



Jelentés az infláció alakulásáról

2014. március





Jelentés az infláció alakulásáról

2014. március



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1585-020X (on-line)

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

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

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. 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 2014. március 18-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe

TARTALOM

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	6
1.1. Inflációs előrejelzésünk	7
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	11
1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk	16
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	20
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	23
3.1. Nemzetközi környezet	23
3.2. Aggregált kereslet	31
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás	38
3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség	42
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója	44
3.6. Költségek és infláció	45
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	52
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	52
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	57
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	60
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	60
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	63
5.3. Költségvetési folyamatok	65
6. Kiemelt témák	70
6.1. Globális hatások a hazai dezinflációban	70
6.2. A 2013-as évre adott jegybanki előrejelzések értékelése	74
7. A 2014 évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	78

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

1–1. keretes írás: Inflációs alapfolyamatok előrejelzésünkben	9
1–2. keretes írás: Az aktuális inflációs folyamatokat befolyásoló adóhatások	10
1–3. keretes írás: Egyedi hatások a hazai kivitelben, ipari termelésben	14
3–1. keretes írás: Lassulás a feltörekvő piacokon – tartós vagy átmeneti folyamat?	28
3–2. keretes írás: Magyarország és a kelet-közép-európai régió kitétsége Ukrajna és Oroszország felé	36
3–3. keretes írás: A dezinfláció hatása a fogyasztói árváltozások eloszlására: vannak-e deflációs kockázatok?	50

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

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

Az infláció előretekintve az árstabilitással összhangban alakul, a dezinfláció fokozatosan mérséklődik

A Monetáris Tanács megítélése szerint az infláció 2014-ben a 3 százalékos cél alatt maradhat, majd 2015-től a középtávú inflációs céllal összhangban alakulhat. Az elmúlt hónapokban a fogyasztóiár-index historikusan alacsony dinamikát mutatott. Az alacsony inflációs környezethez hozzájárult a visszafogott külpiazi infláció, a kihasználatlan kapacitások nagysága, az inflációs várakozások mérséklődése, valamint a több lépcsőben végrehajtott szabályozott-ár csökkentések. Ugyanakkor az elmúlt hónapokban megfigyelt gyengébb árfolyam fokozatosan megjelenik a maginflációs tételek árazásában, ami az inflációs alapfolyamatok emelkedését vetíti előre. A folytatódó gazdasági fellendüléssel párhuzamosan a kapacitáskihasználtság fokozatosan javulhat. Ugyanakkor a hazai reálgazdaság felől érkező inflációs nyomás szempontjából releváns lakossági fogyasztás csak lassabb ütemben élénkülhet, így a reálgazdasági környezet csökkenő mértékben, de továbbra is dezinflációs hatású marad. Emellett a laza munkapiaci környezet és az inflációs várakozások alkalmazkodása is a mérsékelt bérdinamika fennmaradását vetíti előre, ami elősegíti, hogy az infláció előretekintve a jegybank inflációs céljával összhangban alakuljon. Az alacsony inflációs környezet hozzájárulhat ahhoz, hogy a gazdaság nominális pályáját erősebben horgonyozza a jegybank inflációs célja.

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

A reálgazdaságot fokozatos élénkülés jellemezte az elmúlt negyedévekben, az ágazatok széles körében nőtt a kibocsátás. Előretekintve a magyar gazdaság növekedése a korábbiaknál kiegyensúlyozottabb szerkezetben folytatódhat. A következő évek növekedésének egyik forrása az export élénkülése lehet, amit a külső konjunktúra erősödése mellett a termelésbe fokozatosan bekapcsolódó új autópári kapacitások és a javuló versenyképesség is támogatnak. Emellett a belső kereslet is bővíthet a következő években. A beruházások élénkülését elősegítik a javuló konjunkturális kilátások, a Növekedési Hitelprogram következtében is enyhülő hitelkorlátok, valamint az EU források növekvő felhasználása. Másfelől a lakossági fogyasztás a rendelkezésre álló jövedelem bővülése mellett is csak fokozatosan élénkülhet. A válság előtt felhalmozott adósságok leépítése és a lassan javuló hitelezési feltételek miatt a megtakarítási hajlandóság magas maradhat.

Tovább folytatódhat a külső adósság csökkenése

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége 2013 végén tovább emelkedett, miközben a külső adósságráták jelentősen csökkentek. A következő években is számottevő maradhat a gazdaság külső egyensúlyi többlete, mivel a fogyasztás és a beruházás gyorsuló növekedése ellenére a külkereskedelem többlete magas szinten stabilizálódhat. Ebben döntő szerepe van a javuló cserearánynak, illetve az emelkedő külső kereslettel párhuzamosan élénkülő exportdinamikának. A transzferegyenleg – az EU új költségvetési periódusa miatt – kismértékben mérséklődhet, mértéke ugyanakkor

megaladhatja a korábbi évekre jellemző szintet. A magas külső finanszírozási képesség révén folytatódhat a külső adósság csökkenése, amely tovább mérsékli az ország sérülékenységét.

A hazai kockázati felárak érdemben nem változtak az elmúlt negyedévben, de a pénzügyi piacokon növekedett a volatilitás

Az elmúlt negyedévben a nemzetközi befektetői hangulat változóképpen alakult, ami a Fed eszközvásárlási programjának folytatódó lassításával, egyes feltörekvő országok sérülékenységének előtérbe kerülésével és az ukrán-országi konfliktus kiéleződésével magyarázható. A hazai kockázati felárak érdemben nem változtak a decemberi *Inflációs jelentés* megjelenése óta. A CDS-felár és a devizakötvények felára enyhén csökkent, a hosszú hozamok mérsékelten emelkedtek, míg az árfolyam jelentős ingadozás mellett gyengült. A főbb kockázati mutatók volatilitása nagyobb volt a megelőző negyedévekhez képest. Hazánk helyzete ugyanakkor más feltörekvő országokkal összehasonlítva fundamentálisan erős, sérülékenységét csökkenti a tartósan magas külső finanszírozási képesség és az ennek nyomán csökkenő külső adósságállomány. A Monetáris Tanács értékelése szerint a nemzetközi pénzügyi környezet alakulásával kapcsolatos bizonytalanság óvatos monetáris politikát indokol.

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik

A Monetáris Tanács a márciusi inflációs jelentés alappályája körül három alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak. A tartósan alacsony külső inflációs környezettel és a külső kereslet vártnál lassabb fellendülésével számoló alternatív forgatókönyvben az inflációs cél az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók mellett érhető el. A kedvezőtlen külső környezettel és magasabb befektetői kockázatkerüléssel számoló kockázati pálya esetén az alappályánál szigorúbb monetáris kondíciók mellett alakul az infláció közép távon az árstabilitással összhangban. Szintén szigorúbb monetáris politikai irányultság felé mutat a hazai foglalkoztatottság és fogyasztás élénkülésével, így a belföldi defláció mérséklődésével számoló forgatókönyv.

A Monetáris Tanács a márciusi inflációs jelentés áttekintését követően úgy ítéli meg, hogy a magyar gazdaságot kihasználatlan kapacitások jellemzik és az infláció közép távon a céllal összhangban alakulhat. A negatív kibocsátási rés a monetáris politika horizontján fokozatosan záródik, így előretekintve a reálgazdaság deflációs hatása is mérséklődik. A Monetáris Tanács megítélése szerint a nemzetközi pénzügyi környezet megnövekedett bizonytalansága mellett is maradt még némi mozgástér óvatos kamatcsökkentésre, azonban a megemelkedett bizonytalanság a korábbinál is kisebb kamatcsökkentést indokolt. Az eddig megvalósított jelentős mértékű kamatcsökkentésre tekintettel, az ország kockázati megítélésének alakulását is figyelembe véve a jelenleg rendelkezésre álló információk alapján az alapkamat érdemben megközelítette azt a szintet, ami az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését biztosítja. A nemzetközi pénzpiaci környezet jelentős romlása esetén a Monetáris Tanács nem lát lehetőséget a kamatcsökkentési ciklus folytatására.

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

	2013	2014	2015
	Tény	Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)			
Maginfláció	3,3	3,0	3,5
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1,5	2,1	3,3
Infláció	1,7	0,7	3,0
Gazdasági növekedés			
Külső kereslet (GDP alapon)	0,6	1,7	2,2
Háztartások fogyasztási kiadása	0,2	1,3	1,7
Kormányzat végső fogyasztása	1,3	0,7	1,6
Állóeszköz-felhalmozás	5,9	7,3	3,6
Belföldi felhasználás	0,8	2,3	2,1
Export	5,3	5,8	6,5
Import	5,3	6,2	6,4
GDP*	1,2	2,1	2,5
Külső egyensúly¹ (2013-ra prognózis)			
Folyó fizetési mérleg egyenlege	3,2	3,0	3,4
Külső finanszírozási képesség	6,8	6,3	6,5
Államháztartás^{1,6}			
ESA-egyenleg (2013-ra előzetes adat)	-2,5	-2,9	-3,0
Munkaerőpiac			
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ²	3,3	3,8	6,1
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,6	1,9	0,1
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	3,6	2,4	3,7
Versenyszféra foglalkoztatottság	0,8	1,2	1,0
Munkanélküliség	10,2	9,1	8,9
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ⁴	1,7	1,9	1,4
Lakossági reáljövedelem ⁵	1,5	2,0	1,3

¹ A GDP arányában.

² Pénzforgalmi szemléletben.

³ Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.

⁴ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval és a hazai foglalkoztatottakkal számolódott.

⁵ MNB becslés.

⁶ A szabad tartalékok teljes törlésével.

* Naptár hatástól szűrt adat.

1. INFLÁCIÓS ÉS REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

Az elmúlt hónapok makrogazdasági folyamatait erősödő gazdasági növekedés és tovább mérséklődő infláció jellemezte. A konjunktúra élénkülésével párhuzamosan a versenyszféra foglalkoztatása is emelkedett. A gazdasági környezet alakulásában változatlanul erős nominális alkalmazkodás figyelhető meg. A versenyszféra bérdinamikája az elmúlt év végén is visszafogottan alakult. A decemberi várakozásainktól elmaradó év eleji inflációs adatokat elsősorban kedvező költségoldali hatások határozták meg.

Előrejelzésünk szerint az idei évi infláció számottevően a cél alatt várható, és jövőre a bezáródó reálgazdasági ciklikus pozíció mellett is a középtávú inflációs céllal összhangban alakulhat. A visszafogott fogyasztási kereslet, a laza munkapiac várhatóan továbbra is mérsékelt bérnövekedés, a gyenge külső inflációs hatások és az idei évre bejelentett újabb hatóságiár-csökkentések tartósan az alacsony inflációs környezet fennmaradása irányába hatnak. Ugyanakkor az elmúlt évinél gyengébb árfolyam fokozatosan megjelenhet a fogyasztói árakban, így fokozatosan emelkedő indirekt adóktól szűrt maginflációt valószínűsítünk. A huzamosabb ideig a jegybanki célérték alatt alakuló fogyasztói árindex tovább erősítheti az inflációs várakozások alkalmazkodását, ami az árazási és bérezési viselkedésen keresztül támogathatja az alacsony inflációs környezet közép távú fennmaradását.

A gazdasági növekedés folytatódó javulásával számolunk az előrejelzési horizonton. A külső konjunktúra erősödése és a gyengébb árfolyam az export bővülését is segíti. Ugyanakkor a feltörekvő gazdaságokon belül az instabil politikai helyzettel rendelkező országokban a romló és bizonytalanabbá váló gazdasági kilátások rövid távon kedvezőtlenül érinthetik a magyar exportot. A feltörekvő térséggel kapcsolatban lévő Oroszországban a mérsékelt ütemben növekvő beruházások és az olajár csökkenése alapján sem várható rövid távon érdemi növekedés, ami némileg visszafoghatja a hazai export emelkedését. A horizont második felében a gyengébb árfolyam következtében javuló versenyképességünk hatására dinamikusabban bővülő exportra számítunk. A beruházások élénkülését előretételezve is támogatják az EU-forrásokhoz kötődő állami beruházások. A vállalati beruházásokat segítik a kis- és középvállalkozások esetében a Növekedési Hitelprogramnak köszönhetően oldódó finanszírozási korlátok és a javuló reálgazdasági kilátások. Előrejelzési horizontunkon a lakossági fogyasztás mérsékelt növekedésével számolunk. A lakossági fogyasztás emelkedésének irányába mutat az alacsony infláció miatt növekvő lakossági reáljövedelem. Ugyanakkor a szigorú hitelkörnyezet és a háztartások adósságkeelépítése, valamint a továbbra is jelenlévő és lassan oldódó óvatossági megfontolások ezzel ellentétes irányba hatnak.

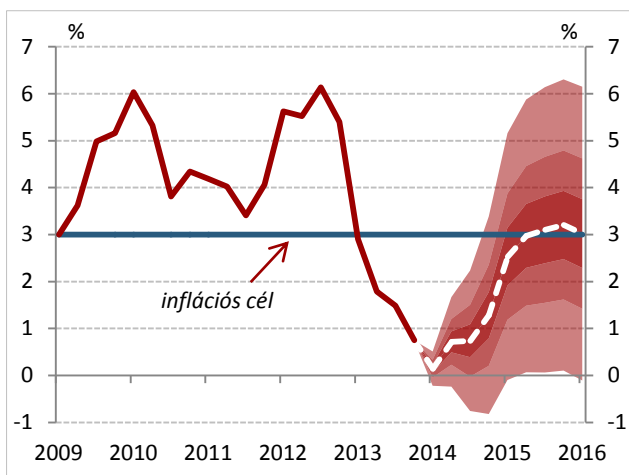
Előrejelzésünkben a munkapiac – összhangban az erősödő reálgazdasági növekedéssel – mind az aktivitás, mind pedig a foglalkoztatás fokozatos emelkedésére számítunk. A foglalkoztatás növekedéséhez a versenyszféra létszám-bővülése és a közmunkaprogramok is hozzájárulhatnak. Az alacsony inflációs környezet, a vállalatok jövedelmezőségi szintjének javítása, a továbbra is laza munkapiaci feltételek valamint az inflációs várakozások alkalmazkodása visszafogott nominális bérnövekedést tesz lehetővé.

A reálgazdaság ciklikus pozíciója (a kibocsátási rés) az előrejelzési horizont második felében bezáródhat, elsősorban az exportszektor teljesítményének és az élénkülő beruházásoknak köszönhetően. A hazai reálgazdaság felől érkező inflációs nyomás szempontjából releváns lakossági fogyasztás lassabban élénkülhet, szintje az előrejelzési horizont végén is jelentősen elmaradhat a válság előtti értéktől. A reálgazdasági környezet tehát előrejelzési horizontunkon továbbra is deflációs hatású. A külső keresleti feltevéseinkkel, és a hazai fundamentumok javulásával összhangban a pénzügyi környezet fokozatos javulásával számolunk.

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az inflációs előrejelzésünket a decemberi várakozásunkhoz képest rövid távon mérsékeljük, míg középtávon a várakozásunkhoz hasonló árszínvonal növekedéssel számolunk. Az infláció előrejelzési horizontunk második felében fokozatosan emelkedik a középtávú inflációs célértékhez. Rövid távon jelentősen lassítják az inflációt a több lépcsőben végrehajtott szabályozottár-csökkentések, emellett a külkereskedelmi partnereink felől érkező árnymás is mérsékelt maradhat. A visszafogott belföldi kereslet, az inflációs várakozások mérséklődése általánosan támogatják az alacsony inflációs környezetet.

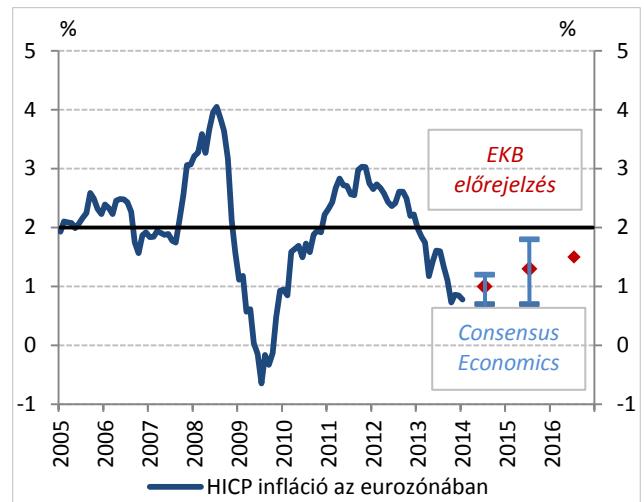
1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés alappályája és a legyezőábra



Forrás: MNB

A fogyasztóiár-index az idei évben számottevően a cél alatt, 2015-ben az árstabilitást jelentő 3 százalékos célértékkel összhangban alakulhat. Az elmúlt időszakban beérkezett kedvezőbb inflációs adatokkal összhangban 2014-re a decemberi előrejelzésünkénél alacsonyabb, jövőre pedig ahhoz hasonló inflációra számítunk (1-1 ábra).

1-2. ábra: HICP infláció az eurozónában

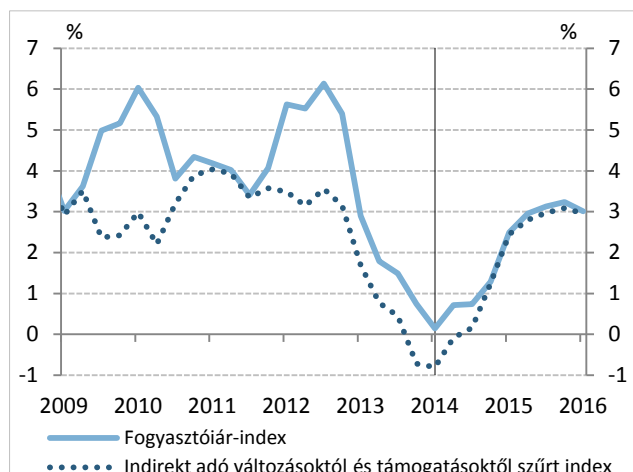


Forrás: EKB, Consensus Economics

Az indirekt adóktól szűrt maginfláció alacsony dinamikát mutat, ami a piaci szolgáltatások mérsékelt inflációjának és az importált termékek lassuló világgazdasági árdinamikájának köszönhető. Emellett a visszafogott belföldi kereslet, az alacsony bérdinamika érdemben elősegíti a maginflációs tételek visszafogottabb áralakulását. Másfelől a gyengébb árfolyam fokozatos begyűrűzése a fogyasztói árakba emeli a maginfláció dinamikájára vonatkozó várakozásunkat (1-2 ábra).

Az inflációs alappolyamatokat középtávon meghatározó tényezők összességében alacsony inflációs környezetet vetítenek előre. A reálgazdaság a teljes előrejelzési horizonton deflációs hatású marad. A kibocsátási rés 2015 második felében bezáródhat, de ez olyan szerkezetben valósulhat meg, hogy a reálgazdaság felől érkező inflációs nyomás mérsékelt maradhat. A reálgazdaság ciklikus pozíciójának záródását az export és a beruházás élénkülése vezetheti, miközben a fogyasztás erősödése továbbra is csak fokozatosabban jelentkezhet. Várakozásunk szerint míg a GDP szintje jövőre meghaladhatja a válság előtti értékét, addig a fogyasztás jelentősen elmaradhat attól.

1-3. ábra: A fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünk



Forrás: MNB

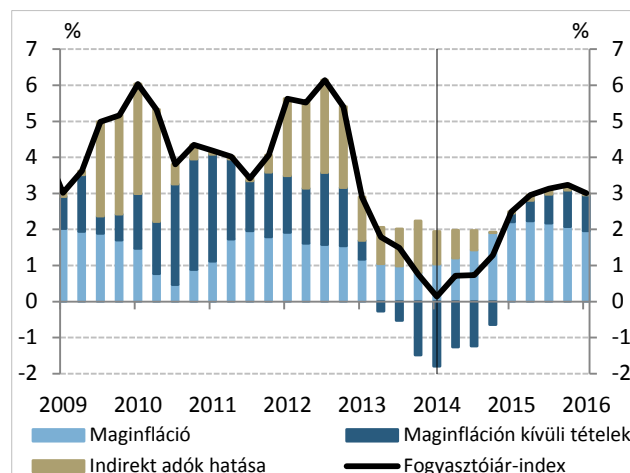
A vállalati szektor viselkedését továbbra is nagymértékben meghatározza az alacsony jövedelmezőségük helyreállítása. **Az árakban történő alkalmazkodás a gyenge keresleti környezetben továbbra is korlátozott**, így elsősorban bér- és egyéb költségeik visszafogásával igyekeznek profitabilitásukat növelni. A visszafogott bérezést a laza munkapiaci kondíciók és az inflációs várakozások mérséklődése is támogatják. A hosszabb távon alacsony inflációs környezet tartósan mérsékelheti az ár- és bérváltozásokat, ezzel elősegítve az alacsony középtávú infláció fenntartását (1-3 ábra).

A maginfláción kívüli termékkörök áraiban egész előrejelzési horizontunkon mérsékelt növekedésre számítunk. December óta csökkent a kőolaj világsági ára, valamint a kedvező globális terméseredmények következtében alacsonyak a feldolgozatlan élelmiszerek árai. Mind a kőolaj, mind pedig az élelmiszerek esetében a határidős jegyzések mérsékelt dinamikát jeleznek előre.

A kormányzati intézkedések inflációs hatása előrejelzési horizontunkon végig a historikus átlag alatt maradhat. Az év elején elfogadott újabb körű hatósági energiaár-csökkentések decemberi feltevésünkhöz képest alacsonyabb árszintet eredményeznek. Ennek hatása a 2014-es éves átlagos inflációra $-0,2$ százalékpont, míg 2015-ben $-0,3$ százalékpont. Ezt követően változatlanul azzal a feltevessel élünk, hogy az előrejelzési horizont végéig nem emelkednek a szabályozott energiaárak.

Emellett idén az energián kívüli szabályozott árak esetében is visszafogott dinamikára számítunk (1-4 ábra).

1-4. ábra: Inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: MNB

1-1. táblázat: Inflációs előrejelzésünk részletei

	2012	2013	2014	2015	
Magainfláció	5,1	3,3	3,0	3,5	
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	3,3	2,2	2,0	2,3	
Magainfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	6,8	6,1	-2,0	4,5
	Jármű-üzemanyag és piaci energia	11,9	-0,9	0,5	2,4
	Szabályozott árú termékek	4,7	-3,7	-6,2	0,9
	Összesen	6,8	-1,2	-3,7	1,9
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	2,4	-0,5	-1,3	0,7	
Infláció	5,7	1,7	0,7	3,0	

Forrás: MNB

Összességében a visszafogott belföldi kereslet, a dezinflációs hatású kormányzati intézkedések, valamint a mérséklődő inflációs várakozások együttesen az alacsony inflációs környezet fennmaradásának irányába mutatnak. A fogyasztóiár-emelkedés az idei évben jelentősen elmaradhat a középtávú inflációs céltól, és várhatóan a horizont második felében a 3 százalékos célértékkel konzisztensen alakulhat (1-1 táblázat).

1–1. keretes írás: Inflációs alapfolyamatok előrejelzésünkben

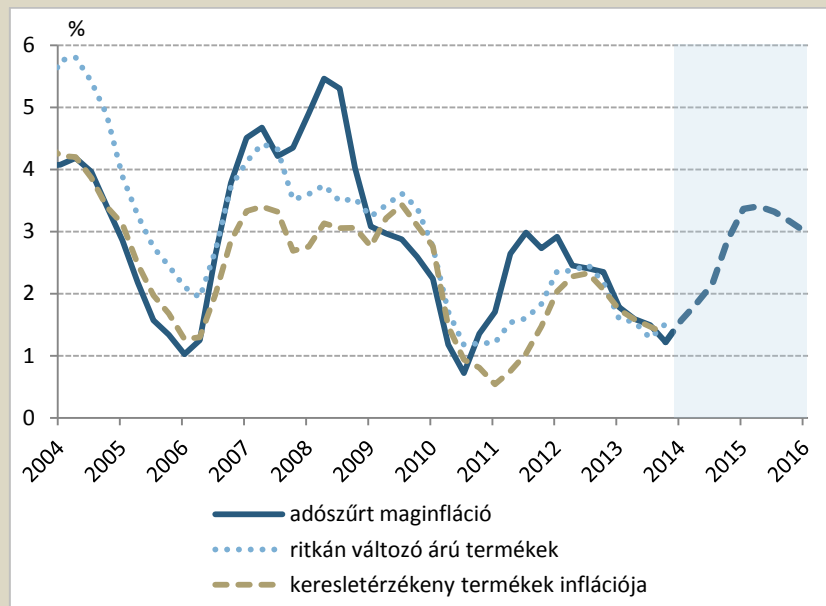
A tartósabb inflációs tendenciák megragadására a jegybank különböző alapmutatókat fejlesztett ki az elmúlt időszakban. A volatilis termékek és az inflációt csak átmenetileg érintő intézkedések kiszűrésével, azaz a perzisztens trendeket tükröző mutatók számításával pontosabb képet kaphatunk az inflációs célkövetés szempontjából releváns középtávú infláció alakulásáról. Tényértékelésünkben különösen hangsúlyosan követjük a keresletérzékeny, illetve a ritkán változó árú termékek inflációját.

Előrejelzési gyakorlatunk során azonban – rendszereink magasabb aggregáltsága és a számítások módszertani okai miatt – nem tudjuk ezen indikátorokat előretételezni is teljes körben előállítani. Előrejelzésünkben az inflációs alapfolyamatokat leginkább az adószűrt maginfláció alakulásán keresztül tudjuk megragadni. Ezen mutató az elmúlt másfél évben szorosan együttmozgott a másik két alapfolyamat mutatóval. Az adószűrt maginfláció és a másik két alapmutató között érdemi elnyílást csak jelentősebb élelmiszerár-sokkok idején (2007/2008, 2010/2011) figyelhettük meg, ettől eltekintve azonban dinamikákban hasonló elmozdulások jellemezték az indikátorokat.

Aktuális előrejelzésünk szerint a 2013 második feléhez képest gyengébb forint árfolyam a következő negyedévekben fokozatosan befolyásolhatja az inflációs alapfolyamatok alakulását is. Az árfolyam nagyobb részben az iparcikkek, kisebb részben a feldolgozott élelmiszerek árváltozásán keresztül jelenik meg az adószűrt maginflációban. A válság óta visszafogott belső keresleti környezet viszont erőteljesen korlátozhatja az árfolyam gyengülésének fogyasztói árakba való áthárítását, így az árfolyam begyűrűzése a válság előtt tapasztaltaknál mérsékeltebb lehet.

Középtávon a maginfláció alakulását a tartósan alacsony importált infláció, az inflációs várakozások alkalmazkodása, nyomott beralakulás határozza meg, így 2015-től az adószűrt maginfláció fokozatosan visszatérhet az árstabilitással konzisztens értékéhez (1-5 ábra).

1-5. ábra: Adószűrt maginfláció előrejelzése



Forrás: MNB

1–2. keretes írás: Az aktuális inflációs folyamatokat befolyásoló adóhatások

Az elmúlt években több adóváltozás történt, mely átmeneti növekedést okozott az inflációban. Monetáris politikai szempontból az indirekt adók változása akkor kap hangsúlyos szerepet, amikor a vállalati költségstruktúrákon továbbgyűrűzve tartós árszintemelkedést okoz. Az indirekt adók változása esetében azonban másodkörös hatás kialakulásának kevés a valószínűsége, így a középtávú folyamatokat várhatóan nem befolyásolja. Ennek következtében érdemes a monetáris politika szempontjából ezek hatását kiszűrni az idősorokból.

Az indirekt adók változásának klasszikus példája az áfa. Az áfa fogyasztói árakból történő kiszűrése esetén a becsült hatásból indulunk ki, hiszen az áfa áthárításának mértéke változhat az aktuális gazdasági állapot függvényében. Különösen gyenge keresleti feltételek mellett valószínű, hogy az áfa-emelés teljes hatása nem jelenik meg a fogyasztói árakban. Kiszűrjük az árindexből az indirekt adók másik tipikus fajtáját, a jövedéki adókat, illetve az egyéb forgalmi típusú adók hatását.

Az elmúlt időszakban több egyedi intézkedés (pl. a dohány kiskereskedelmi árrésének emelése¹) történt, mely nem tekinthető klasszikus adóváltozásnak. Kiszűrésüket az magyarázza, hogy monetáris politikai szempontból a fogyasztói árindexre gyakorolt hatásmechanizmusuk szinte teljes mértékben egy fogyasztási adóváltozáshoz hasonlítható: a termékek szűk körében okoztak átmeneti inflációemelkedést, ami feltételezhetően nem jár másodkörös inflációs hatással.

2014 februárjában a fogyasztóiár-index 0,1 százalék, míg az MNB által számított adószűrt infláció² –0,7 százalék volt. Az infláció és az adószűrt infláció közötti különbséget elsősorban a következő intézkedések magyarázták: pénzügyi tranzakciós illeték bevezetése majd emelése (2013. január, illetve augusztus), a dohány kiskereskedelmi árrésének emelése (2013. július), illetve az idén februártól érvényes, havonta kétszer, összesen 150 ezer forintig igénybe vehető ingyenes készpénzfelvétel (1-2 táblázat).

1-2. táblázat: Az MNB által becsült adóhatások a fogyasztóiár-indexben

Adótartalom	Infláció		Maginfláció	
	2014. február	2014 éves átlagos	2014. február	2014 éves átlagos
Dohány kiskereskedelmi árrés emelés	0,7	0,5	1,0	0,7
Pénzügyi tranzakciós illeték	0,3	0,2	0,5	0,3
Havonta kétszer ingyenes készpénz felvétel 150 ezer forintig	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
összesen	0,8	0,6	1,3	0,9

Forrás: MNB

¹ A dohány kiskereskedelmi árrésének emeléséről bővebben a 2013. júniusi Inflációs jelentésben írtunk.

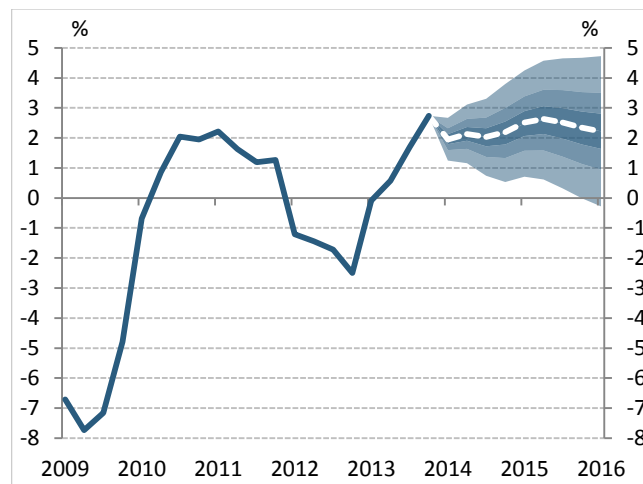
² A KSH által közölt változatlan adótartalmú fogyasztóiár-index és az MNB által számított adószűrt infláció közötti különbséget az magyarázza, hogy az MNB által becsült indirektadó-hatás a figyelembe vett adóintézkedések körében és számszerűsítésében is különbözik a Központi Statisztikai Hivatal által a változatlan adótartalmú fogyasztóiár-index esetében elszámolt technikai hatástól.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Előrejelzési horizontunkon – a decemberi várakozásunkhoz hasonlóan – a gazdasági növekedés folytatódó javulására számítunk. A növekedés elsődleges forrása a beruházás és az export lehet. A nemzetgazdasági beruházásokat elsősorban az európai uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások élénkítik, ugyanakkor a jegybank Növekedési Hitelprogramja (NHP) jelentősen enyhítheti a kis- és középvállalkozások finanszírozási korlátait, növelve ezáltal a privát szféra beruházási aktivitását. A lakossági fogyasztás azonban a reáljövedelmek bővülése mellett is csak fokozatosan élénkülhet a szigorú hitelezési kondíciók, a válság előtt felhalmozott adósság leépítése és a lassan oldódó óvatossági megfontolások miatt.

Decemberi várakozásunkkal összhangban a negyedik negyedévben folytatódott a magyar gazdaság bővülése, viszont némileg lassabb ütemben, mint egy negyedévvél korábban. Termelési oldalról nézve a havi indikátorok alapján a korábbi negyedévekben látott szerkezetben nőtt a gazdaság teljesítménye. Bővült az ipari termelés, aminek a tavalyi év végén is a járműgyártás és az ezzel összefüggő ágazati kör adta a lendületet, míg az elektronikai ágazat kibocsátása tovább mérséklődött. Az év végén erőteljes bővülést mutatott az építőipari termelés, amit a korábbi éveknél enyhébb időjárás is támogatott. Az építőipar kedvező teljesítményét elsősorban az uniós fejlesztési források gyorsuló felhasználása magyarázza, mely zömmel az állami körhöz köthető ágazatok beruházási aktivitását növelte. A belföldre termelő ágazatok esetében a negyedik negyedévben is lassú javulás mutatkozott (kiskereskedelem, piaci szolgáltatások). A mezőgazdaság esetében a 2012. évi rossz termés tavalyi korrekciója után idén átlagos terméshezammal számolunk (1-6 ábra).

