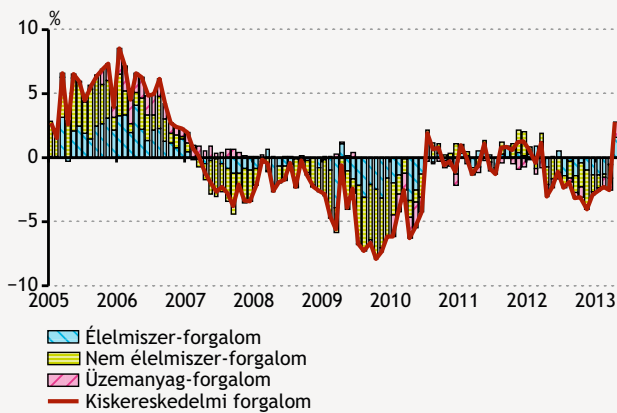
A *mezőgazdaság* esetében jelentkezett az előző évben tapasztalt kedvezőtlen egyedi hatások korrekciója. Az agrárszektor teljesítménye ennek megfelelően számottevően emelkedett az év első negyedévében. Az első negyedévben a historikusan gyenge tavalyi évet követő korrekciót elsősorban a statisztikai elszámolás sajátosságai okozhatták. A szektor növekedési hozzájárulása pontosabban az év közepétől, az első terméseredmények ismeretében lesz értékelhető.

Negyedéves összevetésben stagnált a *kiskereskedelmi forgalom*, ami a bázishatásnak köszönhetően éves alapon 2,3 százalékos csökkenést jelentett 2013 első negyedévében. A lakossági fogyasztást meghatározó legfontosabb makrogazdasági tényezők közül a reálkeresetek a tavalyi visszaesést követően az első negyedévben újból emelkedést mutattak, ám a folytatódó mérlegalkalmazkodás és a szigorú hitelfeltételek mellett a háztartásokat továbbra is óvatos fogyasztói viselkedés jellemzi. Az eladások legjelentősebb visszaesése változatlanul a tartós fogyasztási cikkek értékesítéseit jellemezte. A nem-tartós termékek forgalmának alakulását márciusban ellentétes irányú egyedi hatások befolyásolták. Az élelmiszer-eladások esetében idén a húsvét teljes egészében márciusra esett, így jelentős forgalombővülést generálhatott. Az üzemanyag-eladások esetében a kedvezőtlen márciusi időjárás viszont csökkenthette a lakossági utazásokat, emellett átmenetileg a fuvarozói aktivitás is mérséklődhetett. Ennek korrekciója is szerepet játszott az erős áprilisi értékesítési adatokban. Emellett azonban a tartós fogyasztási cikk és élelmiszer vásárlásokban megfigyelt kedvező elmozdulás az ágazat értékesítéseinek várt stabilizálódására utalhatnak (3-25. ábra).

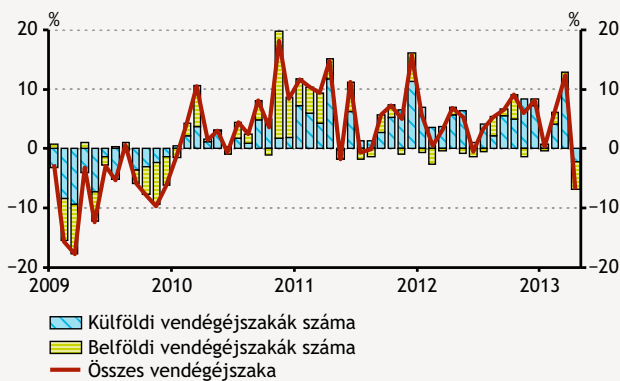
A *vendéglátás* ágazatban 2013 első negyedévében tovább folytatódott az egész tavalyi évre is jellemző forgalomnövekedés. A növekedés a belföldi és a külföldi vendégek esetében egyaránt megfigyelhető volt. A forgalom bővülése ugyanakkor a külföldi vendégek esetében nagyobb mértékű volt, amihez az elmúlt negyedévekben gyengébb forintárfolyam hatásai is hozzájárulhattak. A belföldi foglalások viszsfogottabb alakulásában egyedi hatásként a kedvezőtlen márciusi időjárás miatti szolgáltatáslemondások is megjelenhettek (3-26. ábra).

A *pénzügyi és ingatlan ágazatok* teljesítménye továbbra is mérsékelten alakult. A lakossági hitelaktivitás változatlanul gyenge, a lakosság 2013 első negyedévében fogyasztási

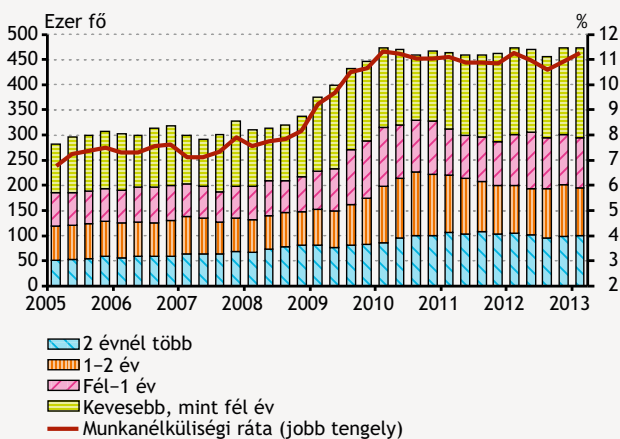
**3-25. ábra**  
Kiskereskedelmi értékesítések dekompozíciója  
(2005. jan.–2013. ápr.)



**3-26. ábra**  
A kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszák megoszlása hazai és külföldi vendégek között  
(2009. jan.–2013. ápr.)



**3-27. ábra**  
A munkanélküliek száma a munkakeresés időtartama szerint  
(2005. I. n.év–2013. I. n.év)



hiteleinek állományát tovább csökkentette. Az év elején folytatódott a lakáspiac visszaesése. A gyenge lakáspiaci folyamatok háttérben keresleti oldalról a háztartások gyenge jövedelmi helyzete és a szigorú hitelezési feltételek állnak. Az építési engedélyek száma az első negyedévben jelentős mértékben csökkent, így a használatba vett lakások száma a következő negyedévekben historikusan is alacsony szinten alakulhat, mérsékelve az ingatlanforgalmazás és -hasznosításból származó bevételeket.

A kibocsátás potenciális szintjéről alkotott képünk nem változott érdemben a márciusi Inflációs jelentésben megfogalmazott helyzethez képest. A munkanélküliségi ráta 2013 első negyedévében is a válság alatt kialakult magasabb szint közelében alakult. A tartós munkanélküliek aránya az elmúlt negyedévekben érdemben nem változott (3-27. ábra). A munkanélküliség növekedésének ciklikus, illetve strukturális okairól egy részletesebb elemzés is található Inflációs jelentésünkben (lásd 6.1. alfejezet). A válság előtti szintnél magasabban alakuló munkanélküliségi ráta, valamint a mérsékelt beruházási aktivitás a gazdaság visszafogott potenciális növekedési ütemére utalnak.

3-1. keretes írás

Globális autóipiaci trendek és hazai következményeik

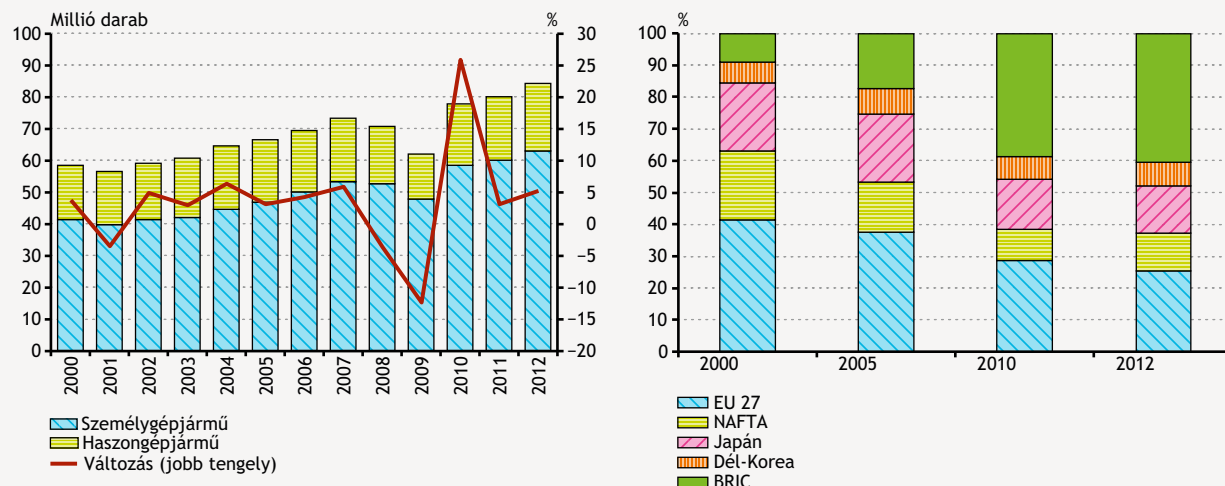
A hazai export szempontjából korábban is meghatározó jelentőségű járműgyártás ágazatának szerepe az elmúlt évek új beruházásainak köszönhetően előrejelzési horizontunkon tovább erősödhet. Ezzel összhangban a magyar gazdaság globális autóipiaci trendekkel szembeni kitettsége is növekedhet. Keretes írásunkban röviden áttekintjük a globális és regionális autóipiaci kilátásokat, valamint a Magyarországon működő gyártók helyzetét.

Globális és regionális piaci helyzet

A személy- és haszongépjárművek kínálatának alakulását tekintve a válságot jellemző átmeneti nagyobb mértékű visszaesést követően az elmúlt években ismét növekedési pályára állt a termelés (3-28. ábra). A világ különböző régióiban azonban eltérő tendenciák figyelhetők meg. A 2000-es években jelentős átrendeződés történt a globális autóipiacon: a hangsúly egyre inkább a gyorsan fejlődő, alacsonyabb termelési költségekkel és nagyobb belföldi keresleti potenciállal rendelkező piacok irányába mozdult el.

3-28. ábra

Személy- és haszongépjárművek világti termelése, valamint a személygépjármű-termelés világti megoszlásának alakulása



Forrás: ACEA, OICA.

Az autóipari termelés dinamikája ennek megfelelően az elmúlt időszakban jelentős eltéréseket mutatott a különböző régiókban. Míg 2012-ben az Európai Unió termelése 8 százalékkal csökkent, addig pl. a NAFTA országai esetében 17 százalékos bővülés volt megfigyelhető. Az ázsiai régióban szintén nagymértékben nőtt a termelés a tavalyi év során.

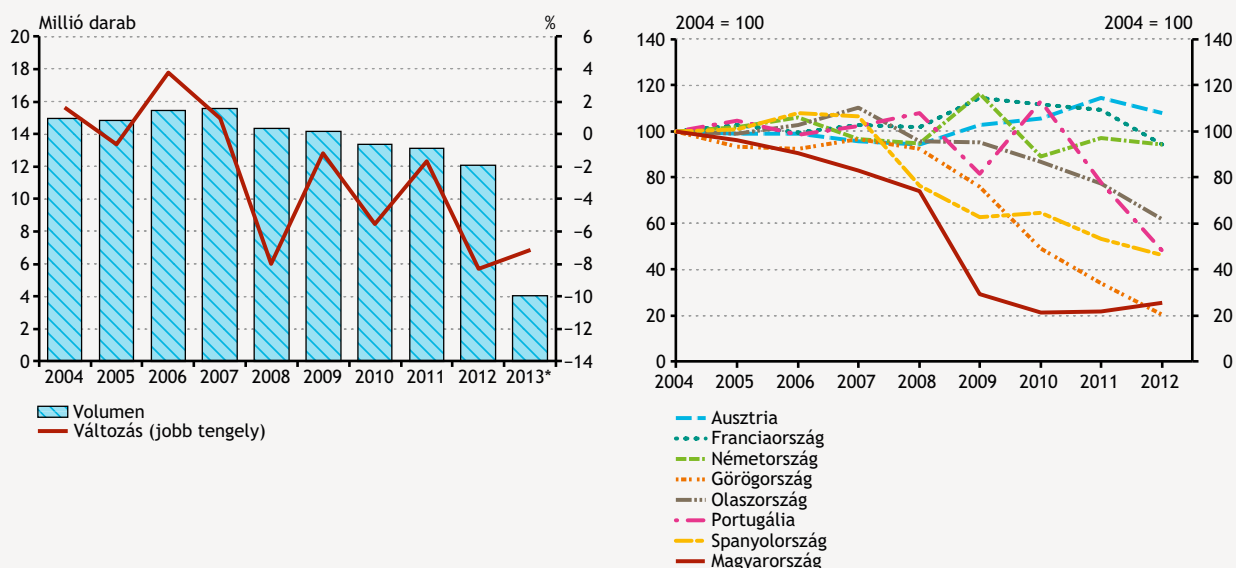
A kínálati oldalon megfigyelt szerkezeti változások a keresleti oldalon is megfigyelhetők: az újautó-értékesítések esetében tavaly már – Európát és Amerikát is megelőzve – Ázsia volt a vezető. Az összes újautó-értékesítés több mint 42 százaléka Kínában realizálódott, míg Amerika részaránya 28, Európáé pedig 21 százalékos volt.

A globális konjunktúra az elmúlt évi lassulást követően az idei évben újból élénkülhet, az autóipari kereslet szempontjából meghatározó régiók növekedése azonban jelentősebb különbségeket mutathat. Az euroövezet gazdaságai esetében a gazdasági aktivitás a következő években gyenge maradhat, így a tartós fogyasztási cikkek iránti kereslet is hosszabb ideig visszafogott lehet. Az Egyesült Államokban nagyobb lehet a növekedés mértéke a következő években, mint Európában, Ázsiában pedig a növekvő külső és a továbbra is erős belső keresletnek köszönhetően idén és jövőre is 7 százalék feletti növekedésre lehet számítani.

A különböző régiók eltérő növekedési kilátásainak megfelelően, az autóipiaci értékesítésekre vonatkozó előrejelzések is eltérő tendenciát mutatnak. A növekedés döntő része az ázsiai régióban várható, itt 2020-ra az értékesítések száma elérheti a 30 millió darabot,



**3-29. ábra**  
Új személygépjármű-regisztrációk száma az EU-ban



\* 2013 esetében áprilisig vett, havi adatok alapján.  
Forrás: ACEA.

miközben az európai piacon csak alig változhatnak az eladások. Észak-Amerikában szintén nagyobb mértékű növekedés várható, az eladott gépjárművek száma itt az évtized végére megközelítheti a válság előtti szintet.

Az európai autógyártók bővülési lehetőségeit nagymértékben befolyásolja, hogy mely régiókba irányul exportjuk döntő hányada. Magyarország járműexportjának 81 százaléka az Európai Unió országaiba, elsősorban Németországba irányul, míg a gyorsabban fejlődő régiókkal szembeni közvetlen kitétségekünk lényegesen alacsonyabbak. Az európai piac keresleti oldalát tekintve, a válság óta az új személygépjármű-regisztrációk számának folyamatos csökkenése figyelhető meg (3-29. ábra). 2012-ben a válságot követő legnagyobb visszaesés jellemezte az európai értékesítéseket. Az új személygépjármű-regisztrációk esetében a csökkenés dinamikája Európán belül jelentős eltéréseket mutat. Leginkább a magas adósságokkal küzdő déli országokban esett vissza a kereslet. A magyarországi értékesítések csökkenése az eladósodott gazdaságokéhoz hasonlóan szintén erőteljes volt.

Fontos azonban megjegyezni, hogy leginkább a Németországba irányuló járműexportunk egy része reexportálásra kerül a fejlődő régiókba, ezáltal az európai belső kereslettel szembeni közvetlen kitétségekünk kisebb lehet.

#### Hazai gyártók helyzete

A Magyarországon jelen levő jelentősebb autógyártók termelésében a válság éveiben jelentős visszaesés történt. A következő két évet jellemző termelésbővülést követően a Magyarországon is működő gyártók európai értékesítései 2012-ben ismét kedvezőtlen képet mutattak. Ráadásul a 2013 első negyedéről rendelkezésre álló információk a kedvezőtlen tendencia folytatódására utalnak.

**3-1. táblázat**

A Magyarországon jelen levő jelentősebb autógyártók új személygépjármű-regisztrációjának alakulása Európában

	2011 (ezer db)	2012 (ezer db)	Változás (%)
Volkswagen Group	3026	2977	-1,6
GM Group	1142	984	-13,8
Daimler AG	652	633	-3,0
Suzuki	167	144	-13,6

Forrás: ACEA.

A gyenge növekedési környezetben a középtávú kilátások bizonytalansága és a szigorú hitelezési feltételek eltérő mértékben érintették a prémiumkategóriás autók és volumengyártók termékeinek keresletét. A mérsékelt globális konjunktúra és a visszafogott hitelezési aktivitás elsősorban az alsó és középkategóriájú autók keresletét csökkentette, miközben a prémium szegmens eladásai relatíve kedvezőbb képet mutattak (3-30. ábra).

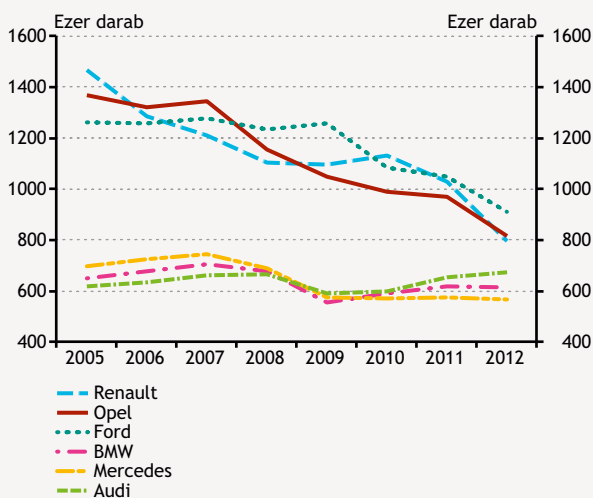
A globális autóiapi trendeket vizsgálva a hazai autóiipar kilátásait illetően az alábbi összefoglaló állításokat tehetjük:

- A hazai járműexport továbbra is erős európai orientációval bír. Az európai autóiapi keresletet tartósan visszafogottabb dinamika jellemezheti, ami elsősorban a nagyobb arányban volumengyártók (Suzuki és GM) értékesítési lehetőségeit korlátozhatja.
- Az elmúlt években mind közvetlenül, mind – főleg a német exporton keresztül – közvetve növekedett a gyorsan fejlődő ázsiai gazdaságokkal szembeni kitétségek. A gyorsabb keresletnövekedést mutató ázsiai piacok irányába mutató nagyobb kitétség, különösen az ázsiai és amerikai piacon magas részesedésekkel bíró német autóiipari cégek erős hazai jelenlétének köszönhetően középtávon ellensúlyozhatja az európai piac alacsony keresletbővülésének negatív hatásait.
- Az elmúlt években kiépült új kapacitásokkal a hazai termelésben emelkedhet a prémium szegmens aránya, ami tompíthatja az ágazat globális ciklusokkal szembeni erős kitétségét.

Az említett hosszabb távú hatások mellett rövid távon elsősorban az új kapacitások termelésének felfutásából adódó hatások dominálhatnak. A kecskeméti Mercedes-gyárban az elmúlt évi 40 ezres kibocsátást követően az idei évtől a tervek szerint évente 100-120 ezer személygépjárművet gyárthatnak.

Az elmúlt évi 150 ezer darabot követően a Suzuki 2013-ban – a maximális kapacitástól továbbra is elmaradó – 180 ezer személygépjárművet tervez gyártani Esztergomban. Kedvező jövőbeli kilátásokra utal ugyanakkor, hogy a szentgotthárdi Opel-gyár kapacitását tovább bővítették a tavalyi évben.