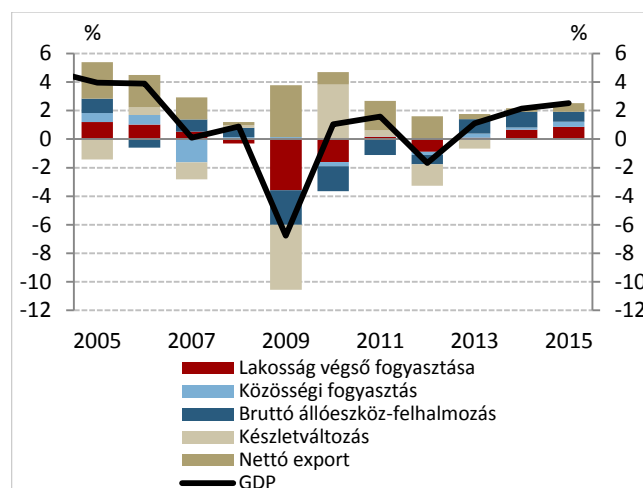
1-6. ábra: GDP-előrejelzésünk legyezőábrája (szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján)



Forrás: MNB

A gazdasági növekedés előrejelzési horizontunkon tovább erősödhet. A növekedés a decemberi várakozásunkkal összhangban kiegyensúlyozott szerkezetben valósulhat meg: az export mellett a belföldi felhasználás is élénkülhet. A gazdasági növekedést a fokozatosan javuló külpiaconkonjunktúra, az EU-források intenzív felhasználása, a laza monetáris kondíciók és a Növekedési Hitelprogram egyaránt támogatják (1-7 ábra).

1-7. ábra: A GDP-növekedés alakulása

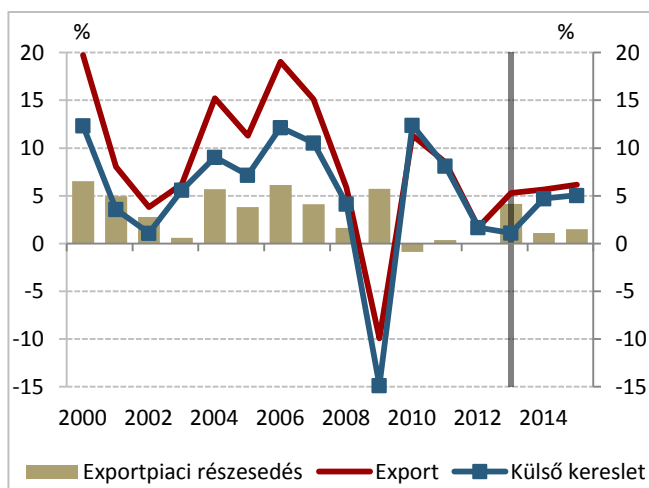


Forrás: KSH, MNB

A hazai exportteljesítmény összhangban alakulhat a kedvező külső kereslettel. A legfőbb exportpiacunknak számító euroövezet növekedése a vártnál kedvezőbb volt a negyedik negyedévben és előre tekintve is némileg kedvezőbb a rövid távú növekedési kép. Ezt részben ellensúlyozza, hogy a fejlett országok javuló konjunkturális kilátásai mellett a fejlődő piacok a lassulás jeleit mutatják, így összességében a korábbival megegyező külső keresleti

feltételeket várunk előrejelzési horizontunkon. A piaci részesedés növekedését támogathatja a decemberinél gyengébb árfolyamszint is. A ipari exportértékesítéseket főképp a járműgyártás ágazatának tovább bővülő termelése húzhatja, a fokozatosan termelésbe álló kapacitások alapján harmadával bővülhet a Magyarországon előállított személygépjárművek száma 2014 során. Emellett az ipar más ágazataiban is élénkülést várunk, illetve a régebb óta hanyatló ágazatok visszaesése megállhat. A javuló kivitel mellett az importigény fokozatos emelkedésére számítunk, az egyre élénkülő fogyasztás, valamint az uniós forrás-felhasználás és NHP miatt élénkülő beruházási aktivitás együttesen mérsékelheti a nettó export növekedési hozzájárulását (1-8 ábra).

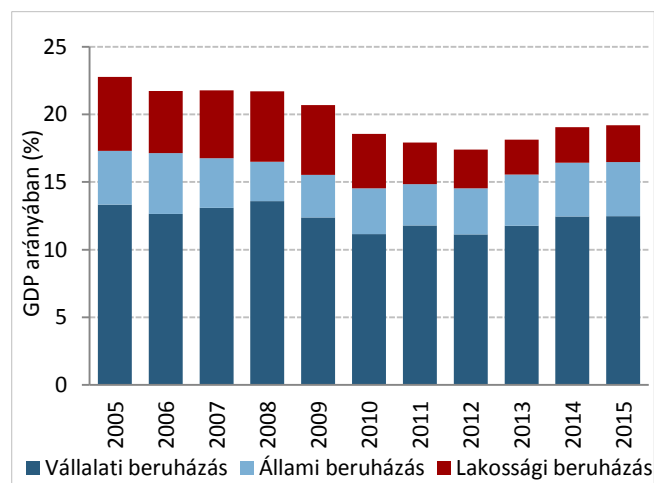
1-8. ábra: Az exportpiaci részesedés alakulása



Forrás: MNB

A nemzetgazdasági beruházások jelentős bővüléséhez hozzájárulnak az európai uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások. A 2007–13-as EU költségvetési cikusból rendelkezésre álló keretösszeg lehívásának gyorsulása rövid távon számottevően emeli a társfinanszírozott beruházások volumenét (1-9 ábra).

1-9. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként

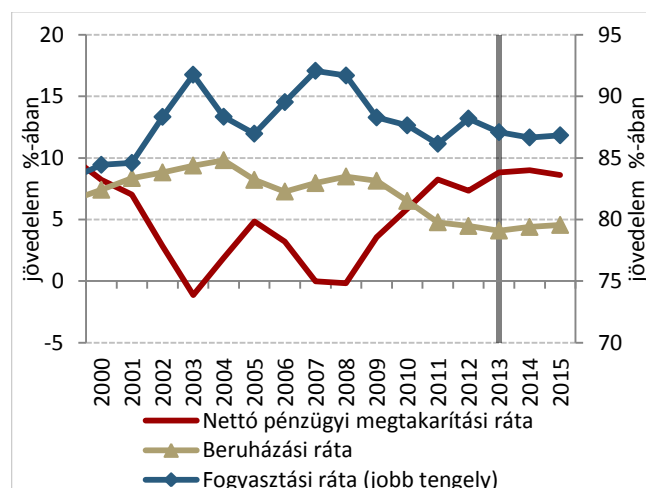


Forrás: KSH, MNB

A vállalati beruházások számottevően nőhetnek a javuló konjunkturális kilátásokkal és az oldódó hitelezési korlátokkal összhangban. A kis- és középvállalkozások esetében a vállalati beruházásokat segítik a jegybanki Növekedési Hitelprogramnak köszönhetően oldódó finanszírozási korlátok, elősegítve ezzel a tőkemegőrző és bővítő beruházások realizálódását.

Az NHP összességében a kkv hitelezés bővülését eredményezi az előrejelzési horizont egészén, míg a teljes vállalati hitelezésben történő visszaesés megállhat. Mindezt egészségesebb szerkezetben a hosszabb lejáratú forint-hitelek térnyerésének köszönhetően (1-11 és 1-12 ábra).

1-10. ábra: Lakossági jövedelmek felhasználása

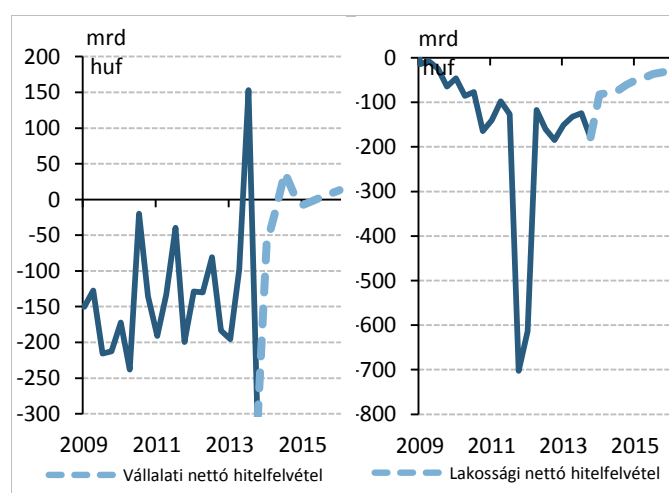


Megjegyzés: A rendelkezésre álló jövedelem arányában. A háztartások nettó pénzügyi megtakarításait a magánnyugdíjpénztárakba kötelezően befizetett járulékok nélkül vettük figyelembe.

Forrás: KSH, MNB

A háztartások fogyasztási döntéseit kettősség jellemzi. Egyrészt az alacsony inflációs környezet következtében a háztartások jövedelmének vásárlóereje jelentősen emelkedik, ami a fogyasztás bővülésének irányába hat. Ugyanakkor a lakosság jelentős hányadában változatlanul meghatározó motívum a válság előtt felhalmozott adósságuk leépítésére vonatkozó törekvése. Továbbá a szigorú hitelezési feltételek és a csak lassan oldódó óvatossági megfontolások mérséklék a háztartások fogyasztási keresletének bővülését. Összességében a lakossági fogyasztásban lassú, fokozatos bővülésre számíthatunk (1-10 ábra).

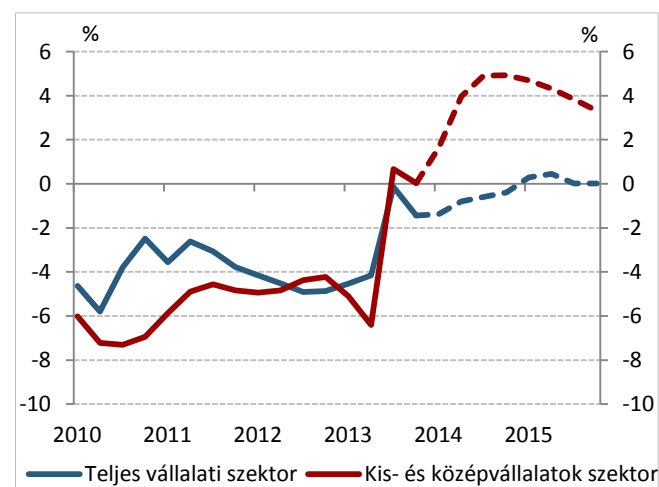
1-11. ábra: Előrejelzésünk a lakossági és a vállalati hitelezés alakulására



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

Forrás: MNB

1-12. ábra: A teljes, kis- és középvállalati hitelezés előrejelzése

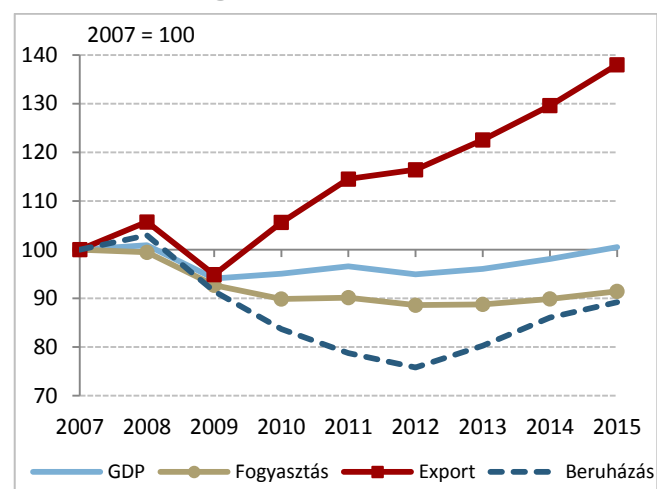


Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: MNB

Az aggregált kibocsátás a horizont második felében elérheti a termelőkapacitások által meghatározott potenciális szintjét, azaz a kibocsátási rés bezáródhat, amit elsősorban az export és a beruházás élénkülése vezethet. A belföldi eredetű inflációs nyomás szempontjából releváns lakossági fogyasztás a fokozatos bővülés ellenére még a horizont végén is jelentősen elmaradhat a válság előtti szintjétől (1-13 ábra). **A kibocsátási rés záródása tehát olyan szerkezetben történik, hogy az általános reál gazdasági környezet változatlanul deflációs hatású maradhat a teljes előrejelzési horizonton.**

1-13. ábra: A GDP és a fő felhasználási tételek alakulása a válság óta



Forrás: KSH

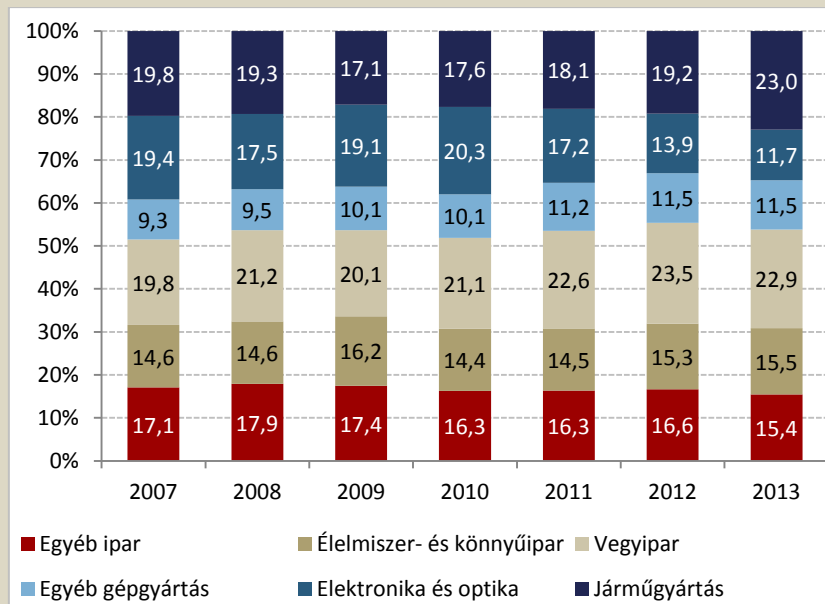
1–3. keretes írás: Egyedi hatások a hazai kivitelben, ipari termelésben

A magyar gazdaság a válság kitörését követő években jelentős átalakuláson ment keresztül. A nettó export jelentős mértékben járult hozzá a bruttó hazai termék bővüléséhez, ennek mértékét a már 2009-ben lábra kapó export-értékesítések mellett a visszaeső belső kereslet miatt csökkenő importkereslet is növelte. A kivitel folyamatos bővülése a feldolgozóipar jelentős szerkezetátalakulásával párhuzamosan ment végbe: az elmúlt öt évben számottevően nőtt a közúti járműgyártás és a hozzá kapcsolódó ágazatok súlya az ipari termelésben, míg a számítógép, optika és elektronika ágazat fokozatosan leépült. Mivel a meglévő kapacitások leépülésének hatásai gyorsabban jelentkeztek a termelési indikátorokban, mint az új beruházások megvalósulása és a kapacitások termelésbe állása, így a két hatás eredőjeként az elmúlt években némileg csökkent a hazai exportpiaci részesedés. Az egyedi hatások számszerűsítésével, jobban megérthetőek az ipari termelésben és a kivitelben látott változások időbeli lefutása.

Európában jelentősen mérséklődött az autópiacon kereslet a válság során és csak lassan állhat helyre a válság előtti környezet, ugyanakkor a fejlődő országok kereslete továbbra is jelentős maradt. Az európai növekedés egyik forrása a főképp Németországhoz köthető ázsiai export, mely a magyar gazdaság növekedési lehetőségeit is kedvezően érinti. Az elmúlt években a válság előtt már Magyarországon lévő, autógyártással foglalkozó vállalkozások (Audi, GM, Suzuki) mindegyike különböző mértékben bővítette tevékenységét, a kecskeméti Mercedes-gyár megépültével pedig újabb jelentős szereplő jelent meg a hazai feldolgozóiparban. Mindezen hatások eredőjeként a korábbi autópiacon kapacitások mintegy megkétszereződtek, és megfelelő keresleti feltételek mellett 2016-ig be is indulhat a termelés minden új gyáregységben.

A feldolgozóipart érintő kedvezőtlen fejlemények szintén a válság miatt megváltozott piaci környezet eredménye. Magyarországon a korábbi időszakban jelentős súllyal bíró elektronika ágazat esetében a vállalatok széles körében (Flextronics, Elcoteq, Jabil Circuits) került sor a termelés részleges vagy teljes megszüntetésére és jelentős elbocsátásokra. Az egyik legnagyobb hazai vesztes a Nokia volt, amely globális pozíciójának megváltozása miatt kényszerült magyarországi tevékenységének újragondolására. A komáromi gyáregység leállítását és egyéb tevékenységek megszüntetését a cégcsoport korábbi hazai exportteljesítményének kétharmadát érintették (1-14 ábra).

1-14. ábra: Szerkezetváltás a feldolgozóiparban

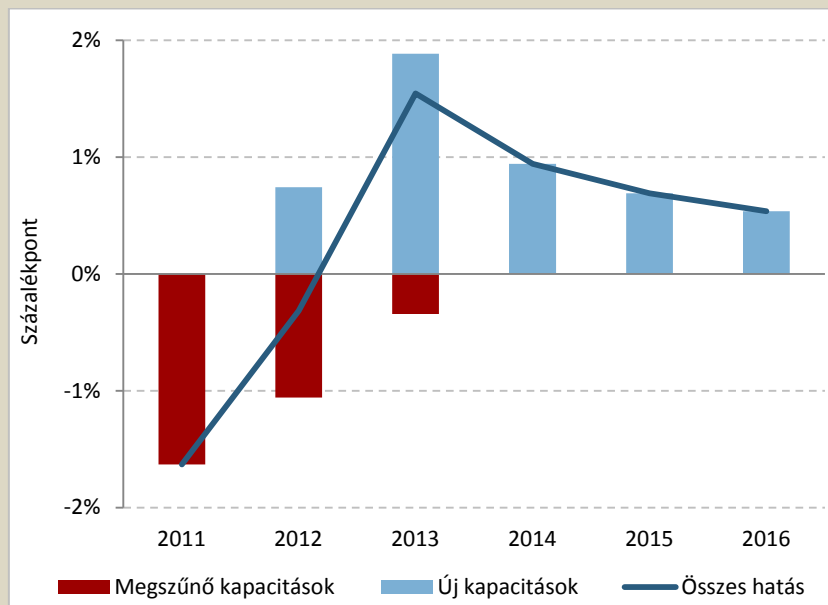


Forrás: KSH

Az elmúlt években elkezdődött és a járműgyártásban és az elektronikában jelenleg is zajló folyamatok ellentétes irányban hatnak és jelentősen érintik az ipari termelés és az exportértékesítések alakulását. A járműgyártás ágazatának teljesítménye már meghaladja a válság előtti szintet és előretekintve tovább nőhet az ipari termelésben és kivitelben mért részaránya. Ezzel szemben az elektronika ágazatnak közel felére zsugorodott az iparon belüli súlya. Az egyedi hatások számszerűsítéséhez meghatározható, hogy mekkora az a többlet exportteljesítmény, amelyet a járműgyártás ágazat fejlesztései jelenthetnek. Ehhez a vállalatok publikus eredménykimutatásai alapján a várt maximális kapacitást kell figyelembe venni a válság előtti

termelési szintekhez és exportárbevételhez viszonyítva. Hasonló módon a leépülő elektronikai kapacitások negatív eredménye is számszerűsíthető. Összességében azt mondhatjuk, hogy ha az elérhető autóiipari kapacitások teljes teljesítményen termelnek a következő évek során, az meghaladja az elektronikai ágazatban megfigyelt kapacitáscsökkenést és így az elmúlt években mérséklődő exportpiaci részesedésünk újra bővíthet (1-15 ábra).

1-15. ábra: Egyedi hatások a járműgyártásban és az elektronikában



Forrás: KSH

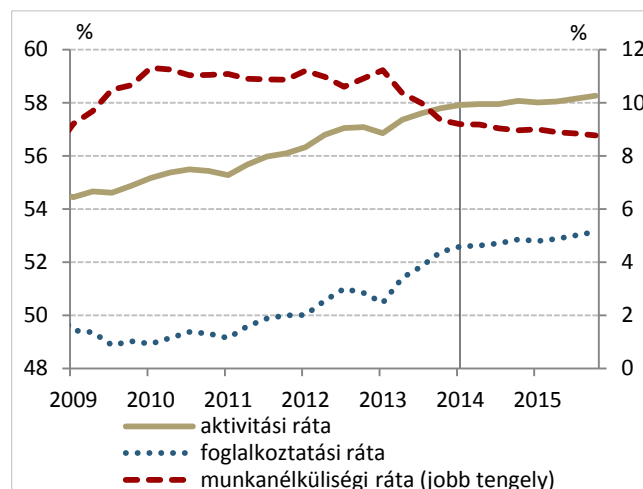
1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk

Az előrejelzési horizontunkon mind az aktivitás mind pedig a nemzetgazdasági foglalkoztatottság bővül. A foglalkoztatás növekedéséhez a versenyszféra létszám bővítése és a közmunkaprogramok is hozzájárulhatnak. A munkanélküliségi ráta az előrejelzési horizonton 9 százalék alatt maradhat. A konjunktúra helyreállítását követve a versenyszféra létszáma is fokozatosan emelkedik. Folytatódhat a részmunkaidős foglalkoztatás térnyerése, így a ledolgozott munkaórák száma a foglalkoztatottak létszámánál lassabb ütemben emelkedhet. Összhangban a laza munkapiaci kondíciókkal, illetve a vállalatoknak a bér és egyéb költségeik visszafogásával – amivel jövedelmezőségük helyreállítását célozzák –, mérsékelt bérdinamikára számítunk.

A versenyszféra foglalkoztatottsága 2013 negyedik negyedévéig bővült, ám az egy főre eső átlagos munkaórák száma alacsony volt. Ehhez hozzájárult a részmunkaidős foglalkoztatás szerepének trendszerű növekedése, amit segít az új Munka törvénykönyv is, a rugalmas foglalkoztatási formák alkalmazásának megkönnyítésén keresztül.

Előrejelzésünkben a foglalkoztatás a konjunktúra élénkülésével párhuzamosan bővül. A versenyszféra foglalkoztatottainak száma előrejelzési horizontunk végére elérheti a válság előtti értéket. Ugyanakkor a részmunkaidős foglalkoztatási formák további térnyerésére számítunk, ami azt eredményezi, hogy a vállalatok oldaláról megjelenő effektív munkakereslet mérsékeltebben növekedhet a létszám bővülésnél. Nemzetgazdasági szintű foglalkoztatás alakulásában továbbra is hangsúlyos szerepet kaphatnak az állami közfoglalkoztatási programok (1-16 ábra).

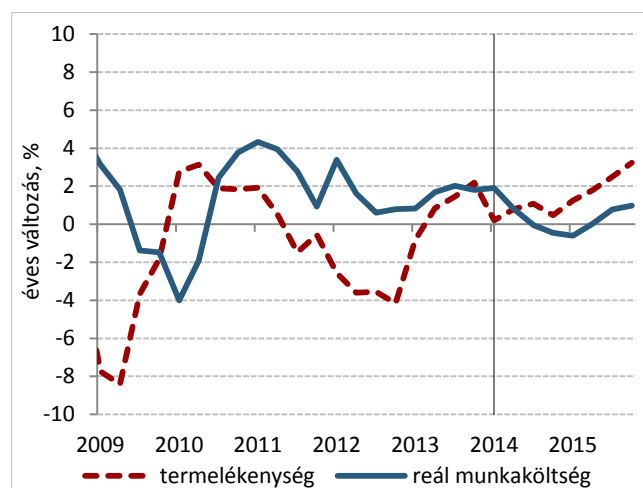
1-16. ábra: Foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH

A laza munkapiaci kondíciókkal összhangban visszafogott nominálisbér-dinamikára számítunk. A gyenge belföldi kereslet korlátozza a vállalatok áremelési lehetőségeit, így várakozásunk szerint elsősorban a termelési költségeik visszafogásával igyekeznek a jövedelmezőségüket javítani. Ebben kiemelt szerep juthat a visszafogott bérezésnek, melyet az általánosan alacsony inflációs környezet és az inflációs várakozások fokozatos süllýedése egyaránt támogathat. Továbbá az idei év eleji minimálbér-emelés az általános bérnövekedésnél csak enyhén magasabb, így érdemi bértorlódást nem okoz (1-17 ábra).

1-17. ábra: A termelékenység, reál munkaköltségek alakulása



Forrás: KSH, MNB

A huzamosabb ideig cél alatt alakuló infláció segíti az inflációs várakozások mérséklődését, elősegítve ezzel az alacsony bérdinamika stabilizálódását. Összességében a

munkapiac felől érkező inflációs nyomás továbbra is gyenge.

1-3. táblázat: Előrejelzésünk változása a legutóbbi Inflációs jelentéshez képest

	2013	2014		2015	
	Tény	Előrejelzés			
		December	Aktuális	December	Aktuális
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció	3.3	3.0	3.0	3.0	3.5
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	1.5	2.2	2.1	2.8	3.3
Infláció	1.7	1.3	0.7	2.8	3.0
Gazdasági növekedés					
Külső kereslet (GDP alapon)	0.6	1.7	1.7	2.2	2.2
Háztartások fogyasztási kiadása	0.2	1.5	1.3	1.8	1.7
Kormányzat végső fogyasztása	1.3	0.7	0.7	1.4	1.6
Állóeszköz-felhalmozás	5.9	7.4	7.3	4.8	3.6
Belföldi felhasználás	0.8	2.4	2.3	2.3	2.1
Export	5.3	5.4	5.8	6.1	6.5
Import	5.3	6.0	6.2	6.4	6.4
GDP*	1.2	2.1	2.1	2.4	2.5
Külső egyensúly¹ (2013-ra prognózis)					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	3.2	2.8	3.0	3.2	3.4
Külső finanszírozási képesség	6.8	5.5	6.3	5.8	6.5
Államháztartás^{1,6}					
ESA-egyenleg (2013-re előzetes adat)	-2.5	-2.5	-2.9	-2.9	-3.0
Munkapiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ²	3.3	3.9	3.8	5.1	6.1
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1.6	1.7	1.9	0.3	0.1
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	3.6	2.8	2.4	3.5	3.7
Versenyszféra foglalkoztatottság	0.8	1.3	1.2	0.9	1.0
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ⁴	1.7	1.4	1.9	1.1	1.4
Lakossági reáljövedelem ⁵	1.5	1.8	2.0	1.2	1.3

¹ A GDP arányában.

² Pénzforgalmi szemléletben.

³ A teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.

⁴ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval és a hazai foglalkoztatottakkal számolódott.

⁵ MNB becslés.

⁶ A szabad tartalékok teljes törlesztésével.

* Naptár hatástól szűrt adat.

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

	2013	2014	2015
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2014. március)	1,7	0,7	3,0
Consensus Economics (2014. február) ¹	1,7	0,7 - 1,4 - 2,5	2,3 - 3,0 - 4,4
Európai Bizottság (2014. február)	1,7	1,2	2,8
IMF (2013. október)	2,3	3,0	3,0
OECD (2013. november)	1,9	2,1	3,5
Reuters-felmérés (2014. február) ¹	1,7	0,8 - 1,3 - 2,6	2,0 - 2,85 - 3,5
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2014. március)*	1,2	2,1	2,5
Consensus Economics (2014. február)	1,1	1,3 - 1,9 - 2,8	1,3 - 2,1 - 3,5
Európai Bizottság (2014. február)	1,1	2,1	2,1
IMF (2013. október)	0,2	1,3	1,5
OECD (2013. november)	1,2	2,0	1,7
Reuters-felmérés (2014. február) ¹	1,1	1,1 - 1,8 - 2,2	1,3 - 1,9 - 2,5
Folyó fizetési mérleg egyenleg³			
MNB (2014. március)	3,2	3,0	3,4
Európai Bizottság (2014. február)	2,9	2,7	2,6
IMF (2013. október)	2,2	2,0	1,3
OECD (2013. november)	1,8	2,1	2,4
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint)^{3,4}			
MNB (2014. március)	2,5	2,9	3,0
Consensus Economics (2014. február) ¹	2,8	2,7 - 3,0 - 4,0	2,5 - 2,8 - 3,1
Európai Bizottság (2014. február)	2,4	3,0	2,9
IMF (2013. október)	2,7	2,8	3,0
OECD (2013. november)	2,7	2,9	2,9
Reuters-felmérés (2014. február) ¹	2,6	2,8 - 3,0 - 3,5	2,5 - 2,9 - 3
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2014. március)	1,1	4,7	5,0
Európai Bizottság (2014. február) ²	1,1	4,5	6,1
IMF (2013. október) ²	1,7	3,9	3,8
OECD (2013. november) ²	1,2	4,5	5,5
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2014. március)	0,6	1,7	2,2
Európai Bizottság (2014. február) ²	0,6	1,9	2,3
IMF (2013. október) ²	0,8	1,8	2,3
OECD (2013. november) ²	0,5	1,8	2,1

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

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

³ A GDP arányában.

⁴ A szabad tartalékok teljes törlésével.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. (London), 2014. február); European Commission Economic Forecasts (2014. február); IMF World Economic Outlook Database (2013. október); Reuters-felmérés (2014. február); OECD Economic Outlook No. 93 (2013. november).

* Naptár hatástól szűrt adat.

2. ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK HATÁSA ELŐREJELZÉSÜNKRE

A Monetáris Tanács a márciusi inflációs jelentés alapjálya körül három alternatív forgatókönyvet azonosított, amelyek a monetáris politika jövőbeli vitelére érdemi hatást gyakorolhatnak.

A tartósan alacsony külső inflációs környezettel és a külső kereslet vártnál lassabb fellendülésével számoló alternatív forgatókönyvben az inflációs cél az alappályában feltételezettnél lazább monetáris kondíciók mellett érhető el. A kedvezőtlen külső környezettel és magasabb befektetői kockázatkörüléssel számoló kockázati pálya esetében az alappályánál érdemben szigorúbb monetáris kondíciók mellett alakul az infláció középtávon összhangban az árstabilitással. Szintén szigorúbb monetáris politikai irányultság felé mutat a hazai foglalkoztatottság és fogyasztás élénkülésével, így a belföldi dezinfláció mérséklődésével számoló forgatókönyv.

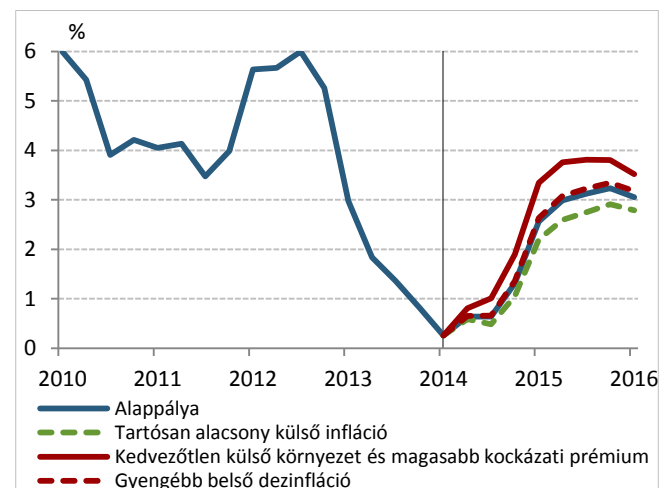
Az elmúlt hónapokban beérkezett adatok szerint a globális infláció mérsékeltten alakult, ami Magyarország esetében is érdemben hozzájárult az infláció 2013-ban végbement csökkenéséhez. Az eurozóna inflációja az utóbbi hónapokban a várakozásoknál alacsonyabb volt, és előre tekintve is visszafogottan alakulhat. Az alappálya feltételezése szerint a globális infláció továbbra is mérsékelt marad.

Az eurozónában a várakozásoktól folyamatosan elmaradó, alacsony infláció és az ezzel kapcsolatos deflációs félelmek felvetik annak a kockázatát, hogy az euroövezet fellendülése lassabb lehet a vártnál, és, hogy külső piacaink ciklikus pozíciója nyitottabb a jelenleg feltételezettnél. Emellett a Federal Reserve eszközvásárlási programjának lassítása következtében egyes feltörekvő országok szigorúbb monetáris politikát folytathatnak, ami szintén hozzájárulhat a globális konjunktúra gyengüléséhez és a nyersanyagárak csökkenéséhez. Amennyiben a gyenge külső kereslet erősebb dezinflációs hatást fejt ki, a külső inflációs környezet tartósan alacsony maradhat, így az importált infláció is alacsonyabban alakulhat, ami elsősorban az iparcikkek és az élelmiszerek visszafogottabb áremelkedésében jelentkezhet.

Mindezzel összhangban a forgatókönyv a külső kereslet lassabb helyreállításával és alacsonyabb nyersanyagárakkal számol, ami huzamosabb ideig fennmaradó alacsony külső inflációt és mérsékeltébb importált inflációt eredményez. Ezenkívül a gyengébb külső kereslet exportunkra is kedvezőtlenül hat, így a hazai kibocsátási rés enyhén lassabban záródik, és csökken az aggregált

kereslet oldaláról érkező árnymás is. Ebben a forgatókönyvben az erősebb dezinfláció következtében az inflációs cél középtávon az alappályában feltételezettnél lazább kamatkondíciók mellett érhető el, miközben a gyengébb kereslet kedvezőtlen növekedési hatásait a laza monetáris politika csak részben tudja ellensúlyozni (2-1 ábra).