**3-30. ábra**  
A prémium, illetve volumengyártók új személygépjármű-regisztrációinak száma Európában

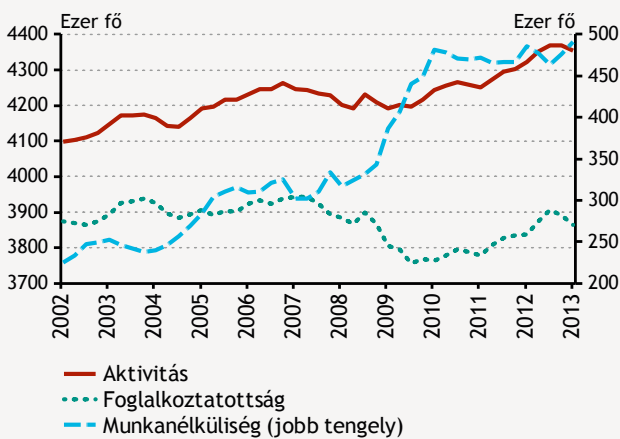


## 3.4. Foglalkoztatás és munkapiac

2013 első negyedében megtorpant az aktivitási ráta emelkedése. A foglalkoztatottak száma éves összevetésben emelkedett, ami a munkanélküliségi ráta csökkenésében is jelentkezett. A növekvő foglalkoztatás döntően az év elején újrainduló és méretében növekvő közmunkaprogramoknak köszönhető, miközben a versenyszféra munkakereslete a tavalyi bővülést követően az elmúlt negyedévekben visszafogottan alakult. A munkapiaci környezet továbbra is lazának tekinthető, ami támogathatja a vállalatok jövedelmezőségének fogyasztóiár-emelések helyett bérköltségeken keresztüli javítását.

3-31. ábra  
Intézményi statisztika és a munkaerő-felmérés alapján  
számolt versenyszférálétszám

(2002. I. n.év–2013. I. n.év)

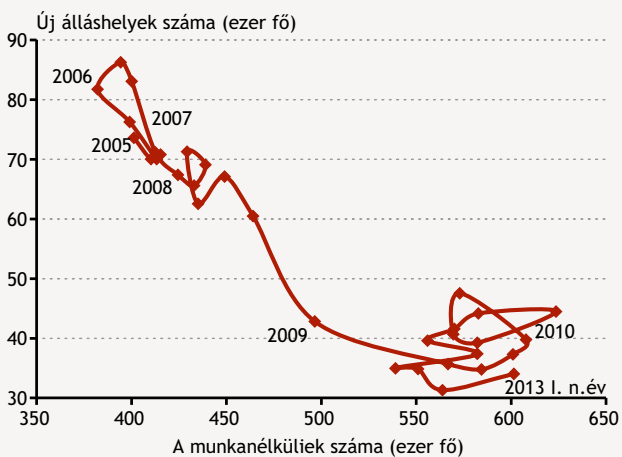


A 2010 óta az aktivitás növelését célzó kormányzati intézkedésekkel összhangban emelkedő munkakínálat az elmúlt negyedévben megtorpant. Az aktivitási ráta 57 százalékos szint közelében alakult (3-31. ábra). Az aktivitás bővülésének megtorpanása átmeneti lehet, amit az állami közmunkaprogramok év végi lezárásával, majd év eleji újraindításával jelentkező megnövekedett volatilitás okozhatott.

A foglalkoztatottak létszáma 2013 első negyedében 0,7 százalékkal, áprilisban 2,2 százalékkal volt több, mint az előző év azonos időszakában. A negyedéves elmozdulásokat vizsgálva a versenyszféra kereslete a 2012 végéig tartó növekedést követően az elmúlt negyedévekben visszafogottan alakult. Az államháztartási körben foglalkoztatottak létszámát a kormányzat takarékosági intézkedései mérsékeltek, az újrainduló közmunkaprogramok hatásai pedig érdemben növelték.

A nyilvántartott álláskereső száma 2013 áprilisában 552 ezer fő volt, 0,5 százalékkal alacsonyabb, mint egy évvel korábban. Bár a regisztrált álláskereső számának csökkenése mögött főként a közmunkaprogramok hatásai állnak, azonban a versenyszféra foglalkoztatása is márciusi várakozásunknál némileg kedvezőbben alakult. A 2012 júliusától, illetve 2013 januárjától módosuló Munka Törvénykönyve csökkentette a vállalatok felvételi és leépítési költségeit, emellett rugalmasabbá tette a különböző foglalkoztatási formákat. Ezzel nagyobb tér nyílt a foglalkoztatás ún. intenzív határán történő alkalmazkodására. Ennek következtében a profit-helyreállítás időszakában a cégek nagyobb arányban alkalmazhatják a munkaerő-tartalékolás stratégiáját, aminek hatása az év elején a vártnál kedvezőbb versenyszféra-foglalkoztatási adatokban is jelentkezhetett.

**3-32. ábra**  
**Beveridge-görbe alakulása**  
 (2005. I. n.év–2013. I. n.év)



Megjegyzés: A Beveridge-görbe az új (államilag nem támogatott) álláshelyek számát mutatja a (regisztrált) munkanélküliséghez viszonyítva.

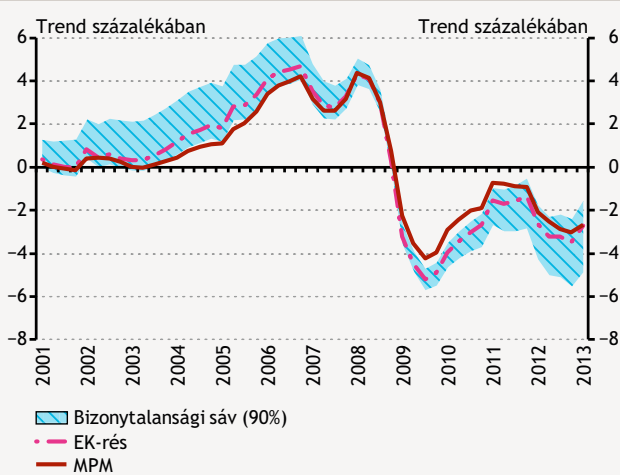
A tartósan regisztrált álláskeresők számának növekedése megállt. A bejelentett új álláshelyek között továbbra is döntő többségében támogatott álláshelyek vannak, a nem támogatott új álláshelyek száma az utóbbi hónapokban érdemben nem változott.

2013 első negyedében az előző negyedévhez képest mind az új álláshelyek száma, mind a regisztrált munkanélküliek száma nőtt. A Beveridge-görbén érdemi elmozdulást nem tapasztaltunk, így a munkapiac továbbra is lazának tekinthető (3-32. ábra).

## 3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

A magyar gazdaságot továbbra is jelentős szabad kapacitások jellemzik, a kibocsátási rés változatlanul negatív. A tavalyi év recesszióját követően az idei évben már megkezdődhetett a kibocsátási rés záródása. A termelő kapacitások továbbra is alacsony kihasználtsága változatlanul erős ár- és bérleszorító hatásként jelentkezik a vállalatok működésében.

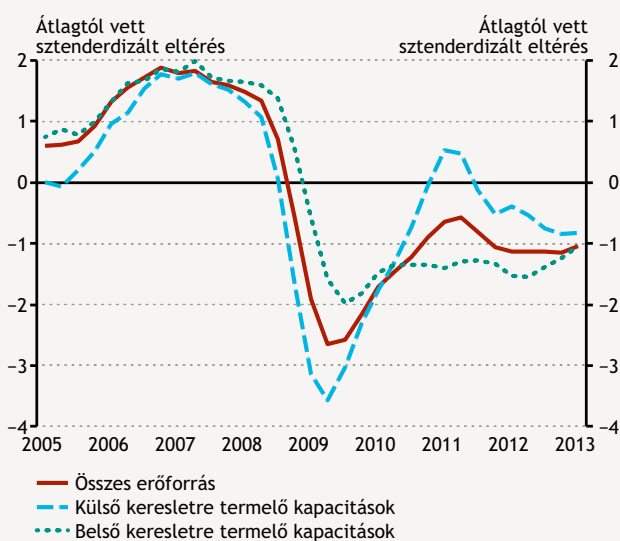
**3-33. ábra**  
Kibocsátásirés-mutatók  
(2001. I. n.év–2013. I. n.év)



Magyarország 2013 első negyedében kikerült a recesszióból, így a kibocsátási rés az elmúlt egy évet követően ismét záródhatott (3-33. ábra). Ennek ellenére a gazdaság teljesítménye továbbra is jelentősen elmarad a potenciális szintjétől. Ezt a képet támasztja alá az átlagos kapacitáskihasználtságot megragadó erőforrás-kihasználtság rés (EK-rés) mutató is.

Az EK-rés mutató azonosításához felhasznált, kapacitáskihasználtságot tükröző makrogazdasági és ágazati indikátorok alapján a belső termelésben felhasznált erőforrások kihasználtsága enyhén javult 2012 második felében. Ezzel szemben a külső keresletre termelő kapacitások mérséklődő kihasználtságot mutattak. Bár a külső és a belső piacokra termelő erőforrások kihasználtsági a tavalyi évben még jelentős heterogenitást mutattak, az idei év elején a kapacitások kihasználtsága a két ágazatban egyformán alacsonynak tekinthető (3-34. ábra).

**3-34. ábra**  
Erőforrás-kihasználtság indikátorok  
(2005. I. n.év–2013. I. n.év)



## 3.6. Költségek és infláció

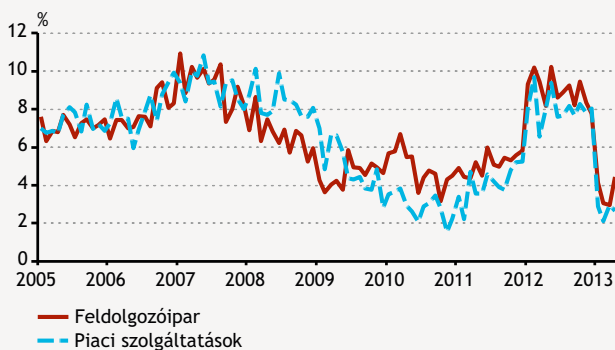
Összességében a beérkezett adatok alacsonyabb nominális folyamatok irányába mutatnak. A tavaszi hónapokban folytatódott az inflációs ráta év elején kezdődött csökkenése. Az éves mutató számottevően mérséklődött, áprilisban és májusban 2 százalék alatt alakult. A fogyasztóiár-index mérséklődéséhez nagyrészt a kedvező költségsokkok, illetve bázishatás járult hozzá. Emellett a keresleti környezet árleszorító hatása is hozzájárult a dezinflációhoz. Utóbbi arra utal, hogy a gyenge keresleti környezetben az árak emelésére kis tér nyílik, így a vállalatok jövedelmezőségük helyreállítását elsősorban a munkaerőköltségek csökkentésén keresztül valósíthatják meg.

A bérezés éven belüli alakulását döntően az első negyedéves bejövő hatás határozza meg. A beérkezett adatok arra utalnak, hogy a versenyszféra béreindexe a mérsékelt inflációs folyamatokkal összhangban visszafogott dinamikát mutat. Az alacsony év eleji béremelés a laza munkapiaci kondíciók bérleszorító hatására utal. Ezen túl a vállalatprofit-helyreállítás továbbra is a visszafogott béremelkedés irányába hat.

3-35. ábra

A versenyszféra rendszeres havi bruttó átlagkeresetének változása

(2005. jan.–2013. ápr.)



### 3.6.1. BÉREK

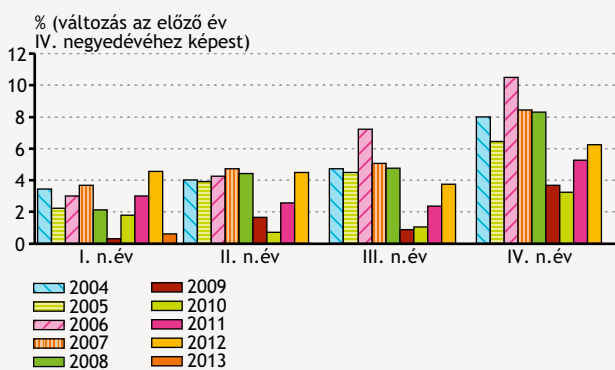
2013 első negyedévében visszafogottan alakult a versenyszféra bérezése, összhangban a laza munkapiaci környezettel (3-35. ábra). A mérséklődő éves bérdinamika mögött jelentős részben a 2012-es adminisztratív béremelések bázishatása áll. Ugyanakkor havi alapon változatlanul bérvisszafogást tapasztalunk. A lassulás erőteljesebben jelentkezett a piaci szolgáltatásoknál, mint a feldolgozóiparban. A piaci szolgáltatásoknál az ágazatban tapasztalt alacsony árnövekedéssel összhangban a cégek visszafogottan béreztek.

A vállalatok döntő többsége márciusban érvényesíti az adott évre érvényes béremeléseit, így a bérezés éven belüli alakulását döntően az első negyedéves bejövő hatás határozza meg. Az idei év első három hónapjában beérkezett adatok arra utalnak, hogy a versenyszektor bérdinamikája jelentősen mérséklődött. Ebben az időszakban átlagosan stagnált a rendszeres átlagkereslet szintje. Az alacsony év eleji béremelés a laza munkapiaci kondíciók bérleszorító hatására utal (3-36. ábra).

3-36. ábra

A versenyszféra rendszeres havi bruttó átlagkeresetének változása

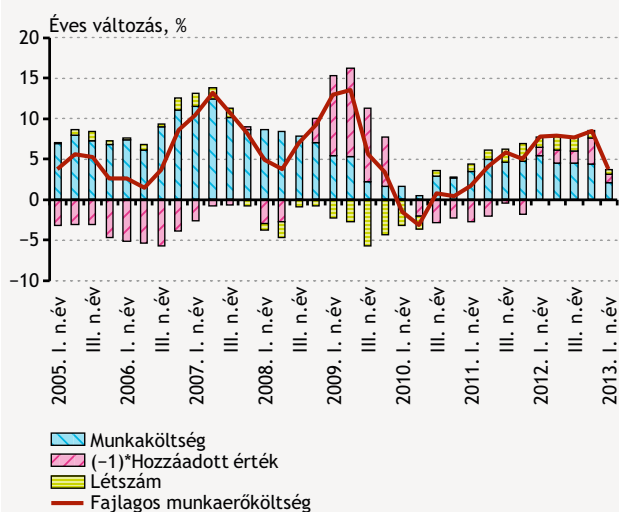
(2004. I. n.év–2013. I. n.év)



Kereseti kategóriák szerint jelentősebb béremelés csak az alacsony keresetűek esetében volt, ami összhangban alakult a minimálbér-emelés mértékével. A magasabb fizetési kategóriákban nem történt érdemi béremelés. Ezek alapján a cégek viselkedése változott 2012-höz képest, ugyanis akkor a magasabb kereseti kategóriákban is végrehajtottak jelentősebb béremeléseket. Ennek oka vélhetően, hogy 2012-ben a szuperbruttó kivezetéséhez köthető intézkedésként a magasabb kereseti kategóriákban is volt elvárt béremelés.

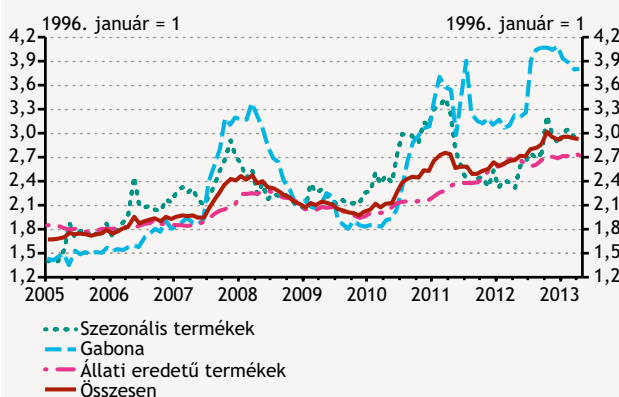
**3-37. ábra**  
Fajlagos munkaerőköltség változása és tényezői a versenyszférában

(2005. I. n.év–2013. I. n.év)



**3-38. ábra**  
A mezőgazdasági termelői árak

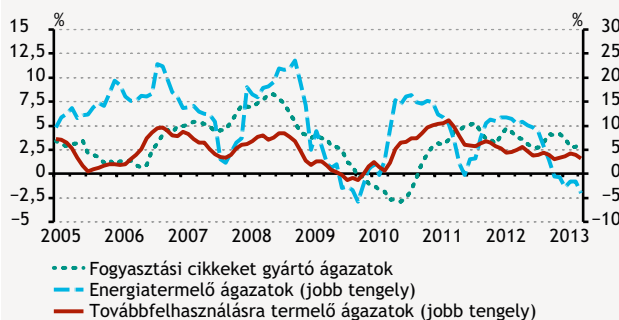
(2005. jan.–2013. ápr.)



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

**3-39. ábra**  
Az ipari termelői árak

(2005. jan.–2013. ápr.)



2010 közepétől a fajlagos bérköltség fokozatos emelkedését figyelhettük meg, amelyet kezdetben a gyorsuló béremelkedés okozott, majd a munkatermelékenység romlása is hozzájárult. A fajlagos munkaköltség dinamikája így a válság előtti években mért ütem közelébe emelkedett, ami különösen a munkaintenzív szolgáltató ágazatokban okozhat költségoldali inflációs nyomást. Ugyanakkor az év első negyedében visszafogottan alakuló bérezés miatt jelentősen mérséklődött a bérindex (3-37. ábra). Az adatok alapján a nominálbérékben történt alkalmazkodás a jegybank várakozásainál is erőteljesebb volt. A historikusan alacsony infláció a következő negyedekben további bérmérséklés irányába hathat. A laza munkapiaci feltételek fennmaradása esetén a fajlagos munkaköltség dinamikája tovább mérséklődhet, ami segítheti a vállalatiprosfit-helyreállítást.

### 3.6.2. TERMELŐI ÁRAK

2012-ben kedvezőtlen időjárási feltételek alakították nemcsak a hazai, hanem a nemzetközi mezőgazdasági termelést is. Emiatt a termelői árak gyors emelkedését tapasztaltuk. Az év eleje óta azonban a mezőgazdasági termelői árak inflációja már mérséklődött (3-38. ábra). A déli félteke kedvezőbb terméseredményeinek hatására az idei év elején a gabona tőzsdei árjegyzései már érdemben mérséklődtek. Kedvező időjárási feltételek esetén a 2013-as mezőgazdasági termés megjelenésével az élelmiszerárak tovább csökkenhetnek.

Ezzel összhangban a hazai mezőgazdasági termékek árának emelkedése mérséklődött. A gabonatermékek és a szezonális élelmiszerek (zöldség, gyümölcs) árai csökkentek, míg a hústermékek árai visszafogottan növekedtek.

A forint dollárral szembeni erősödése és a csökkenő olajárak az energiatermelő ágazatok termelői árának csökkenését okozták. A többi ágazat esetében a világpiaci árhatások és a forint erősödésének eredőjeként az ipari árak dinamikája az elmúlt hónapokban nem mutatott érdemi elmozdulást (3-39. ábra).

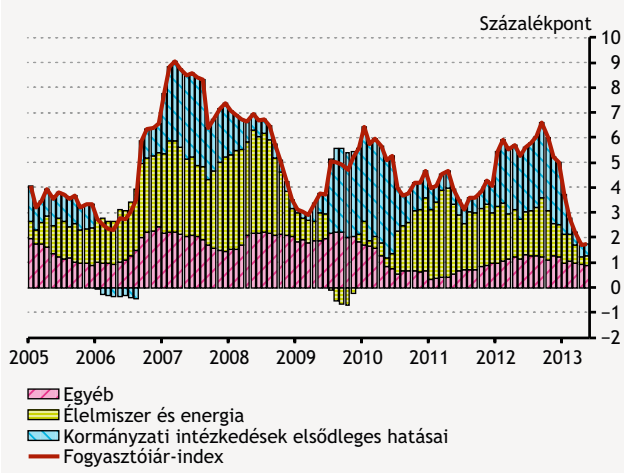
### 3.6.3. FOGYASZTÓI ÁRAK

Az év eleji 3-4 százalékos körüli szintről márciusban 3 százalékos alá csökkent az infláció. Ezt követően tovább mérséklődött az árindex, így áprilisban és májusban is 2 százalékos alatt alakult. A historikusan is alacsony szintre süllyedő inflációs adatokat döntően kedvező költségsokkok (mérséklődő nyersanyagárak, erősödő árfolyam) és bázishatás okozta. Emellett azonban a kedvező inflációs alapfolyamatok is hozzájárultak a fogyasztóiár-index mérséklődéséhez (3-40. ábra). Ez utóbbi a továbbra is nyomott belső kereslet dezinflációs hatására utal. Az indirektadók és a volatilis nyers-

3-40. ábra

## A fogyasztóiár-index dekompozíciója

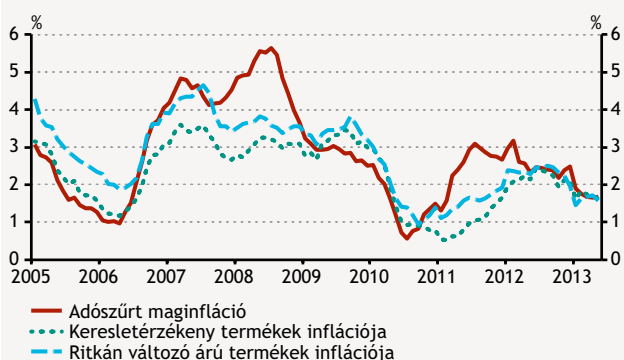
(2005. jan.–2013. máj.)



3-41. ábra

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

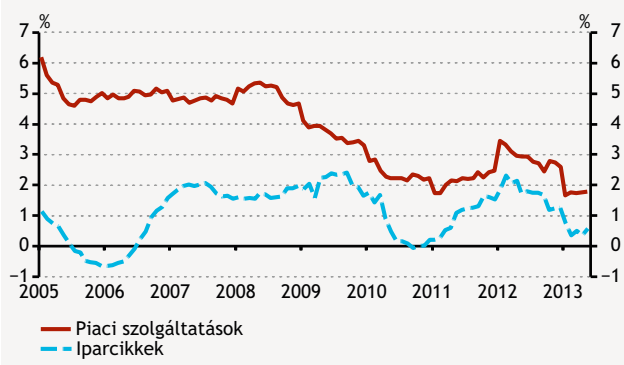
(2005. jan.–2013. máj.)



3-42. ábra

## A piaci szolgáltatások és az iparcikkek éves inflációja

(indirekt adóktól szűrt adatok, 2005. jan.–2013. máj.)



anyagárak hatását kiszűrő alapfolyamat-mutatók az év eleji alacsony szinten alakultak (3-41. ábra). A beérkezett inflációs adatok az elmúlt hónapokban a jegybanki várakozásoknál kedvezőbben alakultak. Az eltérés jelentős részét költségoldali tényezők magyarázzák, nevezetesen az olajárak csökkenése, illetve a kisebb mértékű nyersanyagár-emelkedés. Emellett az eltéréshez az iparcikkek és a piaci szolgáltatások visszafogottabb inflációja is hozzájárult.<sup>5</sup>

Az *iparcikkek* inflációja tovább mérséklődött az elmúlt hónapokban, amit a gyenge keresleti körülmények magyarázhatnak. A tavalyi év végi és idei év eleji gyengébb forint/euro árfolyam hatása egyelőre korlátozott mértékben jelentkezett. Áprilisban a tartós iparcikkek inflációja hosszabb idő után ismét pozitív tartományba emelkedett. Ez utalhat arra, hogy a forintárfolyam gyengülés megjelenített a termékek áraiban.<sup>6</sup> A nem-tartós iparcikkek esetében az infláció mérsékelt emelkedését figyelhattuk meg tavalyi ősz óta, amennyiben a volatilis egyedi tényezők (repülőjegyárak jelentős ingadozása) hatásától eltekintünk.

A *piaci szolgáltatások* adóváltozásoktól szűrt havi áralakulása az elmúlt időszakban nagyjából megegyezett a válság utáni évekre jellemző értékkel. Ennek eredményeként a termékkör indirekt adóktól szűrt éves indexe továbbra is historikusan alacsony szinten van. A piaci szolgáltatások áralakulása megerősíti, hogy a gyenge keresleti feltételek mellett a vállalatok profithelyzetüket elsősorban nem áremeléseken keresztül, hanem a bérköltségek visszafogásával javítják (3-42. ábra).

Az élelmiszerárak emelkedése az elmúlt hónapokban mérséklődött, amelyet részben a termelői árak alakulása magyaráz. A *feldolgozatlan élelmiszerek* árai őszi óta lényegében változatlanok, míg a *feldolgozott élelmiszerek* szezonálisan igazított havi inflációja tavalyi év vége óta nulla körül ingadozik. A visszafogott árdinamikát részben az alapanyagár-emelkedés korrekciója, részben a gyenge kereslet árleszorító hatása magyarázhatja. Ennek következtében a következő hónapokban folytatódhat az élelmiszerek visszafogott áremelkedése.

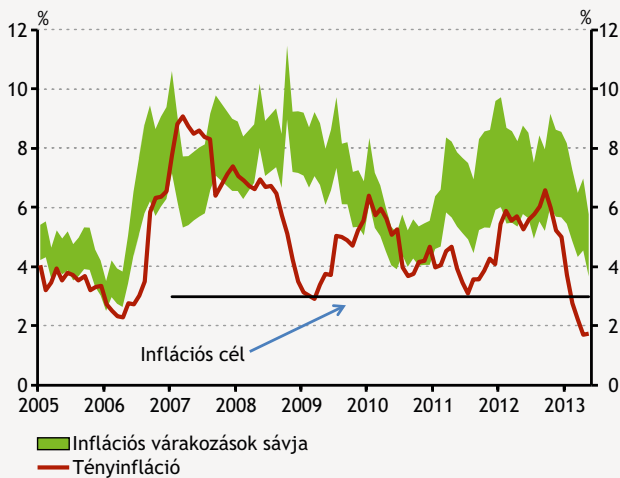
Bázishatás, illetve az aktuális havi folyamatok következtében mérséklődött az *alkohol, dohány* termékkör inflációja. A nemzetközi olajárak mérséklődése, illetve bázishatás következtében az elmúlt időszakban a forintban kifejezett *üzemanyagárak* is csökkentek.

<sup>5</sup> Utóbbi a lakossági pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó tranzakciós illeték kisebb áthárítása magyarázza.

<sup>6</sup> A tartós iparcikkeknel hasonló áremelkedést utoljára a 2011. őszi forintárfolyam-gyengülés idején figyelhattunk meg.

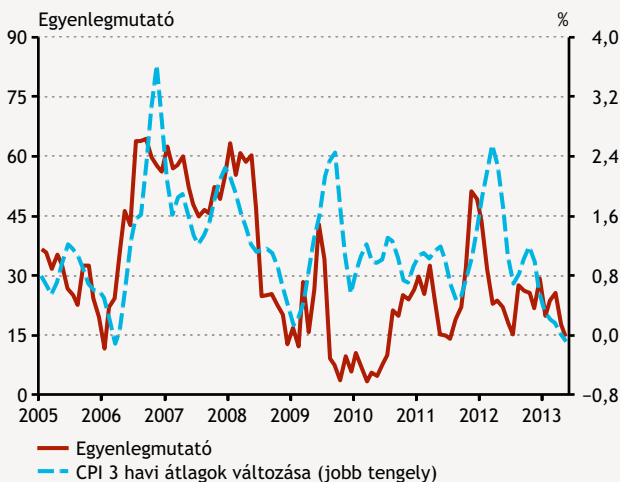


**3-43. ábra**  
Lakossági inflációs várakozások  
(2005. jan.–2013. máj.)



Forrás: EU Bizottság adatai alapján MNB-számítás.

**3-44. ábra**  
A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása  
a következő 3 hónapban\* és a tényinfláció  
(2005. jan.–2013. máj.)



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

A szabályozott árak inflációja továbbra is visszafogottan alakult, így tovább csökkent a termékkör már a tavalyi évben is alacsonyban alakuló éves indexe.

Összességében az év eddigi részében a termékek széles körében visszafogott áremelkedést figyelhattunk meg. Rövid távon az inflációt tovább mérsékeli a szemétszállítás, víz- és csatornadíjak júliustól életbe lépő 10 százalékos csökkentése, míg a fogyasztóiár-szint emelkedését okozhatja a cigaretta kiskereskedelmi árrésének emelése. Középtávon a vállalati költségeket emelő adóintézkedések a maginfláció fokozatos emelkedése irányába hatnak, az áthárítást azonban a visszafogott belföldi kereslet a vártnál is jobban korlátozhatja. A vállalati alkalmazkodás így elsősorban a bérköltségek csökkentésén keresztül valósulhat meg.

### 3.6.4. INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK

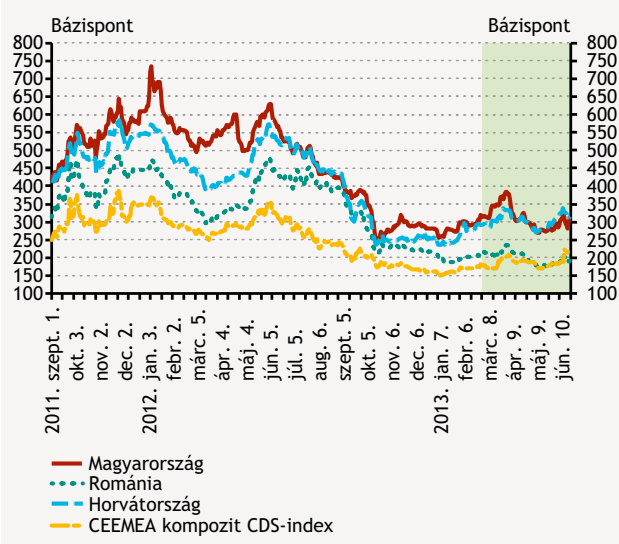
A háztartások várható inflációs környezettel kapcsolatos érzékelései a tavalyi év vége óta jelentősen csökkentek. A csökkenés összhangban van a tényinfláció alakulásával. A rezsiköltségek mérséklődése jelentősen befolyásolhatta a lakosság inflációs érzékelésének alakulását. A csökkenő lakossági várakozások segíthetik a munkapiaci alkalmazkodást. A fogyasztói árak rövid távú alakulása szempontjából meghatározóak a kiskereskedelemi szektor értékesítési árakra vonatkozó várakozásai. A várakozások a tavalyi év végi szinthez képest érdemben csökkentek, ami arra utalhat, hogy a gyenge kereslet deflációs hatásai továbbra is erős korlátot jelenthetnek a szektor árazási döntéseiben.

# 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

## 4.1. Hazai pénzpiaci folyamatok

Az elmúlt három hónapban hazánk kockázati megítélése elemzésünk információs bázisának lezárásáig összességében javult, bár az időszak során a hazai eszközök árfolyamának volatilitása magas volt és az elmúlt hetekben kockázati felárakban érdemi emelkedés következett be. Az időszak elején kedvező piaci hangulatban kisebb átmeneti romlást tapasztalhattunk, ami részben nemzetközi (pl. ciprusi válság), részben hazai (jövőbeli monetáris politikával kapcsolatos bizonytalanságok) tényezőkhöz volt köthető. Április elejétől azonban újra pozitívra vált a globális hangulat, és érdemben mérséklődtek az MNB monetáris politikájával kapcsolatos bizonytalanságok, ami hazánk kockázati megítélésének érdemi javulását eredményezte. A május végén kibontakozott feltörekvő piaci hangulatromlás ugyanakkor hazánkat is erőteljesen érintette, ami a kockázati mutatóink hirtelen megugrásával járt. Összességében azonban az ötéves magyar szuverén CDS-felár a március végi 345 bázispontról két nagyobb hullámban, június közepére 307 bázispontra mérséklődött. A forint az euróval szemben több mint 2,3 százalékat erősödött. A kezdeti gyengülés után, országspecifikus hírek hatására a forint a régióban relatív felülteljesítő volt. Az FX-swap piacon a bankok mérlegalkalmazkodásához köthető kisebb feszültségektől eltekintve nyugodt piaci kereskedést tapasztaltunk. Az állampapír-piaci hozamgörbe hosszú vége összességében gyorsabb ütemben tolódtól lefelé, mint annak eleje, így a március végi állapothoz képest a hozamgörbe laposabbá vált. A kedvező globális hangulatban a hozamok a rövid és a hosszú futamidőkön egyaránt rekordalacsony szintekre csökkentek, majd a nemzetközi hangulat elromlásakor a korrekció során emelkedni kezdtek. A határidőkamatláb-megállapodások alapján a pénzpiaci kamatvárakozások a korábbiánál jóval volatilisabbá váltak.

4-1. ábra  
Régiós 5 éves szuverén CDS-felárak



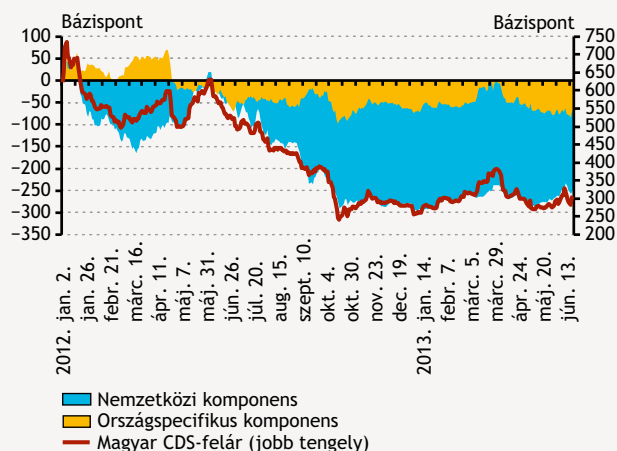
### 4.1.1. MAGYARORSZÁG KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉSE

Az elmúlt három hónapban hazánk kockázati megítélése összességében javult. A változás azonban több egymással ellentétes irányú folyamat eredménye. Az időszak eleji CDS-felár-növekedést elsősorban a ciprusi mentőcsomag elfogadásának elhúzódásával és a ciprusi bankbetétek megadóztatásával kapcsolatos bizonytalan hírek okozták. Az eurozóna válságkezelése azonban érdemben megnyugtatta a piacokat (4-1. ábra).

Az időszak közepén bekövetkezett javulás egyaránt köthető a nemzetközi és a hazai folyamatokhoz. A japán jegybank által bejelentett eszközvásárlási program globális piaci optimizmust generált, ugyanakkor a globális növekedési kilátások romlása az ellenkező irányba hatott. Ezzel párhuzamosan hazai oldalról a magyar monetáris politikával kapcsolatos piaci bizonytalanságok jelentős mérséklődése, hazánk túlzottdeficit-eljárás alól való kikerülése és a piac által várt nagyobb első negyedéves növekedési adat egyaránt hazánk megítélésének javulását eredményezte.

4-2. ábra

A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



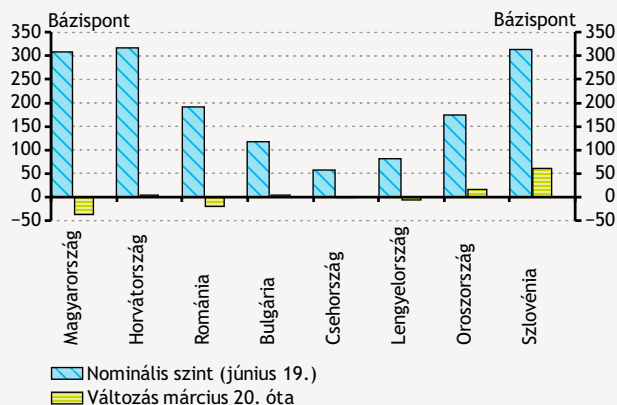
Megjegyzés: Az alkalmazott dekompozíciós módszer leírása megtalálható Kocsis-Nagy (2011): Szuverén CDS-felárak dekompozíciója c. MNB-szemle cikkben.

Az időszak végén a Fed mennyiségi lazítási programjának kivezetésével kapcsolatos amerikai jegybanki nyilatkozatok növelték a bizonytalanságot. A kockázatvállalási hajlandóság globális csökkenése a kockázatos eszközök árának mérséklődését okozta, amely leginkább a feltörekvő piaci állampapír-hozamok gyors emelkedésében mutatkozott meg. Mindezek eredményeképp az ötéves magyar szuverén CDS-felár a március végi 345 bázisponttól egy trendszerű csökkenést követően május elejére 270 bázispontig mérséklődött (4-2. ábra).

Ezután – CDS-dekompozíciós módszertanunk szerint szinte kizárólag a nemzetközi tényezők hatására – június közepére 307 bázispontra emelkedett. A három hónap során régiós összevetésben összességében hazánk felülteljesítő volt, amit jól mutat, hogy a horvát és a leminősítés után megugró szlovén CDS-felár szintje alá került a magyar országszűkítőt reprezentáló mutató (4-3. ábra).

4-3. ábra

Régiós 5 éves CDS-felárak változása



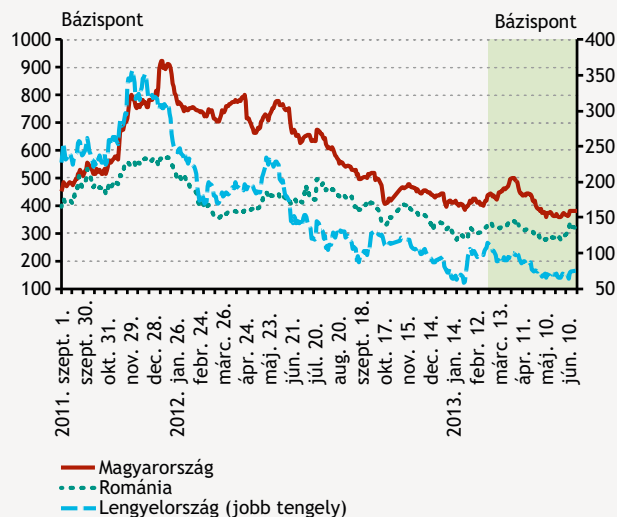
### 4.1.2. DEVIZAPIACI FOLYAMATOK

A forint az euróval szemben a teljes időszak alatt összességében több mint 2,3 százalékot erősödött. A kurzust az egész időszakban nagy volatilitás jellemezte. A globális és hazai befektetői hangulatban bekövetkezett erőteljes változásoknak köszönhetően meglehetősen széles sávban kereskedtek a devizapárral. A kereskedési sáv alját a 285, míg a tetejét a 303 forint/euro jelentette.

Régiós összehasonlításban a forint a volatilibb devizák közé tartozott. Az euróhoz viszonyítva az időszak egészében, összességében a régiósnál nagyobb mértékű erősödés volt tapasztalható. Ugyanakkor az időszak első felében a régiós trendektől még erőteljesen negatív irányba szakadt el a hazai deviza árfolyama, amely azután néhány kedvező országspecifikus hír hatására május végéig korrigálódott. Az elmúlt hetekben kibontakozó feltörekvő piaci turbulencia hullámaina a forint érzékenyebben reagált, mind negatív, mind pozitív irányba (4-5. ábra).

4-4. ábra

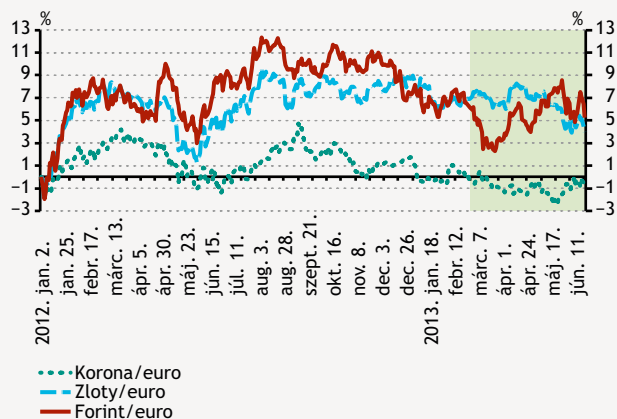
Régiós 5 éves euróban denominált devizakötvény-felárak



A forintgyengülési hullámban az előretekintő kockázati mutatóink időszak végi jelentősebb megugrása a piac rövid távú árfolyam-alakulással kapcsolatos bizonytalanságát tükrözi (4-6. ábra).