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



Forrás: MNB

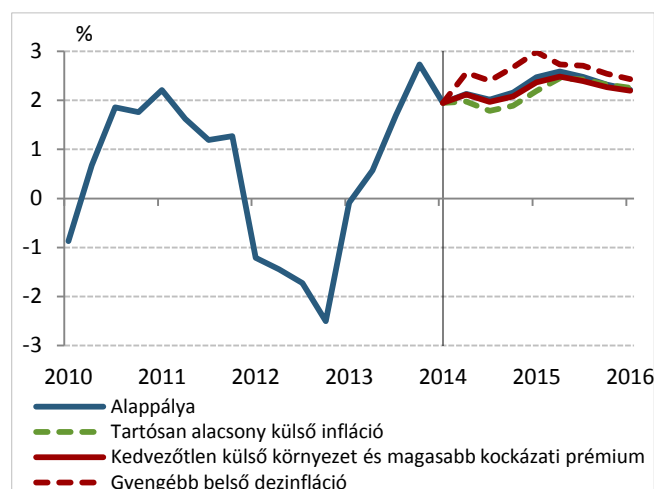
Az elmúlt negyedévben **a nemzetközi befektetői hangulat változékonyan alakult**, a hazai kockázati felárak érdemben nem változtak, míg az árfolyam jelentős ingadozás mellett gyengült. Emellett folytatódott a korábbi negyedévekben megfigyelt elválás a fejlett és feltörekvő gazdaságokat jellemző növekedési kilátások tekintetében, miközben a feltörekvő piacok kilátásai fokozatosan kedvezőtlenebbé váltak.

Számos olyan kockázati tényező azonosítható, amely külső keresletünk és kockázati prémiumunk kedvezőtlenebb alakulását eredményezheti. Ilyen kockázati tényező például a globális kockázatvállalási hajlandóság kedvezőtlen alakulása az egyes feltörekvő gazdaságok sérülékenysége és a globális jelentőségű jegybankok által alkalmazott nemkonvencionális eszközök jövőbeli kivezetése kapcsán. A sérülékeny feltörekvő gazdaságok közelmúltbeli pénzügyi turbulenciája felveti annak lehetőségét is, hogy ezen országok tartósan magasabb kockázati prémiummal, szigorúbb monetáris kondíciókkal és visszafogottabb növekedéssel lesznek kénytelenek szembenézni a közeljövőben. Ebben a környezetben könnyen előfordulhat újabb pénzügyi turbulencia, ami rontaná a legtöbb feltörekvő gazdaság

kockázati megítélését, és könnyen átterjedhet a régióra, illetve hazánkra is. Ezenkívül jelentős bizonytalanság övezi bizonyos feltörekvő gazdaságok (pl. Oroszország, Kína, India) konjunkturális folyamatait is: ezen országok törekény növekedési kilátásai, esetleges lassulásuk szintén kedvezőtlenül érinthetik a globális befektetői hangulat alakulását. Végül az euroövezeti periféria bankrendszerének lehetséges problémái is érdemi kockázatot jelenthetnek: a sérülékenyebb bankok mérlegalkalmazkodásának elhúzódása feszültségeket kelthet a pénzpiacokon, és ronthatja a befektetői hangulatot. Hasonló kockázatok azonosíthatók a jelenlegi ukrajnai válság kapcsán, melyeket az ottani bankrendszerrel és egy esetleges államcsőddel kapcsolatos aggodalmak táplálnak.

A fentiek figyelembevételével ez a forgatókönyv külső tényezők miatt megemelkedő kockázati prémiummal és alacsonyabb külső kereslettel számol. A globális befektetői hangulat romlása emeli a hazai kockázati felárakat, ami a forrásköltségek drágulásán keresztül a banki hitelezést is visszafogja, ezért vállalati és lakossági oldalon egyaránt szigorodhatnak a hitelezési feltételek. A kockázati prémium emelkedése az árfolyam leértékelődésén keresztül emeli az inflációt. A külső kereslet romlása, valamint a kockázati prémiumnak a hitelezésre gyakorolt hatása miatt e forgatókönyvben a növekedés elmarad az alappályában vázolttól. Az inflációs folyamatok tekintetében a gyengülő árfolyam hatását csak részben ellensúlyozza a lassabb növekedés nyomán megvalósuló nyitottabb kibocsátási rés és a külső környezet dezinflációs hatása. A romló kockázati megítélés és az emelkedő infláció mellett az alappályánál szigorúbb monetáris politika biztosíthatja, hogy az előrejelzési horizont végére az infláció a 3 százalékos céllal összhangban alakuljon (2-2 ábra).

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



Forrás: MNB

Az elmúlt negyedévekben a visszafogott belső kereslettel összhangban mérsékelt infláció és bérnövekedés volt megfigyelhető, ami lehetővé teszi, hogy a vállalatok a béremelések visszafogásával stabilizálják jövedelmezőségi helyzetüket. Mindezek mellett a háztartások elhúzódó mérleg-alkalmazkodása, valamint a magjövedelmek mérsékelt dinamikája a fogyasztás lassú növekedését vetíti előre.

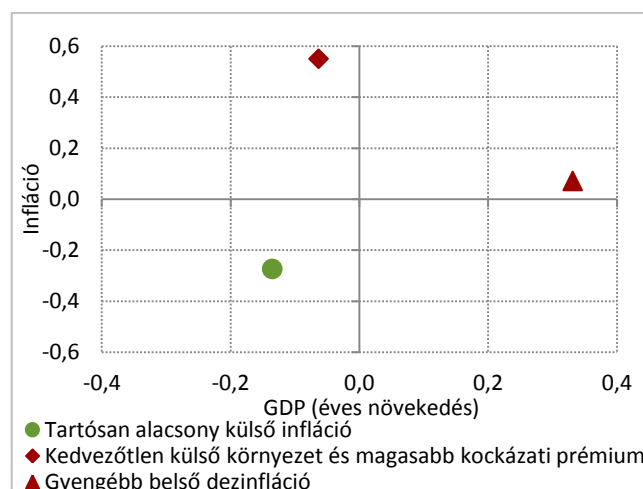
Ugyanakkor több tényező is arra utalhat, hogy a bérdinamika és a fogyasztási pálya az alappályában feltételezettnél magasabban alakul. A konjunktúra fokozatos élénkülésével és a foglalkoztatottság növekedésével összhangban előretekintve elképzelhető, hogy a munkapiac a jelenleginél feszesebbé válik. Erre utalhat többek között a munkanélküliség tavalyi számottevő csökkenése, a bejelentett új, nem támogatott álláshelyek számának emelkedése, illetve a versenyszféra foglalkoztatottságának növekedése. Az ágazati munkapiaci indikátorok szintén arra utalnak, hogy a munkaerő hiánya egyre több vállalat esetében jelent fontos, termelést korlátozó tényezőt. A kevésbé laza munkapiac a vállalatok számára nem enged erőteljesebb béralkalmazkodást, így az emelkedő bérköltségeket átháríthatják az árakba, ami a konjunktúra erősödésével tovább fokozódhat. Emellett a munkaerő-kereslet vártnál nagyobb növekedése is inflációs nyomással járhat.

A munkapiaci folyamatok mellett a fogyasztás jövőbeni alakulását is több, felfelé mutató kockázat övezi. Egyrészt a bizalmi indikátorok alakulásában egy reálgazdasági mutatóktól független pozitív hatás is észlelhető, ami a fogyasztásnak az alappályában feltételezettnél nagyobb mértékű bővülését okozhatja. Másrészt az utóbbi időszak

során jelentős adósságleépítés ment végbe a háztartási szektorban, így növekedhetett azoknak a háztartásoknak az aránya, amelyek esetében a mérlegalkalmazkodási kényszer mérséklődött, ezáltal többletjüvedelmüket fogyasztásra fordíthatják. Végül a foglalkoztatottság elmúlt időszakban megfigyelt növekedése is hozzájárulhat a háztartások jövedelmi pozíciójának kedvezőbb alakulásához, illetve a tavaly év eleje óta alacsony infláció, valamint egyes kormányzati intézkedések is növelhetik a lakosság jövedelmének vásárlóértékét.

Az alappályában feltételezettnél feszesebb munkapiac és a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének megemelkedése mellett — az inflációs nyomás egyik mérőfokaként tekinthető — kibocsátási rés gyorsabban záródhat. A feszesebb munkapiac esetén megvalósuló magasabb bérdinamika a vállalatok számára költségnyomást jelent. A vállalatok magasabb bérköltségek és élénkülő kereslet mellett a fogyasztói árak emelésével tudják javítani jövedelmezőségüket, így erősödik az inflációs nyomás. Emellett a háztartások kedvezőbb jövedelmi helyzete, valamint a mérlegalkalmazkodási kényszer enyhülése magasabb fogyasztási pályát eredményez. Összességében a növekvő belső kereslet zártabb kibocsátási rést és mérsékeltebb dezinflációs hatást von maga után, ezért eszerint a forgatókönyv szerint az alappályánál szigorúbb monetáris kondíciók szükségesek ahhoz, hogy az infláció a 3 százalékos céllal összhangban alakuljon (2-3 ábra).

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



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

Forrás: MNB

3. MAKROGAZDASÁGI HELYZETÉRTÉKELÉS

3.1. Nemzetközi környezet

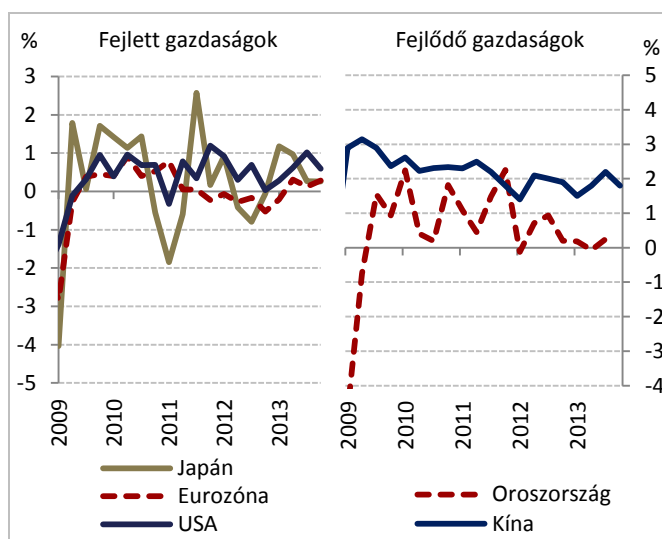
Az elmúlt negyedévben folytatódott a világgazdaság lassú élénkülése. A növekedési környezet változása a fejlett és a feltörekvő országokban eltérő irányultságú volt. A korábban gyors növekedést mutató feltörekvő gazdaságokat lassuló dinamika jellemezte 2013 utolsó hónapjaiban, miközben a fejlett gazdaságok egyre szélesebb körében jelentkeztek a gazdasági aktivitás erősödésének jelei. A mérséklődő nyersanyagárak és az egyelőre visszafogottan növekvő világgazdaság változatlanul deflációs hatású, aminek eredményeként az inflációs ráták a nagy jegybankok esetében továbbra is az inflációs cél alatt alakultak. A Fed megkezdte az eszközvásárlások ütemének mérséklését, miközben több jegybank is előretekintő iránymutatásban jelezte, hogy a jelenlegi laza monetáris kondíciók tartósan fennmaradhatnak. A feltörekvő piacokon az év elején kibontakozó turbulencia elsősorban a gyenge fundamentumokkal rendelkező országokat érintette, több esetben a jegybanki alapkamatok emelkedését eredményezve.

3.1.1. Globális konjunkturális folyamatok

A negyedik negyedévben élénkült a világgazdasági konjunktúra. A legfontosabb gazdasági régiókban a korábbi negyedévekhez képest magasabb éves növekedési ütemeket lehetett megfigyelni. A fejlett és feltörekvő gazdaságok növekedése közötti különbség erősödött, előbbieket élénkülő konjunktúrájával szemben több feltörekvő régióban lassult a kibocsátás bővülése. Az eltérő gazdasági pályákhoz több tényező együttesen járult hozzá. A fejlett gazdaságokban enyhült a fiskális konszolidáció, így mérséklődött a fiskális politika növekedést fékező hatása. Emellett több fejlett ország jegybankja előretekintő iránymutatásban jelezte, hogy a monetáris kondíciók tartósan lazák maradhatnak. A banki hitelezés a fejlett gazdaságokban – visszafogott szintről ugyan, de – az élénkülés jeleit mutatta, köszönhetően az enyhülő hitelezési kondícióknak és az erősödő gazdasági aktivitásnak. A pénzügyi töredezettség az euroövezetben mérséklődött, a hitelezési kilátások javulást mutatnak. A fentiekkel szemben több feltörekvő ország jegybankja szigorításra kényszerült a kibontakozó pénzügyi feszültség nyomán megemelkedő kockázati felárak és gyengülő árfolyam hatására. Az eddig tapasztalt gyors hitel-növekedést a hitelezési feltételek szigorítása követheti. Emellett a feltörekvő gazdaságok lassulása miatt

mérséklődő nyersanyagárak is kedvezőtlenül érintették főleg a nyersanyagexportőr országokat. Összességében a következő negyedévekben folytatódhat a globális növekedés fokozatos élénkülése, az egyes régiók növekedése azonban eltérő képet mutathat (3-1 ábra).

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



Forrás: OECD

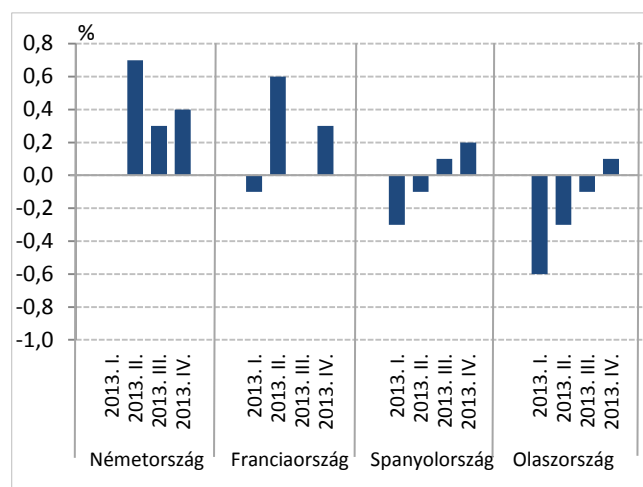
Folytatódott az Egyesült Államok gazdasági fellendülése, amihez emelkedő fogyasztói bizalom és javuló lakáspiaci helyzet társult. A negyedik negyedévben a GDP 2,5 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. Az élénkülő konjunktúrához a háztartások bővülő fogyasztása és a fiskális szigorítás enyhülő hatása mellett a kedvező nettó export is hozzájárult. A fogyasztást a javuló munkapiaci helyzet, a fellendülő lakásárak és az emelkedő tőzsdeindexek is támogatták. A gazdasági indikátorok az év végén némileg lassuló dinamikát jeleztek, ami a kedvezőtlen időjárási körülmények hatását is tükrözhetette. Az USA-ban folytatódott a munkanélküliség mérséklődése. Januárra a mutató értéke 6,6 százalékra csökkent, és ezzel közel került a jegybank előretekintő iránymutatásában megfogalmazott 6,5 százalékos küszöbértékhez. A képet azonban árnyalja az aktivitási ráta csökkenése, ami arra utalhat, hogy a reményvesztett munkakeresők fokozatosan elhagyják a munkapiacot. Emellett a munkavállalók egy részénél ciklikus okokból változatlanul alacsony a ledolgozott munkaórák száma. A javuló makrogazdasági környezetet is figyelembe véve a Fed decemberben úgy

döntött, hogy megkezdje az eszközvásárlások ütemének mérséklését.

Japánban tavaly gyorsult a növekedési ütem, amit az expanzív monetáris és fiskális politika mellett a yen leértékelődése is támogatott. Folytatódott az export növekedése, míg a hazai kereslet a magánszektor fogyasztásának és beruházásainak köszönhetően erősödött. A fogyasztás élénkülésében szerepet játszhatott, hogy a fogyasztási adó áprilisra tervezett emelése miatt a háztartások előre hozták fogyasztásuk egy részét. A foglalkoztatás bővülése enyhén javította a háztartások jövedelmi helyzetét, és a nominálbérek is ismét növekedhetnek, így a háztartások fogyasztása tovább élénkülhet. A fogyasztói bizalom az enyhe romlás ellenére még mindig viszonylag erősnek mondható.

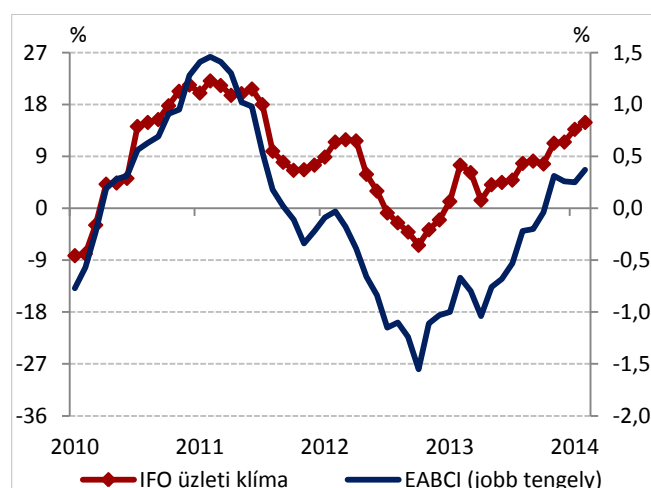
Az euroövezet gazdasága az elmúlt év második felében egyértelműen kikerült a recesszióból. A konjunktúra élénkülése a tagországok eddigénél szélesebb körben megfigyelhető volt. 2013 végén a centrum országok közül Németország és Franciaország növekedése is javult a harmadik negyedévhez képest. Németországban a növekedést a magán és állami fogyasztás vezeti, amit az alacsony kamatkörnyezet és a vártnál alacsonyabb infláció mellett a kedvező munkaerő-piaci folyamatok is támogatnak. A termelési indikátorok a periféria országokban is kedvező képet festenek. Spanyolországban a negyedik negyedévben is pozitív és egyben kiegyensúlyozottabb szerkezetű növekedést regisztráltak az előző negyedévhez képest, köszönhetően a javuló bizalomnak és az oldódó hitelkínálati korlátoknak. Az export növekedése robusztusnak bizonyult, amit a versenyképesség javulása és a külkereskedelmi partnerek növekedése egyaránt támogatott. Mindemellett az adósságok és a munkanélküliség változatlanul magas szintje továbbra is törékennyé teheti a növekedési kilátásokat. Az elmúlt hónapokban az euroövezet üzleti indikátorai tovább javultak, ami a fokozatos kilábalás folytatódását jelezheti. Az euroövezet gazdasági kilábalása a munkaerőpiacon késve érzékeltetheti pozitív hatásait. A munkanélküliségi ráta változatlanul magas, 12 százalékos szinten alakult. Az eurozónán kívüli országok közül az Egyesült Királyság növekedését jellemezte erőteljesebb élénkülés. A növekedést az élénk belföldi kereslet vezeti, ellensúlyozva a gyenge exportteljesítmény hatását. Gazdasági aktivitása a negyedik negyedévben éves összevetésben 2,8 százalékkal növekedett (3-2 és 3-3 ábra).

3-2. ábra: Negyedéves növekedés az euroövezet legnagyobb gazdaságaiban



Forrás: Eurostat

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

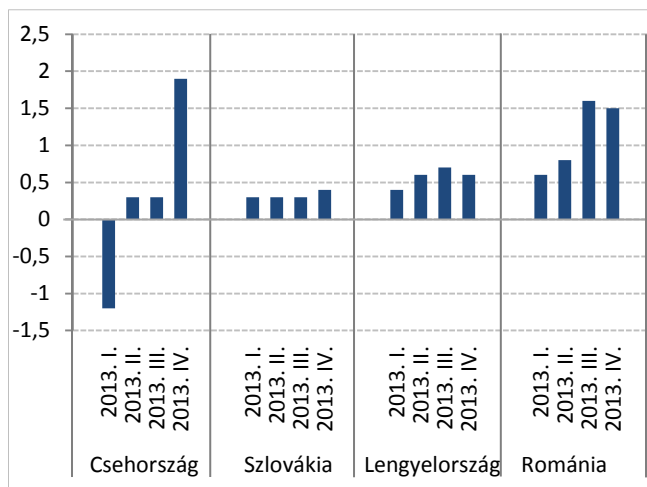


Forrás: IFO

A kelet-közép-európai régió növekedése is gyorsult az előző negyedévhez képest, meghaladva az Európai Unió átlagát. A régió kedvező teljesítményében fontos szerepet játszhatott a fő külkereskedelmi partnerek, elsősorban Németország gazdaságának élénkülése. A növekedést érdemben támogatta a kedvező nettó export. Az ipari, kiskereskedelmi, építőipari adatok és a bizalmi indikátorok folytatódó fellendülésre utalnak. A háztartások fogyasztását a gyenge fogyasztói bizalom és a viszonylag magas munkanélküliség továbbra is visszafogta. Csehországban az előzetes adatközlés alapján a GDP 1,6 százalékkal bővült a negyedik negyedévben negyedéves alapon, és így közel két év után ismét pozitív tartományba emelkedett az éves növekedési ráta. A román gazdasági aktivitást 2013 negyedik negyedévében is az export fűtötte, köszönhetően

a robusztus ipari termelésnek és a kedvező mezőgazdasági terméseredménynek (3-4 ábra).

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



Forrás: Eurostat

A fő feltörekvő gazdaságok közül Kínában éves alapon – enyhe mérséklődést követően – 7,7 százalékos volt a növekedés, ezzel már másfél éve viszonylag stabilan növekszik a kínai gazdaság. A növekedést alátámasztotta az ipari termelés és a beruházások alakulása is. A fogyasztás a háztartások növekvő rendelkezésre álló jövedelmével párhuzamosan kedvezően alakult. A beruházások növekedése az infrastrukturális beruházások növekedési ütemében megfigyelt visszaesés ellenére stabil maradt, bár fenntarthatóságát továbbra is kockázatok övezik.

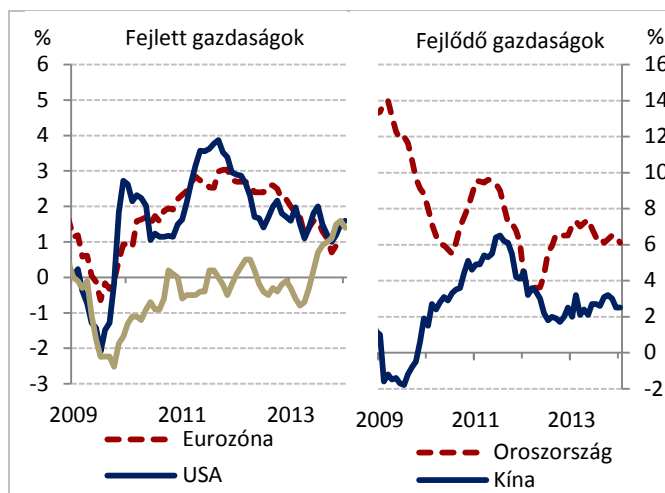
Számos jelentős folyó fizetési mérleg hiányt mutató, illetve részben instabil politikai helyzettel jellemezhető gazdaságot különösen érzékenyen érintettek a feltörekvő piacokat jellemző év eleji tőkekivonás. A pénzpiaci turbulencia és a rá reakcióként adott jegybanki kamatemelések mellett az érintett gazdaságokban a gazdasági kilátások is romlottak, bizonytalanabbá váltak. A térséggel szoros kapcsolatban lévő Oroszországban a visszafogott ütemben növekvő beruházások és az olajár csökkenése mérsékelheti a rövid távú növekedési kilátásokat.

3.1.2. Globális inflációs folyamatok

Az utóbbi hónapokban a globális árupiacokon a nyersanyagárak folytatódó mérséklődése volt megfigyelhető. A Brent-kőolaj világpiaci ára hónapok óta 110 dolláros hordónkénti ár körül mozog (3-6 ábra). Év végén kismértékű csökkenés indult el, ami az észak-afrikai helyzet rendeződésével kapcsolatos optimizmushoz és az amerikai dollár erősödéséhez volt köthető. Az ipari nyersanyagok (vasérc, szén) ára némileg csökkent,

összhangban a kínai acéltermelés lassulásával. A nyers élelmiszerek világpiaci árában továbbra is kedvező folyamatokat figyelhetünk meg (3-7 ábra).

3-5. ábra: Infláció a jelentősebb gazdaságokban

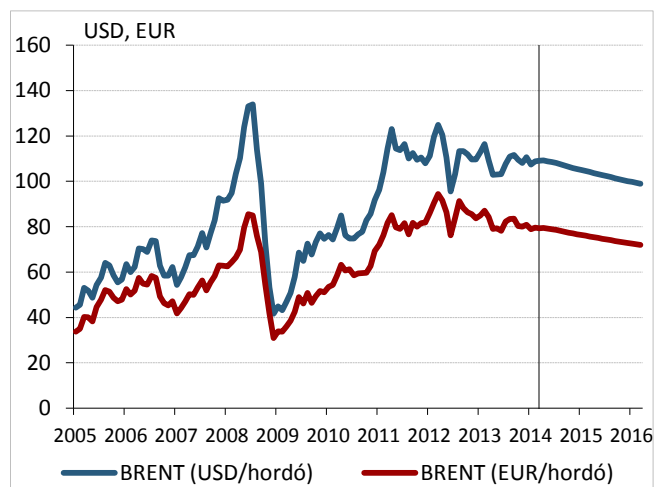


Megjegyzés:Éves változás.

Forrás: OECD

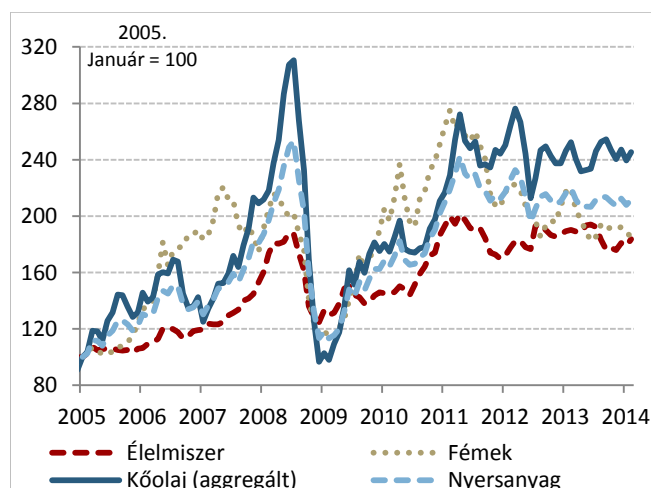
A mérséklődő nyersanyagárak és a lassan növekvő világgazdaság együttesen mérsékli az inflációt, aminek eredményeként az inflációs ráták a nagy jegybankok esetében változatlanul az inflációs cél alatt alakultak. A globális jelentőségű jegybankok továbbra is úgy ítélték meg, hogy a gazdasági aktivitással összhangban a középtávú inflációs kockázatok visszafogottak, így fenn tudták tartani a laza monetáris kondíciókat. Januárban az USA-ban 1,6 százalék, az euroövezetben 0,8 százalék volt a fogyasztóiár-index növekedési üteme az előző év azonos időszakához képest. A mérsékelt euroövezeti inflációt elsősorban az alacsony energiaárak magyarázzák, de a gyenge kereslet és az euro felértékelődése is érdemben hozzájárult a dezinflációhoz. Japánban az inflációs ráta közelít a jegybank 2 százalékos inflációs céljához. Az infláció emelkedése nagyrészt az importárak árfolyamgyengülés miatti emelkedéséhez köthető. Bár az inflációs várakozások némi emelkedést mutattak, a bérek alakulásában egyelőre nem érhető tetten jelentős emelkedés. Az Egyesült Királyságban januárban 1,9 százalékra mérséklődött az inflációs ráta, így összhangba került a 2 százalékos inflációs céllal. A nagyobb feltörekvő gazdaságok közül Kínában az infláció viszonylag mérsékelt maradt, az év végi emelkedést követően az év első hónapjaiban 2,5 százalék körül alakult az áremelkedés éves üteme. Oroszországban az év elején elsősorban az élelmiszerárak csökkenésének köszönhetően mérséklődött az infláció, de még így is meghaladta a kitűzött 5–6 százalékos célsávot (3-5 ábra).

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



Forrás: Bloomberg

3-7. ábra: Fontosabb nyersanyagárak alakulása (USD)



Forrás: IMF-IFS

A kelet-közép-európai régióban általánosan cél alatti infláció volt megfigyelhető. Csehországban a teljes fogyasztóiár-index változása és az indirekt adók első körös hatásától szűrt (monetáris politika szempontjából releváns) infláció is zéró közelébe mérséklődött januárban. Ebben a korábbi áfaemelés kieső hatásának és a szabályozott árak mérséklődő inflációjának is jelentős szerepe volt. A gyenge belföldi kereslet továbbra is deflációs hatású, míg a jegybanki beavatkozásnak is köszönhetően gyengébb árfolyam a magasabb infláció irányába hat. Lengyelországban a fogyasztóiár-index növekedése továbbra is jelentősen elmarad a 2,5 százalékos céltól. Az alacsony maginfláció változatlanul mérsékelt keresleti nyomást jelez. Romániában tovább erősödött a defláció, az éves infláció januárban 1,1 százalékra lassult, miközben a maginflációs mutató hónapok óta negatív tartományban

tartózkodik. A defláció átmeneti hatások mellett a negatív kibocsátási réshez és az inflációs várakozások mérséklődéséhez köthető.

3.1.3. Monetáris politikai és pénzügyi piaci folyamatok

A globális pénzügyi piacokat 2013 végén annak ellenére nyugalom jellemezte, hogy a Fed decemberben a várakozásoknál hamarabb döntött az eszközvásárlások ütemének csökkentéséről, amit a javuló munkaerő-piaci kilátásokkal indokoltak. A Fed jelezte továbbá, hogy a jelenlegi nulla közeli kamatszint jóval azután is fenn maradhat, hogy a munkanélküliségi ráta 6,5 százalék alá csökken, különösen akkor, ha az infláció hosszabb távon is várhatóan 2 százalék alatt marad.

Az Európai Központi Bank megismételte iránymutatását, hogy az irányadó kamat hosszabb ideig a jelenlegi szinten marad vagy alacsonyabb lehet, januárban azonban a korábbiaknál erőteljesebben hangsúlyozta, hogy a monetáris politika alkalmazkodó marad mindaddig, amíg szükséges. Folytatódott az euroövezeti periféria megítélésének javulása, aminek eredményeként a perifériaországok kötvényfelárai tovább csökkentek 2013 vége óta. A kedvező megítéléshez hozzájárult ezen országok javuló versenyképessége és csökkenő folyófizetésimérleg-hiánya is. Spanyolország, Írország és Portugália januárban jelentős mennyiségben tudott piaci forrást bevonni (3-9 ábra).

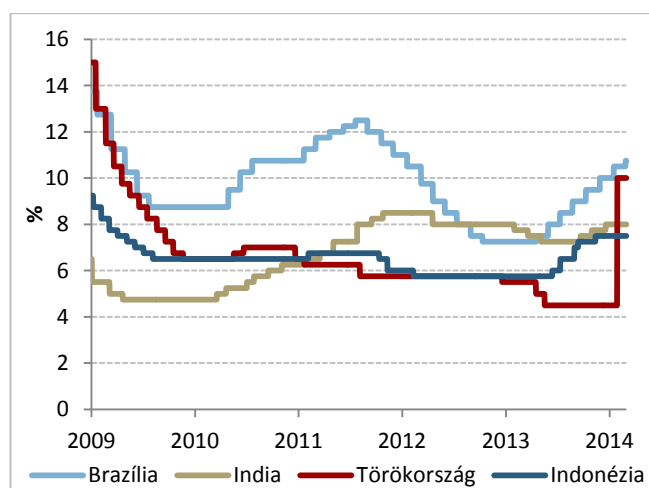
Az angol jegybank a korábbi iránymutatásában alkalmazott munkanélküliségi küszöbértékhez közeledve újraértékelte a gazdasági kilátásokat és módosított az előzetekintő iránymutatáson. Ennek jegyében hangsúlyos elemmé vált, hogy kamatemelésre várhatóan csak fokozatosan fog sor kerülni, és annak időzítése, mértéke és folyamatossága a gazdasági kondícióktól és több, főként a kapacitáskihasználtsághoz kötődő indikátor alakulásától fog függeni.

Japánban a jegybank változatlanul hagyta a 2 százalékos inflációs cél elérése érdekében meghirdetett eszközvásárlási keretösszegét és szerkezetét, a banki hitelezés ösztönzése érdekében azonban februárban módosította a hitelösztönző programjait, aminek értelmében mindkét program esetében megduplázták a felhasználható keretösszeget és meghosszabbították a futamidőt.

Január végén a Fed eszközvásárlásainak lassítása körüli bizonytalanság, a kínai növekedést övező aggodalmak és egyes országok politikai feszültsége a piaci hangulat jelentős változásához vezetett. A főbb fejlett piaci

tőzsdeindexek csökkenni kezdtek, amit februárban korrekció követett, míg a fejlett piaci hosszú hozamok év eleje óta csökkenő tendenciát mutatnak. A turbulencia a feltörekvő országok közül azokat érintette erősebben, ahol a gazdasági kilátásokat aggodalmak övezték, bizonytalan volt a belpolitikai környezet, illetve nagy volt az ország külső finanszírozási igénye (pl. Törökország, Dél-Afrika, Ukrajna). Az országspecifikus sérülékenységre irányuló fokozott befektetői figyelem mellett az érintett országok árfolyamai jelentős gyengülésen mentek keresztül, amire több feltörekvő ország jegybankja monetáris szigorítással válaszolt. A feltörekvő kötvénypiacokról történő tőkeáramlás 2014 elején ismét felgyorsult a korábbi lassulást követően (3-8 ábra).