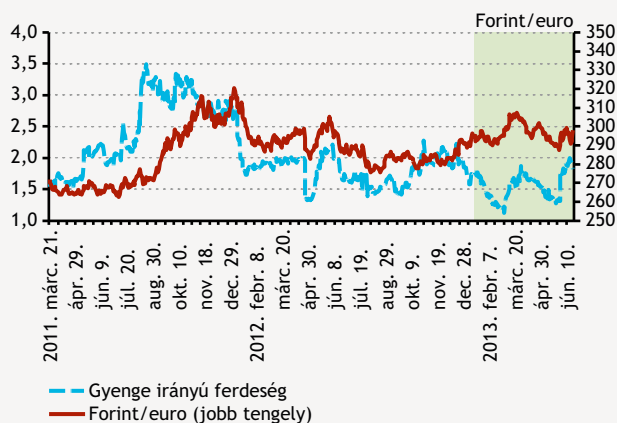
Az FX-swap piacon az időszak egészében, kisebb feszültségektől eltekintve nyugodt piaci kereskedést tapasztaltunk. A bankok mérlegalkalmazkodásához köthető rendszeres, negyedéves pozíciózárások hatására történt felárnövekedéstől eltekintve a swapfelárak mérséklődtek. Kisebb, átmeneti megingást áprilisban néhány országspecifikus hír, míg május végén a kedvezőtlenebbé váló nemzetközi hangulat okozott csak.

4-5. ábra  
Régiós devizaárfolyamok alakulása



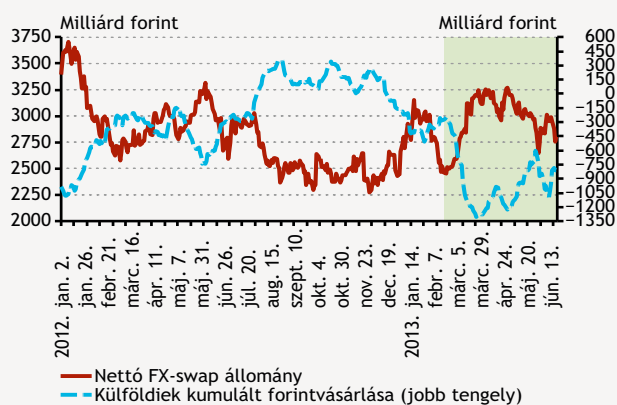
Megjegyzés: Év elejéhez viszonyított változás. A pozitív értékek a régiós deviza felértékelődését jelölik.

4-6. ábra  
A forint/euro árfolyam szintjének és az árfolyam 1 hónapos gyenge irányú ferdeségi mutatójának az alakulása



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

4-7. ábra  
A külföldi szereplők nettó forint-deviza swapállománya és kumulált forintvásárlása



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

A külföldi szereplők nettó FX-swap állománya az időszak végére jelentősen, 370 milliárd forinttal lecsökkent. Ugyanakkor a nem rezidens szereplők kumulált forintvásárlása nagy mértékben emelkedett. A nem rezidens szereplők kéthetes MNB-kötvényállománya az időszak során csökkent, míg állampapír-állományuk közel 240 milliárd forinttal nőtt.

### 4.1.3. ÁLLAMPAPÍRPIAC ÉS HOZAMALAKULÁS

Az időszak során a rövid futamidejű diszkontkincstárjegyek aukcióit legtöbb esetben alacsony kereslet jellemezte. Az ÁKK a meghirdetetthez képest több esetben csökkentette, néhányszor azonban növelte az elfogadott mennyiséget. A kibocsátott mennyiség összességében kismértékben lefelé tért el a tervezett kibocsátás szintjétől. Az alacsony kereslet mellett ugyanakkor egészen a június eleji kibocsátásokig csökkenő átlaghozam volt jellemző, ami összhangban állt a kamatcsökkentési várakozásokban bekövetkezett változásokkal.

A hosszú lejáratú állampapírok elsődleges piacán szinte folyamatosan magas kereslet volt tapasztalható. Az adószágekkel az élénk keresletet látva többször megemelte az elfogadott mennyiséget, emellett a nem kompetitív aukción is élénk volt az érdeklődés a magyar állampapírok iránt. A devizaalapú forrásbevonást a Prémium Euró Magyar Államkötvény kibocsátott állományának növekedése reprezentálja, amely május végére meghaladta az 1,6 milliárd eurót.

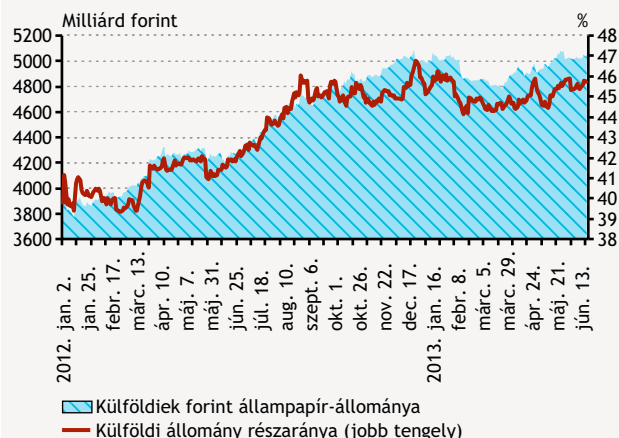
Az állampapír-piaci hozamgörbe az időszak elejéhez képest kismértékben laposabbá vált. A görbe rövid vége közel 40-50 bázisponttal toródott lejjebb a márciusi szintekhez képest, míg a hosszú vége 60-80 bázisponttal mérséklődött az országkockázat csökkenésével párhuzamosan.

A magyar hozamok alakulása összhangban volt a nemzetközi hangulat és a magyar országkockázati megítélés változásával. A kedvező globális hangulatban a hozamok a rövid és a hosszú futamidőkön egyaránt rekord alacsony szintekre csökkentek. Az 1 éves hozamok 4 százalék, az 5 évesek 4,5 százalék alá estek, a 10 éves állampapír-hozamok történelmi minimuma 4,8 százalék körül alakult.

A globális piaci optimizmus visszaesése után megindult feltehetően piaci eszközeladási hullám a magyar állampapírpiacot is erőteljesen érintette: hazánkban a hozamok lejáratonként eltérő mértékű, de minden esetben gyors emelkedést mutattak a május közepi szintekhez képest. Ugyanakkor a hozamgörbe hosszú oldalán tapasztalt 100-150 bázispontos megugrást gyors korrekció követte. Az időszak elejéhez viszonyítva így a DKJ-hozamok 45-55, az 5 évesek 55,

4-8. ábra

Külföldiek állampapír-állománya

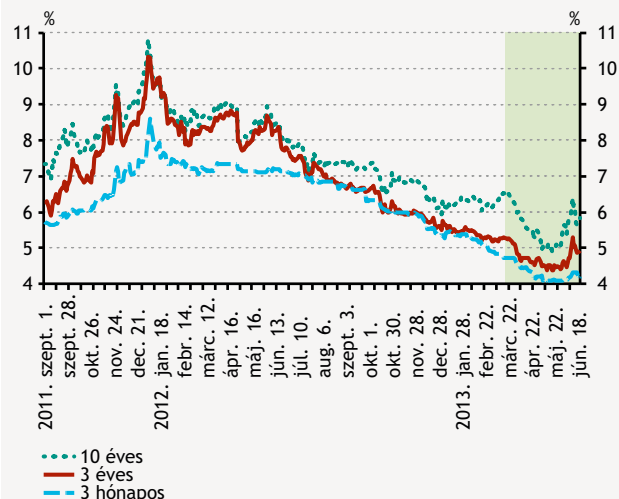


a 10 évesek pedig 65 bázisponttal voltak alacsonyabbak átlagosan az időszak végére (4-9. ábra). A devizakötvényfelárak volatilitása némileg kisebb volt: az eurokötvények felára 50-55, a dollárkötvények felára 25-35 bázisponttal csökkent.

A határidőskamatláb-megállapodások változásából azt látjuk, hogy a május közepéig stabil pályán mozgó árfolyamváltozások a megingó globális hangulatban sokkal volatilibbé váltak. Ezzel összhangban a kamatcsökkentési ciklus várt mélypontja a hangulat romlásával párhuzamosan felfelé, majd a kockázatvállalási hajlandóság újbóli emelkedése közepette lefelé tolódot.

4-9. ábra

Állampapír-piaci referenciahozamok alakulása

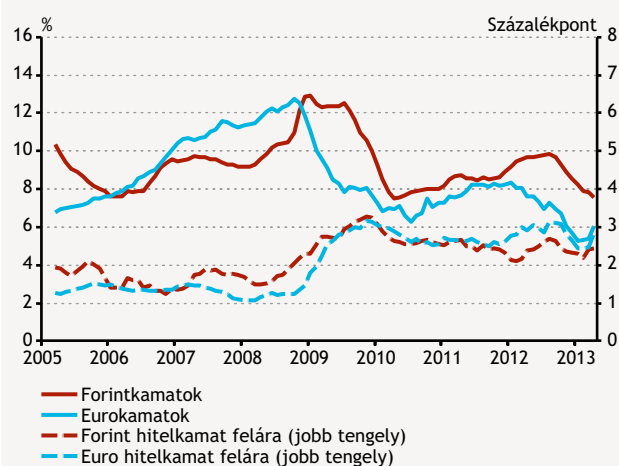


## 4.2. Pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A hitelezési felmérés alapján<sup>7</sup> 2013 első negyedévében összességében változatlanok maradtak a hitelfeltételek a vállalati szegmensben. Az új kibocsátású hitelek átlagos kamatlába január és április között szinte teljes egészében lekövette a referencia-kamatláb csökkenését, így a felárak csak kismértékben emelkedtek. Ugyanakkor a korábbi időszak folyamatos szigorításai miatt a kedvező kamatokat továbbra is csak a vállalatok egy szűk köre érheti el. A háztartási szegmensen belül a megvalósult ügyletek kamatai és a hitelezési felmérés alapján mind a lakáscélú hitelek, mind a fogyasztási hitelek kondíciói enyhültek. Ezzel tovább folytatódott a korrekció a 2011 végi széles körű szigorítások után, ugyanakkor a hitelkondíciók még mindig szigorúak a háztartási szegmensben. Az egyéves reálkamat a bankrendszeri betéti kamatok alapján számolva nem változott érdemben, míg az 1 éves állampapír-hozam alapján számolva enyhén csökkent. A reálkamat szintje historikusan továbbra is alacsonynak számít.

4-10. ábra

A vállalati hitelkamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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

Forrás: MNB.

### 4.2.1. VÁLLALATI HITELKONDIÓK

A megvalósult ügyletek alapján a vállalati forinthitelek 3 havi mozgó átlaggal simított kamata a januári 8,2 százalékos szintről áprilisra 7,5 százalékra csökkent. A kamatszint csökkenése enyhén kisebb mértékű volt, mint a referenciakamat (3 hónapos BUBOR) mérséklődése, így a kamatfelárak 2,3 százalékpontból 2,4 százalékpontra emelkedtek. Az euroalapú hitelek esetében eközben 2,7 százalékról 3 százalékra növekedett a kamatszint. Az időszak alatt lényegében változatlan referenciakamat (3 hónapos EURIBOR) következtében a kamatfelár is hasonló mértékben emelkedett, 2,5 százalékpontból megközelítőleg 2,8 százalékpontra (4-10. ábra).

A hitelezési felmérés alapján 2013 első negyedéve során – az előző negyedévhez hasonlóan – összességében nem változtak a vállalati hitel-feltételek.<sup>8</sup> A feltételek változatlansága két folyamat eredménye: a gazdasági és iparági kilátások, valamint a tőkehelyzet a feltételek szigorításának irányába, míg a bankok likviditási helyzete a feltételek enyhítésének irányába hatott (4-11. ábra). Előre tekintve, a következő félévben a bankok összességében továbbra is a feltételek változatlanságára számítanak, azonban a kis- és középvállalkozások szegmensében már nettó értelemben enyhítést jelöltek meg a válaszadók, amiben a Növekedési Hitelprogram is szerepet játszhat.<sup>9</sup> A további szigorítások elmaradását mindazonáltal csak a múltbeli folyamatok tükrében érdemes értékelni: a korábbi széles körű szigorítások miatt továbbra is igaz, hogy jelenleg csak a vállalatok egy igen szűk köre juthat hitelhez, ők viszont egyre kedvezőbb kamatkondíciók mellett.

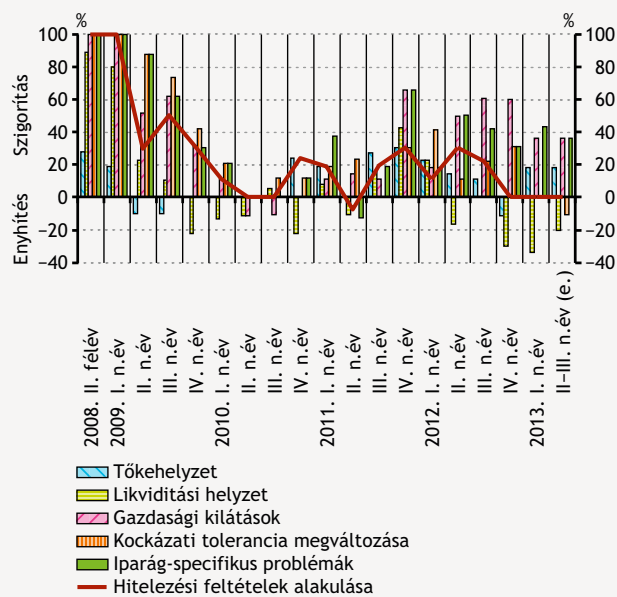
<sup>7</sup> A hitelezési felmérés eredményeinek részletesebb elemzése megtalálható az MNB új, *Hitelezési folyamatok* című kiadványában:

[http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu-hitelezesi-folyamatok/201305/Hitelezesi\\_folyamatok\\_201305\\_hu.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu-hitelezesi-folyamatok/201305/Hitelezesi_folyamatok_201305_hu.pdf)

<sup>8</sup> A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

<sup>9</sup> A válaszadók április első felében töltötték ki a kérdőíveket, amikor már ismertek voltak az MNB Növekedési Hitelprogramjának főbb elemei.

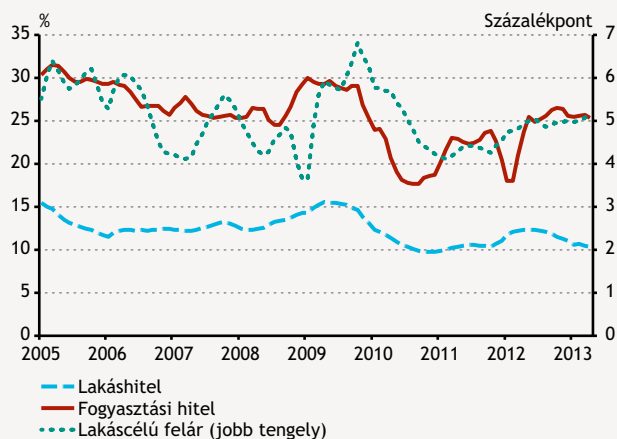
**4-11. ábra**  
Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben



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

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válasza alapján.

**4-12. ábra**  
A forint alapú lakáscélú és fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége (THM) és felára



Megjegyzés: 3 hónapos mozgó átlaggal simított kamatlábak és felárak.  
Forrás: MNB.

## 4.2.2. HÁZTARTÁSIHITEL-KONDIÓK

A megvalósult lakáscélú jelzáloghitel ügyleteknél a három hónapos mozgó átlaggal simított teljes hitelköltség (THM) a januári 10,9 százalékról áprilisra 10,3 százalékra csökkent. A hitelkamat csökkenése csak részben követte le a 3 hónapos BUBOR mérséklődését, így a kamatfelár enyhén emelkedett, áprilisra elérve az 5,2 százalékpontot (4-12. ábra).

A fogyasztási hitelek 3 hónapos mozgó átlaggal simított teljes hitelköltsége (THM) enyhén mérséklődött, a januári 25,4 százalékról áprilisra 25,3 százalékra. A csökkenés csak a szabad felhasználású jelzáloghiteleket érintette, melyek teljes hitelköltsége 14,4 százalékról 13,6 százalékra csökkent, miközben a fedezetlen fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége nem változott érdemben, továbbra is 27,9 százalék körül mozog.

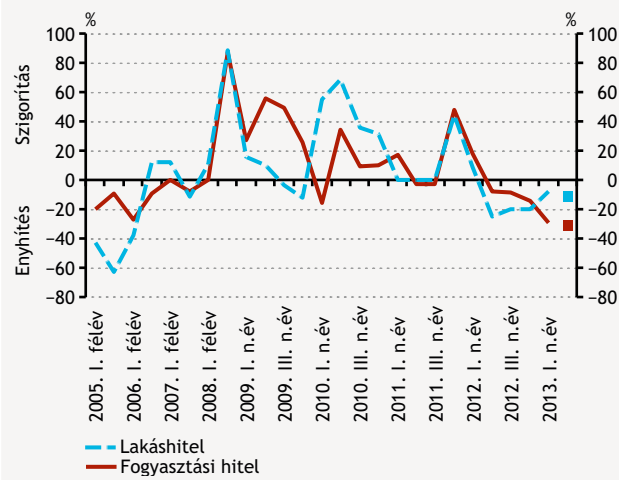
A hitelezési felmérésben a lakáshitelek feltételein a bankok nettó értelemben vett 8 százaléka, míg a fogyasztási hitelek esetén 30 százaléka jelentett enyhítést 2013 első negyedévében. Ezzel tovább folytatódott a korrekció a 2011 végi széles körű szigorítások után. A folytatódó korrekciók ellenére a hitelkondíciók még mindig szigorúak: az új jelzáloghitelknél a kamatfelár 5 százalék feletti, a hitelfedezeti mutató (LTV) pedig átlagosan 50 százalék, miközben a végtörlesztés előtt 60 százalék fölött volt és a szabályozás 80 százalékot is megenged (4-13. ábra).

## 4.2.3. REÁLKAMATOK ALAKULÁSA

2013 januárja és áprilisa között az egy évre előre tekintő reálkamat az 1 éves állampapír-hozam alapján számolva 1,7 százalékról 1,5 százalékra csökkent. A csökkenés oka, hogy az állampapír-hozam mérséklődése meghaladta az egyéves elemzői inflációs várakozások csökkenését. A legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok alapján számolva nem változott érdemben a reálkamat. A reálkamat historikusan továbbra is alacsonynak tekinthető (4-14. ábra).

4-13. ábra

Hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben



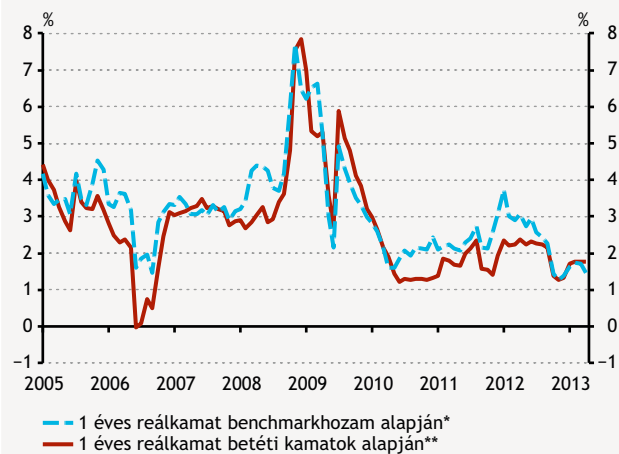
Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

MNB a bankok válaszai alapján.

Forrás: MNB hitelezési felmérés a bankok válaszai alapján.

4-14. ábra

Előre tekintő reálkamatlábak alakulása



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

\*\* Legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok és a Reuters-poll felhasználásával számított egyéves előre tekintő elemzői inflációs várakozások alapján.



# 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

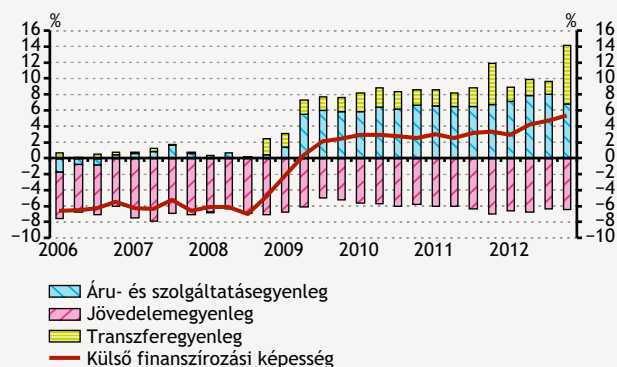
## 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

2012 IV. negyedében tovább emelkedett a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége. A növekedésben elsősorban a transzferegyenleg növekvő többlete játszott szerepet, miközben az áru- és szolgáltatásegyenleg kismértékben mérséklődött. 2012 egészében a GDP 4,4 százalékát tette ki hazánk külső finanszírozási többlete. Előzetes adataink szerint a külső egyensúlyi többlet emelkedése 2013 I. negyedében is folytatódhatott, főként az év végén átmenetileg lecsökkenő áru- és szolgáltatásegyenleg korrekciójának köszönhetően. A jelentős külső finanszírozási többlettel összhangban, 2012 végén felgyorsult az adósságtípusú források kiáramlása. A külső adósság mérséklődése elsősorban a bankrendszerhez kötődött, miközben az államháztartás és a vállalatok esetében közel változatlan adósságszinteket figyeltünk meg. A jelentős forrás-kiáramlás eredményeképpen bruttó és nettó külsőadósság-mutatóink tovább csökkentek, az év végére a bankrendszer nettó külső adóssága jóval a válságot megelőző szintek alá csökkent.