3-8. ábra: A nagyobb feltörekvő országok alapkamatainak alakulása

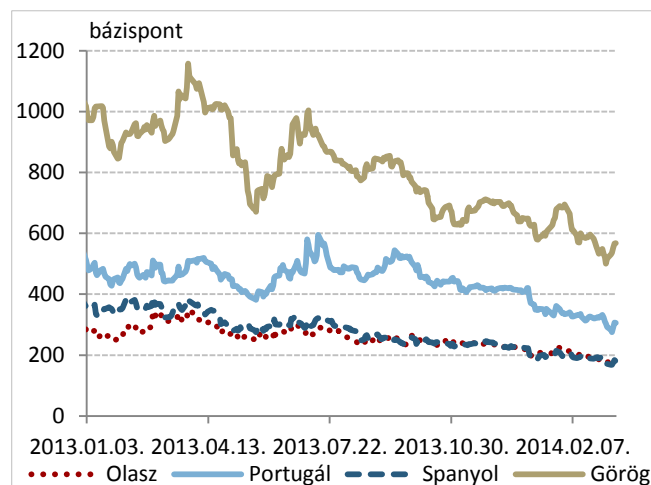


Forrás: Központi bankok adatbázisa

A kelet-közép-európai régió jegybankjai fenntartották a laza monetáris kondíciókat, Romániában folytatódott a kamatsökkentési ciklus. A cseh központi bank novembertől kezdve alkalmazza az árfolyam gyengítését monetáris politikai eszközként a deflációs kockázatok elkerülése érdekében. A jegybank februárban jelezte, hogy az árfolyamszint melletti elköteleződés előreláthatóan legalább 2015 elejéig fennmaradhat a monetáris kondíciók lazítása érdekében, ami felgyorsítja az infláció célhoz való visszatérését. A lengyel jegybank fenntartotta iránymutatását, mely szerint 2014 első felének végéig nem

változtat az alapkamat értékén. A román jegybank folytatta a nyáron megkezdett lazítási ciklust és az elmúlt hónapokban 50 bázisponttal csökkentette az alapkamatot. A legutóbbi – inflációs előrejelzés megjelenésével egyidejűleg született – döntés a kamatsökkentési ciklus lezárását jelentheti.

3-9. ábra: A 10 éves periféria államkötvények hozamfelárának alakulása a 10 éves német állampapírhozamokkal szemben

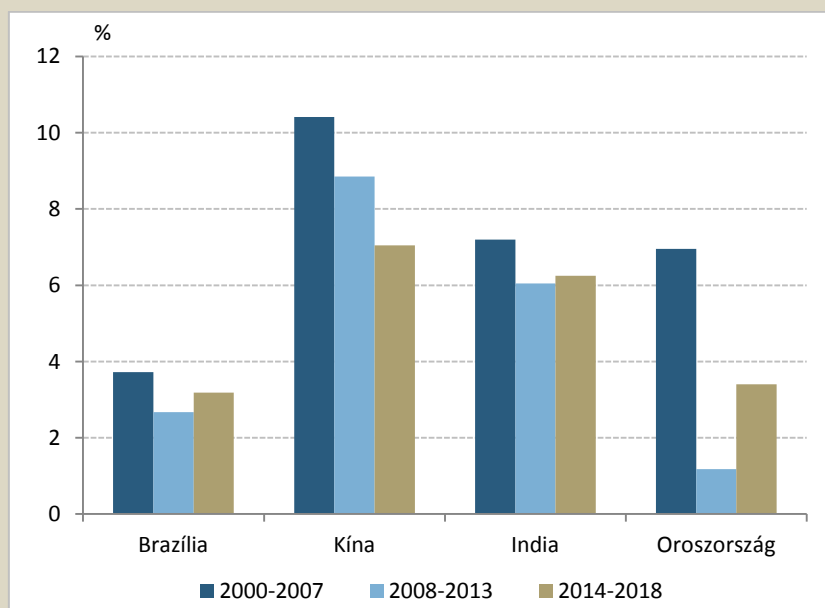


Forrás: Bloomberg.

3–1. keretes írás: Lassulás a feltörekvő piacokon – tartós vagy átmeneti folyamat?

Az elmúlt bő két évtizedben, jelentős átrendeződés ment végbe a világgazdaság növekedési szerkezetében. A növekedés motorja egyre inkább áttolódott a fejlődő országokra, ahol az olcsó és bőséges munkaerő, a jelentős nyersanyagforrások és a világkereskedelmet egyre inkább meghatározó globalizáció hatására robbanásszerűen gyorsult a gazdasági bővülés. A döntően exportra termelő országok közül is kiemelkedett a BRIC-országok néven ismert négyes, Brazília, Oroszország, India és Kína. Ezek az országok rendkívül dinamikus tudtak bővülni, főképp az ezredfordulót követően és látszólag a gazdasági válság sem törte meg növekedési lendületüket. Az elmúlt negyedévek adatai és az előrejelzések azonban ezen gazdaságok folyamatos lassulásáról árulkodnak. Kérdés, hogy vajon egy átmeneti folyamat, vagy tartósabb hatások állnak a lassuló növekedés mögött (3-10 ábra).

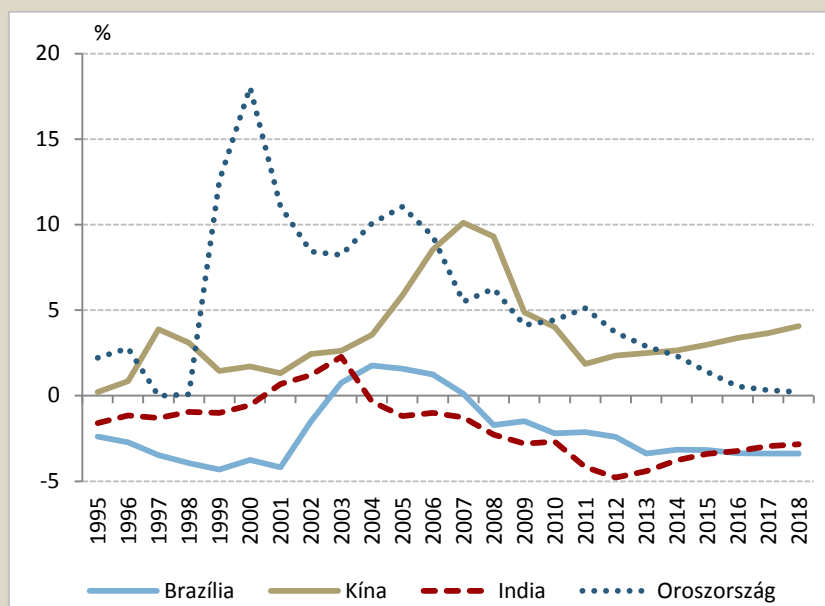
3-10. ábra: GDP növekedés alakulása a BRIC-országokban



Forrás: IMF WEO Update (2014 január)

A BRIC-országok növekedési modellje nem egyetlen mintán alapult, országonként eltérő sajátosságokat láthattunk, amelyek összekapcsolódtak és egymást erősítették. Az ázsiai gazdaságokban a fellendülés alapját az ipari termelő ágazatokba, gyorsan beáramló alacsony bérű munkaerő (az elmúlt harminc évben mintegy 900 millió ember állt munkába a fejlődő régiókban, míg a fejlett országokban alig ennek ötöde), a döntően belföldi megtakarításokból finanszírozott magas beruházási ráta, és az élvonalbeli technológiák gyors adaptálása jelentette. A dinamikus bővülő külkereskedelem nem csupán a fogyasztási javak termelését futtatta fel, hanem jelentősen növelte a keresletet a nyersanyagok iránt, így az emelkedő világpiaci árakból a nyersanyag-exportőr országok (pl. Oroszország, Brazília) is jelentős bevételre tettek szert az ezredfordulót követően. Ezzel összhangban a nyersanyag-exporthoz kötődő beruházások jelentős részt magyaráztak ezen országok növekedési teljesítményéből. A jelentős külkereskedelmi többlet lassabb ütemben növelte – az alacsonyabb szociális kiadások mellett egyébként is magas megtakarítási rátával rendelkező – háztartások fogyasztási színvonalát, így ezen országok a válságot megelőző években hosszabb–rövidebb ideig pozitív fizetésimérleg pozícióba kerültek (3-11 ábra).

3-11. ábra: BRIC országok folyó fizetési mérleg pozíciója



Forrás: IMF

A gazdasági válság több oldalról is megrengette a BRIC-országok gazdasági modelljét, miközben a külső környezet fokozatosan átalakult. A pénzügyi válságból adósságválsággá váló folyamat nyomán világszerte megindult a szereplők lassú, de szükségszerű mérlegalkalmazkodása. A tartósan visszafogottabb fejlett piaci kereslet, a globálisan növekvő munkanélküliség és a mérséklődő nyersanyagárak együttesen gyengítették a korábbi növekedési modellek alapjait. A kieső kereslet hatásainak ellensúlyozásaként egyre nagyobb mértékben a belső kereslet erősítése irányába fordultak a fejlődő országok: a növekvő munkabérekkel és az élénkülő hitelezéssel összhangban erősödött a lakossági fogyasztás (az európai kilábalás egyik támaszpontja az erős ázsiai kereslet jelenti), miközben erősödött a potenciális növekedés szempontjából mérsékeltebb hatással bíró infrastrukturális és ingatlan beruházások. Az alacsonyabb induló adósságszint, valamint a fejlett piacokon általánosan lazító monetáris politika kiváló lehetőséget teremtettek érdemi forrásbevonásra, további lökést adva a belföldi keresletnek és gyakran a belföldi hitelezésnek.

Mindezek ellenére a korábbi növekedési ütem a válság kitörését követően fokozatosan lassult. Az alacsonyabb növekedési dinamikák mögött részben ciklikus, részben a potenciális növekedést érintő hatások állhatnak. A ciklikus okok közül a magas adóssággal és munkanélküliséggel küzdő fejlett gazdaságok mérsékeltebb fogyasztási kereslete a meghatározó, míg a hosszabb távú, strukturális tényezők közül az alábbiakat emelik ki a jelenséggel foglalkozó elemzések.

- A demográfiai folyamatok a nagy fejlődő gazdaságokban is a társadalmak öregedése irányába mutatnak, ami miatt a munkapiaci aktivitás és foglalkoztatás bővülésének üteme érdemben lassulhat. Emellett az elmúlt évtizedekben az alkalmazott technológiák tekintetében is jelentősen csökkent a távolság a fejlett és a fejlődő gazdaságok között, így az ebből adódó felzárkózási potenciál is mérséklődhet.
- A 2007–2009-es globális válságot követő kilábalási periódusban a világkereskedelem dinamikája érezhetően lassult. A jelenség részben ciklikus, részben strukturális okokra vezethető vissza (erről részletesebben a 2013. decemberi Inflációs jelentésben megjelent „Ciklus vagy trend – a globális növekedés importigényességének változása” c. keretes írásunkban írtunk). A termelési láncokban a válság előtt megfigyelhető gyors ütemű globalizálódására nem számíthatunk, ami előretételezve kihívásokat jelenthet a nagy exporthányaddal rendelkező országok számára.
- Hasonló kockázatot jelenthetnek a nagy nyersanyag exportőr országok számára az olaj és földgáz piac elmúlt években kibontakozó átalakulása, ami során új technológiák és új szereplők is megjelentek a globális termelésben. A piac szerkezetében és árazási kilátásaiban bekövetkező tartós változások érzékenyen érinthetik a nyersanyag-exportáló gazdaságok külső egyensúlyi helyzetét és növekedési kilátásait.

- A válságot megelőzően, illetve azt követően több feltörekvő piaci gazdaságban is kihasználva az alacsony kamatkörnyezetet jelentősen növekedett az eladósodottság. Az adósságok növekedése a produktív termelő-beruházások mellett egyre nagyobb arányban tolódott el a fogyasztási és ingatlancélú felhasználás irányába. A kamatszint megemelkedése vagy az eszközárak (pl. ingatlanpiacon) csökkenése felerősítheti az adósság visszafizetéssel kapcsolatos aggodalmak, amely a fejlett piacokhoz hasonlóan tartósabb gyengébb belső keresleti környezetet eredményezhet. Az elmúlt időszakban tapasztalt pénzügyi turbulenciák részben ezeket a piaci félelmeket árazták be, és a fejlett országokból történő növekvő forráskiáramlás komoly kockázatokat jelent a potenciális növekedésre.

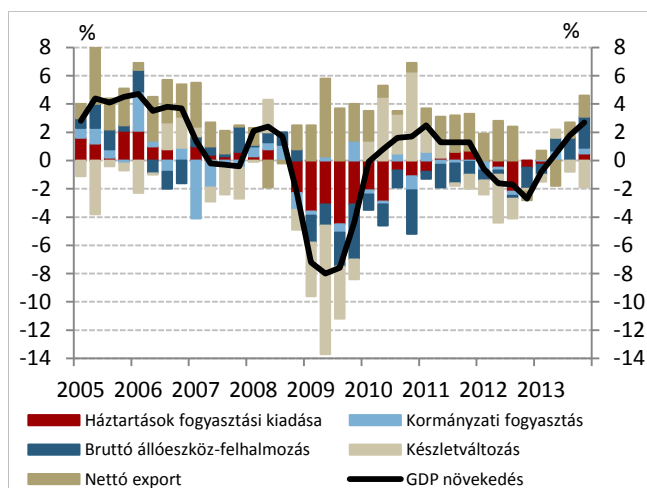
Ezek a folyamatok összességében abba az irányba mutatnak, hogy a válság előtti évtizedek gyors ütemű növekedésének visszatérésére középtávon nem számíthatunk. Az érintett gazdaságok szerkezete a korábbi gyors exportbővülés helyett fokozatosan a belső kereslet irányába tolódhat el. Ezen szerkezeti változás a nagy belső piaccal rendelkező, az elmúlt évtizedben folyamatos folyó fizetési mérleg aktívumokat és tartalékokat felhalmozó gazdaságokat kevésbé (pl. Kína), míg az erőteljesebben külső finanszírozásra szoruló gazdaságokat (pl. Brazília) jelentősebben érintheti.

3.2. Aggregált kereslet

A negyedik negyedévben folytatódott a reálgazdaság élénkülése. Keresleti oldalon az élénkülést főként az export és a beruházások emelkedése támogatta. Az alacsony inflációs környezetben növekvő reáljövedelmek mellett a lakossági fogyasztás is némileg élénkült, ám ennek üteme az erős óvatossági megfontolások miatt továbbra is visszafogottnak tekinthető.

2013 negyedik negyedévében a decemberi előrejelzésünk alappályájával összhangban bővült a hazai GDP. Az előző éves azonos időszakához képest 2,7 százalékkal növekedett a bruttó hazai termék. A harmadik negyedévhez képest 0,5 százalékkal bővült a gazdaság, ami kismértékben elmaradt a 0,8 százalékos, megelőző negyedévi növekedési ütemtől (3-12 ábra).

3-12. ábra: A hazai éves GDP-változás szerkezete



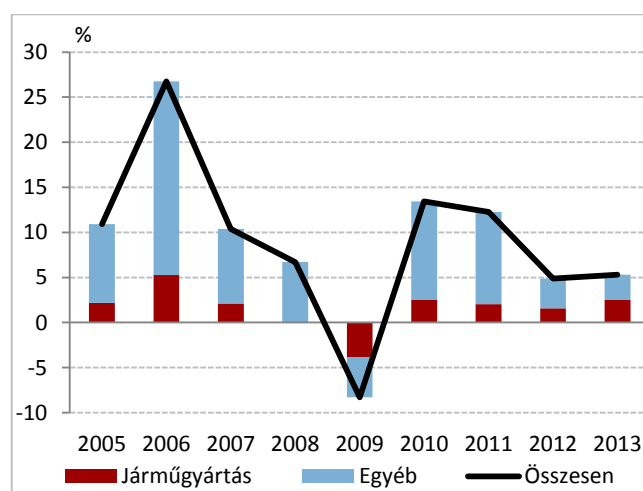
Forrás: KSH

A növekedés szerkezete az elmúlt évben kiegyensúlyozottabbá vált. A nettó export 2013-ban is pozitívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez. Emellett azonban az év eleje óta a belső kereslet is fokozatosan élénkült. A nemzetgazdasági beruházásokban megtört a válság óta megfigyelt csökkenő trend. A beruházási aktivitás élénkülését főként az uniós forrásokból finanszírozott infrastruktúra-fejlesztések magyarázták. A lakossági fogyasztás újbóli bővülését a reálbérek növekedése mellett az erősödő fogyasztói bizalom is támogatta.

3.2.1. Külkereskedelem

A negyedik negyedévben folytatódott a külkereskedelmi egyenleg javulása, amit főként a járműipari exportértékesítések erősödése okozott. Az import gyorsabb bővülését az exportőr vállalatok termelő felhasználása és az élénkülő beruházások magyarázhatják. Az elmúlt évben is folytatódott az autóiipari kapacitások termelésének felfutása, ami az exportpiaci részesedés növekedésében is tükröződött. Az ipari exportrendelések emelkedése és a bizalmi indikátorok további javulása 2014 elején az export további növekedését vetíti előre (3-13 ábra).

3-13. ábra: A járműgyártás hozzájárulása az export növekedéséhez

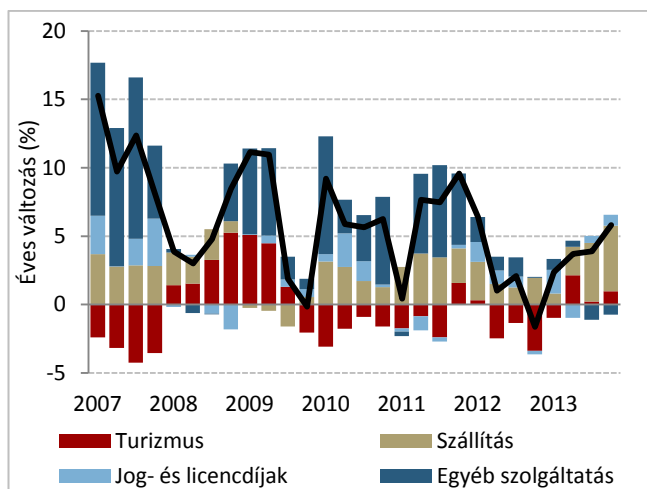


Megjegyzés: Éves változás, folyó áras adatokból számítva.

Forrás: KSH

A szolgáltatásexport bővülése folytatódott a negyedik negyedévben. A szolgáltatások kivitelének emelkedése elsősorban a szállításexport jelentős bővülésének köszönhető. A többi exportszolgáltatási ág közül a turizmus ágazat teljesítménye visszafogott bővülést mutatott, az egyéb szolgáltatások esetében pedig enyhe mérséklődés volt megfigyelhető (3-14 ábra).

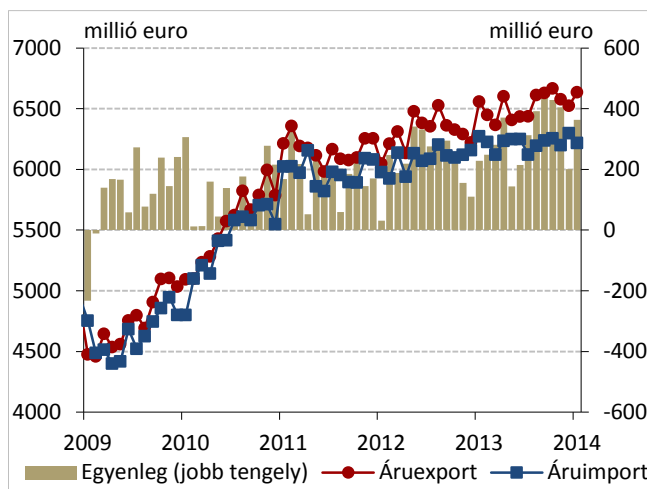
3-14. ábra A szolgáltatásexport fontosabb tételeinek alakulása



Forrás: KSH

Össességében a nettó export tavalyi év elején látott lassulását követően az év második felétől a külkereskedelmi többlet tovább bővült, melyben az év végén megugró ipari exportértékesítések játszották a fő szerepet (3-15 ábra).

3-15. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom értéke és egyenlege



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

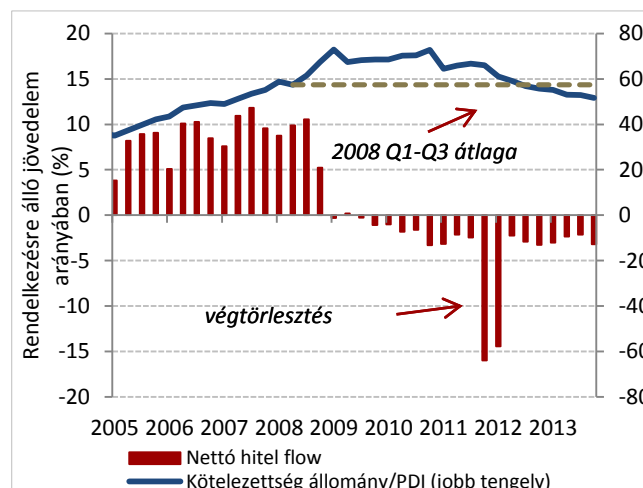
Forrás: KSH

3.2.2. Lakossági fogyasztás

A lakossági fogyasztás összhangban a reálbérek növekedésével és az erősödő fogyasztói bizalommal lassú ütemben, de tovább élénkült 2013 utolsó negyedében. A fogyasztói kereslet élénkülése változatlanul a

reáljövedelmeknél mérsékelt ütemben következett be. Ennek oka, hogy a válság előtt felhalmozott adósságok leépítése tovább folytatódhatott. Bár a háztartások eladósodottsági mutatója az elmúlt év végén már a válság előtti szint közelében alakult, ám az egészségesebb adósság szint elérése még az érintettek nagyobb körében erősítheti a megtakarítási szándékot, miközben a válság éveiben felerősödött óvatossági megfontolások csak lassan oldódhatnak (3-16 ábra).

3-16. ábra: A háztartási szektor jövedelem-arányos nettó pénzügyi vagyonának változása

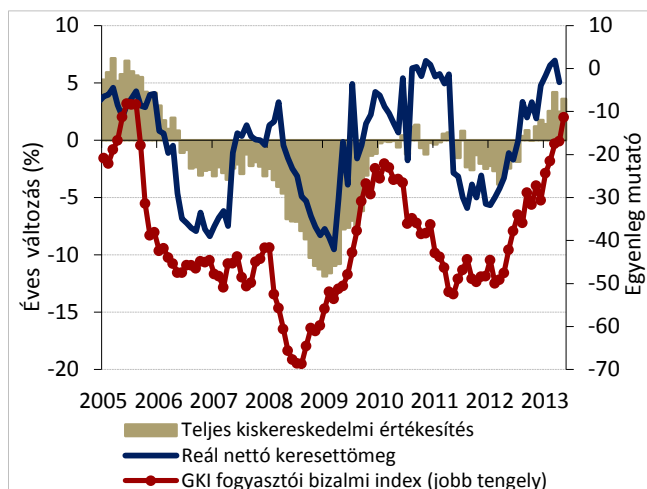


Forrás: MNB

A lakossági fogyasztási bizalmi index az elmúlt negyedekben számottevően emelkedett. Az indikátor növekedéséhez az általánosan javuló makrogazdasági feltételek mellett a parlamenti választások közeledtével javuló hangulat is hozzájárult (ez utóbbi jelenség a korábbi választások alkalmával is megfigyelhető volt az idősorban³). A 2014 elején megfigyelt gyengébb árfolyam miatt átértékelődő devizaadósság a következő negyedekben mérsékelheti a fogyasztást. Emellett az árfolyam változékonysága is óvatosságra ösztönözheti a háztartásokat (3-17 ábra).

³ A lakossági bizalmi indikátor sajátosságairól bővebben lásd: Bodnár Katalin: A háztartások fogyasztási kiadásai és a lakossági bizalmi indikátor, MNB Szemle 2010.

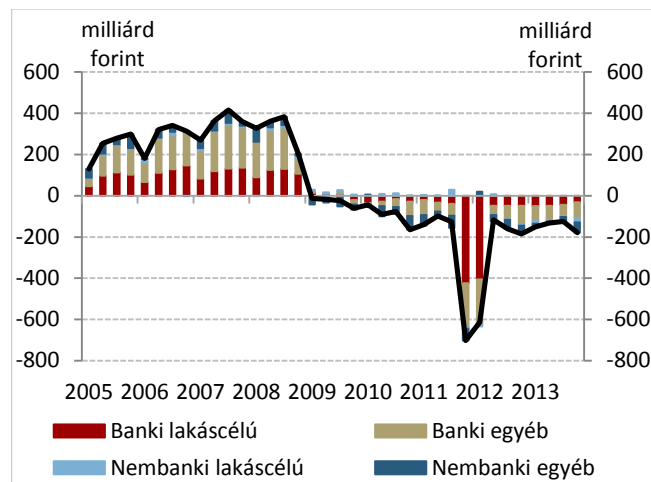
3-17. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



Forrás: KSH

A negyedik negyedévben tovább folytatódott a pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hiteleinek mérséklődése, összesen mintegy 180 milliárd forint értékben. A mérséklődés minden terméktípus esetében megfigyelhető volt, de emögött szignifikáns hatás tulajdonítható a bankok portfólió-tisztításának. A hitelállomány leépülése mellett az új kibocsátású hitelek volumene megtorpant az előző negyedévhez képest, de az előző év azonos időszakához viszonyítva a háztartási hitelezés élénkülése még így is tetten érhető. Összességében a háztartások óvatossága és a folytatódó mérlegalkalmazkodása, valamint a hitelkínálati korlátok lassú oldódása változatlanul késlelteti a háztartási hitelpiac érdemi fellendülését (3-18 ábra).

3-18. ábra: A háztartási szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása hitelcél szerint



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

Forrás: MNB.

3.2.3. Magánberuházások

A 2013 negyedik negyedévében a nemzetgazdasági beruházások 14,9 százalékkal nőttek az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg az elmúlt év egészében 7,2 százalékkal emelkedett a beruházások volumene. A beérkezett adatok megerősítik, hogy 2013-ban megtört a nemzetgazdasági beruházási rátát 2006 óta jellemző csökkenő tendencia. A beruházási ráta az elmúlt év utolsó negyedévére meghaladta a 18,5 százalékpontot.

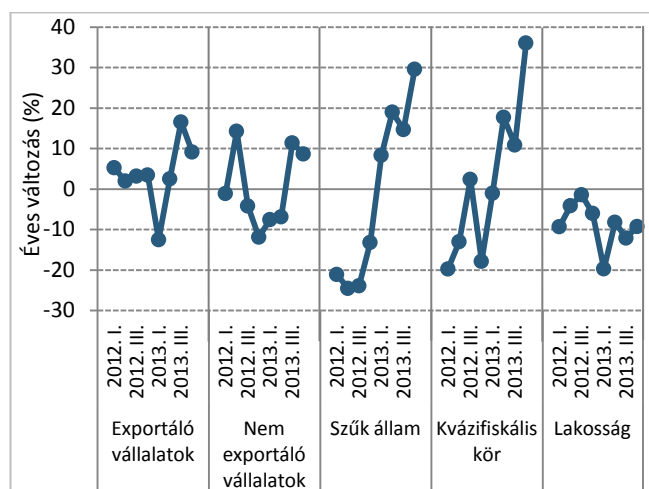
Az éves beruházási teljesítményen belül nagy súllyal rendelkező negyedik negyedévben a beruházások emelkedése az ágazatok széles körében jellemző volt. Az EU-s források növekvő felhasználása számottevően emelte az állami infrastrukturális beruházásokat. A vállalati beruházások a tavalyi év végén is bővültek, elsősorban a feldolgozóipar kedvező teljesítményének köszönhetően (3-19 ábra).

A harmadik negyedévben folyósított NHP hitelek a negyedik negyedévben döntően a gépbeszerzéseken keresztül élénkíthették a beruházási aktivitást. Az NHP keretében új hitelhez jutó vállalatok jellemzően termelékenyebbek, nagyobbak voltak és gyorsabban növekedtek, mint a kontrollcsoportként használt, 2011-ben új hitelhez jutó vállalatok. A forint hitelt kiváltók jellemzőikben hasonlóak, ugyanakkor gyorsabban

növekedtek és nagyobb az eladósodottságuk, mint a 2011-es tipikus hitelfelvevőké. A deviza hitelt kiváltók beruházási teljesítménye relatíve alacsonyabb és eladósodottságuk jóval magasabb, méretüket tekintve pedig nagyobbak mind az új hitelfelvevőkkel, mind az összes devizahitelessel vett összehasonlítás szerint.

A kapacitáskihasználtság emelkedett az idei év elején, ami a keresleti feltételek élénkülésével és a hitelkínálat további oldódásával a beruházások további fokozatos élénkülését vetíti előre.

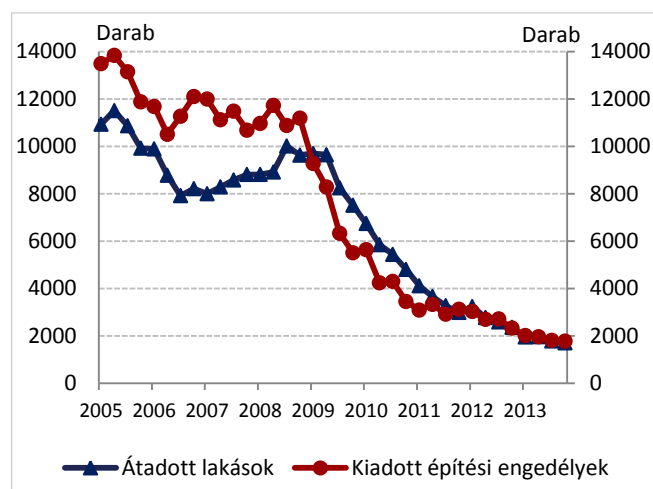
3-19. ábra: Szektorális beruházások alakulása (éves változás)



Forrás: KSH

A lakosság beruházási aktivitását továbbra is a felhalmozott adósság leépítése miatti mérlegalkalmazkodási igény és a szigorú hitelezési feltételek fogják vissza. Bár a lakáspiac visszaesése mérséklődött a negyedik negyedévben, a kiadott lakásépítési engedélyek és az épített lakások száma is újabb historikus mélypontra süllyedt. A tavalyi évben a visszaesés valamennyi régióra jellemző volt, ugyanakkor a használatba vett lakások száma Budapesten néhány nagyobb beruházás következtében emelkedett. A lakáspiaci folyamatok az idei év első hónapjaiban némi élénkülést mutattak (a lakóépület építési engedélyek januárban éves összevetésben emelkedtek), ami a piac stabilizálódását jelezheti (3-20 ábra).

3-20. ábra: Újlakásépítés és a kiadott engedélyek száma negyedévente

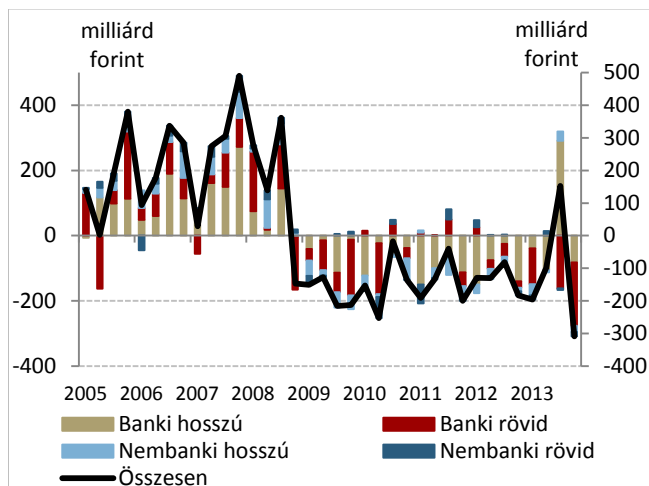


Forrás: KSH

Bár a negyedik negyedévben nagymértékben, mintegy 300 milliárd forinttal csökkent a teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalatihitel-állománya, 2013 második felében – a korábbiaknál egészségesebb szerkezetben – a hosszúlejáratú, forint kkv hitelek térnyerésével javult a vállalati hitelezés. Az év végi csökkenés kiugró mértéke nagyrészt a bankok év végi portfólió-tisztításával, miközben az NHP indirekt hatásai is átmenetileg jelentkeztek. A program ugyanis a hitelállomány lejárat szerkezetének jelentős megváltozását eredményezte (hosszú futamidejű hitelek váltották ki a rövidebbeket, így csökkentve a megújítási igényeket), továbbá a vállalatok harmadik negyedévre előre hozott hitelfelvétele is jelentős volumenben jelentkezhetett. Ez utóbbi nagymértékű megújítás nélküli lejáratokat okozhatott a negyedik negyedévben. Így összességében főként a rövid futamidejű hitelek jelentős csökkenése volt megfigyelhető 2013 utolsó negyedévben.

A vállalati hitelezési folyamatokat továbbra is szigorú hitelkondíciók jellemzik. A negyedik negyedéves Hitelezési felmérés szerint a bankok döntő többsége változatlanul hagyta hitelezési feltételeit. A hitelkínálati korlátokat egyelőre inkább a folytatódó jegybanki program és a csökkenő jegybanki alapkamat mentén mérséklődő hitelkamatok enyhítik. A vállalatok hitelkereslete összességében mérsékelt maradhatott a negyedik negyedévben, tekintettel a bankok által érzékelt kereslet enyhe növekedésére és a szektor beruházási, termelési aktivitásának visszafogott bővülésére (3-21 ábra).