5-1. ábra

A külső finanszírozási képesség alakulása

(szezonálisan igazított értékek, GDP arányában)



### 5.1.1. KÜLSŐ EGYENSÚLYI POZÍCIÓNK ALAKULÁSA

2012 IV. negyedében historikus csúcspot döntve, a GDP 6 százaléka közelébe emelkedett a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége (5-1. ábra). Előzetes adataink alapján 2013 I. negyedében a gazdaság külső finanszírozási képessége továbbra is jelentős lehetett. A külkereskedelmi többlet csökkent a IV. negyedévben, ami az ipari termelés átmeneti mérséklődésének köszönhető. A továbbra is gyenge belföldi felhasználás (fogyasztás és beruházás) alacsony importot eredményezett, miközben – az év végén ideiglenesen mérséklődő autóiipari termelésnek köszönhetően – az export a lassuló külső konjunktúrával összhangban kismértékben csökkent. Előzetes adatok alapján azonban az első negyedév során az áru- és szolgáltatásegyenleg többlete ismét emelkedhetett.

A reálgazdasági egyenleg többletének IV. negyedéves átmeneti mérséklődését ellensúlyozta a kiugróan magas transzferegyenleg, ami az év végén jelentősen emelkedő EU-transzfer-felhasználáshoz köthető. Az EU-transzferek felhasználása meghaladta a korábbi évek hasonló időszakában megfigyelt értékeket. A IV. negyedévben megközelítette az 1,9 milliárd eurót, míg a teljes évet tekintve közel 4 milliárd eurót tett ki.

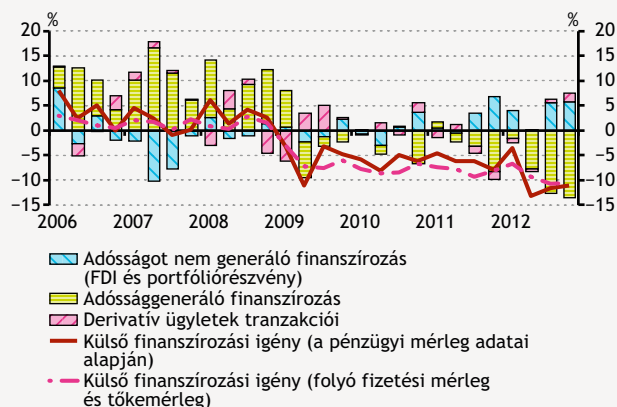
### 5.1.2. FINANSZÍROZÁSI FOLYAMATOK

A IV. negyedévben tovább folytatódott a jelentős forráskiáramlás, ami továbbra is főként az adósság típusú forráso-

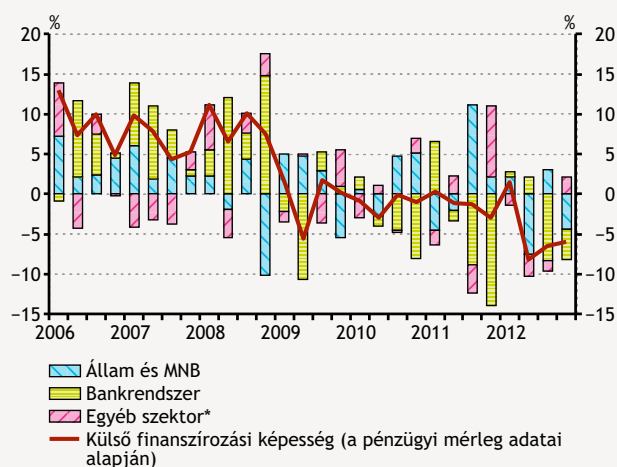
5-2. ábra

A külső finanszírozás szerkezete

(GDP-arányos tranzakciók)

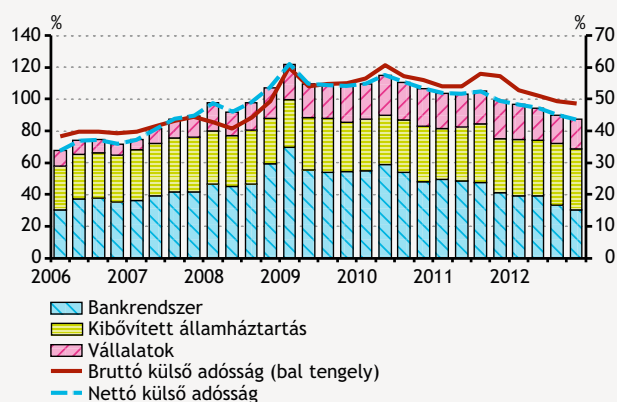


**5-3. ábra**  
**A külső finanszírozás szektorok szerint**  
 (GDP arányos tranzakciók)

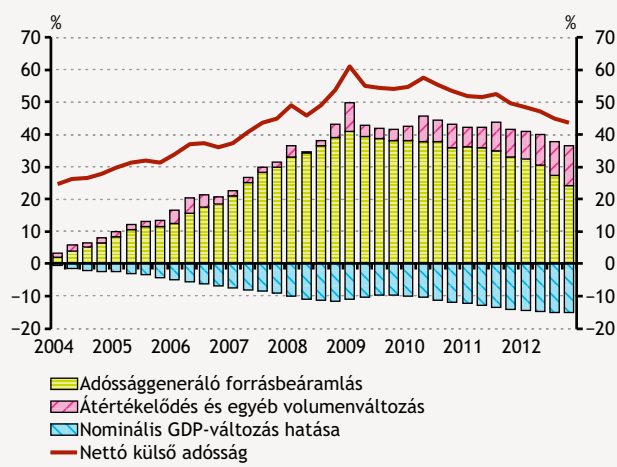


\* Nem pénzügyi vállalatok, egyéb pénzügyi vállalatok, háztartások.

**5-4. ábra**  
**A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása**  
 (GDP-arányos értékek)



**5-5. ábra**  
**A nettó külső adósság változásának dekomponálása**  
 (GDP-arányos értékek)



kat érintette. Az előzetes adatok alapján a folyamat 2013 első negyedévében sem tört meg, ugyanakkor lelassult (5-2. ábra).

2012. II. negyedéve óta a pénzügyi mérleg jelentős mértékű forráskiáramlást mutat, ami a mérséklődő nettó külső adósságban is tükröződik. A IV. negyedévben az adósság típusú tételeknél jelentős – a GDP 10 százalékát meghaladó – kiáramlást figyeltünk meg, ami mind a bankrendszerénél, mind az államháztartásnál a nettó külső adósság csökkenésével járt együtt. A bankrendszer külső forrásainak állománya 2012 végére a válság első időszakában fennálló GDP-arányos nettó külső adósságának közel felére csökkent. A konszolidált államnál ugyanakkor jelentős mérséklődést – a külföldiek számottevő állampapír-vásárlásának köszönhetően – 2009 óta nem figyeltünk meg. Nettó külső adósságunk 2012 végére 44 százalék alá csökkent – amire legutóbb 2007-ben volt példa (5-4. ábra).

A válság kitörését követő alkalmazkodási folyamat tovább folytatódik, ami a gazdaság külső eladósodottságának csökkenését eredményezi. A külső adósság csökkenésében több tényező játszik szerepet (5-5. ábra). A gazdasági növekedés érdemben csökkentheti a külső adósságállományt. Ennek hatására nettó külső adósságunk 2008 vége óta 4 százalékpontot mérséklődött, azonban a tavalyi nominális GDP-növekedés ehhez érdemben nem járult hozzá. Az átértékelődésnek is lehet adósságcsökkentő hatása. Magyarország esetében azonban – 2004 és 2008 között – 4 százalékponttal emelte a külső adósságot. A válság kitörése óta további 8 százalékponttal nőtt meg a külső adósság mértéke az átértékelődéseknek köszönhetően, aminek közel fele 2012-höz köthető. Ezeket mérsékli a tranzakciókból származó adósságcsökkenés. 2008 és 2012 között a tranzakciók hatására jelentősen – a GDP közel 15 százalékával – mérséklődött a nettó külső adósság. Ennek közel kétharmada 2012-ben valósult meg.

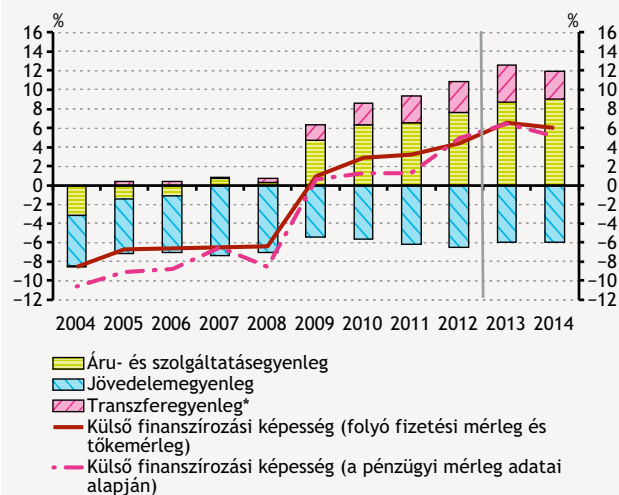
## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete 2013 során tovább emelkedhet, majd 2014-ben magas szinten stabilizálódhat. A javulás hátterében a nettó export további fokozatos emelkedése mellett az EU-transzferek emelkedő felhasználása áll. A visszafogott belső felhasználás (fogyasztás, beruházás) mellett a külső kereslet lassú élénkülése szintén hozzájárulhat a magas külkereskedelmi többletkez. Az egyes szektorok megtakarítói pozícióit tekintve megállapítható, hogy továbbra is a magánszektor nettó megtakarításának emelkedése határozza meg a javuló külső pozíciókat. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása – az egyszeri tételek kiesésével párhuzamosan – magas szinten maradhat, ami főként a továbbra is meghatározó mérlegalkalmazkodásnak köszönhető. A külső egyensúly további javulásával párhuzamosan folytatódhat a külföldi tartozás- és adósságállomány mérséklődése, amely külső sérülékenységünk szempontjából kedvezőnek tekinthető. Az Európai Unió országai között a folyó fizetési mérlegben a válság kitörése óta tapasztalt alkalmazkodás nálunk az egyik legjelentősebb. A válság előtti jelentős deficittel szemben a következő két évben várhatóan számottevő többlettel fogunk rendelkezni.

5-6. ábra

### A külső finanszírozási képesség alakulása

(GDP arányában, 2004–2014)



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

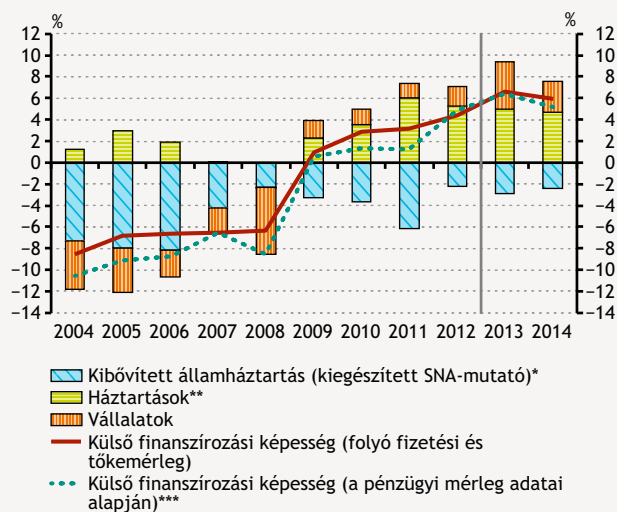
A magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete 2013–14 során tovább emelkedhet, aminek hátterében döntően a külkereskedelmi egyenleg javulása áll. Az ország nettó külső finanszírozási képessége 2012-ben a GDP 5 százaléka körül alakult, míg idén – elsősorban az áru- és szolgáltatás egyenleg további bővülésének köszönhetően – a GDP közel 6,5 százalékát teheti ki. A külkereskedelmi egyenleg a teljes előrejelzési horizonton magasan tarthatja a külső egyensúlyi többletet. Az áru- és szolgáltatás egyenleget a gazdaság visszafogott belső kereslete mellett a külső kereslet lassú élénkülése is támogathatja (5-6. ábra).

A transzferegyenleg döntő részét kitevő EU-transzferek idén még nagyobb mértékben járulhatnak hozzá a nettó finanszírozási képességhez, mint tavaly. Ugyanakkor a 2014-ben kezdődő új uniós költségvetési tervezési időszakokkal a transzferek felhasználása – az áthúzódó beruházások hatását is figyelembe véve – valószínűleg mérséklődni fog. Ennek hatására a transzferegyenleg 2014-ben továbbra is jelentősen, de a 2013-ban várttól némileg elmaradó mértékben járulhat hozzá a nettó finanszírozási képességhez. A transzferegyenleg többlete így az előrejelzési horizonton a GDP 3-4 százalékaival emelheti a külső finanszírozási képességünket.

A külső egyensúlyi többletet mérsékli, hogy a jövedelem egyenleg hiánya magas szinten stabilizálódhat a következő években. Idén ugyanakkor – a mérséklődő nettó külső adósságnak és az alacsonyabb éves átlagos hozamszintnek

**5-7. ábra**  
A szektorok finanszírozási képességének alakulása

(GDP arányában, 2004–2014)



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

\*\* A háztartások SNA-mutatóval konzisztens nettó finanszírozási képessége, amely 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.

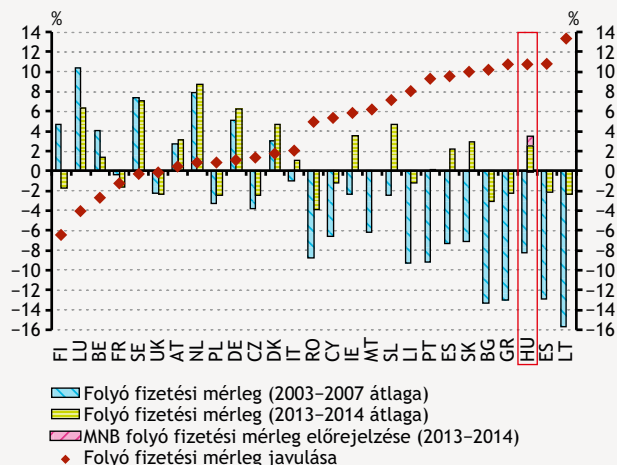
köszönhetően – a jövedelemegyenleg hiányában is kismértékű csökkenésre számítunk.

A következő időszakban továbbra is a magánszektor jelentős megtakarítása lesz meghatározó, míg az államháztartás finanszírozási igénye kismértékben mérsékli azt. A magánszektoron belül, a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása előre tekintve is magas szinten stabilizálódhat. Ez többek között a folytatódó mérlegalkalmazkodásnak, az alacsony infláció miatt emelkedő reálbéreknek – és az erős óvatossági motívumnak köszönhető. A vállalati szektor esetében a profit-helyreállítás, és az idén továbbra is csökkenő beruházási aktivitás, valamint a dinamikus növekvő EU-transzfer felhasználás eredményeképpen a nettó megtakarítás 2013-ban jelentősen emelkedhet. A Növekedési Hitelprogram hatására az idei év végén, de főképp 2014-ben beinduló beruházások, valamint az új EU költségvetési ciklushoz köthető mérséklődő – de az áthúzódo beruházások miatt továbbra is jelentős – transzferfelhasználás hatására 2014-ben már mérséklődhet a vállalatok finanszírozási képessége (5-7. ábra).

A gazdaság jelentős egyensúlyi többlete a következő években tovább mérsékelheti a gazdaság külső tartozásait és adósságát. Nettó külső adósságunk 2012 végén a GDP 44 százaléka alá csökkent, és várhatóan mind 2013-ban, mind 2014-ben tovább mérséklődhet. Így a külső sérülékenysé-  
günk számára fontos mutatókban a következő két évben várhatóan tovább folytatódnak a kedvező folyamatok.

**5-8. ábra**  
A folyó fizetési mérleg alakulása

(GDP arányában, 2003–2007 és 2013–2014 átlaga)



Megjegyzés: Az ábrán szereplő folyó fizetési mérlegre vonatkozó adatok az Európai Bizottság 2013. tavaszi előrejelzéséből származnak.

Az Európai Unió országainak folyó fizetési mérlegeit tekintve, a válságot megelőző időszakhoz képest a legtöbb gazdaságban jelentős alkalmazkodást figyelhetünk meg, miközben az egyik legnagyobb alkalmazkodást Magyarország esetében tapasztaltuk. Az Európai Bizottság tavaszi előrejelzése alapján a következő években folyó fizetési mérlegünk jelentős többletet mutathat, és a válság előtti évek átlagát a GDP több mint 10 százalékaival haladhatja meg (5-8. ábra).

## 5.3. Költségvetési folyamatok

Alap-előrejelzésünk szerint az eredményszemléletű költségvetési hiány 2013-ban és 2014-ben is a GDP 3 százaléka alatt, a kormányzati cél körül alakulhat. Az elmúlt hónapok költségvetési folyamatai mindkét évben a magasabb hiány irányába mutatnak, azonban a bejelentett kormányzati intézkedések ennél nagyobb mértékben javítják egyenleg-várakozásunkat.<sup>10</sup> A bruttó államadósság az előrejelzési horizonton csökkenő pályát mutat: a mutató 2013-ban a GDP 79 százalékára mérséklődhet, 2014-ben pedig 78 százalék alá süllyedhet. Az elemzés a 2013. június 19-ig beterjesztett, az Országgyűlés honlapján megjelent törvényjavaslatokat veszi figyelembe.

### 5.3.1. AZ ÁLLAMHÁZTARTÁSI-EGYENLEG-MUTATÓK ALAKULÁSA

2013-ban az ESA-hiány előrejelzésünk szerint a GDP 2,7 százaléka lehet, így prognózisunk a márciusi Inflációs jelentéshez képest 0,2 százalékponttal csökkent (5-1. táblázat). Az elmúlt hónapok költségvetési alapfolyamatai (elmaradó bevételek, vártnál kedvezőbben alakuló kiadások) összességében a GDP 0,3 százalékaival kedvezőtlenebb egyenleget eredményeznének, azonban ennél nagyobb mértékben, 0,5 százalékponttal csökkentik hiányprognózisunkat a megismert új intézkedések (zárolások és bevételnövelő lépések). A költségvetési bevételek esetében a pénzügyi tranzakciós illetéknél jelentős elmaradás tapasztalható, így a magánsektortól származó befizetésekre és a kincstári komponensre vonatkozó prognózisunkat is csökkentettük. A fogyasztáshoz kapcsolódó adók esetében (áfa, jövedéki adó) szintén lefelé módosítottuk prognózisunkat a bejövő adatok értékelése alapján. Egyenlegvárakozásunkat javítja

5-1. táblázat  
Államháztartási egyenleg-mutatók  
(a GDP százalékában)

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

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

\*\* Feltételezve, hogy a rendelkezésre álló szabad tartalékokat a kormányzati hiánycél mértékéig használják fel.

<sup>10</sup> Konvergenciaprogram, a túlzothiany-eljárás alóli kikerülés érdekében meghozott májusi és júniusi intézkedések.

## 5-2. táblázat

## A 2013. évi és a 2014. évi ESA-egyenleg márciusihoz képesti változásának felbontása

(a GDP százalékában)

	2013	2014
<b>Bevételek</b>		
<i>Költségvetési folyamatok</i>		
Pénzügyi tranzakciós illeték	-0,4	-0,4
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók (áfa, jövedéki adó)*	-0,3	-0,3
Munkahelyvédelmi akcióterv hatásának változása	0,1	0,0
Adóbeszedés hatékonyságjavulásából származó többletbevétel	-0,0	-0,2
Bányajáradék	-0,1	-0,0
Egyéb adók és bevételek	0,1	0,1
<i>Intézkedések</i>		
Adósságtóvállalás utáni 7 százalékos befizetési kötelezettség	0,1	0,0
Pénzügyi tranzakciós illeték kulcsának emelése	0,1	0,2
Egyéb (eho, távközlési adó, bányajáradék)	0,0	0,1
<b>Kiadások</b>		
<i>Költségvetési folyamatok</i>		
Pénzbeli ellátások (főleg korhatár alatti ellátások)	0,2	0,0
Lakástámogatások (nettó hatás)	0,1	0,0
Nettó kamatkiadások	0,0	0,2
MNB veszteségtérítés	0,0	0,2
<i>Intézkedések</i>		
Költségvetési fejezeteknél elrendelt zárolások (nettó hatás)	0,2	0,2
Egyes pénzbeli ellátások befagyasztása	0,0	0,1
Bérek és dologi kiadások szinten tartása a közzférában	0,0	0,2
<b>Teljes egyenlegváltozás</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>

\* A zárolások áfabevételeket csökkentő hatását nem tartalmazza, mivel a zárolások hatása nettó értelemben kerül bemutatásra.

Megjegyzés: A pozitív előjel az egyenleget javítja, a negatív előjel az egyenleget rontja.

ugyanakkor, hogy a vártnál gyorsabb kifizetés következtében a korhatár alatti ellátások, az árfolyamgát alacsonyabb igénybevétele miatt a lakástámogatások, valamint a hozamok csökkenése miatt a nettó kamatkiadások elmaradhatnak a korábban várttól. A kedvezőtlenebb egyenleg irányába mutató államháztartási folyamatokat kezelendő, a kormány több lépésben egyenlegjavító intézkedéseket jelentett be, amelyek összesen a GDP 0,5 százalékával javíthatják az egyenleget 2013-ban. Az intézkedések hatása fele-fele részben jelentkezik a kiadásoknál és a bevételeknél (5-2. táblázat).

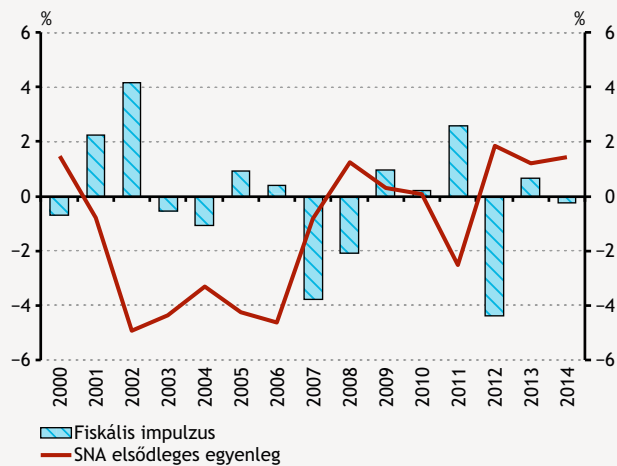
2014-ben az eredményszemléletű hiány a GDP 2,5 százaléka lehet a – konvergenciaprogram alapján a költségvetésbe beépülő – szabad tartalékok teljes törlése esetén.<sup>11</sup> A kormánynak tehát marad a GDP 0,2 százalékát kitevő mozgásteret a 2,7 százalékos hiánycélja eléréséhez. Frissített prognózisunk a márciusi Inflációs jelentéshez képest 0,4 százalékos egyenlegjavulással számol, amihez az MNB várható veszteségtérítésének csökkenése mellett jelentős mértékben hozzájárulnak a kormányzati intézkedések. A 2013 augusztusától hatályos adóemelések 2014-ben már teljes éves bevétel-növelő hatást gyakorolnak. A kiadási oldalon a zárolások mellett egyes pénzbeli ellátások, valamint a közzférában az illetményalap szinten tartása és a dologi kiadások befagyasztása is javítja a 2014. évi egyenleget. Ezzel szemben az idei évi költségvetési alapfolyamatok (például a fogyasztási adók elmaradása) 2014-ben is a hiány növelése irányába hatnak. A fent bemutatott intézkedések és a pénzforgalmi folyamatok eredőjeként hiányprognózisunk a márciusi pályához képest a GDP 0,6 százalékával csökken. A GDP 0,15 százalékát kitevő egyenlegromlást okoz 2014-re vonatkozó előrejelzésünkben, hogy felülvizsgáltuk az adóbeszedés hatékonyságjavulásából származó többletbevételre vonatkozó feltételezésünket. 2013-ra továbbra is a GDP 0,1 százalékát elérő többletbevételt várunk, ami az év második felében jelentkezhet, így 2014-ben teljes éves hatásként a GDP 0,2 százalékát kitevő bevételre számítunk.

### 5.3.2. A FISKÁLIS KERESLETI HATÁS

A 2012. évi jelentős keresletszűkítést követően 2013-ban a költségvetési politika már az aggregált kereslet növelése irányába hat. 2013-ra a fiskális keresleti hatást mérő mutatónk a GDP 0,7 százalékának megfelelő jövedelembővülést jelez, amely alapvetően a lakosság irányába történik, az egyéb szektorok felé pedig összességében semleges lehet a fiskális politika. A lakossági jövedelmek növekedését főként a járulékkedvezmények, az egykulcsos adórendszer kiterjedése (félszuperbruttó kivezetése), valamint az inflációt

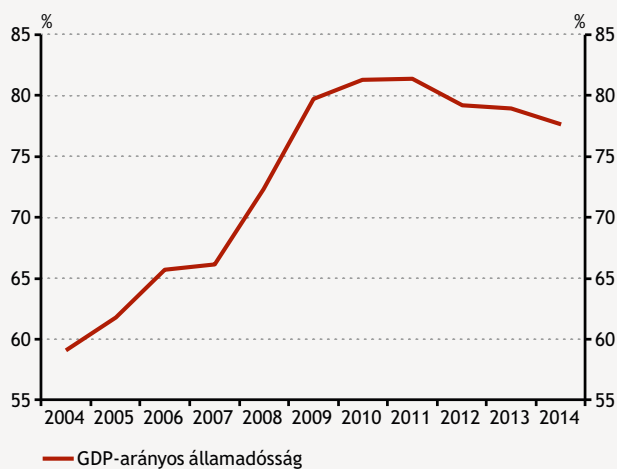
<sup>11</sup> A konvergenciaprogram alapján a 2014. évi – 2,7 százalékos hiánycélt kitévő – költségvetésbe az általános tartalékok és a közzféra bérkompenzációjának fedezetére szolgáló céltartalékok felül a GDP 0,5 százalékát kitevő biztonsági tartalék is beépülhet.

**5-9. ábra**  
**A fiskális impulzus**  
 (a GDP százalékában)



Megjegyzés: 1. A fiskális impulzus megegyezik az SNA elsődleges egyenleg változásával. 2. Pozitív előjel keresletbővítést, negatív előjel keresletcsökkenést jelent.

**5-10. ábra**  
**Az adósságpálya alakulása változatlan, 2012 végi árfolyamon számítva**  
 (a GDP százalékában)



meghaladó mértékű nyugdíjmelés okozzák. 2014-ben a fiskális politika összességében kismértékben keresletcsökkentő lehet, ugyanakkor a lakosság irányába 0,4 százalékpontos lazítás várható (például pedagógus-életpályamodell következtében) (5-9. ábra).

A ciklikusan igazított költségvetési pozíció (kiegészített SNA-egyenleg) figyelembe veszi, hogy mekkora egyenlegjavító hatása lehetne annak, ha az adóbevételeket a gazdasági ciklus nem térítené el trendjüktől, valamint azokat a fiskális költségeket is tükrözi, amelyek jelenleg az állami vállalati körben kerülnek elszámolásra (például közösségi közlekedés). A 2013. márciusi prognózishoz képest a gazdasági ciklus költségvetési hatásáról alkotott képünk lényegében nem változott. 2013-ban és 2014-ben elméletileg a GDP 0,7, illetve 0,4 százalékának megfelelő adóbevétel javíthatná a kormányzati szektor egyenlegét, amennyiben a gazdaság felzárkózna a potenciális szintjéhez.

### 5.3.3. AZ ALAPPÁLYÁT ÖVEZŐ KOCKÁZATOK

Alap-előrejelzésünket övezik kockázatok, amelyek 2014-et erőteljesebben érintik. A költségvetés bevételi oldalán kockázatot jelenthet az elektronikus útdíj és az online pénztárgépek bevezetésének elhúzódása. Az adóbeszedés hatékonyságjavulásából származó bevételi többletre vonatkozó feltételezésünket csökkentettük, összességében azonban így is a magasabb hiány irányába mutató kockázat azonosítható.

A kiadási oldalon a költségvetési egyenleg alakulása szempontjából pozitív kockázatot jelenthetnek a májusban megismert feltételes intézkedések (beruházások elhalasztása, állami vállalatok támogatásának csökkentése), amelyek együttesen akár a GDP 0,2 százalékával csökkenthetik a hiányt. Nagyobb deficit alakulhat ki alappályánkhoz képest 2014-ben, amennyiben a felsőoktatásban a pedagógus-életpályamodell bevezetéséből keletkező esetleges bérfeszültség előre nem tervezett kiadásokat tesz szükségessé. Emellett negatív kockázatot jelenthet 2014-ben az Európai Bíróság esetleges kedvezőtlen ítélete a távközlési különadóval kapcsolatban.

### 5.3.4. AZ ADÓSSÁGPÁLYA VÁRHATÓ ALAKULÁSA

Az MNB pénzügyi számlái alapján a bruttó államadósság 2013 első negyedévének végén a GDP 82,2 százaléka volt. A 2012. év végi 79,2 százalékos szinthez képest az emelkedést jelentős részben a forint átmeneti gyengülése okozta, de szerepet játszott az is, hogy a költségvetési hiány éven belül orrnehéz lefutású, valamint az, hogy a nettó állampá-

pír-kibocsátás – előfinanszírozási célból – meghaladta a hiány mértékét.

Változatlan árfolyamot feltételezve, 2013-ban az adósságráta előrejelzésünk szerint 78,9 százalékra mérséklődhet (5-10. ábra). Az adósságráta nagyobb mértékű csökkenését a nominális GDP alacsony növekedése lassítja. Az adósságcsökkenéshez hozzájárul a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap, valamint, hogy a pénzforgalmi hiány várhatóan kedvezőbb lesz az eredményszámlában kimutatottnál. 2014-ben az élénkülő gazdasági növekedés már támogatja az adósságráta mérséklődését, így a 3 százalék alatti hiány mellett a mutató 78 százalék alá süllyedhet.

Az adósság tényleges alakulása – a jelentős arányú devizaadósság miatt – nagymértékben érzékeny a forint árfolyamának változására és a költségvetés rendelkezésére álló szabad devizabetétek, valamint a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap felhasználására.



## 6. Kiemelt témák

### 6.1 A Növekedési Hitelprogram reálgazdasági hatásai előrejelzésünkben

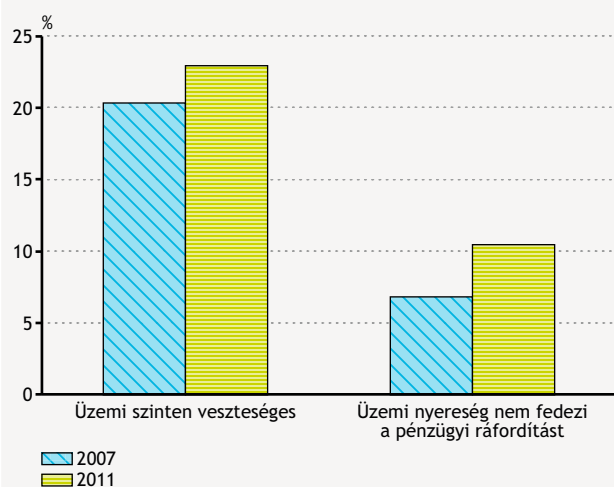
A Magyar Nemzeti Bank a monetáris politikai eszköztár elemeként 2013. június 1-jén elindította a Növekedési Hitelprogramját (NHP), a kis- és középvállalkozások hitelezésében megfigyelt zavarok enyhítése, a pénzügyi stabilitás megerősítése, valamint az ország külső sérülékenységének csökkentése érdekében. Az Inflációs jelentés előrejelzési horizontján az NHP érdemben befolyásolhatja a hitelezési folyamatokat és a vállalati szektor beruházási aktivitását, ezáltal a gazdasági növekedési kilátásokat. Elemzésünkben az NHP-tól várt növekedési hatásokat mutatjuk be. A program mind a beruházási célú hitelkereslet, mind a hitelkínálat emelkedéséhez vezethet. Különböző modellekkel végzett becsléseink alapján 2014 végéig 0,2-0,5 százalékos GDP-bővülésre számíthatunk. Bár módszertani okok miatt a NHP korlátozottan hasonlítható össze más jegybankok nemkonvencionális eszközeivel, nagyságrendileg a nemzetközi tapasztalatokhoz mérhető a feltételezett növekedési hatás.

#### 6.1.1. A KIS- ÉS KÖZÉPVÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSI HELYZETE

A 2008 őszi kitört pénzügyi válság adósságaik leépítésére kényszerítette a korábbi években túladósodott gazdasági szereplőket. A globálisan és Magyarországon is végbemenő mérlegkiigazítás tartósan visszavetette a keresletet. Emellett a romló vállalati portfólióminőség nyomán a bankok hitelezési képessége, illetve hajlandósága is csökkent. A keresleti és hitelkínálati tényezők együttesen a beruházási aktivitás mérséklődéséhez vezettek. A vállalati tőkefelhalmozás érdemi lassulása pedig a gazdaságok növekedési potenciálját is negatívan érintette.

6-1. ábra

A pénzügyi ráfordítások eredménnyel való fedezettségének eloszlása a kkv-szektorban



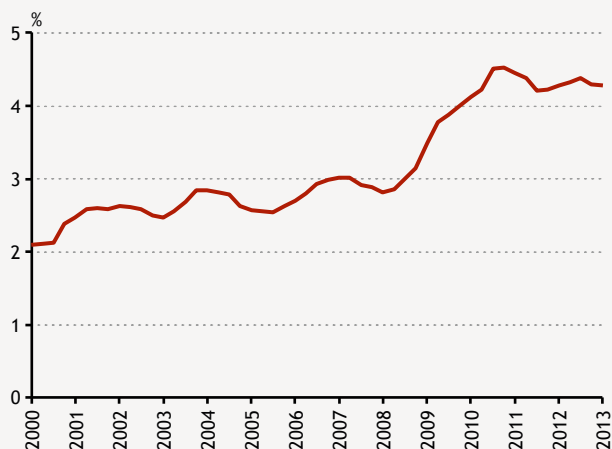
Megjegyzés: A fedezettségi mutató a működési eredmény a pénzügyi ráfordítások arányában.

Forrás: Társaságiadó-bevallások. MNB által tisztított adatok.

Hazánkban, más európai országokhoz hasonlóan, a gyenge kereslet és a hitelszűke különösen a kis- és középvállalati (kkv) szektort sújtotta. E vállalati kör döntően a belföldi piacra termel, így nem tudott profitálni az export helyreállításából, a fejlődő országok gyors növekedéséből. Emellett csak a legnagyobb vállalatok finanszírozzák magukat közvetlen tőkepiaci forrásbevonással, a kisebb cégek számára a banki hitelek jelentik a legfontosabb külső forrást.

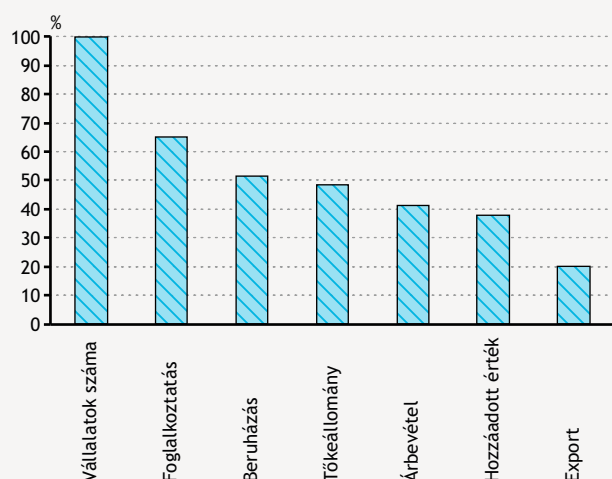
A tartósan visszafogott belföldi kereslet érdemben rontotta a kkv-szektor jövedelemtermelő képességét. Eközben a fennálló hitelek törlesztőrészei is emelkedhettek, így összességében a szokásos üzleti tevékenységből származó eredmény kevesebb cégnél, valamint átlagosan kisebb mértékben fedezi az adósságszolgálatot, mint a válság előtt (6-1. ábra). A csökkenő törlesztési képesség szerepet játszhatott abban is, hogy a felszámolási eljárás alá kerülő cégek aránya tartósan megnőtt a válság óta (6-2. ábra). Társaságiadó-bevallási adatok alapján a kkv-k adják a vállalati foglalkoztatás kétharmadát és a beruházási aktivitás felét, ezért

**6-2. ábra**  
Csódráta a vállalati szektorban



Megjegyzés: Felszámolási eljárás alá kerülő vállalatok száma a működő, jogi személyiséggel rendelkező vállalatok arányában.  
Forrás: OPTEN.

**6-3. ábra**  
A kkv-szektor súlya a társas vállalkozások körében



Megjegyzés: Társaságiadó-bevallások alapján.  
Forrás: NAV, MNB-számítások.

a szektor finanszírozási problémái makrogazdasági szinten is komoly hatásokkal járhatnak.

A kisvállalatok előtt álló hitelfelvételi korlátok azzal a következménnyel is jártak, hogy a 2012 nyarán megindult kamatcsökkentési ciklus eddig nem volt képes élénkíteni a szektor hitelezését. Az NHP az alacsony kamatozású finanszírozás biztosításával elősegítheti a kkv-szektor hitelezésének élénkülését, ezzel támogatva a kkv-szektor növekedését. Emellett, amennyiben a program a beruházások élénküléséhez, illetve a vállalati csődök mérséklődéséhez vezet, azzal a növekedési potenciál emeléséhez is hozzájárulhat.

### 6.1.2. A NHP FŐ HATÁSMECHANIZMUSAI

Az NHP *első pillére* 425 milliárd forint kamatmentes refinanszírozási hitelt biztosít a bankok számára, melyek az igénybe vett összeget kkv-k hitelezésére fordíthatják, fix (maximum 2,5 százalékpontos) felár mellett. Az NHP *második pillére* a nyitott árfolyampozícióval rendelkező kkv-k megsegítését szolgálja, devizahitelek forintra váltása révén. A program 325 milliárd forint refinanszírozási hitelt biztosít e célra, az első pillérhez hasonló feltételek mellett.

A Növekedési Hitelprogram alapvetően két csatornán keresztül befolyásolja a kis- és közepes vállalati hitelezést és ezen keresztül a reálgazdasági növekedést.

- A forinthitelek piacán jelenleg elérhetőnél olcsóbb banki finanszírozás élénkíti a **hitelkeresletet**, melyet a vállalatok új beruházások vagy a termelés forgóeszköz-igényének finanszírozására fordíthatnak. A beruházások bővítik a gazdaság kínálati potenciálját, így az árupiaci kereslet és kínálat egyszerre emelkedik. Az utóbbi esetben a termelőkapacitások nagysága nem változik, csupán az árupiaci kereslet emelkedése és a kapacitáskihasználtság javulása jelenik meg a hitelkereslet növekedésében.

- Az alacsonyabb törlesztőrészek javítják a meglévő és a potenciális ügyfelek hitelképességét, ami a jelenleg szigorú hitelezési korlátok oldódásához, a **hitelkínálat** növekedéséhez vezethet. Várakozásaink szerint az új kihelyezések első sorban olyan hitelképesebb vállalati ügyfeleket érintenek, akik már rendelkeznek bankhitellel. Azonban a hitelprogram hatására a banki finanszírozásból eddig kiszoruló vállalatok egy része is hitelhez juthat.