3-21. ábra: A vállalati szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása futamidő szerint



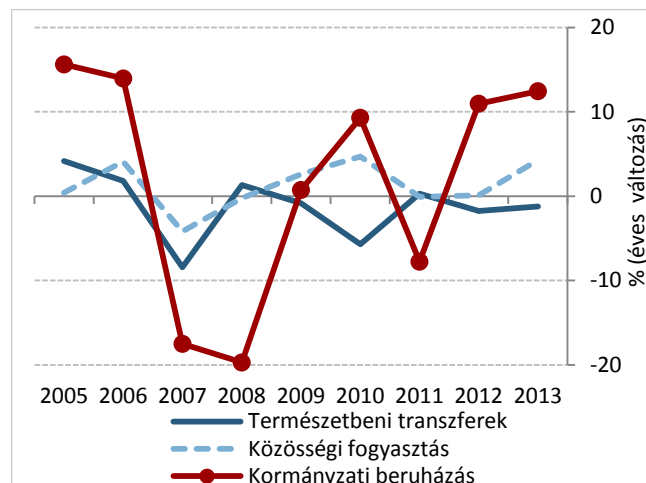
Megjegyzés: Teljes hitelintézeti szektor, szezonálisan nem igazított és árfolyamhatással gördítetten korigált nettó hitelállomány-változás. Tartalmazza a hitelleírásokból valamint eladásokból származó állománycsökkenést is, így tranzakciós alapon vizsgálva a 2013. negyedik negyedévi csökkenést az 210 milliárd forint tesz ki.

Forrás: MNB.

3.2.4. Állami kereslet

Az állami keresletet tekintve továbbra is jellemző a korábban megfigyelt kettősség: miközben az állami beruházások érdemben bővülnek, az állam folyó fogyasztási célú kiadásait (elsősorban a természetbeni transzfereket) az alacsony államháztartási hiányra törekvő fiskális politika korlátozza. Az államhoz kötődő ágazatok beruházási kereslete a negyedik negyedévben is érdemben bővült, az uniós források gyorsuló felhasználásának köszönhetően. Az építési munkálatokat a kedvező decemberi időjárás is támogathatta (3-22 ábra).

3-22. ábra: A kormányzati fogyasztás változása

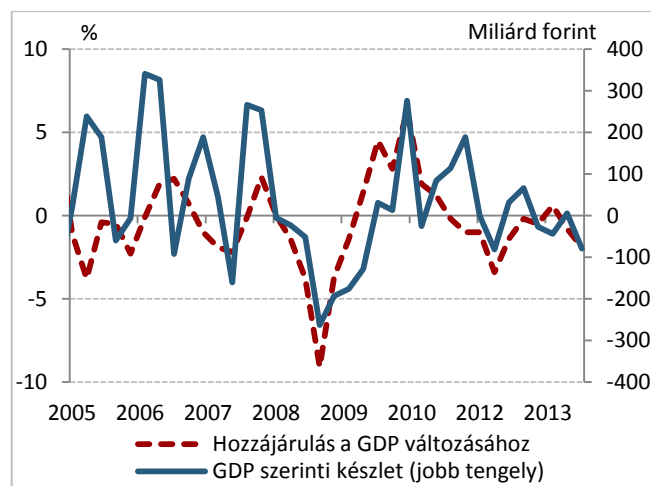


Forrás: KSH

3.2.5. Készletváltozás

A készletfelhalmozás 2013 egészében negatívan járult hozzá a bruttó hazai termék bővüléséhez. A mezőgazdasági szektorban a készletváltozás pozitív volt, mivel a tavalyi évben az előző évi gyenge termést átlagos terméseredmények követték. A készlet szint jelentősen csökkent az energia és a feldolgozóipari szektorban. A feldolgozóiparon belül az elektronikai szektornak volt a legjelentősebb negatív hozzájárulása, amelynek a háttérében a szektor kapacitásainak folytatódó leépülése állhat (3-23 ábra).

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



Megjegyzés: Nemzeti számlák szerint.

Forrás: KSH

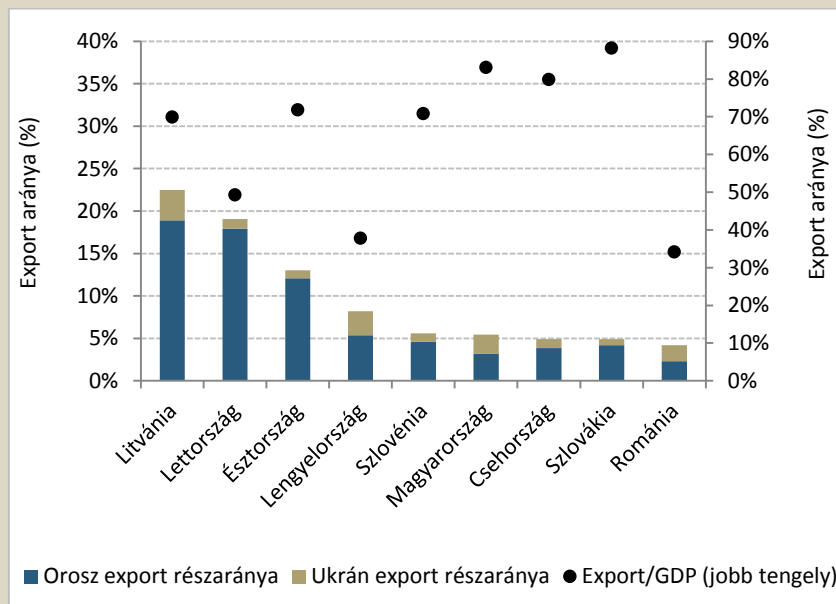
3–2. keretes írás: Magyarország és a kelet-közép-európai régió kitettsége Ukrajna és Oroszország felé

Az orosz-ukrán feszültségek eszkalálódásával egyre több piaci elemzés foglalkozott a feltörekvő régió, ezen belül Kelet-Közép-Európa gazdasági-pénzügyi kitettséggel Oroszország és Ukrajna felé részben a külkereskedelmi és pénzügyi kapcsolatok, részben az orosz gázimportra való ráutaltság terén. A kockázatok három főbb csoportba sorolhatók:

- külkereskedelmi kapcsolatok, illetve az ezekben esetlegesen bekövetkező változás hatása a kelet-közép-európai országok növekedésére,
- az európai, ezen belül kelet-közép-európai régió energiafüggősége (orosz gázimportra való ráutaltsága),
- a pénzügyi fertőzési kockázatok.

Bár a kelet-közép-európai régió legfőbb külkereskedelmi partnerének az eurozóna számít, azonban a régió szempontjából az orosz és ukrán gazdaságokkal fennálló kereskedelmi kapcsolatok sem tekinthetők elhanyagolhatónak. GDP-arányosan – együttesen figyelembevéve az exporton belüli részarányokat és az export GDP-hez mért nagyságát - az Oroszországba és Ukrajnába irányuló magyar export 4,3 százalék körül alakul. Ez a kitettség Cseh-, Lengyelország és Románia esetében némileg alacsonyabb. A GDP-arányos import tekintetében a magyar 7,6 százalékos arány jóval a cseh és lengyel (4,2-4,5 százalék) érték fölött van. Hazánk esetében az Oroszországba és Ukrajnába irányuló export 10 százalékos csökkenése a gazdasági növekedést 0,3-0,4 százalékkal mérsékelheti (3-24 ábra).

3-24. ábra: A régió országainak exportkitettsége Oroszország és Ukrajna irányába



Forrás: Eurostat

A gázellátottság terén a kelet-közép-európai országok jelentős részben az orosz gázra támaszkodnak, Magyarország mellett a régióban még Lengyel- és Csehországnak van nagy kitettsége. Magyarország gázimportjának fele közvetlenül Oroszországból érkezik, de a Nyugat-Európából származó földgázimport is nagyrészt orosz eredetű. Elemzői becslések szerint egy ideiglenes ellátási zavar esetén, amely az Ukrajnán keresztüli gázszállítást érintené (és ez a valószínűbb eshetőség), a régiós országok tudnák pótolni az ukrán vezetékeken keresztül érkező orosz gázmennyiséget egyrészt a saját nemzeti gáztárolókban felhalmozott tartalékokból (ezek országtól függően megközelítőleg 1-3 hónapra elegendő gázellátást biztosítanak), másrészt az Ukrajnát elkerülő alternatív gázvezetékek (pl. Nord Stream) beiktatásával. Elemzők egyelőre kis esélyét látják annak, hogy Oroszország politikai nyomásgyakorlásként teljesen beszünteti az Európába irányuló gázexportot.

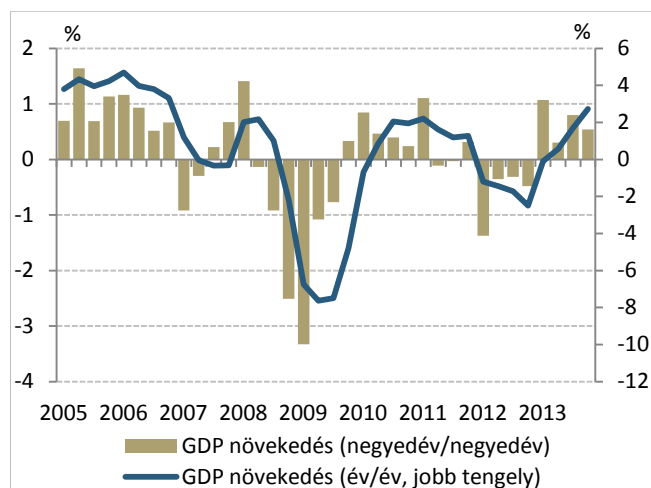
Az ukrán adósság-átütemezés eshetősége mellett az elemzők egyre hangsúlyosabbnak gondolják az orosz pénzügyi fertőzési kockázatokat is. Az év eleji feltörekvő piaci turbulencia, majd az ukrán konfliktus komoly hatással volt az orosz eszközárakra: a rubel év eleje óta mintegy 11 százalékot gyengült a devizapiaci intervenciók, majd kamatemelés ellenére is, míg az orosz tőzsde húsz százalékot zuhant. Mindez összességében rontotta a feltörekvő régió megítélését. A politikai szembenállás fokozódása a nyugati államok és Oroszország között további tőkekivonást és portfólió-átrendeződést okozhat a feltörekvő

országokban. Magyarország esetében a pénzügyi fertőzési kockázatokat növelheti a bankrendszer egyes szereplőinek ukrán-
orosz kitétsége.

3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

2013 negyedik negyedében a gazdasági aktivitás erősödése az ágazatok széles körében jelentkezett. Az exportra termelő ágazatok mellett a belföldi keresletre termelő szektorok (pl. kereskedelem, építőipar) kibocsátása is emelkedett. A potenciális növekedés közel tíz éve tartó lassulása az elmúlt évben döntően az élénkülő beruházások következtében megállhatott.

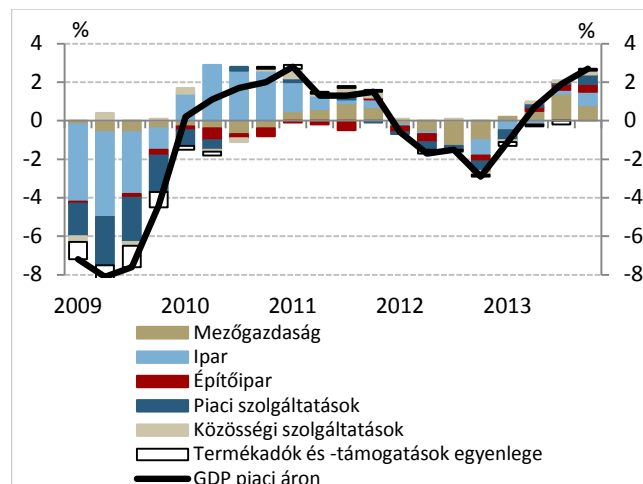
3-25. ábra: A gazdaság növekedési üteme



Forrás: KSH

Az elmúlt év végén tovább folytatódott a hazai gazdasági kibocsátás erősödése. A harmadik negyedévhez képest 0,5 százalékkal bővül a hozzáadott-érték. A kibocsátás élénkülése 2013 második felében ágazatok széles körében jelentkezett. A negyedik negyedévben az építőipar, a mezőgazdaság és a kereskedelem mellett már az ipar és a piaci szolgáltatások is pozitívan járultak hozzá a bruttó hazai termék éves emelkedéséhez (3-25 és 3-26 ábra).

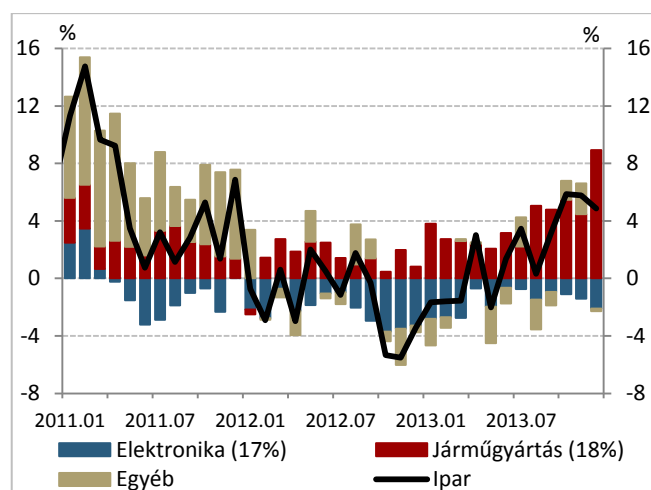
3-26. ábra: A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP növekedéshez való hozzájárulása



Forrás: KSH

Az ipar teljesítménye a negyedik negyedévben tovább emelkedett. Az ipari kibocsátás 2013 átlagában is bővülni tudott, amihez érdemben járult hozzá a járműgyártás kiugróan erős teljesítménye. A korábbi évek egyedi nagyberuházásainak aktiválásával felfutó termelés mellett a beszállítói kör élénkülő teljesítménye is segíthette az ágazati hozzáadott érték bővülését. Ezzel szemben folytatódott azonban az elektronika és optika ágazatban a termelés elmúlt években megfigyelt mérséklődése. Az év eleji stabilizálódást követően az elmúlt hónapokban ismét mérséklődött az ágazat termelésének szintje, amiben döntően a telekommunikációs ágazat kibocsátásának csökkenése okozta. Összességében az ipari termelés bővülését a tavalyi évben első sorban a járműgyártás vezette (3-27 ábra).

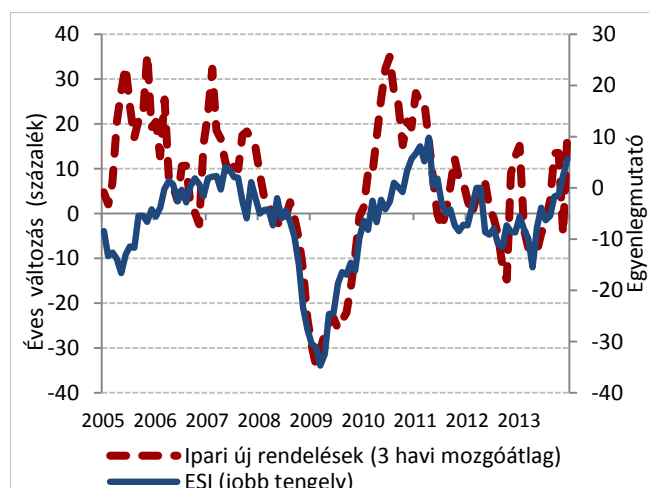
3-27. ábra: Ipari ágazatok kontribúciója



Forrás: KSH

A januári előzetes termelési adat és az előretekintő indikátorok továbbra is fokozatosan javuló rövid távú kilátásokat jeleznek a következő hónapokra. A magyar ipari rendelések esetében jelentős bővülést láthattunk a járműipari megrendelések számában és az ESI ipari bizalmi indikátor is emelkedett az elmúlt hónapokban (3-28 ábra).

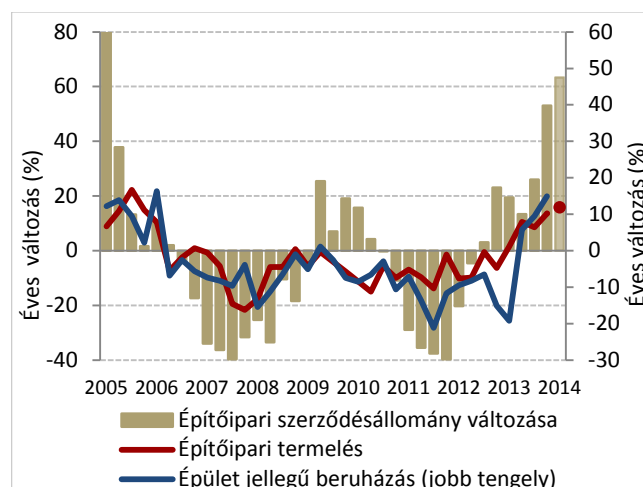
3-28. ábra: Az ipari új rendelések és a bizalmi indikátorok



Forrás: KSH

Az építőipari termelés 2013-ban, több éves visszaesés után 9,6 százalékkal haladta meg az előző évit, ezzel a termelés elérte a 2010-es szintet. A termelés bővülése elsősorban az EU forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházásokhoz köthető. Emellett az ipari létesítmények építései is emelkedtek. Ezzel szemben a lakásépítés historikus mélypontján tartózkodik. A jelentősen bővülő új rendelés-állomány és az ágazati bizalmi indikátorok alapján a következő negyedévekben tovább javulhat az építőipar teljesítménye, elsősorban továbbra is az állami körhöz köthető egyéb építmények építésének köszönhetően (3-29 ábra).

3-29. ábra: Az építőipari termelés, szerződésállomány és épületjellegű beruházás alakulása

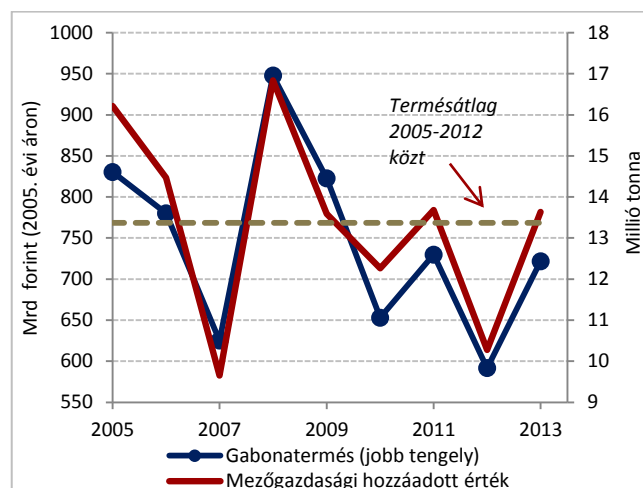


Megjegyzés: Az utolsó adatpont a 2014. januári bejövő adatot mutatja.

Forrás: KSH

A mezőgazdaság kibocsátás éves összevetésben számottevően emelkedett. A gyenge 2012-es év után a tavalyi terméseredmények érdemben meghaladták a 2012. évi szinteket, és összességében az elmúlt évek átlagához közeli termés volt megfigyelhető. Ezzel a mezőgazdaság hozzáadott értéke 22 százalékkal emelkedett és az év egészében 0,9 százalékkal járult hozzá a kibocsátás bővüléséhez (3-30 ábra).

3-30. ábra: Gabona termés és mezőgazdasági hozzáadott érték

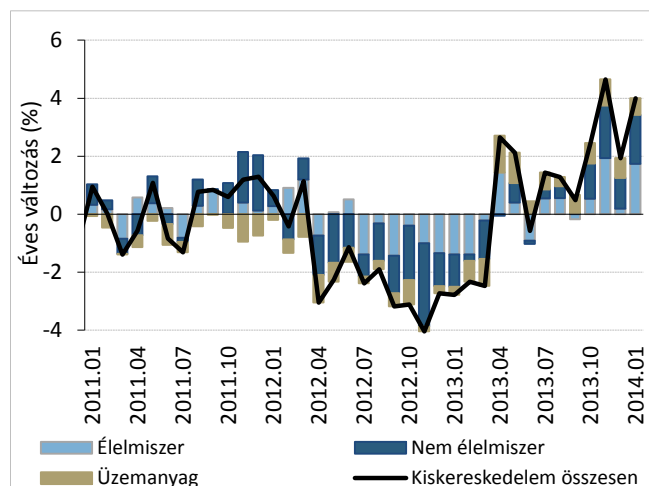


Forrás: KSH

A szolgáltatások mérsékelt ütemben bővültek a negyedik negyedévben: ugyanakkor a pénzügy és az ingatlanügyletek kivételével, az összes szolgáltató ágazat teljesítménye bővülni tudott.

A kiskereskedelmi forgalom tovább élénkült a negyedik negyedévben. A folyó jövedelmekkel szorosabban együttmozgó élelmiszerek és nem tartós cikkek forgalma több negyedéve élénkülést mutat. Összhangban a lakossági fogyasztás fokozatos növekedésével a hosszabb távú jövedelmi kilátásokra érzékenyebb tartós fogyasztási cikkek forgalma is stabilizálódott (3-31 ábra).

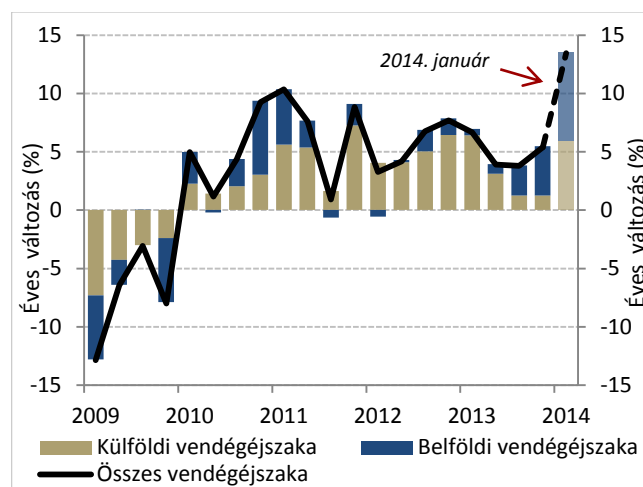
3-31. ábra: A kiskereskedelmi forgalom alakulása



Forrás: KSH

Tovább erősödött a vendéglátás-ágazat forgalma 2013 negyedik negyedévében. A szektor második féleves növekedése elsősorban a belföldi vendégek növekvő foglalásaihoz köthető. Az élénkülő belföldi kereslet a háztartások javuló jövedelmi helyzetére, valamint a hazai turizmust élénkítő, béren kívüli juttatások növekvő felhasználására vezethető vissza. A külföldi vendégéjszakák számának folytatódó bővülését az elmúlt évek kapacitásbővítései mellett a gyengébb forintárfolyam is támogathatta (3-32 ábra).

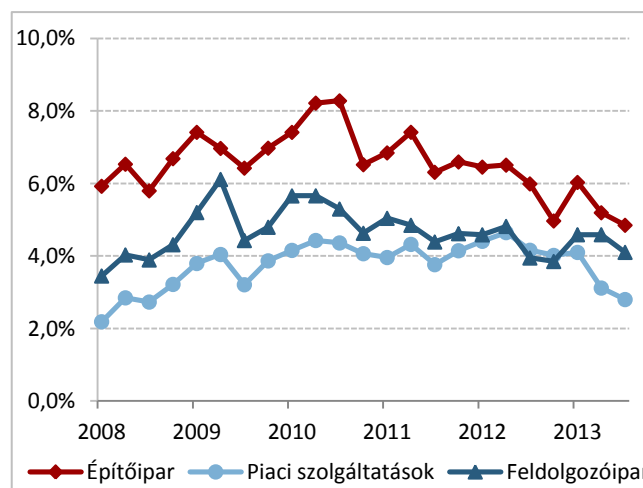
3-32. ábra: A kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák növekedésének megoszlása hazai és külföldi vendégek között



Forrás: KSH

A pénzügyi és ingatlanágazatok teljesítménye továbbra is mérsékelten alakult. Mind a lakossági, mind a vállalati hitelaktivitás visszafogott maradt. A negyedik negyedévben tovább folytatódott a lakáspiac visszaesése: az építési engedélyek száma az első negyedévi jelentős csökkenést követően tovább mérséklődött. Így a használatba vett lakások száma a következő negyedévekben alacsony szinten alakulhat. Az egyéb szolgáltató-ágazatokban összességében javultak a keresleti feltételek és a rövid távú kilátások is.

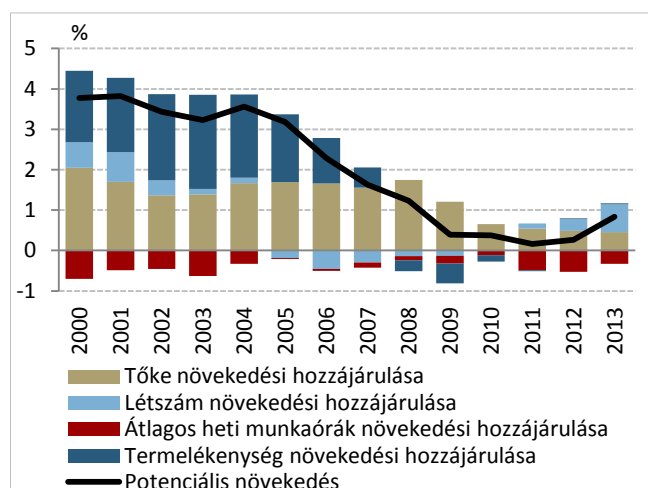
3-33. ábra: A vállalati csődráták a különböző szektorokban



Forrás: OPTEN Adatbázis

A potenciális növekedés a korábbi évek alacsony üteméhez képest némileg élénkülhetett. A potenciális kibocsátás növekedési üteméhez pozitívan járul hozzá, hogy az élénkülő beruházások révén a tőkefelhalmozás elmozdult a mélypontjáról. Továbbá a korábbi évekhez képest a főbb termelő ágazatokban érdemben mérséklődtek a vállalati csődök és végelszámolások, így a csődök miatt a termelésből kieső tőkeállomány is mérséklődhet (3-33 és 3-34 ábra).

3-34. ábra: Potenciális kibocsátás növekedése és a növekedési hozzájárulások



Forrás: MNB számítások

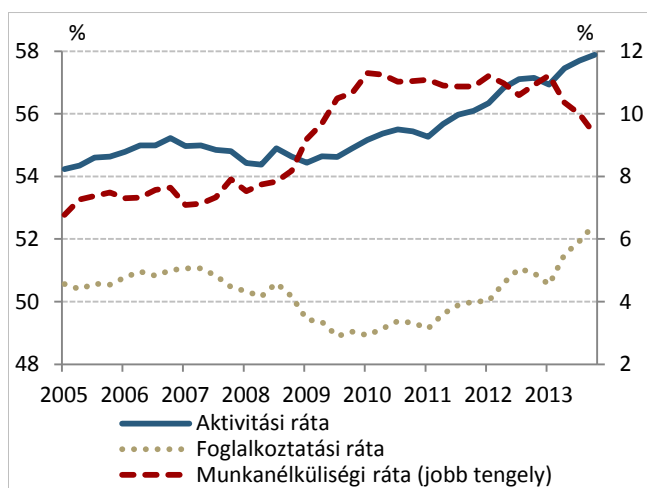
Emellett folytatódott a munkapiaci aktivitás bővülése, így a munkaerő állományának növekedése is támogathatja a potenciális növekedést. A gazdaság kínálati potenciáljának elmozdulást a keresleti feltételek javulása is segíthette. A keresleti környezet javulása egyrészt csökkentheti a munkapiac keresleti és kínálati oldala között jelentkező súrlódások mértékét, másrészt az oldódó vállalati hitelfeltételekkel kiegészülve a vállalati beruházások élénkülését is erősíthette.

3.4. Foglalkoztatás és munkanélküliség

Az elmúlt év végén is folytatódott a munkapiaci folyamatok javulása. Az aktivitási ráta növekedése mellett a foglalkoztatás erőteljesebben emelkedett, amiben meghatározó volt a közmunkás foglalkoztatás év végi bővülése. A két hatás eredőjeként a munkanélküliségi ráta 9 százalék alá süllyedt. A munkapiac a korábbiaknál kisebb mértékben, de változatlanul lazának tekinthető. A munkakeresleti indikátorok a munkaerő iránti igény, és így a foglalkoztatás folytatódó erősödésére utalnak.

2013 negyedik negyedében és 2014 év elején is tovább folytatódott az aktivitási ráta növekedése. Az aktivitás emelkedése a munkanélküliség csökkenése és a foglalkoztatottság bővülése mellett valósult meg, ami azt jelenti, hogy inaktívak áramlottak be a munkapiacra. A munkaerő-felmérés adatai alapján 2014 januárjában az aktivitási ráta 58,7 százalékon állt (3-35 ábra).

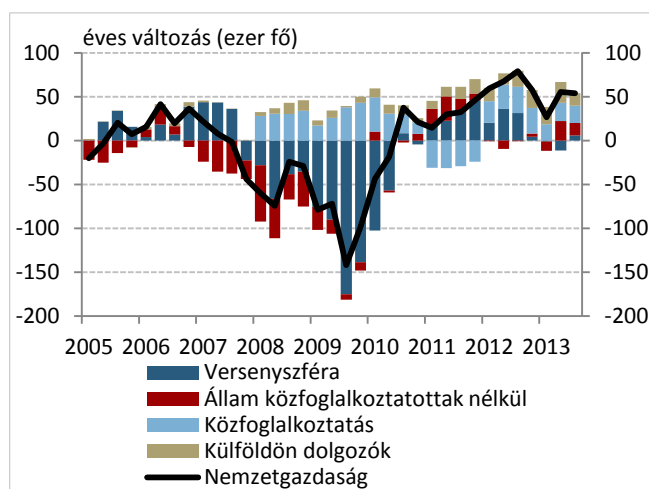
3-35. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH

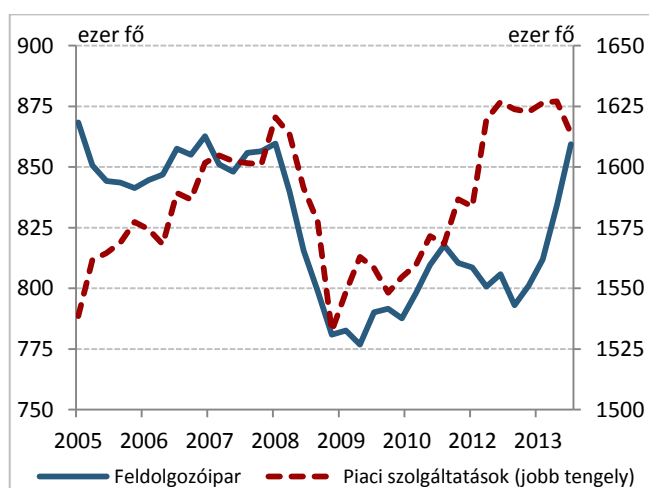
A teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszáma tovább növekedett 2013 negyedik negyedében. A foglalkoztatottság emelkedéséhez érdemben hozzájárult a téli közmunkaprogramok beindítása. Emellett folytatódott a hazai versenyszféra 2013 eleje óta tartó létszám-bővülése is, bár a negyedik negyedében a növekedés dinamikája lassult az előző negyedekéhez képest. A versenyszférában foglalkoztatottak számának emelkedése a feldolgozóiparhoz köthető, a piaci szolgáltatásokban dolgozók létszáma érdemben nem változott (3-36 és 3-37 ábra).

3-36. ábra: A foglalkoztatottság változásának szerkezete



Forrás: KSH

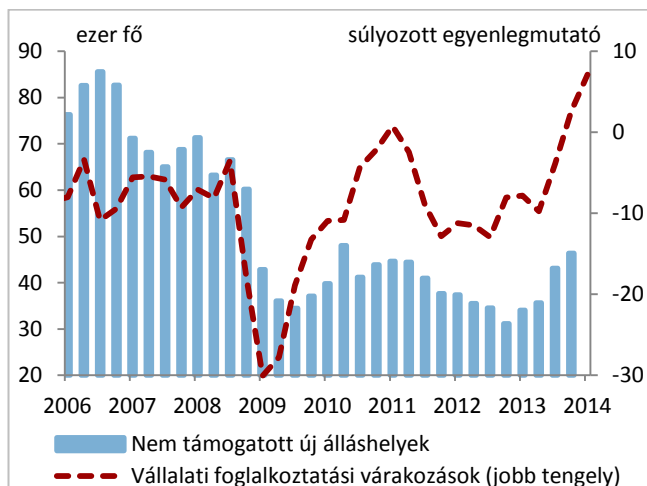
3-37. ábra: A foglalkoztatottak létszámának alakulása szektoronként



Forrás: KSH

A nem támogatott új álláshelyek számának növekedése a negyedik negyedében is folytatódott. A foglalkoztatási várakozásokra vonatkozó ESI-indikátorok alapján a versenyszféra munkakereslete a következő negyedében tovább növekedhet (3-38 ábra).