A fenti két mechanizmust számos **bizonytalanság** övezi. Ezek fényében az általunk legvalószínűbbnek tartottnál nagyobb vagy kisebb makrogazdasági hatások is elképzelhetők. A fő bizonytalanságok a **hitelkereslet** oldalán:

- A vállalatok kapacitásbővítési szándéka a tőke költségtől függetlenül alacsony lehet a bizonytalan növekedési kilátások miatt. A hitelezési felmérésben a bankok huzamosabb ideje a hosszú lejáratú vállalati hitelek iránti kereslet csökkenéséről számolnak be. Másfelől egyes friss felmérések szerint 2013-ban növekedhet a vállalatok hajlandósága az elmúlt években elmaradt, amortizációt pótló beruházások végrehajtására.

- Az NHP elvileg csökkentheti más, kedvezményes hitelprogramokban (pl. Eximbank, MFB) való részvételt, mivel ezeknél kedvezőbb feltételeket kínál. Ám ha a hitelkínálat valóban érdemi korlátja a vállalati beruházási aktivitásnak, akkor bármely, a piacinál alacsonyabb kamatú finanszírozási forrás iránt erős maradhat a kereslet.
- Sok vállalat számára továbbra is magas lehet a jelenlegi eladósodottsági szint, ezért kicsi lehet a hajlandóságuk új hitelek felvételére.<sup>12</sup> Ilyen környezetben az is elképzelhető, hogy a programban részt vevő vállalatok a kedvezményes hiteleket pénzügyi eszközök vásárlására használják (értékpapír-vásárlás, betételhelyezés a banknál), ami nem vezet a reálgazdasági aktivitás élénküléséhez.
- Amennyiben a vállalatok EU-támogatások önrészének finanszírozására fordítják a hitelösszeget, akkor a hitelösszegnél lényegesen nagyobb beruházási célú forrásbevonásra is sor kerülhet. Ugyanakkor a 2007–2013-as EU költségvetési ciklusban a vállalatok beruházásának ösztönzését szolgáló források jelentős része már lehívásra került, így az EU projektek társfinanszírozási lehetőségei korlátozottak lehetnek.

A fő bizonytalanságok a *hitelkínálat* oldalán:

- Alapvető kérdés, hogy a program nyomán mennyire javul a korábban hitelezési korlátba ütköző vállalatok hitelekhez való hozzáférése. Amennyiben főleg a korábban hitelezésből kiszoruló vállalatok tudnak megvalósítani hitelből finanszírozott új projekteket, a hitelezés növekedéséből származó gazdaságélénkítő hatás nagyobb lesz. Ha ezzel szemben a hitelekkel eddig is ellátott vállalatok használják a programot eddigi hiteleik kedvezőbb feltételekkel történő kiváltására, akkor kisebb növekedésösztönző hatásra számíthatunk.
- A hitelhez való hozzáféréssel kapcsolatban alapvető kérdés, hogy a program milyen mértékben tudja csökkenteni a vállalati hitelek kockázatosságát. A fennálló forinthelek átlagos felára magasabb, mint a programban rögzített maximum 2,5 százalékpontos szint. Ezért az alacsonyabb kamatterhekből származó kockázatcsökkenés viszonylag kevés potenciális hitelfelvevő esetében ellensúlyozza az alacsony beszedhető kamatfelárat. Az esetek jelentős részében tehát a program keretében történő hitelnyújtás a bankok jövedelmezőségének romlásához vezetne, ellensúlyozva a portfólióminőség javulásából származó pozitív hatást. Hitelkínálati oldalról jelentősebb élénkülést akkor válthat ki a Növekedési Hitelprogram, ha a keretében létrejövő ügyletekhez kedvező árazású, államilag támogatott hitelbiztosítás is társul.

### 6.1.3. BECSLÉSEK AZ NHP HATÁSAIRA

Rendelkezésre álló modelljeinkkel mind a hitelkínálat, mind az aggregált kereslet oldaláról adhatunk becslést az NHP makrogazdasági hatásaira. A hitelkínálat oldaláról azt vizsgálhatjuk, hogy a banki hitelkihelyezés bővülése múltbeli tapasztalatok alapján milyen mértékben járult hozzá a GDP növekedéséhez. A hitelkereslet oldalán elsősorban azt számszerűsíthetjük, hogy az olcsóbb hitelekhez való hozzáférés (a tőkeköltség mérséklődése, valamint a likviditási helyzet javulása) mennyivel emeli a vállalatok beruházási keresletét. A kétféle megközelítés ugyanazt a hatást eltérő irányból becsli meg, így a számszerű értékek nem adhatók össze.

Makrogazdasági hatásokat elsősorban a program első pillérétől várunk, mivel ez a piacon jelenleg elérhető alternatíváknál jelentősen olcsóbb banki finanszírozást biztosít a vállalatok részére. A program második pillére első körben nem jár a hitelállomány bővülésével, továbbá a kiváltandó devizahitelekhez képest kisebb kamatelőnyt biztosít, így a vállalatok részére nyújtott jövedelemtranszfer is mérsékeltebb, mint az első pillérben.

A NHP makrohatásait négyféle módszerrel vizsgáltuk:

- **Hitelkínálati sokkok növekedési hatásának becslése aggregált idősorokon.**<sup>13</sup> A vállalati hitelek piacát érő hitelkínálati sokkok reálgazdasági hatásait strukturális vektor-autoregresszív (SVAR) modell segítségével számszerűsítettük. A modellt

<sup>12</sup> Múltbeli nemzetközi tapasztalatok alapján a vállalati mérlegalkalmazkodások hosszan elhúzódnak, és a tőkeáttétel jelentős csökkenésével járnak együtt: a mérlegalkalmazkodás negyedik évére átlag 15 százalékponttal csökken a saját tőkéhez viszonyított adósság. Lásd: RUSCHER, E.–G. WOLFF (2012): Corporate balance sheet adjustment: stylized facts, causes and consequences. *European Economy, Economic Papers*, 449, February.

<sup>13</sup> TAMÁSI, BÁLINT– BALÁZS VILÁGI (2011): Identification of Credit Supply Shocks in a Bayesian SVAR Model of the Hungarian Economy. *MNB Working Papers*, 2011/7.

1995–2009 közötti időszakot felölölő, negyedéves frekvenciájú idősorokon becsültük, a hitelkínálati sokkokat előjel- és zérómegkötéses identifikációs séma segítségével azonosítottuk. A hitelprogram GDP-re gyakorolt hatását ezeknek a hitelkínálati sokkoknak a segítségével becsültük: kb. 170 milliárd forintos addicionális hitelkiáramlást okozó hitelkínálati sokk várhatóan 0,3-0,5 százalékkal növeli a GDP szintjét 2014 végéig.

- **Mikroadatokon végzett becslés feldolgozóipari vállalatok beruházási aktivitására.**<sup>14</sup> A vállalati beruházási keresletet a neoklasszikus beruházási modellben a tőkeköltés és a termelékenység magyarázzák. Emellett hitelfelvételi korlátok esetén a cash flow helyzet is szerepet játszhat, mivel ez a vállalat hitelképességének proxy változója lehet. Számításunkhoz a feldolgozóipari vállalatok beruházási keresletére vonatkozó korábbi becslések eredményeit használtuk fel. A hitelprogram hatására egyrészt csökken a vállalatok külső forrásbevonási költsége, ami mérsékli a tőkeköltést. Másrészt a fennálló hitelállományra fizetett törlesztőteher csökkenése javítja a vállalati cash flow-t. Ezek számszerűsített mértékét helyettesítettük be a cikkben becsült beruházási egyenletbe. A becslés alapján várható beruházásnövekedés kb. 0,2 százalékkal magasabb GDP-t eredményezhet.
- **Mikroadatokon végzett becslés a devizahitelek beruházási hatására.**<sup>15</sup> E megközelítésben azt vizsgáltuk meg, hogy a vállalati körben 2004–2008 közt önmagában a devizahitelezés mennyiben járult hozzá a beruházások növekedéséhez. Ebben az időszakban a forint- és devizahitelek között tartósan jelentős kamatkülönbség állt fenn, miközben az árfolyam relatíve stabil volt. Másrészt a devizahitelezés hozzájárulhatott a likviditási korlátok oldódásához, azaz olyan vállalatok is kaptak hitelt, akik korábban nem. Becslésünk azt számszerűsíti, hogy a devizahiteles vállalatok a kamatkülönbség és a likviditási korlátok oldódása miatt mennyivel ruháztak be többet, mint hasonló jellemzőkkel bíró, nem devizahiteles társaik. A hitelprogram hatásának vizsgálatához számszerűsítettük annak a teljes hitelállományra vetített átlagos kamatcsökkentő hatását, majd ezt viszonyítottuk a becslési időszakban jellemző kamatkülönbséghez. Az NHP-től várt átlagos hitelkamat-csökkenés kb. 0,2-0,3 százalékkal emelheti a GDP szintjét a magasabb beruházási aktivitáson keresztül. Mivel a bankok által felszámítható felár korlátozott, ezért a hitelprogram vélhetően az átlagosnál jobb hitelképességű vállalkozások számára lesz elérhető. Ha a hitelprogram emiatt nem jár a hitelfelvételi korlátok oldódásával, akkor ez a módszer a hitelprogram hatásainak felülbecsléséhez vezethet.
- **Makro idősorokon végzett becslés a beruházási és hitelkeresletre.**<sup>16</sup> A vállalati beruházási és hitelezési aktivitást egy vektor-hibakorrekciós (VECM) modellel becsültük 1997–2008 közötti adatokon. A modell három hosszú távú összefüggést azonosít: a beruházási és a hitelkereslet a kibocsátástól és az átlagos hitelköltségtől függ, míg a hitelkínálatot a vállalati szektor aggregált cash flow-ja határozza meg. A hitelprogramot a vállalati szektor hitelköltségének csökkenéseként modelleztük. A modell impulzusválasz-függvényei alapján az élénkülő beruházások kb. 0,3 százalékkal emelhetik a GDP szintjét.

Összességében a kínálati és keresleti oldali becslésekből hasonló eredmények adódnak. A hitelkínálati oldali becslés szerint 2014 végéig kb. 0,3-0,5 százalékkal emelkedhet a GDP szintje. A kereslet oldali megközelítések valamivel kisebb, kb. 0,2-0,3 százalékos növekedési hatásra utalnak. Az inflációs jelentés alappályájában a különböző megközelítések átlagához közeli, 0,3 százalékos növekedési hatást feltételeztünk.

<sup>14</sup> KÁTAY, G.-Z. WOLF (2004): Investment Behavior, User Cost and Monetary Policy Transmission – the Case of Hungary. *MNB Working Papers*, 2004/12.

<sup>15</sup> ENDRÉSZ, M.-P. HARASZTOSI (2013): *The Effect of Loan Dollarization in Boom and Bust: The Case of Hungary*. Kézirat.

<sup>16</sup> ENDRÉSZ, M. (2011): Business Fixed Investment and Credit Market Frictions. A VECM Approach for Hungary. *MNB Working Papers*, 2011/1.

#### 6.1.4. AZ NHP BECSÜLT HATÁSAINAK ÖSSZEHASONLÍTÁSA NEMZETKÖZI TAPASZTALATOKKAL

A Növekedési Hitelprogram hatásának becslését érdemes más, nemkonvencionális jegybanki lépésekre, valamint állami kkv-támogatásokra vonatkozó empirikus eredményekkel összehasonlítani. Az összehasonlítást azonban két tényező nehezíti. Egyrészt a válság óta alkalmazott jegybanki programok lényegesen különböznek az NHP-től.<sup>17</sup> Másrészt a vizsgált nemzetközi példákkal szemben az MNB hitelprogramjának csak a hitelösztönzést legdirektebb módon célzó első pillére növeli egyértelműen a jegybanki mérleget. A nemkonvencionális jegybanki eszközök hatásának természetes mértékegy-sége a GDP-re gyakorolt hatás a jegybank mérlegének növekedéséhez viszonyítva. Ezért, jobb viszonyítási lehetőség híján az NHP növekedési hatását az első pillér nagyságához viszonyítottuk.

A vizsgált intézmények nemkonvencionális eszközeivel kapcsolatos eredmények többsége szerint a programok méretének 1 százalékpontnyi GDP-arányos növekedése esetén 0,1-0,3 százalékpontnyival emelkedett a GDP szintje.<sup>18</sup> Az NHP számításaink szerint 0,2-0,5 százalékponttal növeli a GDP szintjét. Ezen belül vélhetően a GDP kb. 1,4 százalékának megfelelő összegű első pillér hatása dominál, így a programtól várt hatás – az összehasonlítás korlátozott voltát szem előtt tartva – hasonló a nemzetközi tapasztalatokhoz.

Az NHP első pillére bizonyos szempontból az államilag támogatott kkv-hitelekhez jobban hasonlít, mint a mennyiségi lazítási programokhoz, így az ezekkel kapcsolatos nemzetközi tapasztalatokat is igyekeztünk felmérni. Több olaszországi hitelprogram tapasztalatai alapján a program keretében nyújtott hitelek mintegy háromnegyede korábbi hitelek refinanszírozását szolgálta, és csak a program összegének negyedével-ötödével bővült a hitelállomány.<sup>19</sup> Az NHP első pillérében a 425 milliárd forintos programtól 170 milliárd forintos nettó hitelállomány-bővülésre számítunk. Így az olasz tapasztalatoknál valamivel alacsonyabb, 60 százalék körüli refinanszírozási arányra számítunk.

<sup>17</sup> Az NHP nem sorolható sem a likviditásnyújtó, sem az eszközvásárlási programok közé. Bár a refinanszírozó hitel fedezetét 50 százalékban az amúgy nem a normál jegybanki fedezeti körbe tartozó kkv-hitel teszi ki, a program hatásának nagy részét nem a likviditási korlátok esetleges oldódásától várjuk. Ennek oka, hogy a bankrendszer forintlikviditása jelenleg is lehetővé tenné a hitelezés bővülését. Másrészt az eszközvásárlási programokhoz sem hasonlítható az NHP, ugyanis fedezett, a bankrendszer felé megvalósuló hitelnyújtásról van szó.

<sup>18</sup> A nemzetközi tapasztalatok empirikus vizsgálatainak összefoglalásáért lásd pl. IMF (2013): *Unconventional Monetary Policies – Recent Experience and Prospects*. *IMF Policy Papers*, April 18. A különböző szerzők által becsült növekedési hatásokat a jegybanki mérlegek GDP-arányos növekedéséhez viszonyítottuk.

<sup>19</sup> CARMIGNANI, AMANDA-ALESSIO D'IGNAZIO (2011): *Financial subsidies and bank lending: substitutes or complements? Micro level evidence from Italy*. *Temi di discussione*, No. 803. Banca d'Italia.

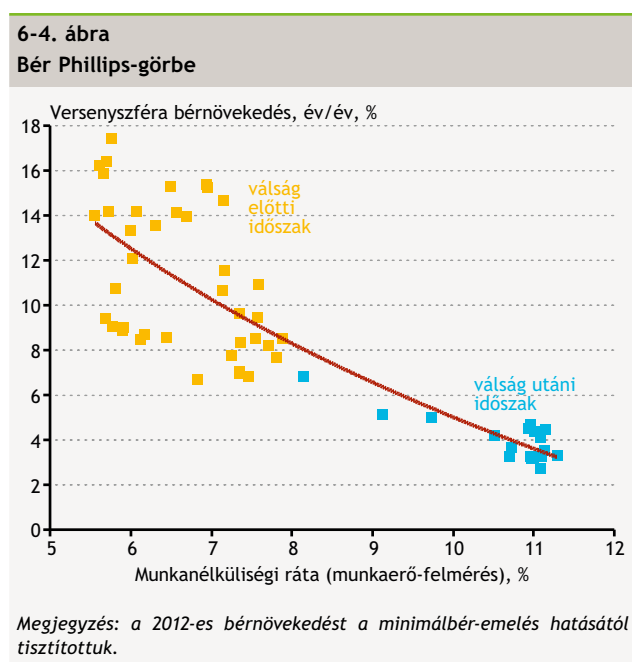
## 6.2. Ciklikus és strukturális hatások a munkanélküliségi folyamatok hátterében

A GDP 2008-as visszaesése óta a hazai munkapiacot több érdemi hatás is érte. Az aggregált kereslet csökkenése következtében a foglalkoztatás mérséklődött. Ezzel egy időben a kormányzat munkapiaci részvételt ösztönző intézkedéseinek hatására az aktívák száma növekedett. A két hatás eredőjeként a munkanélküliségi ráta nőtt, és jelenleg is meghaladja a válság előtti szintet. A munkanélküliségi ráta növekedését követve, a tartósan munkanélküliek száma is emelkedett. Bár a magánszféra foglalkoztatása a válság mélypontja óta emelkedett, az üres álláshelyek számát az elmúlt években a közmunkaprogramok tudták érdemben emelni. A munkapiaci kondíciókat lazának tekinthetjük.

A munkanélküliségen belül megkülönböztetünk ciklikus és strukturális munkanélküliséget. A gazdaság nominális pályája, a bérdinamika szempontjából elsősorban az előbbi mértéke a meghatározó. A ciklikus munkanélküliség emelkedése visszafogja a bérek növekedését, mivel ebben az esetben a szokásosnál több pályázó jelentkezik relatíve kevesebb álláslehetőségre, ami a munkaadók tárgyalási pozícióját erősíti a bértárgyalásoknál. Amennyiben a munkanélküliség tartós, strukturális okokra is visszavezethető, akkor kisebb nominális béralkalmazkodásra számíthatunk. Mivel a hazai munkapiacot a válság óta megemelkedett munkanélküliség jellemzi, miközben az álláshelyek száma változatlanul elmarad a válság előtti szintektől, érdemes megvizsgálni, vajon a munkanélküliségnek van-e strukturális okokkal magyarázható része. A munkanélküliség mögött azonosítható okok alapvetően befolyásolhatják a bérdinamika középtávú alakulásáról alkotott képünket.

### 6.2.1. AGGREGÁLT ADATOK ALAPJÁN LEVONHATÓ KÖVETKEZTETÉSEK

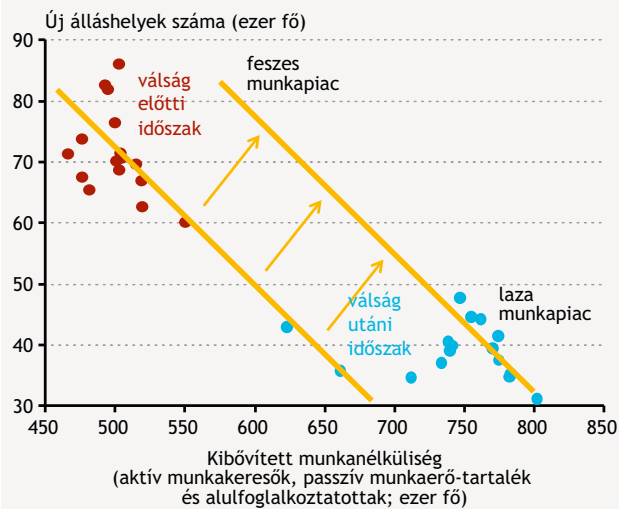
Az éves bérinterindex az elmúlt években átlagosan nagyjából 2 százalékponttal mérséklődött (eltekintve a 2012-es minimálbér-emelés hatásától). A reálbérlétségek növekedési üteme ugyanakkor a válság óta eltelt időszakban érdemben meghaladta a termelékenység növekedési ütemét. Első állításunk alapján hazánkban is működik a munkanélküliségi ráta és a bérinterindex között fennálló negatív kapcsolat (ún. Phillips-görbe), ugyanakkor második állításunk alapján nem egyértelmű, hogy a munkanélkülieknek mekkora hányadát képezik azon csoportok, amelyek ugyanazokért az állásokért versenyezve tényleges bérleszorító hatást generálhattak. Ennek megállapításához további vizsgálat szükséges.



Az ún. Beveridge-görbe a munkanélküliek száma és az üres álláshelyek közötti negatív összefüggést mutatja be, amely alkalmas eszköz a munkapiacra jelentkező ciklikus és strukturális sokkok hatásainak különválasztására. A görbén lefelé való elmozdulás lazább munkapiacot, az ellentétes irányú változás feszebb munkapiacot jelez. Recesszióban a görbén lefelé mozdulunk el. Ilyenkor több ok miatt is kevesebb álláshely lehet: a vállalatok recesszióban visszafogják a termelésüket és a beruházásaikat, romlik a jövőbeli termelés jövedelmezősége, finanszírozási gondok jelenhetnek meg, emelkednek a termelési költségek, illetve nő a bizonytalanság. Ezért mind a foglalkoztatottság, mind az új álláshelyek száma mérséklődik, ami együttesen a Beveridge-görbén való lefelé mozgást eredményez.

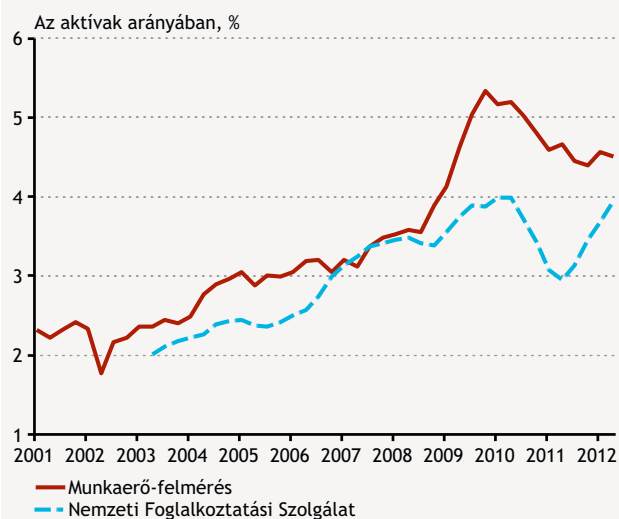
Míg a görbén való elmozdulás ciklikus tényezőkkel magyarázható, addig a görbe eltolódása általában strukturális okokra utalhat, vagyis arra, hogy a munkakereslet és a munkakínálat szerkezete eltér egymástól. Az illeszkedés

6-5. ábra  
Lehetséges Beveridge-görbék



Megjegyzés: A munkanélküli adatokat a munkaerő-felmérés alapján számoltuk.

6-6. ábra  
Hosszú távú munkanélküliségi ráták



Az így kibővített munkanélküliséggel számolt Beveridge-görbe alapján a válság mélypontja óta egy kitolódott görbén tartózkodhatunk, vagyis a magas munkanélküliségnek részben strukturális okai is lehetnek. Erre utal az is, hogy a hosszú távú (1 éven túl) álláskereső aránya a válság előtti szintet meghaladja.

## 6.2.2. HETEROGENITÁSOK FIGYELEMBEVÉTELÉVEL ÁRNYALT MAGYARÁZATOK

A munkakereslet és munkakínálat illeszkedési elégtelenségének döntően két oka lehet: képzettségbeli és területi (mobilitás hiányából adódó) problémák. A képzettségbeli eltérések számszerűsítésére alkalmas eszköz az Estevao-Tsounta (2011) cikkében publikált SMI- (*skill mismatch index, képzettségbeli eltéréseket mérő index*) mutató, melynek használata az utóbbi időben igen elterjedt. Mi ezt a mutatót előállítottuk magyar adatokon, valamint elkészítettük ennek regionális illeszkedési problémákat mérő párját, az RMI-t (*regional mismatch index, regionális eltéréseket mérő index*). Ezen mutatók módszertanáról a 6-1. keretes írásunkban számolunk be részletesen.

romlásának több oka lehet. Az elhúzódó recesszió növeli a munkanélküliségben töltött időszak hosszát, ami a potenciális munkavállalók tudásának, képességeinek elavulásához vezet (*hiszterézis*) és akadálya lehet annak, hogy a munkanélküliségi ráta csökkenjen. A *hiszterézis* mellett romolhat az illeszkedés amiatt is, ha a gazdaságban strukturális átalakulás zajlik: bizonyos ágazatok visszaesnek, míg mások gyorsan növekednek. A munkakínálat alkalmazkodása általában lassan zajlik, ezért átmenetileg az üres álláshelyek magas száma mellett nőhet a munkanélküliség. Végül, az illeszkedést befolyásolhatják a munkapiaci politikák is: a kormányzat több eszközzel befolyásolhatja a munkakereslet és munkakínálat egymásra találását. Ilyenek a munkanélküliségi ellátások és az aktív munkapiaci politikák (például: átképzés, közvetítés), de hosszabb távon az oktatás- és fejlesztéspolitikának is szerepe van ebben.

A Beveridge-görbe alapján elmondhatjuk, hogy a hazai munkapiac a válság kezdete óta lazább, hiszen sokkal kevesebb új álláshely mellett magasabb munkanélküliség jellemző. Ugyanakkor azonban az nem egyértelmű, hogy strukturális problémák magyarázzák-e a görbe alakulását az elmúlt negyedévekben. Ennek eldöntésére megvizsgáltuk, hogy egy kibővített munkanélküliségi kategóriát használva hogyan alakult volna a Beveridge-görbe (6-5. ábra). A kibővített munkanélküliek közé olyan csoportokat sorolunk, akik a hivatalos statisztikák szerint az inaktív vagy a foglalkoztatottak csoportjához tartoznak, azonban munkapiaci szerepük alapján a munkanélküliekhez lennének sorolhatók. Egyrészt idesoroljuk azokat a részmunkaidőben foglalkoztatottakat, akik szeretnének nagyobb óraszámban dolgozni. Másrészt idetartoznak az úgynevezett potenciális addicionális munkaerő-tartalékba sorolható inaktívok: azok, akik tudnának dolgozni, de nem akarnak (*discouraged worker effect*), vagy akik szeretnének, de valamilyen ok miatt nem tudnak. Az ezekben a csoportokban tartozók – ezen belül is elsősorban az alulfoglalkoztatott részmunkaidőben dolgozók – száma növekedett a válság óta.

Az így kibővített munkanélküliséggel számolt Beveridge-

## 6-1. keretes írás

## Munkapiaci illeszkedési elégtelenségek és méréjük

Az SMI-mutató a munkapiaci illeszkedési elégtelenségeit (mismatch) számszerűsítő mutató. Illeszkedési problémát jelenthet, ha a munkakereslet képzettség szerinti szerkezete eltér a munkakínálat szerkezetétől. Például ha egy gazdaságban jellemzően alacsonyan képzett munkaerőre van szükség, míg a munkakínálat jelentős része diplomával rendelkező álláskeresőkből áll. Az illeszkedési probléma lehet területi is, például ha egy gazdaság fejlettebb régióiban relatíve nagyobb a munkakereslet, míg a leszakadó régiókban a magas munkanélküliség a jellemző. Előbbit oldhatják különböző átképzési programok, utóbbit az országon belüli mobilitás ösztönzése.

Ezek számszerűsítéséhez a munkapiacot szegmentálni kell területi és képzettség alapon. A képzettségek mérésére alkalmas lehet a legmagasabb iskolai végzettség változó. A szegmentálás önmagában hordozza a feltételt, hogy a részmunkapiacok között nem lehetséges átjárás.

Az SMI értéke az alábbi képlet alapján határozható meg egy adott területre egy adott időszakban. Ez a mérőszám a munkakereslet ( $D$ ) és a munkakínálat ( $S$ ) képzettségek szerinti megoszlásainak, eltéréseinek négyzetösszege. Tehát azt méri, mennyiben tér el adott területen és adott időben a különböző iskolai végzettségűek iránti igény és az azokból rendelkezésre álló munkaerő. Az SMI index mértékegysége nem értelmezhető. Amennyiben a munkakereslet és a munkakínálat szerkezete megegyező, az SMI értéke zérus, százalékos eltérés esetén 1.

$$SMI_{it} = \frac{1}{n} \sum_j \left[ \frac{S_{ijt}}{\sum_j S_{ijt}} - \frac{D_{ijt}}{\sum_j D_{ijt}} \right]^2$$

- $i$  – régió
- $j$  – legmagasabb iskolai végzettség
- $n$  – iskolai végzettség kategóriák száma
- $t$  – év
- $S$  – aktívák száma (munkaerő-felmérés)
- $D$  – foglalkoztatottak száma (munkaerő-felmérés)

A területi és a képzettség változó felcserélésével a régiós illeszkedés is vizsgálható. Ebben az esetben az RMI-mutató azt mutatja meg, hogy egy adott képzettségi csoportban egy adott időszakban mennyire tér el a munkakereslet és a munkakínálat területi megoszlása.

Forrás: ESTEVAO, MARCELLO–EVRIDIKI TSOUNTA (2011): Has the Great Recession Raised U.S. Structural Unemployment?. *IMF Working Paper*, WP/11/105.

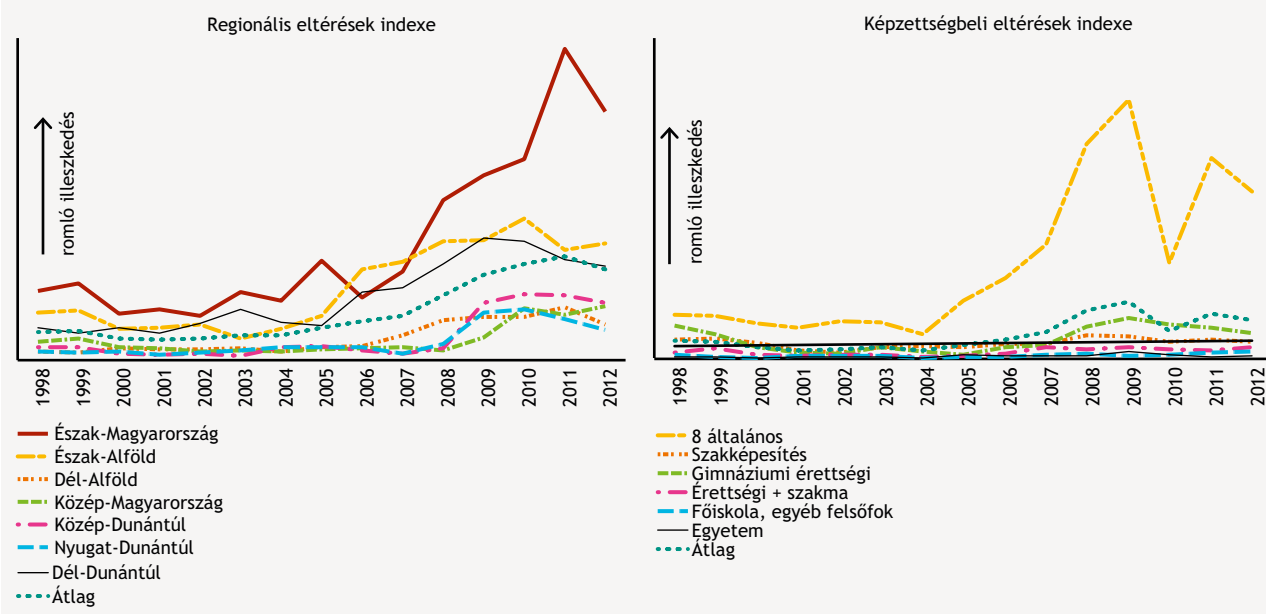
Az SMI mutató alapján több fontos megállapítást is meg lehet fogalmazni. Az illeszkedési problémák már a válság előtti években is jelentkeztek. Az átlagos SMI nagyjából a 2000-es évek közepétől mutat emelkedést. Ezt a tendenciát a válság ugyanakkor tovább súlyosbította 2008-tól, ami a Beveridge-görbe kitolódását is eredményezhette. Jelentős eltérés a munkakereslet és a munkakínálat képzettségi szerkezetében a hátrányosabb helyzetű régiókban tapasztalható (Észak-Magyarország, Észak-Alföld, Dél-Dunántúl). Az SMI növekedésének 2011-től megfigyelhető megtorpanása vélhetően az ezen térségekben megjelenő közmunkaprogramoknak köszönhető. A fejlettebb dunántúli régiók SMI-mutatói a válság során ugyan megugrottak, mértékük azonban ezt követően is elmarad az országos átlagtól.

A munkakereslet és munkakínálat területi heterogenitását mérő RMI-mutató alapján érdemi illeszkedési problémát a legalacsonyabb iskolai végzettséggel rendelkező csoport mutat. Ez az illeszkedési elégtelenség is jóval a válság előtti évekre vezethető vissza: nagyjából a hazai textilipar leépülésének idején (2000-es évek közepe) kezdett emelkedni az index. Az alacsonyan képzettek rossz területi illeszkedése az országon belüli mobilitás alacsony szintjének következménye is lehet. A közmunkaprogramok hatására a régiós illeszkedési problémák is oldódtak a válság mélypontja óta, azonban ezek az állások csak átmenetiek, így a strukturális munkanélküliség problémájára nem adhatnak tartós megoldást.

A munkakereslet és a munkakínálat eltérése hosszabb távon veszteséget okoz a gazdaságnak. Amennyiben munkaerőhiány áll fenn, erre a vállalatok többféleképpen reagálhatnak:



6-7. ábra  
Illeszkedési elégtelenségek a munkapiacian



- alul-, túlképzett vagy nem megfelelő képességekkel rendelkező munkavállalókat foglalkoztatnak, ez hatékonysági veszteséget okoz;
- maguk képezik át a munkaerőt, ami költségesebbé teszi a foglalkoztatást;
- az elvárásaiknak megfelelő munkavállalóért versenyeznek a munkapiacian, és a szokásosnál magasabb béreken foglalkoztatják őket;
- nem töltik be a megüresedett pozíciókat, ami csökkenti a kibocsátást, illetve a termelékenységet.

Amennyiben túlkínálat van egy adott szakképzettségű munkaerőből, ez csökkenti a béreket, növeli a munkanélküliséget, a hosszú távon munkanélküliek esetében pedig a képességek és a megszerzett tudás elavulása miatt az oktatásra költött kiadások elvesztegetéséhez vezet. Makrogazdasági szinten mindegyik típusú egyensúlyhiány növelheti az egyensúlyi munkanélküliséget, ezen keresztül pedig csökkenti a potenciális kibocsátást.

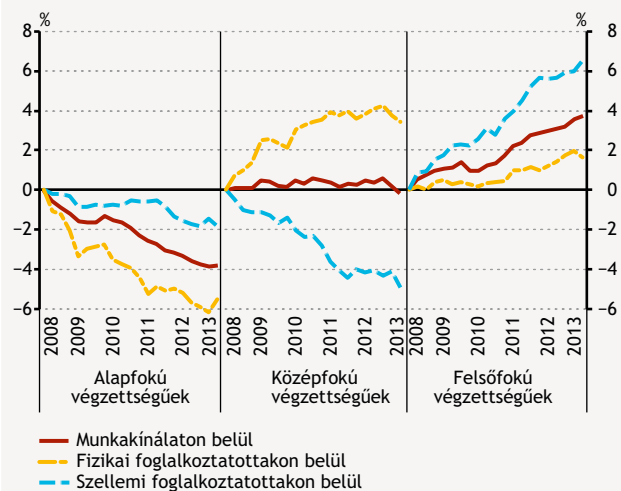
A rosszul illeszkedő foglalkoztatásnak ugyanakkor bizonyos esetekben pozitív hatásai is lehetnek. A túlképzett munkavállalók foglalkoztatása nagyobb termelékenységgel is járhat, az ilyen munkavállalók kreatívabbak, sokoldalúbbak lehetnek (bár empirikus elemzések alapján képességeikhez mérten aluteltjesítenek). A túlképzett munkavállalók alkalmazása recessziók idején megnő, ami egyrészt csökkenti a magasán képzettek körében a munkanélküliséget, másrészt a vállalatok esetében azt eredményezheti, hogy a ciklus felívelő szakaszában, amikor a munkapiac feszesebbé válik, nem kell a munkapiacian versenyeznie a képzett munkavállalóért.

A magasán képzett munkavállalók elhelyezkedése alacsonyabb végzettséget igénylő munkakörökben ugyanakkor kiszoríthatja az alacsony végzettségű munkavállalókat a munkapiacról (*crowding out*), és mivel ezek a csoportok egyébként is magasabb munkanélküliségi rátával szembesülnek, nagyobb az esélye, hogy hosszabb távon munkanélküliek maradnak.<sup>20</sup>

Ez hazánkban is megfigyelhető jelenség. Az alacsonyan végzettségű munkanélküliségi rátája magasabb szintről indult és nagyobb mértékben emelkedett, mint a magasabban végzettségűeké. Ennek részben demográfiai okai vannak: a munkaerő képzettségi szintje növekszik (nő a felsőfokú végzettségűek aránya az aktív népességben belül). A válság valamelyest ráerősített ezekre a tendenciákra: a szellemi foglalkozásokon belül az egyetem végzettségűek aránya nő a középfokú végzettségű (érettségivel rendelkezőkhöz) képest, míg a fizikai foglalkozásokon belül a középfokú végzettségűek aránya emelkedik az érettségivel nem rendelkezőkhöz képest. Az érettségivel nem rendelkező munkavállalók ugyanakkor kiszorulnak a munka-

<sup>20</sup> Lásd részletesebben: EUROPEAN COMMISSION (2013): Employment and Social Developments in Europe 2012. *Staff Working Document*.

**6-8. ábra**  
A különböző iskolai végzettségű csoportok foglalkoztatáson belüli arányai



*Megjegyzés: Alapfokú – érettségivel nem rendelkezők; középfokú – érettségivel rendelkezők; felsőfokú – főiskolai vagy egyetemi diplomával rendelkezők.*

piacról, inaktívvá válnak vagy nagy eséllyel hosszú távon munkanélküliek lesznek.

### 6.2.3. KONKLÚZIÓ

Hazánkban a munkanélküliség strukturális okok miatt történő emelkedése már a válság előtti években – 2005 környékén – megkezdődött. A 2007–2008-ban kitört globális gazdasági válság számottevően emelte a munkanélküliséget, tovább növelve a strukturális feszültségeket. A strukturális okokra visszavezethető munkanélküliek arányának emelkedése – nagy részben az állami közfoglalkoztatási programok elindításával párhuzamosan – az elmúlt években megállt, ám a munkapiac keresleti és kínálati oldalának eltéréséből adódó munkanélküliek aránya az ezredforduló értékeihez képest huzamosabb ideje magasabb szinten alakul, ami arra utal, hogy a munkanélküliség hosszú távú egyensúlyi rátája is emelkedhetett. A strukturális hatások enyhítését a munkapiac rugalmasabbá tételét segítő intézkedések, az oktatási reform és a mobilitást segítő támogatások segíthetik.

Becsléseink szerint a strukturális hatások mellett a munkanélküliségben változatlanul erős ciklikus hatások is megjelennek. Ezek bérleszorító hatása a következő években is erős maradhat. A személyi adó rendszerben végrehajtott változások lezárultával ezek a hatások egyre markánsabban jelentkezhetnek.

# 7. A 2013. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

7-1. táblázat

Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra

(2013)

	CPI-hatás 2013-ra		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,1	-0,7	-0,6
Piaci	0,4	1,0	1,4
Indirekt adók és intézkedések	0,3	1,0	1,3
<b>CPI</b>	<b>0,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,1</b>

Megjegyzés: A táblázat a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatja. 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 indirektadó-intézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirektadó-intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. Az indirekt adók és intézkedések adatai tartalmazzák a dohány kiskereskedelmi árérése emelésének hatását is.

7-2. táblázat

Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra

(2013)

	2013				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	1,4	0,0	1,6	0,0	3,0
nem feldolgozott	1,7	0,0	3,8	0,0	5,6
feldolgozott	1,2	0,0	0,7	0,0	1,9
Ipari termékek	0,4	0,0	0,4	0,0	0,9
tartós	-0,9	0,0	-0,5	0,0	-1,4
nem tartós	1,0	0,0	0,8	0,0	1,8
Piaci szolgáltatások	0,6	0,3	1,2	2,0	4,3
Piaci energia	3,7	0,0	-2,2	0,0	1,5
Alkohol, dohány	1,9	1,9	1,7	6,7	12,6
Benzin	-4,4	0,0	2,1	0,0	-2,4
Szabályozott árak	0,6	0,1	-3,7	0,0	-3,0
Fogyasztóiár-index	0,5	0,3	0,3	1,0	2,1
Maginfláció	0,8	0,4	1,0	1,5	3,8

Megjegyzés: A táblázat a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatja. 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 indirektadó-intézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirektadó-intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. A bejövő indirektadó-hatás tartalmazza a dohány kiskereskedelmi árérése emelésének hatását is.



**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL**

2013. június

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