3-38. ábra: Munkakeresleti indikátorok alakulása



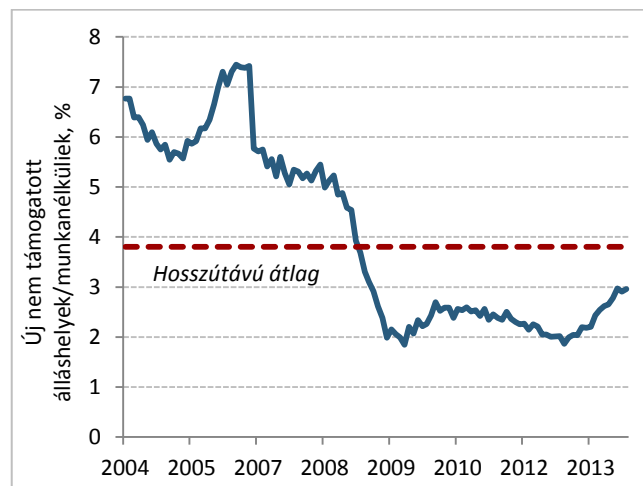
Megjegyzés: A vállalati foglalkoztatási várakozás időszora az ipar, az építőipar, a kereskedelem és a szolgáltatások mutatóinak súlyozott átlaga az ESI felmérés alapján.

Forrás: NFSZ (nem támogatott új álláshelyek), Európai Bizottság (vállalati foglalkoztatási várakozások).

A ledolgozott munkaórák száma továbbra is az átlagosnál alacsonyabb szinten áll. Az utóbbi években az egy főre eső munkaórák száma érdemben mérséklődött, ami többek között a visszafogott keresleti környezethez való alkalmazkodásnak, valamint a részmunkaidős foglalkoztatás terjedésének is köszönhető.

2013 negyedik negyedévében mind a munkaerő-felmérés mind a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (NFSZ) adatai alapján jelentősen csökkent a munkanélküliség. A csökkenés háttérben főleg a téli közmunkaprogramok állnak. A nyilvántartott álláskeresők számának nagymértékű csökkenése mellett a nem támogatott új álláshelyek száma fokozatosan emelkedett. E két folyamat eredményeként az egy álláskeresőre jutó új munkahelyek száma emelkedett, ám továbbra is elmarad a historikus átlagtól. A munkapiac a 2012. évinél kisebb mértékben, de változatlanul lazának tekinthető (3-39 ábra).

3-39. ábra: Munkapiaci feszesség



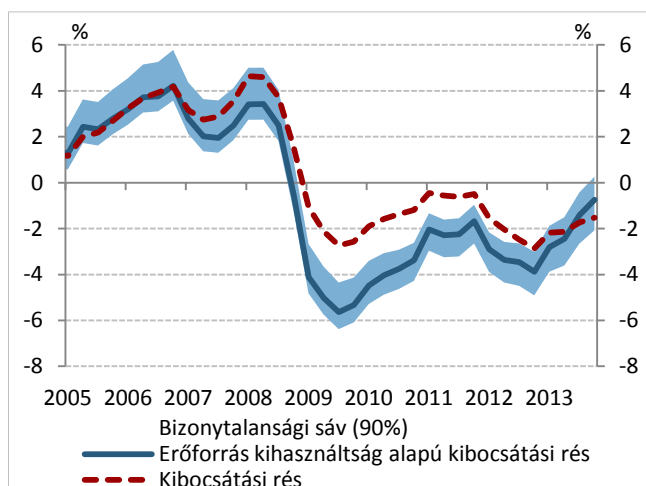
Forrás: NFSZ adatok alapján MNB számítás

3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

A kereslet élénkülésével összhangban az erőforrás-kihasználtságot mérő indikátorok záródó kibocsátási rést jeleznek. Ugyanakkor a gazdaságot továbbra is jelentős szabad kapacitások jellemezhetik, így a reálgazdasági oldalról jelentkező inflációs nyomás változatlanul mérsékelt. A kibocsátás továbbra is elmarad potenciális szintjétől.

2013 év végén folytatódott a reálgazdaság élénkülése. Ezzel összhangban a kapacitás kihasználtságot mérő indikátorok záródó kibocsátási rést jeleznek. A konjunktúra felől azonban továbbra sem tapasztalható érdemi inflációs nyomás, az inflációs alapfolyamat mutatók mérsékelt szinten alakultak. Ezzel összhangban **a kibocsátási rés változatlanul negatív tartományban alakult az elmúlt negyedévben** (3-40 ábra).

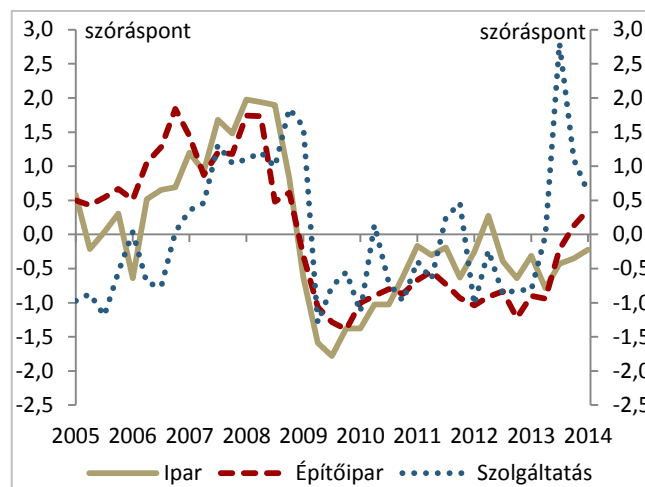
3-40. ábra: Kibocsátási rés mutatók



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

A bizalmi indikátorok folyamatos javulást mutattak az elmúlt hónapokban, ami arra utalhat, hogy a kapacitás-kihasználtság a kereslet élénkülésével egyre intenzívebbé válhat. A termelést korlátozó tényezők között egyre több cég nevezi meg a munkaerőhiányt, mely mindhárom ágazatban megfigyelhető jelenség. Felmérések a foglalkoztatási szándék javulására utalnak. Emellett a munkapiaci indikátorok (csökkenő munkanélküliségi ráta, növekvő túlórák) is egy záródó erőforrás-kihasználtsági rész irányába mutatnak (3-41 és 3-42 ábra).

3-41. ábra: A munka, mint termelést korlátozó tényező a GKI felméréseiben



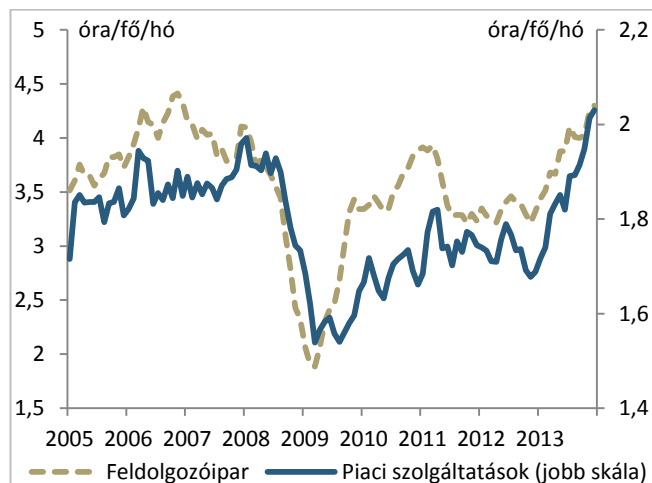
Megjegyzés: Standardizált adatok.

Forrás: GKI, ESI felmérés

A hazai árazási döntések szempontjából a kibocsátási rés mértéke mellett annak szerkezete is meghatározó. Bár a kibocsátási rés a kapacitáskihasználtság javulásával fokozatosan záródik, az infláció szempontjából elsődleges **fogyasztási kiadásokban egyelőre csak a stabilizálódás jeleit figyelhettük meg.** A fogyasztás visszafogottabb fordulatát a szigorú hitelezési feltételek, mérlegalkalmazkodás, óvatossági megfontolások egyaránt magyarázhatják.

Az év végén a növekedés a vártak megfelelően alakult, míg az infláció alacsonyabb lett decemberi előrejelzésünkénél. A vártak megfelelő növekedés, illetve az alacsonyabb infláció kedvező költségoldali (világpiaci energia árakból és nyers élelmiszerárak csökkenéséből adódó) hatásokra utal.

3-42. ábra: Túlórák alakulása a versenyszférában



Megjegyzés: Intézményi statisztika, havonta legalább 60 órában foglalkoztatottak, háromhavi centrális mozgóátlagok.

Forrás: KSH

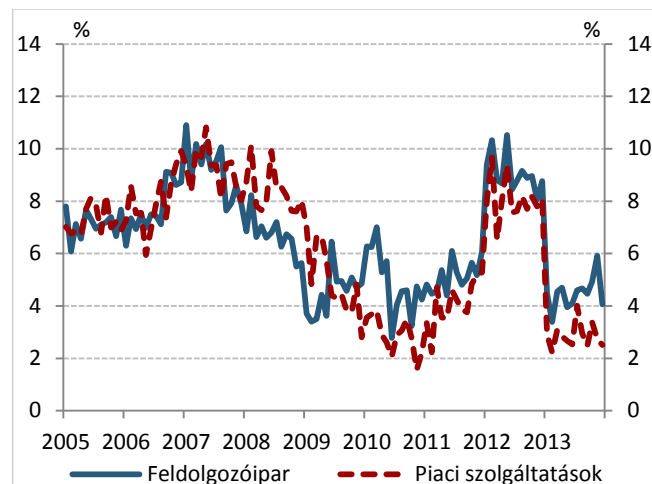
3.6. Költségek és infláció

Az elmúlt hónapokban tovább mérséklődő infláció és visszafogott bérdinamika jellemezte a magyar gazdaság nominális folyamatait. Az infláció változatlanul számottevően az inflációs cél alatt alakult, amihez a kedvező költségoldali nyomás, visszafogott keresleti környezet, a várakozások fokozatos alkalmazkodása, illetve a szabályozott energiaárak csökkentése egyaránt hozzájárulhattak. A versenyszféra bérendexe 2013 utolsó hónapjaiban is alacsony dinamikát mutatott, amit főként a piaci szolgáltatások mérsékelt béremelései okoztak.

3.6.1. Bérek

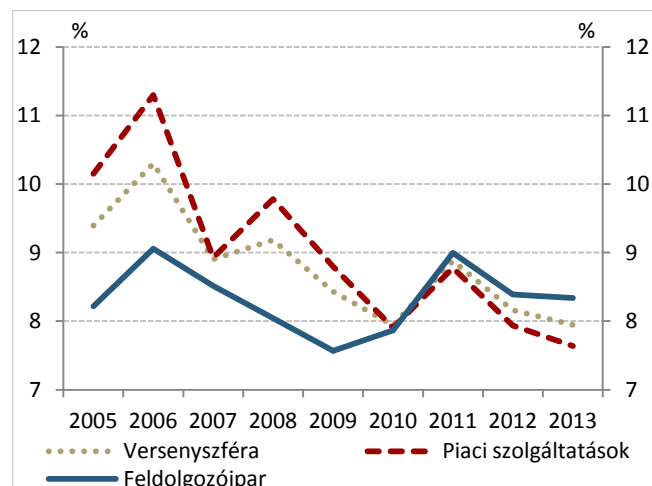
A versenyszféra bérezése 2013 negyedik negyedében is visszafogottan alakult, ami mind a rendszeres keresetek mind a prémium-kifizetések alakulásában megmutatkozott. Az év végén szokásos prémium-kifizetések aránya a rendszeres keresetekhez képest jelentősen mérséklődött az elmúlt évekkel összehasonlítva. A versenyszférán belül a feldolgozóipari bérek dinamikája továbbra is magasabb, mint a piaci szolgáltatásoké, ami összhangban áll a kedvezőbb konjunkturális helyzettel. A prémium-kifizetések mindkét ágazatban elmaradtak az utóbbi évekre jellemző arányoktól. Az egyéb munkajövedelmek aránya a bruttó keresetösszeghez képest az elmúlt év egészét tekintve visszafogott maradt. Összességében tehát a munkapiaci oldalról továbbra sem tapasztalható érdemi költségoldali inflációs nyomás (3-43 és 3-44 ábra).

3-43. ábra: A rendszeres (prémium, jutalom, egyhavi különjuttatás nélküli) havi bruttó átlagkeresetek éves változása



Forrás: KSH

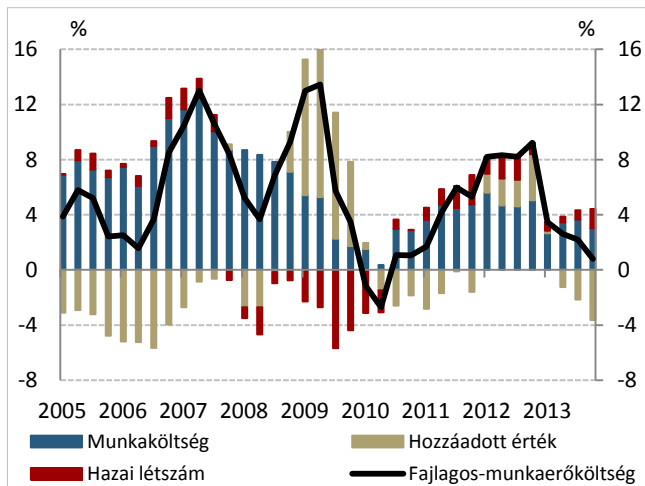
3-44. ábra: A prémium-kifizetések aránya a rendszeres keresetekhez képest



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

A fajlagos munkaköltség dinamikája az év eleje óta visszafogottan alakult, a termelékenység növekedése következtében a negyedik negyedévben pedig jelentősen lecsökkent. A bérezésben megfigyelt alkalmazkodás továbbra is segíti a vállalati szektor jövedelmezőségének fokozatos korrekcióját. A vállalatok profitabilitásának javulásához azonban a munkatermelékenység további növekedése szükséges, amit a konjunktúra folytatódó élénkülése segíthet elő (3-45 ábra).

3-45. ábra: A fajlagos munkaerőköltség összetevői

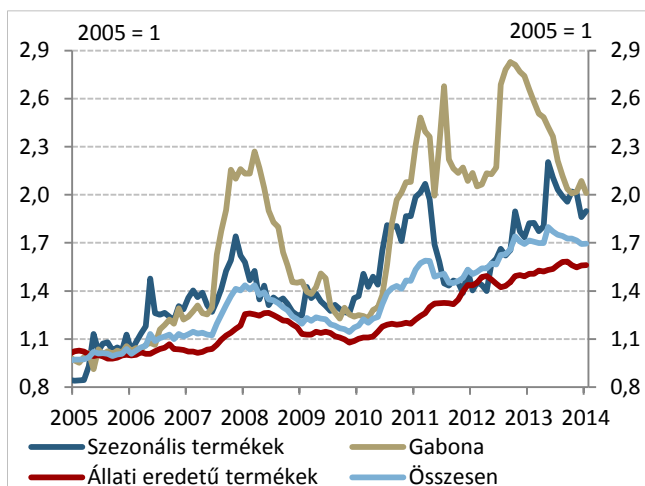


Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3.6.2. Termelői árak

Az elmúlt hónapokban a nyersanyagárak felől általánosan visszafogott inflációs nyomás volt tapasztalható. A mezőgazdasági termékek árai tovább mérséklődtek, a legnagyobb csökkenés a szezonális termékek esetében történt. Rövidtávon a kedvező terméseredmények továbbra is mérsékelt árdinamika irányába mutatnak. Az állati eredetű termékek árai érdemben nem változtak az elmúlt negyedévben. A tej esetében mérséklődött az elmúlt évben megfigyelt áremelkedés üteme. A takarmányköltségek csökkenése a következő negyedévekben az állati termékek árainak mérséklődését okozhatja (3-46 ábra).

3-46. ábra: A mezőgazdasági termelői árak



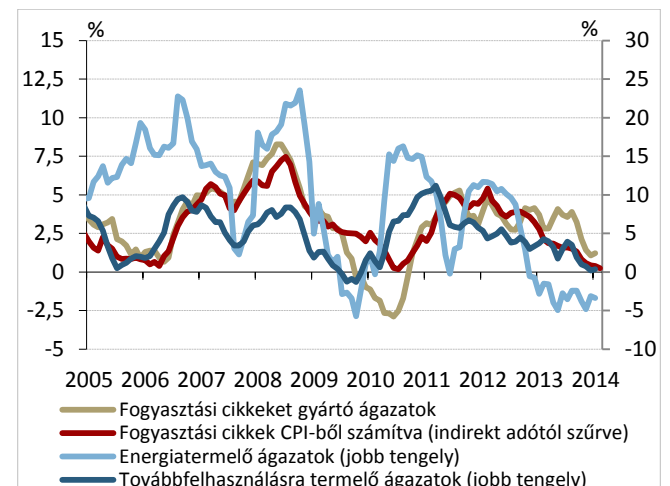
Megjegyzés: Szezonális termékek: gyümölcs, zöldség, burgonya; gabona: búza, olajos magvak; állati eredetű termékek: sertésbűs, baromfihűs, tojás, tej; a súlyozás a fogyasztóiár-indexre való hatás becsült nagysága alapján történt.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

A dollárban kifejezett olajárak mérséklődtek decemberhez képest. Az olajár alakulását a fejlődő gazdaságok növekedési kilátásainak gyengülése és a kínálat növekedése magyarázhatja. Előre tekintve a határidős jegyzésárak tovább csökkenő árszintet jeleznek.

Az ipari termelői árakat visszafogott árdinamika jellemezte az elmúlt hónapokban. A termelői árak kedvező dinamikája globálisan is megfigyelhető jelenség volt. Az ipari árak rendeltetés szerinti bontását tekintve a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok árváltozása visszafogott maradt, ami a fogyasztói árak alakulásában is tükröződött. A köztes termékek éves inflációja mérséklődött, míg az energiatermelő ágazatok árai csökkentek éves összehasonlításban. Utóbbi ágazat termelői árának alakulását részben az magyarázza, hogy tartalmazza a lakosság esetében csökkenő energiaárak hatását is. A következő hónapokban a gyengébb árfolyam hatása a termelői árakban is fokozatosan jelentkezhet (3-47 ábra).

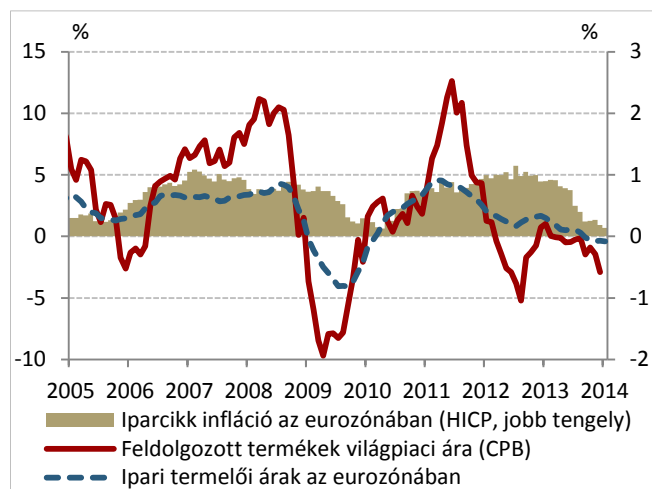
3-47. ábra: Az ipari termelői árak alakulása



Forrás: KSH, illetve KSH adatok alapján MNB számítás

A hazai termelői árak tendenciája megfelelt az eurozónában megfigyelt folyamatoknak. A termelői árak változását a visszafogott kereslet, illetve a kedvező nyersanyagárak magyarázhatják. Ennek következtében **a feldolgozott termékek körében alacsony importált inflációs nyomást tapasztalhattunk** (3-48 ábra).

3-48. ábra: A feldolgozott termékek nemzetközi áralakulása

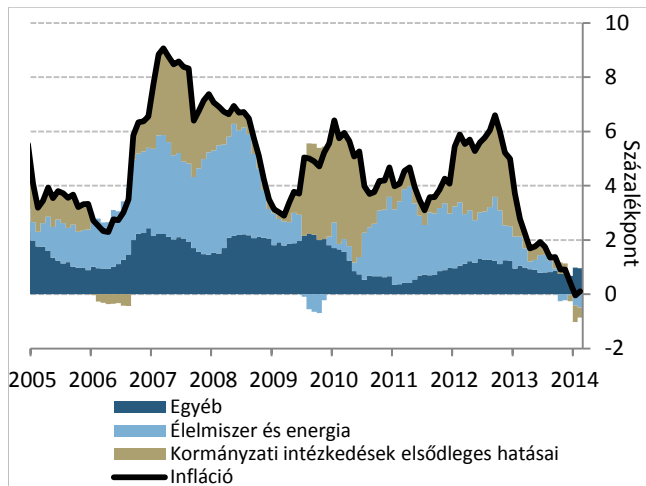


Forrás: Eurostat, CPB

3.6.3. Fogyasztói árak

Év elején az infláció tovább fékeződött és továbbra is historikusan alacsony szinten, jóval a 3 százalékos inflációs cél alatt tartózkodik. A mérsékelt inflációhoz a kedvező költségoldali nyomás, a visszafogott keresleti környezet, a várakozások fokozatos alkalmazkodása, illetve a szabályozott energiaárak csökkentése egyaránt hozzájárulhatott (3-49 ábra).

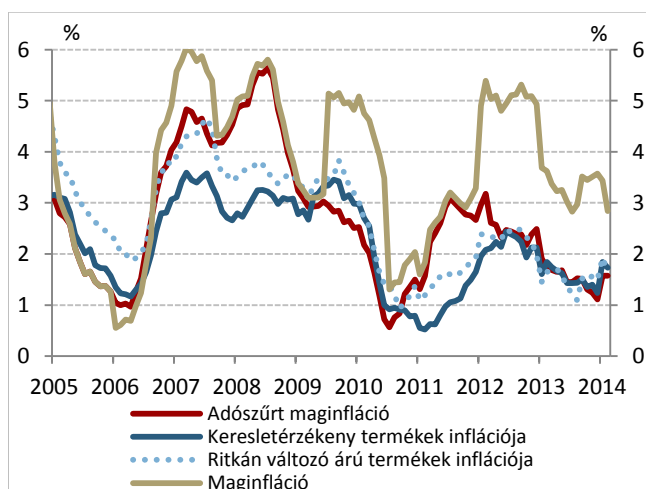
3-49. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

Az inflációs alapfolyamat mutatók év elején némileg emelkedtek, amihez a tavaly januári visszafogott áralakulás bázishatása is hozzájárult. Az **alapotmutatók alacsony szintje** azonban a fentebb felsorolt tényezőkkel összhangban **továbbra is mérsékelt inflációs környezetre utal** (3-50 ábra).

3-50. ábra: Inflációs alapmutatók alakulása



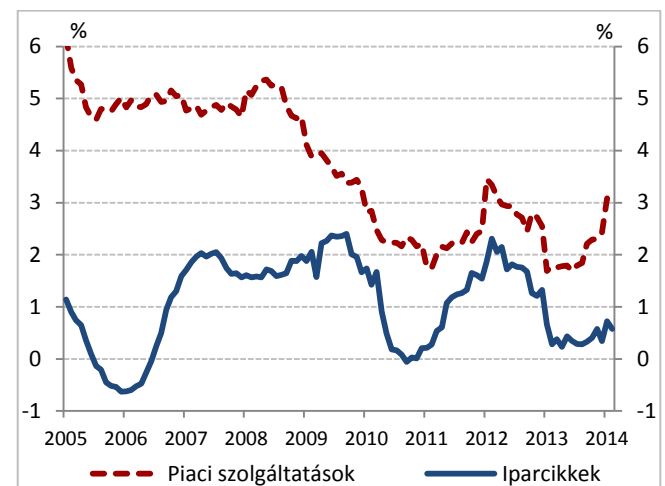
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

Az iparcikkek árai az elmúlt hónapokban visszafogottan alakultak, amit az importárak kedvező alakulása és a gyenge kereslet magyarázhat. Az iparcikkekben belül a

tartós termékek inflációja változatlanul negatív, míg a nem tartós iparcikkek árai visszafogott dinamikát mutattak. A következő hónapokban a gyengébb árfolyam hatása fokozatosan megjelenhet az iparcikkek áraiban.

A piaci szolgáltatások szempontjából az év eleji átárzások meghatározóak. Év elején a termékkör havi árváltozása összességében mérsékelt maradt. A termékkör árváltozását januárban egyedi hatás, a biztosítási díjak növekedése befolyásolta, míg februárban a havonta kétszer ingyenes készpénzfelvétel⁴ mérsékelt az árdinamikát. Ezek hatásától eltekintve azonban az egyéb szolgáltatások széles körében mérsékelt áremelkedést figyelhattunk meg. A szolgáltatások éves inflációja emelkedett, amihez érdemben hozzájárult a tavaly januári visszafogott áremelkedés bázishatása (3-51 ábra).

3-51. ábra: Piaci szolgáltatások és ipari termékek adószűrt inflációja (éves változás)



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

⁴ Az intézkedés a termékek szűk körét érinti, valamint az inflációt csak átmenetileg befolyásolja, ezért ennek hatását az indirekt adók között számoltuk el.

A mezőgazdasági termelői árak alakulásával összhangban az élelmiszerek árai visszafogottan alakultak. A feldolgozott termékek körében általánosan mérsékelt dinamika volt jellemző az elmúlt hónapokban. A feldolgozatlan élelmiszerek szezonálisan igazított árszintje lényegében nem változott.

A dohánytermékeknél 2013 év végén tovább folytatódott a kiskereskedelmi árrés emelésének fogyasztói árakban történő megjelenése. A kiskereskedelmi árrés 2013. júliusi emelésétől várt árszintnövekedés az előzetesen becsült hatásnak megfelelően megjelenhetett a dohánytermékek áraiban. A korábbi várakozásainknál lassabb begyűrűzésben szerepet játszhatott a legális forgalom csökkenése, aminek következtében a korábbi, alacsonyabb árú készletek lassabban futottak ki.

Az üzemanyagárak az év elején mérséklődtek, amit alapvetően a dollárban kifejezett olajárak mérséklődése magyaráz. Februárban azonban az árfolyam leértékelődése következtében az üzemanyagárak emelkedését figyelhettük meg.

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

A beérkezett inflációs adatok az év elején alacsonyabbak voltak a jegybanki várakozásoknál. Az eltérés jelentős részét költségoldali tényezők magyarázzák, ezen belül is a nyersanyagárak, illetve az olajárak kedvező alakulása. Emellett az eltéréshez kis részben az iparcikkek visszafogott inflációja is hozzájárult.

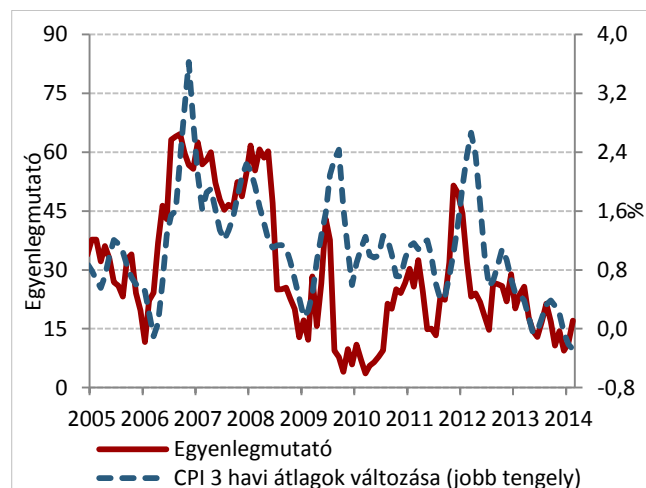
Összességében az év elején mérsékelt inflációt figyelhettünk meg. Rövid távon a nyersanyagárak, illetve importárak felől mérsékelt inflációs nyomás jelentkezik, ezzel ellentétes irányba hat azonban a gyengébb árfolyam, illetve a belső kereslet várt élénkülése.

3.6.4. Inflációs várakozások

A fogyasztói árak rövid távú alakulása szempontjából meghatározó, a kiskereskedelmi szektor értékesítési áraira vonatkozó várakozások alacsony szinten maradtak

az elmúlt negyedévben. Ez arra utal, hogy a költség- és keresletoldali tényezők nem indokolnak áremelést a következő hónapokban (3-52 ábra).

3-52. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tényinfláció

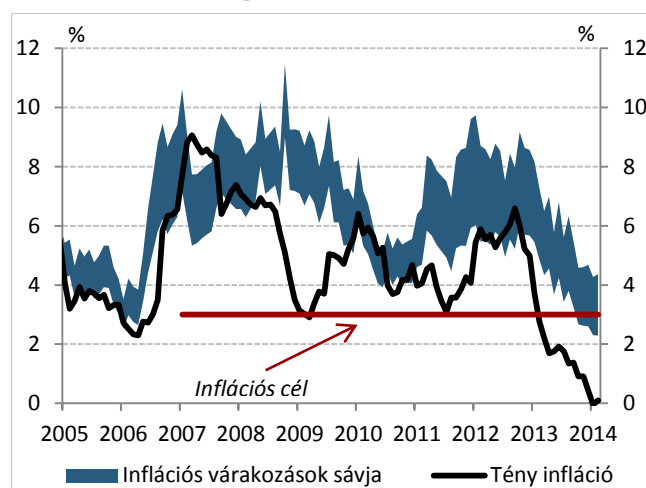


* Az egyenlegmutató az áremelkedésre számítók és az árcsökkenésre számítók arányának a különbsége.

Forrás: GKI, illetve KSH adatok alapján MNB számítás

A lakossági inflációs várakozások folyamatosan mérséklődtek a tavalyi év folyamán a tényinfláció csökkenésével. Az év elején további csökkenést figyelhettünk meg. A csökkenő inflációs várakozások elősegíthetik, hogy a gazdasági szereplők árazási és bérézési döntései középtávon is a jegybank inflációs céljával összhangban alakuljanak (3-53 ábra).

3-53. ábra: Lakossági inflációs várakozások



Forrás: EU Bizottság adatai alapján MNB számítás.

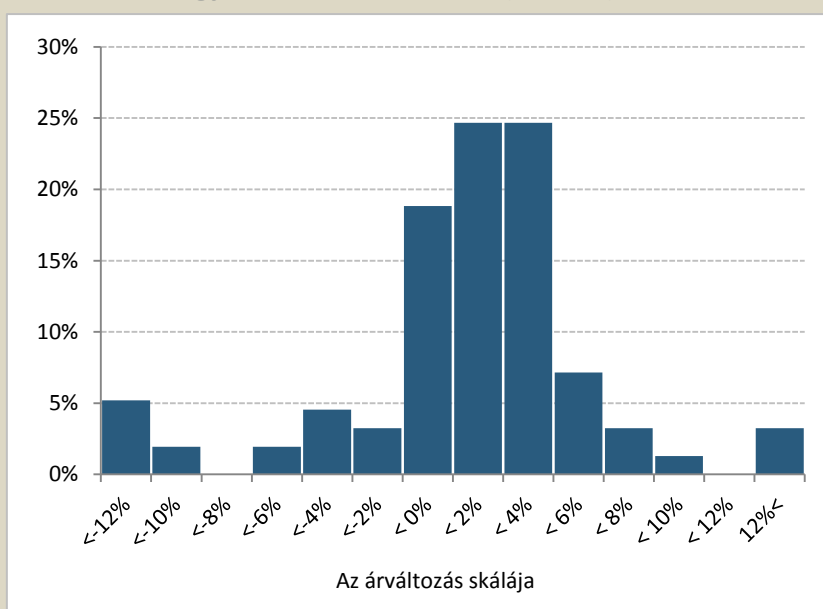
3–3. keretes írás: A dezinfláció hatása a fogyasztói árváltozások eloszlására: vannak-e deflációs kockázatok?

A fogyasztóiár-index az infláció általános mérőszáma, mely egy átlagos háztartás által vásárolt termékekből és szolgáltatásokból álló fogyasztói kosár árváltozását méri. Hazánkban az elmúlt hónapokban historikusan alacsony szintre süllyedt a mutató. 2014 januárjában az infláció 0,0 százalék volt, ami azt jelenti, hogy az árszint nem változott az előző év azonos időszakához képest. A visszafogott, vagy akár negatív előjelű fogyasztóiár-index Európában is megfigyelhető, bár erős a differencia az egyes tagországok között (HICP januárban: Ciprus –1,6 százalék, Finnország 1,9 százalék). Érzelve az alacsony szintre süllyedő hazai fogyasztói árindexet, több elemzés a defláció kialakulásának veszélyeit is felvetette. Elemzésünkben a hazai inflációs folyamatok dezaggregált vizsgálatával próbálunk választ adni, a fogyasztói árszint tartós csökkenésének esélyeiről.

A defláció alatt a fogyasztói árak tartós, hosszabb időhorizonton megfigyelhető általános (a fogyasztói kosár széles körében megfigyelhető) csökkenését értjük. A jelenség jellemzően recessziós gazdasági helyzetben jelentkezik, amikor a kereslet tartós csökkenése a várakozások folyamatos mérséklődésén keresztül önbeteljesítővé teheti a fogyasztói árak csökkenését.

Annak eldöntése érdekében, hogy a megfigyelt hazai inflációs trendek mennyire általánosak, megvizsgáltuk, hogy a fogyasztói kosár tételeinek hány százalékában figyelhető meg árcsökkenés (3-54 ábra).

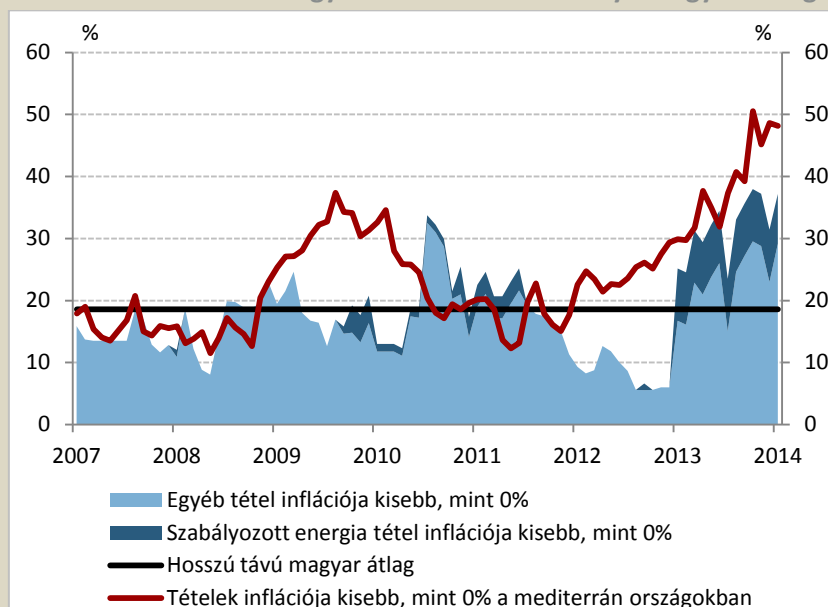
3-54. ábra: A fogyasztói kosár tételeinek (COICOP) inflációs eloszlása



Forrás: KSH, MNB

Magyarországon januárban a fogyasztói kosár 42,9 százalékát (COICOP bontás szerint) kitevő áru és szolgáltatás csoport esetében mérséklődtek a fogyasztói árak. Ezek között a kormányzati intézkedések következtében nagy arányban (13,2 százalék) található az újabb körű rezsicsökkentés hatására – szabályozott áru termékeket (elektromos energia, vezetékes gáz, távfűtés, szemétszállítás stb.). Ezen kívül jellemzően a tartós iparcikkek (számítógép, fényképezőgép, telefon, használt személygépkocsi stb.) és a feldolgozott termékek (étolaj, cukor, péksütemények stb.) körében figyelhető meg árcsökkenés. Az arány historikus elemzése során érdemes megemlíteni, hogy még magasabb átlagos inflációs szint esetében is a fogyasztói kosár 15-20 százaléka esetében figyelhetünk meg csökkenő árakat (3-55 ábra).

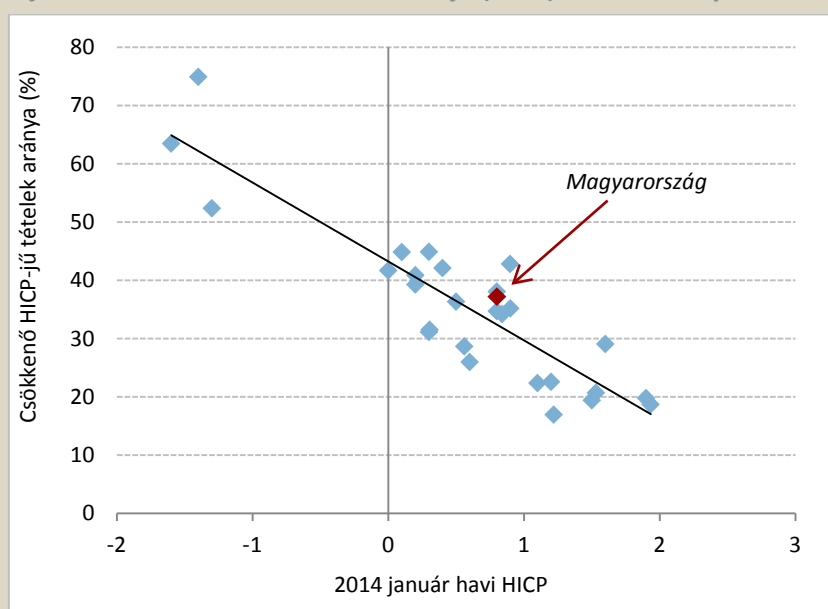
3-55. ábra: A csökkenő fogyasztói árú tételek aránya Magyarországon



Forrás: Eurostat

Ha ugyanezen vizsgálatot elvégezzük az európai uniós tagországok körében is, akkor azt tapasztaljuk, hogy az elmúlt hónapokban negatív fogyasztói árindexszel szembesülő országok esetében jóval nagyobb a csökkenő árú termékek hányada (Ciprus: 63,49 százalék, Görögország: 74,93 százalék); míg a pólus másik végén – tehát a relatíve magasabb inflációs rátájú tagállamokban – értelemszerűen ez az érték kisebb (Finnország: 18,72 százalék, Egyesült Királyság: (21,3 százalék). Az európai országokban döntően nem a szabályozott árú termékek ára csökkent. A hazai érték EU-s átlag közelében alakul és számottevően alacsonyabb a mediterrán országok átlagánál (3-56 ábra).

3-56. ábra: A januári HICP és a csökkenő inflációjú (HICP) tételek aránya az Európai Unióban



Forrás: Eurostat

Összességében megállapíthatjuk, hogy az infláció csökkenésével párhuzamosan a fogyasztói kosárban Magyarországon is emelkedett a negatív árváltozást mutató tételek aránya. Ennek mértéke azonban nem tekinthető kiugrónak. Az inflációs várakozások stabilan pozitív tartományban tartózkodnak, miközben a fogyasztói kereslet élénkülésével párhuzamosan a következő negyedévekben az inflációs alapfolyamatok is fokozatosan emelkedhetnek, így Magyarország esetében a defláció kialakulásának veszélye jelenleg rendkívül mérsékeltnek tekinthető.

4. PÉNZÜGYI PIACOK ÉS KAMATKONDÍCIÓK

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt három hónapban a globális hangulat leginkább a Fed eszközvásárlási programjának kivezetésével kapcsolatos fejlemények és a feltörekvő piacokon kialakult turbulencia, valamint eszközeladási hullám mozgatták. A tapering elhalasztását követően – melyet a piac korábban még 2013 szeptemberére várt – a piaci várakozások 2014. márciusi kezdés irányába tolódtak el, de némi meglepetésre a Fed már 2013 decemberében bejelentette, hogy januártól elkezdni lassítani eszközvásárlási programjának ütemét. A decemberi nyilatkozatnak a feltörekvő piacokra akkor nem volt jelentősebb hatása, januárban azonban – amikor több feltörekvő ország a befektetői figyelem fókuszába került részben belpolitikai feszültségek, részben a monetáris politikával kapcsolatos bizonytalanságok kapcsán – a feltörekvő régió megítélése összességében romlott, és a régióból történő tőkekivonás felgyorsult. Február–március során az ukrainai, illetve orosz feszültségek, és az esetleges gazdasági fertőzési kockázatok szintén kedvezőtlenül hatottak a feltörekvő, ezen belül is a kelet-közép-európai régió megítélésére.

Az elmúlt negyedévben a nemzetközi befektetői hangulat változóképpen alakult, ami a Fed eszközvásárlási programjának folytatódó lassításával, egyes feltörekvő országok sérülékenységének előtérbe kerülésével és az ukrán-orosz konfliktus kiéleződésével magyarázható. A hazai kockázati felárak érdemben nem változtak a decemberi inflációs jelentés megjelenése óta. A CDS-felár és a devizakötvények felára enyhén csökkent, a hosszú hozamok mérsékelten emelkedtek, míg az árfolyam jelentős ingadozás mellett gyengült.

A forint az euróval szemben a vizsgált időszak során érdemi volatilitás mellett a 296–315-ös szintek között ingadozott, és az időszak végére közel 4,5 százalékkal értékelődött le. A forint a vizsgált időszakban alulteljesítette a régiót. A külföldi szereplők nettó FX-swap állománya az időszak eleji csökkenés után emelkedett. A hazai szereplők forwardállománya ezzel szemben újabb historikus csúcsra került az árfolyamgyengüléssel párhuzamosan.

Az állampapírok elsődleges piacán a rövid futamidejű diszkontkincstárjegyek aukcióit átlagosan 2-2,5-szeres lefedettség jellemezte, és a legtöbb esetben az ÁKK a meghirdetett mennyiség felett bocsátott ki állampapírt,

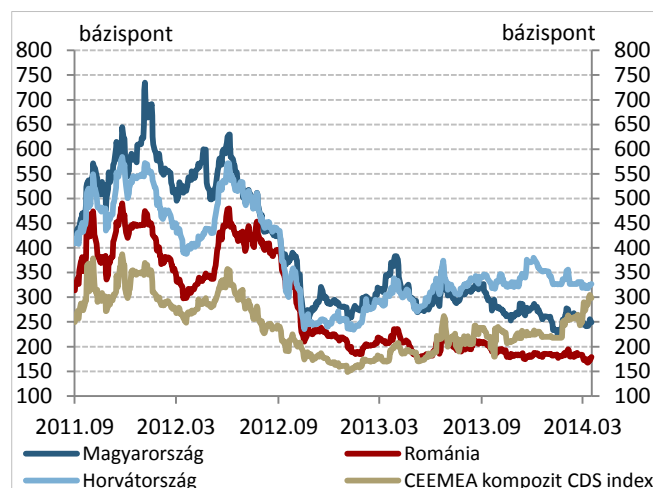
bár a legturbulensebb időszakban tapasztalt alacsony lefedettség és emelkedő hozamok valamelyest árnyalják a képet. A 3, 5 és a 10 éves kötvények iránt jelentős kereslet mutatkozott, ugyanakkor az aukciós átlaghozamokban érdemi volatilitás volt tapasztalható.

Az elemzői várakozások átlagából jelenleg az olvasható ki, hogy a kamatpálya 2,5-2,6 százalék környékén érheti el mélypontját. A pénzügyi hozamokból kirajzolódó kép ettől némileg eltérő, ami azzal magyarázható, hogy míg az elemzői várakozások a legvalószínűbb esetet jelenítik meg, addig a pénzügyi hozamokban eltérő kamatpálya-forgatókönyvek jelennek meg, melyek súlyozott átlagából adódik a pénzügyi jegyzésekből kirajzolódó kamatszint.

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

A hazai kockázati felárak érdemben nem változtak a decemberi inflációs jelentés megjelenése óta. A CDS-felár enyhén csökkent, a hosszú hozamok mérsékelten emelkedtek, míg az árfolyam jelentős ingadozás mellett gyengült. Az időszak elején a Fed kisebb meglepetést okozó decemberi döntését, miszerint januártól megkezdte eszközvásárlási programjának mérséklését, alapvetően nyugodtan fogadták a piacok. Emiatt a feltörekvő piaci eszközök kockázati felárai mérséklődtek (4-1 ábra).

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

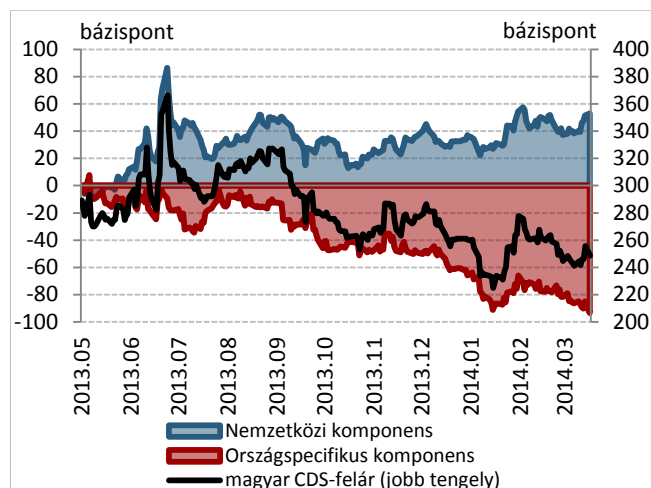


Forrás: Bloomberg

Az öt éves magyar CDS-felár a decemberi közepi szintről január közepéig mintegy 30 bázispontot mérséklődött a 225-ös szint közelébe. Január közepétől azonban jelentősen romlott a globális piaci hangulat, és erősödött a világban a kockázatkerülés a feltörekvő piacokkal kapcsolatos aggodalmak hatására – amely feszültség

január végén – február elején tetőzött –, így CDS felárunk a 275-ös szintig emelkedett. A piaci turbulencia mérséklődésével lassú korrekció indul meg, amivel párhuzamosan a magyar felár március elejére 245 bázispont környékére csökkent. A régióban az időszak során hasonló megugrás, majd mérséklődés volt megfigyelhető, így a hazai szpred a régiós országokkal összhangban mozgott az időszak nagy részében (4-2 ábra).

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

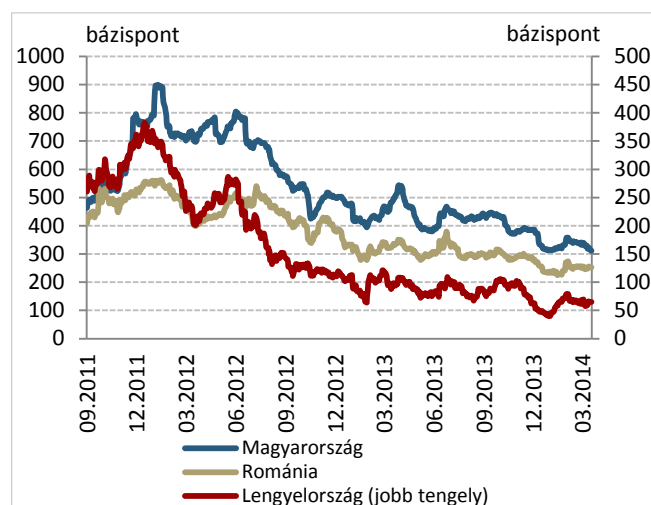


Megjegyzés: Az alkalmazott dekompozíciós módszer leírása megtalálható Kocsis–NAGY (2011): Szuverén CDS-felárak dekompozíciója c. *MNB Szemle* cikkben.

Forrás: Bloomberg

CDS dekompozíciós módszertanunk szerint a vizsgált időszakban a nemzetközi tényezők inkább az országspecifikus felár növekedésének irányába hatottak, amit kompenzálni tudott az országspecifikus tényezőkhez kötődő felár csökkenés. Ez a javulás főként hazánknak a korábbinál kedvezőbb növekedési kilátásaival, a költségvetési deficitcél szigorú betartásával, az ország jelentős nettó finanszírozási képességével és csökkenő külső adósságával magyarázható. Mind a dollárban, mind az euróban denominált devizakötvényeink hozama csökkent az elmúlt 3 hónap során. A felárak tekintetében az euróban denominált papírok esetében 10–15 bázispontos, míg a dollárban denominált papírok esetében 20–30 bázispontos csökkenést tapasztaltunk átlagosan (4-3 ábra).

4-3. ábra: Régiós 5 éves euróban denominált devizakötvény-felárak



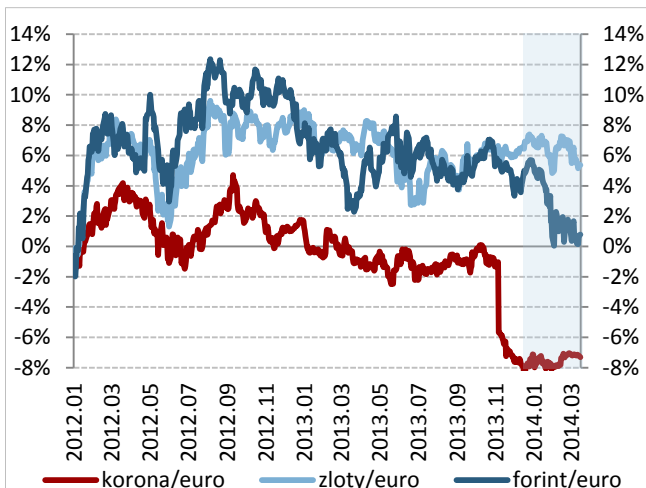
Forrás: Thomson Reuters

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint az euróval szemben a vizsgált időszakban igen volatilis mozgások közepette a 296–315-ös szintek között ingadozott, és az időszak végére közel 4,5 százalékkal értékelődött le. A leértékelődés nagy része a január végén–február elején tapasztalt turbulens időszakhoz köthető, majd az árfolyam február második felétől több megingást követően némileg korrigálni tudott, de az időszak végére újra a 312–314-es árfolyamszintek közelébe süllyedt.

A forint összességében alulteljesítő volt a régióban, mely főként az euro/forint ingadozási sáv január végén tapasztalt eltolódásához volt köthető. December közepéhez képest a cseh korona enyhén felértékelődött az időszak végére, míg a lengyel zloty és a román lej minimálisan veszített értékéből az euróval szemben (4-4 ábra).

4-4. ábra: Régiós devizaárfolyamok alakulása

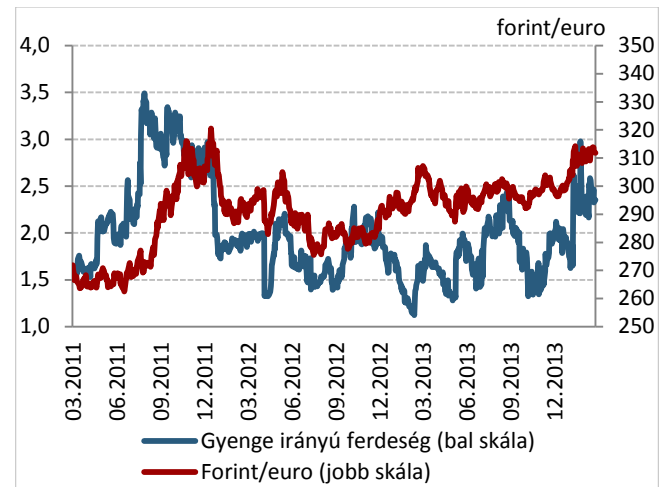


Megjegyzés: 2012. év elejéhez viszonyított változás. A pozitív értékek a régiós deviza felértékelődését jelölik.

Forrás: Thomson Reuters

A forint/euro árfolyamra vonatkozó ferdeségi mutató és az euro/forint volatilitás az időszak során érdemi megugrást mutatott, ami az árfolyamgyengülés szokásosnál nagyobb kockázatára utalt. Az időszak végén ez a trend lelassult, és a ferdeségi mutató is kis mértékben csökkent. A mutató azonban még mindig a 2013-ban tapasztalt átlagos értékeknél magasabb szinten van, ami azt jelzi, hogy a piaci szereplők rövid távon továbbra is a forint árfolyamának gyengülésére számítanak. A Reuters és Bloomberg által gyűjtött árfolyamvárakozásra vonatkozó adatok szerint a rövid távú elemzői várakozások egy, a korábrinál gyengébb árfolyamszint irányába mozdultak el, ugyanakkor fél-egy éves időtávon továbbra is fokozatosan erősödő forintárfolyammal számolnak a szakértők (4-5 ábra).

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



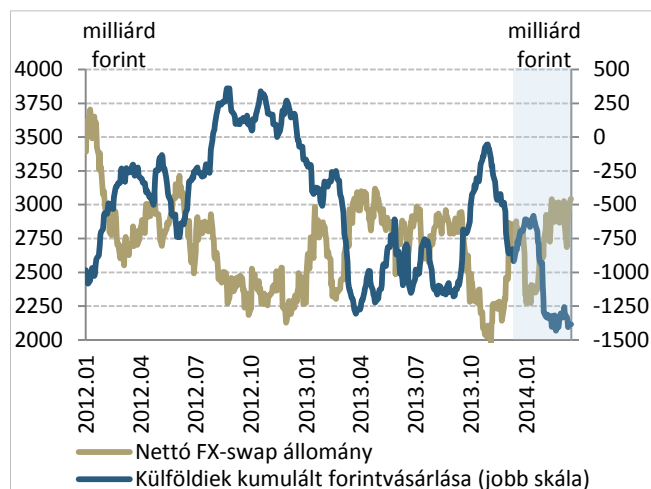
Megjegyzés: Gyenge irányú ferdeség (skewness) = Risk reversal / Volatilitás * 10 (mértékegység nélküli mutató).

Forrás: Bloomberg

A hazai FX-swap piacot alapvetően feszültségmentes kereskedés jellemezte. Az általában év végére jellemző, főként néhány külföldi szereplő mérlegtisztításához köthető feszültségek december végén csak rövid ideig jelentkeztek – 2014 első napjaiban már a rövid felárak gyors normalizálódását figyelhettük meg. A hosszabb futamidejű felárak alakulásában az év végi feszültség nem jelentkezett, március elejéig azonban minden éven túli futamidőn egy fokozatos, 15–30 bázispontos feláremelkedést tapasztalhattunk.

A külföldi szereplők nettó FX-swap állománya – érdemi ingadozások mellett – az időszak elejéhez képest 115 milliárdos növekedést mutatott. A nem rezidens szereplők január közepétől – a feltörekvő piaci feszültségek jelentkezésétől – kezdtek jelentős forint elleni pozíciók kiépítésébe. A hazai szereplők forwardállománya ezzel szemben újabb historikus csúcsra került az árfolyamgyengüléssel párhuzamosan, ami tompította a forint gyengülését (4-6 ábra).

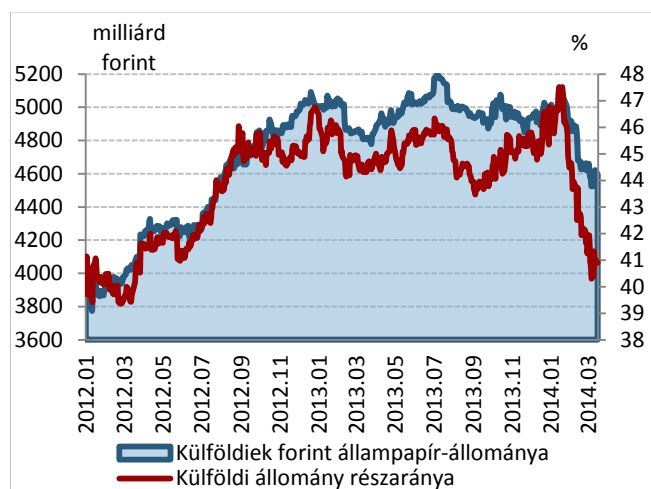
4-6. ábra: A külföldi szereplők nettó forint-deviza swap állománya és kumulált forintvásárlása



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

Eközben a külföldiek által tartott állampapír-állomány jelentősen csökkenni kezdett, és az időszak eleji 5000 milliárd forintos színtről 4600 milliárd közelébe mérséklődött. A csökkenésből 210 milliárd forint köthető egy jelentősebb állampapír-lejáráshoz. A nem rezidensek részesedése 4 százalékponttal 41 százalék alá csökkent a forintban denominált állampapírok piacán, amivel párhuzamosan a külföldiek MNB-kötvényállománya historikus csúcsra emelkedett. Összességében a külföldiek állampapír állományának csökkenése a tavaly május óta megfigyelt feltörekvő piaci átlagnak megfelelő volt (4-7 ábra).

4-7. ábra: Külföldiek forint állampapír-állománya



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

4.1.3. Állampapírcsökkentés és hozamalakulás

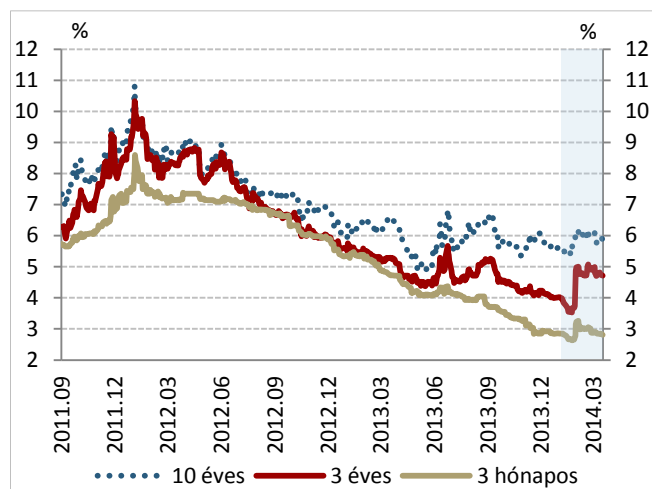
A rövid futamidejű diszkontkincstárjegyek aukcióit átlagosan 2-2,5-szeres lefedettség jellemezte, és a legtöbb esetben az ÁKK a meghirdetett mennyiség felett bocsátott ki állampapírt. Ugyanakkor a január végén tapasztalt turbulens piaci környezetben néhány aukción a lefedettség mérséklődött, a hozamok pedig emelkedtek. Összességében a kialakuló aukciós átlaghozamok az időszak eleji stagnálás után februárban emelkedtek, majd innen fokozatosan csökkenve az időszak eleji szintek közelébe mérséklődtek (4-8 ábra).

Az állampapírcsökkentés piacán a 3, 5 és a 10 éves kötvények iránt – néhány kivételt leszámítva – szintén jelentős kereslet mutatkozott. Ugyanakkor az aukciós átlaghozamokban érdemi volatilitás volt tapasztalható: a februári feszült időszak során 40–70 bázisponttal feljebb kerültek az átlaghozamok az időszak elejéhez képest, majd innen fokozatos csökkenés következett be. Az időszak végére a 3 éves referenciapapír hozamában 60 bázispontos, az 5 éves referenciapapír esetében 10 bázispontos emelkedés következett be, míg a 10 éves papír hozama lényegében az időszak eleji szint közelébe csökkent. Ugyanakkor a 3 éves hozam emelkedésében a referenciapapír-váltás is közrejátszott.

Az állampapír-piaci hozamgörbe összességében meredekebbé vált. A másodpiaci rövid hozamok a január-februári feszültséget követően a december közepi szintjük közelébe mérséklődtek, míg a hosszú hozamok 30–65 bázisponttal nőttek. Az 5 éves forinthatározatok komponensekre bontása arra is rávilágít, hogy míg a (CDS-felárral közelített) hitelkockázat hazánk esetében csökkent, addig a hozamba beépülő árfolyamkockázat jelentősen megemelkedett az utóbbi időben.

Az elemzői várakozások átlagából az olvasható ki, hogy a kamatpálya 2,5-2,6 százalék környékén érheti el mélypontját. A pénzügyi hozamokból kirajzolódó kép ettől némileg eltérő, ami azzal magyarázható, hogy míg az elemzői várakozások a legvalószínűbb esetet jelenítik meg, addig a pénzügyi hozamokban eltérő kamatpálya-forgatókönyvek jelennek meg, melyek súlyozott átlagából adódik a pénzügyi jegyzésekből kirajzolódó kamatszint.

4-8. ábra: Állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

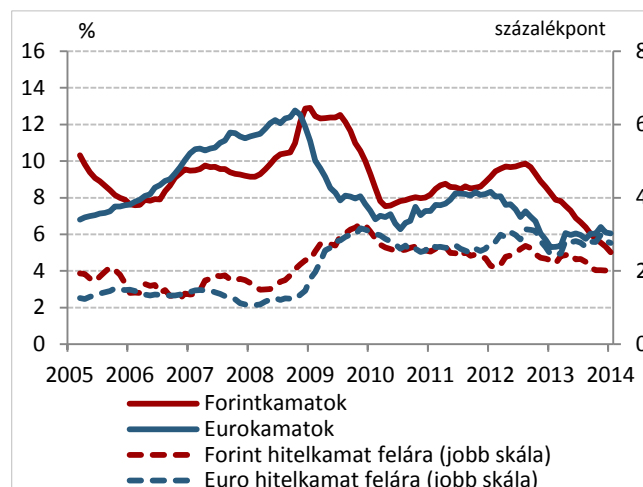
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2013 negyedik negyedévében enyhültek a hitelezési feltételek a vállalati szegmensben. A kamatköltségek folytatták az utóbbi negyedévekben megfigyelhető csökkenési tendenciát a jegybanki alapkamat mérséklődésével párhuzamosan. A hitelezési felmérésre adott válaszok szerint⁵ a nem árjellegű feltételek összességében némileg enyhültek a negyedév során, a bankok döntő többsége azonban nem változtatott a szigorú hitelfeltételeken. A háztartási szegmensben belül a fogyasztási hitelek esetében tovább folytatódott a hitelezési feltételek enyhülése, míg a lakáscélú hitelek kondíciói változatlanok maradtak. A teljes hitelköltség minden hitelszegmensben mérséklődött, a referenciakamathoz képesti felár azonban a lakáscélú hitelek esetében továbbra is magas, 5 százalékos feletti szinten tartózkodik. Az egyéves reálkamat a csökkenő inflációs várakozások miatt emelkedett október óta, értéke azonban historikusan továbbra is alacsonynak tekinthető.

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

A piaci alapú vállalati forinthitelek 3 havi mozgóátlaggal simított kamatlába a megvalósult ügyletek alapján csökkent, az októberi 5,7 százalékról januárra 5 százalékra. A kkv-szegmensben az NHP-hitelek esetében ennél jóval kedvezőbb a kamatszint, maximum 2,5 százalék. A kamatláb csökkenése ezzel enyhén meghaladta a referenciakamat (3 hónapos BUBOR) azonos időszakban látható mérséklődését, így a kamatfelár január végére 1,9 százalékpontra csökkent. A felár mértékében azonban jelentős heterogenitás tapasztalható: míg az 1 millió euro alatti hiteleknél közel 3 százalékpont volt a felár, 1 millió euro feletti hitelösszeg esetén 1,5 százalékpont. A vállalati hitelek felára utoljára a válság kitörése előtt, 2008. szeptemberében volt ilyen alacsony szinten, a szigorú nem árjellegű hitelfeltételek miatt azonban jelenleg a vállalatoknak egy sokkal szűkebb köre részesül a kedvező kamatkondíciókban. Az euroalapú hitelek esetében eközben sem a kamatszint, sem a felárak nem változtak érdemben októberhez képest: előbbi 3 százalékos, utóbbi 2,8 százalékpontos értéket vett fel januárban is (4-9 ábra).

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



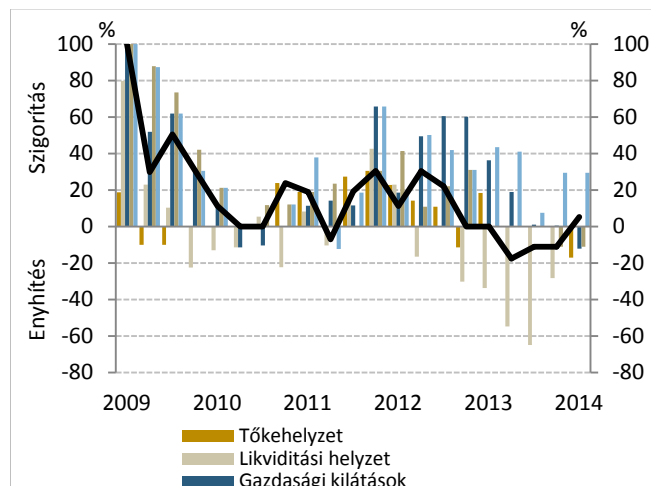
Megjegyzés: A havi kamatadatok 3 havi mozgóátlaga. A felárak a 3 hónapos EURIBOR, illetve BUBOR kamat feletti felár 3 havi mozgóátlaga. Változó kamatozás vagy 1 évnél rövidebb ideig rögzített kamatok (az NHP-hiteleket nem tartalmazza).

Forrás: MNB

A hitelezési felmérés alapján 2013 negyedik negyedévében enyhültek a hitelkondíciók, a bankok döntő többsége azonban nem változtatott a szigorú hitelfeltételeken. A bankok válaszai alapján a kedvező likviditási helyzet már több negyedév óta az enyhítés irányába hat, a negyedik negyedévben már a kockázati tolerancia növekedése is ebbe az irányba hatott. A gazdasági kilátások a negyedik negyedévben már nem befolyásolták érdemben a hitelfeltételek változását, az ipárgspecifikus problémák viszont továbbra is akadályozzák a feltételek enyhítését. Az elmúlt két negyedév enyhítései ellenére a vállalati hitelfeltételek továbbra is szigorúak, piaci alapon továbbra is csak a bankok által legkevésbé kockázatosnak ítélt vállalatok juthatnak hitelhez (4-10 ábra).

⁵ A hitelezési felmérés eredményeinek részletesebb elemzése megtalálható az MNB *Hitelezési folyamatok* című kiadványában: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu-hitelezesi-folyamatok/201402/Hitelezesi_folyamatok_201402_HUN.pdf

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



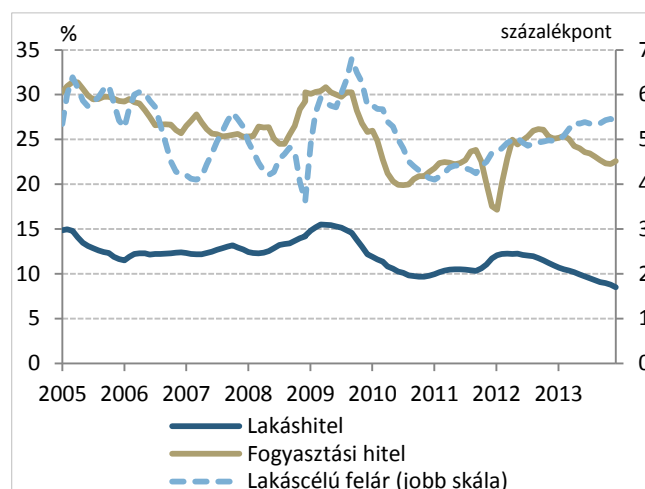
Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

Forrás: MNB hitelezési felmérés a bankok válaszai alapján

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A megvalósult lakáscélú jelzáloghitel-ügyleteknél a három hónapos mozgó átlaggal simított teljes hitelköltség (THM) október és január között mintegy 0,6 százalékponttal 8,5 százalékra csökkent. A hitelkamat csökkenése megegyezett a 3 hónapos BUBOR mérséklődésével, így a kamatfelár nem változott érdemben, értéke továbbra is 5,4 százalékpontot vett fel. Az ügyfél által fizetendő hitelköltséget tovább enyhítheti az állami kamattámogatás, melynek igénybevétele mellett az ügyfél által fizetendő kamatláb akár 6 százalékra is csökkenhet. 2013 utolsó negyedében a folyósítások mintegy harmada államilag támogatott formában valósult meg (4-11 ábra).

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



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

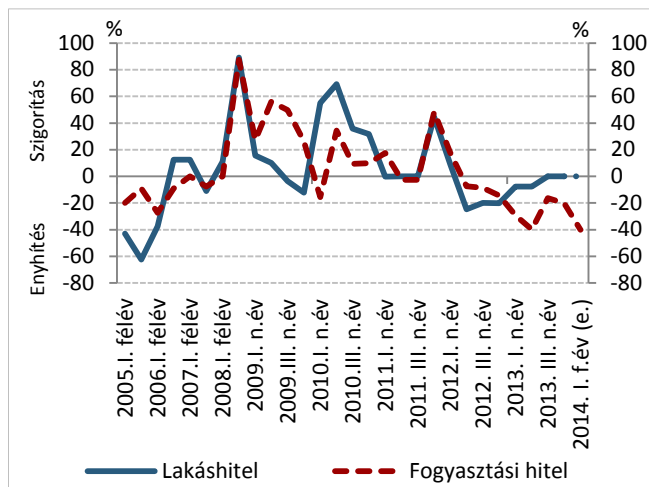
Forrás: MNB

A fogyasztási hitelek 3 hónapos mozgóátlaggal simított teljes hitelköltsége (THM) decemberig folytatta a hónapok óta megfigyelhető csökkenő tendenciát, majd januárban némi emelkedést követően 23,6 százalékos szinten állt. A csökkenés mind a szabad felhasználású jelzáloghiteleket mind a fedezetlen fogyasztási hiteleket érintette. A fedezetlen fogyasztási hitelek THM-e 25,8 százalékról 25,1 százalékra, míg a szabad felhasználású jelzáloghitelek teljes hitelköltsége 11,2 százalékról 10,8 százalékra csökkent.

A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a lakáscélú hitelek feltételein a bankok nem változtattak a negyedik negyedévben, míg a fedezetlen fogyasztási hitelek esetében nettó értelemben⁶ vett 20 százalékuk jelentett enyhítést. A hitelfeltételek szintjüket tekintve továbbra is szigorúnak számítanak: a megvalósult lakáscélú hitelügyletek alapján a hitelfedezeti arány (LTV) 55 százalék körül alakult a negyedik negyedévben, és az 5 százalékpont feletti kamatfelár is magasnak számít. Az előbbi mutató a végtörlesztés előtt 60 százalék fölött volt, a szabályozás pedig 80 százalékot is megenged (4-12 ábra).

⁶ A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

4-12. ábra: Hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben



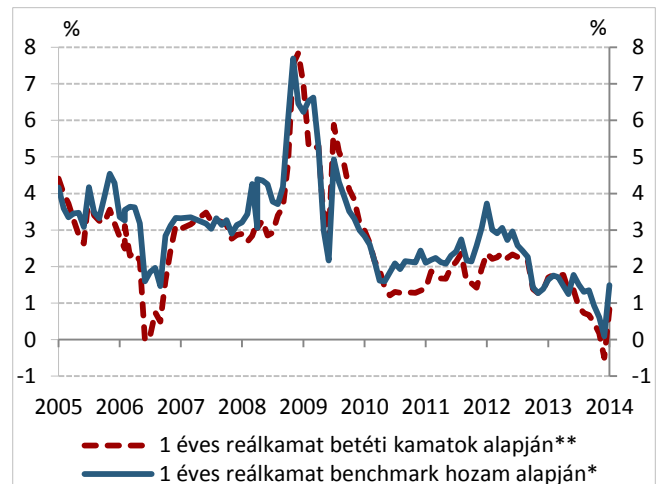
Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

Forrás: MNB hitelezési felmérés a bankok válaszai alapján

4.2.3. Reálkamatok alakulása

2013. október és 2014. január között az egy évre előretekingtő reálkamat összességében emelkedett, mind az 1 éves állampapír-hozam, mind a legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok alapján számolva. A reálkamat változását október óta elsősorban az inflációs várakozások alakulása magyarázta. Decemberig a várakozások emelkedésével párhuzamosan csökkent a reálkamat, míg januárban ezzel ellentétes folyamatok voltak megfigyelhetők, ellensúlyozva a korábbi csökkenést. Bár a reálkamat januárban meghaladta az előző hónapok értékeit, historikusan továbbra is alacsonynak számít: az 1 éves állampapír-hozamok alapján értéke 1,5, míg a legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok alapján 0,8 százalék volt januárban (4-13 ábra).

4-13. ábra: Előretekingtő reálkamatlábak alakulása



* Az 1 éves zérókupon-hozam és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretekingtő elemzői inflációs várakozások alapján. ** Legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok (vállalati és háztartási súlyozva) és a Reuters-poll felhasználásával MNB által számított egyéves előretekingtő elemzői inflációs várakozások alapján.

Forrás: MNB, Reuters

5. A GAZDASÁG EGYENSÚLYI POZÍCIÓJA

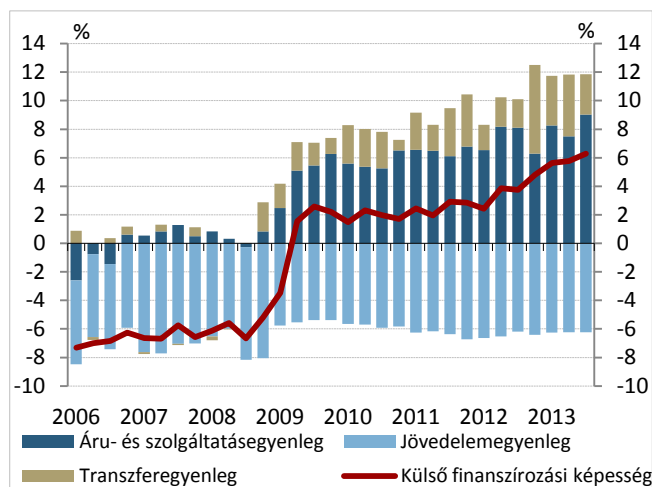
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

Az ország külső finanszírozási képessége 2013 harmadik negyedében a GDP 6 százaléka fölé emelkedett. A növekedés a külkereskedelmi többlet emelkedéséhez kötődött, amit enyhén fékezett a – továbbra is viszonylag magas – transzferegyenleg többletének mérséklődése. A külső finanszírozási többlettel járó forráskiáramlásban a korábbi negyedekben tapasztaltnál kisebb volt a külföldi hitelek törlesztésének a szerepe, miközben egy egyedi tényező hatására a harmadik negyedében is csökkent a magyarországi működőtőke. A külső adósságráták csökkenése a harmadik negyedében is folytatódott.

5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

A reálgazdasági oldalról számított finanszírozási képesség 2013 harmadik negyedében a GDP 6 százaléka fölé emelkedett, és ezzel újabb historikus csúcst ért el (5–1. ábra). A jelentős külső egyensúlyi pozícióban a korábban nem tapasztalt mértékűre emelkedett külkereskedelmi többlet és a viszonylag magas transzferegyenleg tükröződött. A nettó áru- és szolgáltatás export GDP-arányos értéke elérte a GDP 9 százalékát, amit a fokozatosan kedvezőbbé váló külső kereslet, illetve az új autópárhely kapacitások termelésbe állása is támogatott. A negyedik negyedévre rendelkezésre álló külkereskedelmi adatok arra utalnak, hogy a nettó export értéke az egy évvel korábbinál kisebb mértékben mérséklődött. A transzferegyenleg többlete a harmadik negyedében az előző negyedévekhez képest csökkent, az egy évvel korábbit ugyanakkor jóval meghaladja. A jövedelemegyenleg hiányában továbbra sem történt érdemi elmozdulás.

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

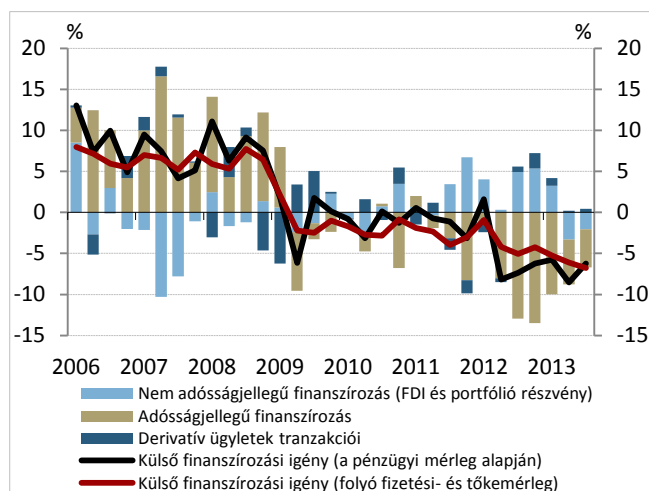


Forrás: MNB

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A finanszírozási adatok alapján a külső finanszírozási képesség nagyobb része a külföldi hitelek törlesztésével állt összefüggésben, illetve az előző negyedét követően újra csökkentek a nem adósságjellegű források (5–2. ábra).

5-2. ábra: A külső finanszírozás szerkezete (GDP arányos tranzakciók)

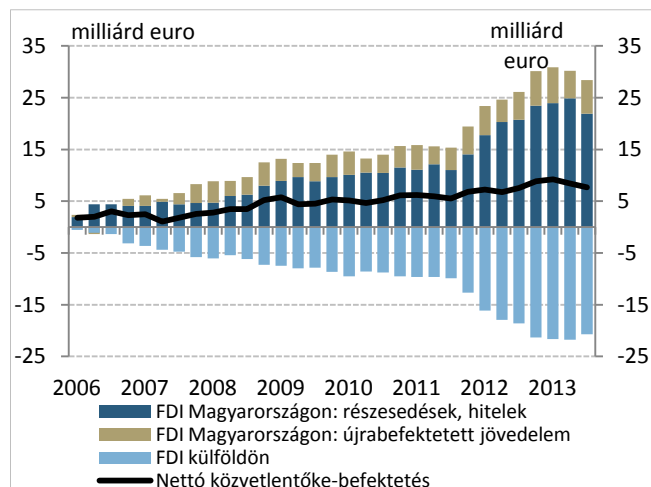


Forrás: MNB

A második és harmadik negyedében mérséklődött a nettó közvetlentőke-befektetések nagysága (5–3. ábra) – ebben azonban olyan egyedi, illetve szezonális tényezők is szerepet játszottak, ami alapján nem gondoljuk, hogy ez a csökkenés a jövőben is folytatódna. Egyrészt a külföldi tulajdonú hazai vállalatoknál jellemzően a második negyedében számolják el az osztalékot, ami működőtőke-kiáramlást eredményez. Másrészt az állam a harmadik negyedév végén vásárolta meg az E.ON-t közel 0,9 milliárd

euróért, ami a külföldi működő tőke hazai jelenlétének csökkenését, vagyis FDI-kiáramlást jelent.

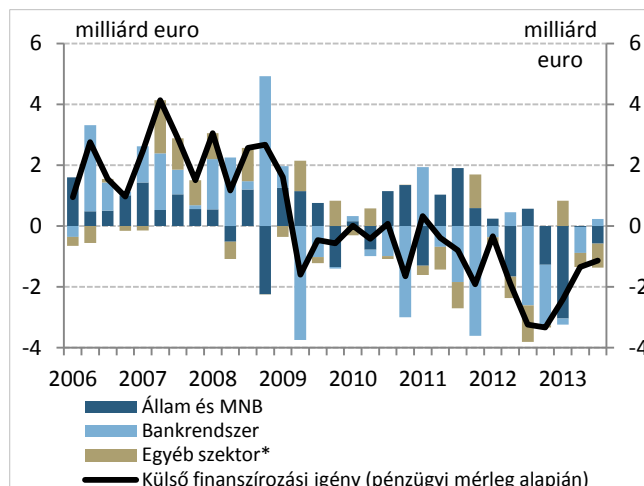
5-3. ábra: A közvetlentőke-befektetések összetevőinek alakulása (kumulált tranzakciók)



Forrás: MNB

2013 harmadik negyedében folytatódott a gazdaság adósság típusú nettó külső forrásainak kiáramlása, ami meghaladta az 1 milliárd eurót (5-4 ábra). Ez szektorok szerint megbontva úgy alakult ki, hogy a vállalatok és a konszolidált államháztartás csökkentette nagyobb mértékben nettó külső adósságát, míg a bankszektor kismértékben növelte azt. A negyedévben került sor az IMF felé fennálló hitelek törlesztésére is, ami a bruttó külső adósságot és a devizatartalékot egyaránt csökkentette, így a nettó külső adósságot változatlanul hagyta. Az államháztartás nettó külső adósságának kismértékű csökkenése így főként a külföldiek mérséklődő állampapír-állományára vezethető vissza. A vállalatok nettó külső adósságának csökkenése a külföldi hitelek visszafizetése mellett a külföldi eszközök növekvő állományának is köszönhető.

5-4. ábra: Az adósságjellegű finanszírozás szerkezete

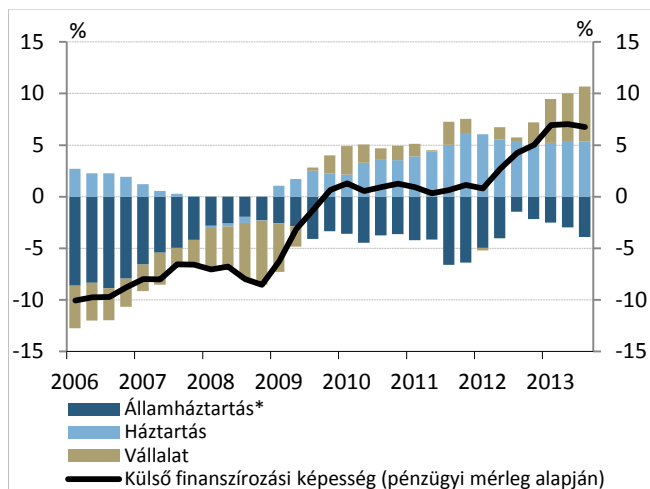


* Nem pénzügyi vállalatok, egyéb pénzügyi vállalatok, háztartások.

Forrás: MNB

A pénzügyi mérleg alapján számított külső finanszírozási képesség négy negyedéves értéke 2013 eddigi szakaszában a GDP 7 százaléka körül alakult (5-5 ábra). A vállalatok pénzügyi megtakarítása annak ellenére emelkedett tovább a harmadik negyedévben, hogy az NHP hatására a válság óta először nőtt a vállalatok banki hitele. A lakosság nettó pénzügyi megtakarítása – a reáljövedelmek emelkedése mellett – magas szinten maradt. A gazdaság kedvező külső egyensúlyi pozíciójához az állam viszonylag alacsony finanszírozási igénye is hozzájárult: az elmúlt négy negyedév átlagos finanszírozási igénye meghaladja a GDP 3 százalékát, ami a bázishatás és az adóbevételek eltérő szezonálisitása miatt emelkedett kissé az előző negyedévi adathoz képest.

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



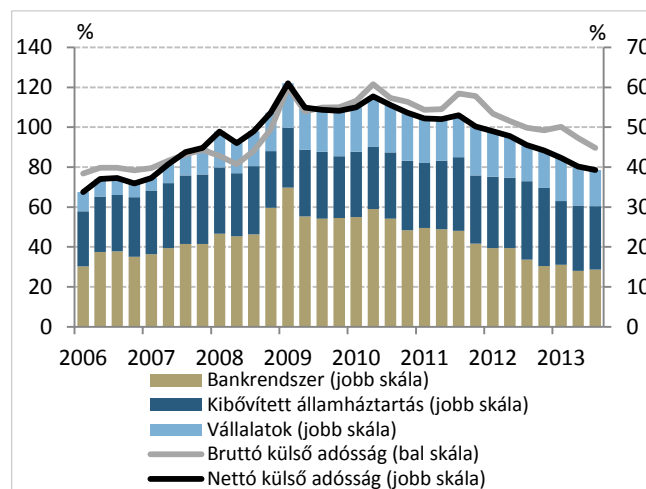
* A kibővített államháztartás SNA szerinti mutatója, ami figyelembe veszi a magánnyugdíjpénztári megtakarítást.

Forrás: MNB

A harmadik negyedévben is folytatódott a külső adósságráták csökkenése: a nettó külső adósság a GDP 40, a bruttó pedig a GDP 90 százaléka alá süllyedt (5–6 ábra). Az adósságjellegű források változásával összhangban az állam és a vállalatok nettó külső adóssága mérséklődött. A konszolidált államháztartás nettó külső adósságának csökkenése mögött a külföldiek állampapír-állományának csökkenése állt. A vállalatok nettó külső adóssága a további csökkenéssel az utóbbi évek egyik legalacsonyabb szintjét érte el.

A bruttó külső adósságban a nettó adósságban tapasztaltnál nagyobb esés volt megfigyelhető, aminek háttérben az IMF-hitelek előtörlesztése állhat. Ez a nettó külső adósság alakulását nem befolyásolja, de a bruttó szárazakat mérsékli.

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



Forrás: MNB

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

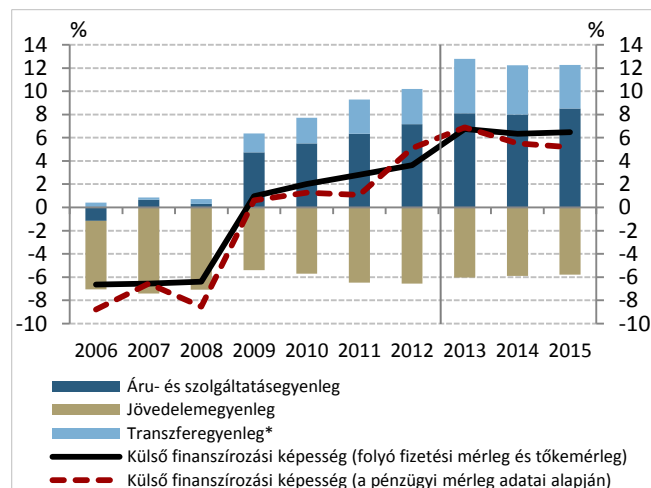
2013 végén erősödhetnek az év folyamán tapasztalt folyamatok. A külkereskedelmi többlet várhatóan magas szinten marad, miközben a transzferegenleg az EU-transzferek átmeneti felfüggesztését követően újra nagyobb mértékben növelheti az ország külső finanszírozási képességét. 2014–2015-ben arra számítunk, hogy a külső finanszírozási képesség magas szinten stabilizálódik. A fogyasztás és a beruházás gyorsuló növekedése ellenére az áru- és szolgáltatásegenleg többlete még emelkedhet is, amiben döntő szerepe van az – elsősorban a várhatóan csökkenő olajárak mellett – javuló cserearánynak. A transzferegenleg – az EU új költségvetési periódusa miatt – kismértékben mérséklődhet, mértéke ugyanakkor meghaladhatja a korábbi évekre jellemző szintet. A 2013 egészében jelentősen emelkedő külső finanszírozási képesség a vállalati szektor – részben EU-transzferek által támogatott – nettó megtakarításának növekedéséhez köthető. A következő években a vállalati megtakarítás a beruházás növekedésével mérséklődhet, miközben a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása magas szinten stabilizálódhat. Az állam finanszírozási igénye várhatóan az egész előrejelzési horizonton visszafogott maradhat.

2013 negyedik negyedében is magas maradhat a külső finanszírozási képesség. A külkereskedelmi adatok alapján az áru- és szolgáltatásegenleg többlete az utolsó negyedévben mérséklődhetett, de meghaladja az egy évvel korábbi értéket. Az EU-transzferek év közbeni, átmeneti felfüggesztésének végével a negyedik negyedévben viszonylag magas lehetett a transzferegenleg értéke. Így összességében a **nettó külső finanszírozási képesség 2013-ban jelentős növekedés mellett megközelíthette a GDP 7 százalékát.** Az éves növekedéshez az EU-transzferek mellett jelentősen hozzájárult a részben a cserearányok javulása miatt emelkedő külkereskedelmi többlet, illetve a jövedelemegyenleg hiányának enyhe csökkenése (5-7 ábra).

2014–15-ben is fennmaradhat a külső finanszírozási képesség magas szintje. A külkereskedelmi többlet magas szinten történő stabilizálódása ellentétes irányú hatások eredményeként alakul ki. Egyrészt, a külső kereslet a korábban vártnál kisebb mértékben, de várhatóan továbbra is az export növekedésének irányába hat, miközben a gyengébb árfolyam, illetve a javuló cserearányok is hozzájárulnak a nettó export emelkedéséhez. Másrészt ugyanakkor a gyorsuló fogyasztás és beruházás mérsékli a külkereskedelmi többletet. A transzferegenleg idén és jövőre kismértékben elmaradhat a 2013-ban várhatóan

kiugróan magas szinttől, de továbbra is igen magas szintet érhetnek el, mivel a 2013-mal végződő EU-s költségvetési időszakokra vonatkozó keretösszegek a következő két évben is kifizethetők lesznek.

5-7. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása (GDP arányában)



* A viszonzatlan folyó átutalás és tőkemérleg összege.

Forrás: MNB

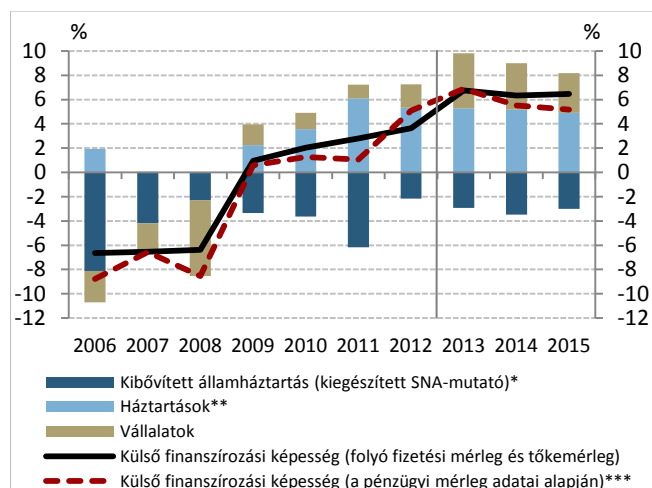
A külső finanszírozási képesség emelkedését a szektorok pénzügyi megtakarításának oldaláról vizsgálva szembevetve a vállalati szektor nettó megtakarításának növekedését. A vállalatok vélhetően javuló jövedelmezősége mellett a finanszírozási képességet növelik az emelkedő EU-transzferek, miközben a vállalati beruházások 2013-ban csak kisebb mértékben növekedhettek. 2014–2015-ben a vállalatok pénzügyi megtakarítása mérséklődhet, mivel a vállalati beruházás – részben a Növekedési Hitelprogram folytatása miatt – érdemben emelkedhet (5-8 ábra).

A következő években a háztartások nettó megtakarítása várakozásaink szerint az előző években tapasztalt magas szinteken marad. A háztartások a következő években emelkedő reálkeresetek mellett fokozatosan növelhetik fogyasztásukat. Ugyanakkor a laza munkapiaci környezet és a mérlegalkalmazkodás következtében az óvatossági motívumok csak lassan oldódhatnak, és így a háztartási megtakarítás az elkövetkező években továbbra is magasán maradhat.

A széles értelemben vett államháztartás finanszírozási igénye a fegyelmezett fiskális politikának köszönhetően mérsékelt maradhat. 2014-ben a pedagógus életpályamodell, a nagyobb mértékű közfoglalkoztatás és a munkahelyvédelmi akcióterv a hiány növekedésének irányába hat, amit csak részben ellensúlyoz a fogyasztás

emelkedése, illetve a pénztárgépek bevezetése miatt vélhetően emelkedő adóbevétel. 2015-ben aztán a magasabb infláció miatt is emelkedő fogyasztás, illetve a közfoglalkoztatás várható csökkenése következtében mérséklődhet az eredményszemléletű hiány.

5-8. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása (GDP arányában)



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

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

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

Forrás: MNB

5.3. Költségvetési folyamatok

Előrejelzésünk szerint az államháztartás ESA-hiánya 2014-ben és 2015-ben sem fogja meghaladni a GDP 3 százalékát, és 2014-ben a kormányzati cél körül alakulhat. Az elmúlt hónapok költségvetési folyamatai és egyéb új információk alapján deficitprognózisunkat mindkét évre vonatkozóan némileg növeltük. Előrejelzésünk azzal a feltételezéssel készült, hogy a munkahelyvédelmi akcióterv igénybevétele az általunk korábban becsülnél, valamint a 2014-es költségvetés szerint vártnál is alacsonyabb lesz. Feltételeztük továbbá, hogy az áfát érintő adóbeszedési hatékonyság csak mérsékelten javul, és egyes kiadásokra a kormányzati tervekben szereplőhöz képest többet kell majd költeni. 2014-ben a gazdaságban költségvetési oldalról a GDP 1 százaléka körüli keresletbővítő hatás jelentkezhet béremelések, járulékkedvezmény, beruházások növelése és mérsékelt társaságiadó-befizetések formájában. Ezzel szemben 2015-ben a fiskális politika várhatóan kissé csökkenti az aggregált keresletet. A változatlan forintárfolyamon számított GDP-arányos bruttó államadósság folyamatosan csökken az előrejelzési horizonton, tehát az államadósság-szabály teljesül, de a tényleges adósságrátát a forint árfolyamának alakulása jelentősen befolyásolja a jövőben is.

5.3.1. Az államháztartási egyenlegmutatók alakulása

A pénzügyi számlák előzetes adatai alapján az államháztartás 2013. évi ESA-hiányát a GDP 2,5 százalékára becsüljük, amely a GDP 0,1 százalékpontjával kedvezőbb a tavaly decemberi előrejelzésünknél. Az eltérést az önkormányzatok előzetes adatok szerinti kedvezőbb egyenlege okozza, amit csak részben ellensúlyoztak a pénzforgalmi adatok eredményszemléletű korrekcióiban történt, összességében egyenlegrontó változások. A központi kormányzat pénzforgalmi egyenlegére vonatkozó prognózisunk pontosnak bizonyult (5-1 táblázat).

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

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

* Az egyenlegmutatók számításakor a rendelkezésre álló szabad tartalékok (Országvédelmi Alap) teljes törlését feltételeztük. ** A kiegészített (SNA-) elsődleges egyenleg változása.

Forrás: KSH, MNB

2014-ben az ESA-hiány előrejelzésünk szerint a GDP 2,9 százaléka körül alakulhat, ami a decemberi inflációs jelentéshez képest 0,4 százalékponttal magasabb érték. Friss előrejelzésünk ugyanakkor megegyezik a 2014. évi költségvetés hiánycéljával. Hiányvárakozásunkat egyaránt növelték a központi kormányzat bevételeire és kiadásaira vonatkozó előrejelzéseink megváltozásai. A fogyasztáshoz kapcsolódó adókból származó bevételek várhatóan a GDP 0,2 százalékával elmaradnak a korábban várttól. Ennek kétharmadát az okozza, hogy a 2013. évi magas pénzforgalmi nettó áfabevétel egy része az időben jobban elhúzódó áfa-visszatérítésekhez kapcsolódott, tehát az eredményszemléletű alapfolyamatok kevésbé kedvezőek a korábban gondoltnál. A fennmaradó egyharmadot a dohánytermékek értékesítésének vártnál erősebb csökkenése magyarázza. Az elmúlt évben előrejelzéseink során folyamatosan azt feltételeztük, hogy a munkahelyvédelmi akcióterv hatása egyre lassabban teljeseedik ki. A legújabb adatok alapján még tovább csökkentettük a várható igénybevételt, elsősorban a kisvállalati adó esetében, ami összességében a GDP 0,2 százalékával javította az egyenlegprognózist (5-2 táblázat).

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

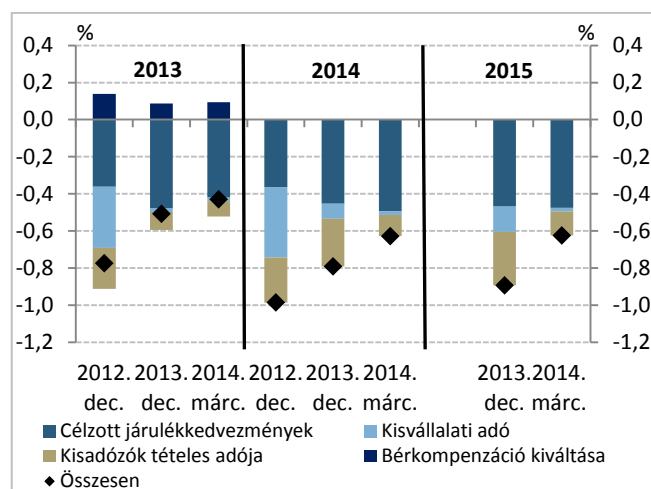
	Változás
I. Központi kormányzat bevételei	-0,2
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók (áfa, jövedéki adó)	-0,2
Munkahelyvédelmi akcióterv nettó bevételhatása	0,2
Egyéb adóbevételek	-0,2
II. Központi kormányzat kiadásai	-0,3
EU-támogatások állami önrésze	-0,1
KLIK forrásigénye	-0,1
Közmunkaprogram	-0,1
Egyéb kiadások	0,0
III. Egyéb hatások	0,1
Önkormányzatok egyenlege	0,1
Egyéb tételek	0,0
Összesen (I.+II.+III.)	-0,4

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

Forrás: MNB

A bejövő adatok szerint 2014-ben a korábban előre jelzettnél magasabb EU-támogatás kerülhet lehívásra, ami a kapcsolódó állami önrészen keresztül a GDP 0,1 százalékaival növeli a hiányt. A magasabb EU-támogatások ugyanakkor magasabb gazdasági növekedést is okoznak, ami több tételen keresztül emeli a költségvetés bevételeit. Hiányprognózisunkat növelik a Klebelsberg Intézményfenntartó Központ (KLIK) – a miniszteri biztos átvilágítása során feltárt – nem fedezett kiadásai, GDP-arányosan mintegy 0,1 százalékponttal, a vártnál magasabb számú közfoglalkoztatotthoz kapcsolódó állami bérkiadások pedig további mintegy 0,1 százalékponttal (5-9 ábra).⁷

5-9. ábra: A munkahelyvédelmi akcióterv becült egyenleghatásának változása (a GDP százalékában)



Forrás: MNB

A központi kormányzaton kívül, az önkormányzatok gazdálkodásáról idénre is feltételezzük a 2013-ban tapasztalt, a korábban vártnál nagyobb fegyelmezettséget, ennek egyenlegjavító hatása a GDP 0,1 százalékát teszi ki.

A 2014. évi költségvetési törvényben kitűzött kormányzati ESA-hiánycél a GDP 2,9 százaléka, ami megegyezik az előrejelzésünkkel. A költségvetési törvénnyel ellentétben ugyanakkor azzal a feltételezéssel éltünk, hogy az Országvédelmi Alap teljes összege törlésre kerül, ami önmagában a GDP 0,3 százalékaival kedvezőbb egyenleget eredményezne a hiánycélhoz képest. Továbbá a munkahelyvédelmi akcióterv igénybevétele prognózisunk szerint el fog maradni a kormány feltételezésétől. Részben emiatt várjuk a GDP 0,6 százalékaival magasabbnak a járulék jellegű bevételeket és a GDP 0,1 százalékaival alacsonyabbnak a kisvállalati adónemekből (kisvállalati adó, kisadózó vállalkozások tételes adója) származó bevételeket. Bár az EU-támogatások esetében emeltük az előrejelzésünket, óvatosságból a kormányzati várakozásnál alacsonyabb igénybevételt feltételezünk, ami kevesebb állami önrészt igényel, és így a kedvezőbb egyenleg irányába hat (5-3 táblázat).

⁷ Előrejelzésünkben figyelembe vettük az egészségügyi alapellátás finanszírozásának 10 milliárd forintos forrásnövelésére (döntően bérfejlesztésre) vonatkozó kormányzati bejelentést, de mivel a lépés fedezete előirányzat-átcsoportosítás, ezért nem módosította 2014-es hiányvárakozásunkat.

Növeli viszont a hiányt, hogy a fogyasztáshoz kapcsolódó adók várakozásunk szerint jelentősen elmaradhatnak az előirányzattól. Az áfánál eredményszemléletben a GDP 0,5 százalékának megfelelő eltérés várható. Ebben szerepet játszik az is, hogy az áfa beszedésének hatékonyságában a költségvetésben szereplőnél kisebb javulást tartunk valószínűnek 2014-re. Eltérést jelent az is, hogy prognózisunk szerint a közmunkaprogramra a GDP 0,2 százalékával több kiadást kell majd fordítani az elmúlt hónapok közfoglalkoztatotti létszáma alapján.

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

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	-0,4
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók (áfa, jövedéki adó, pti)	-0,7
Kisvállalati adónemek (kata, kiva)	-0,1
Járulékok	0,6
Egyéb adóbevételek	-0,2
II. Központi kormányzat kiadásai	-0,1
EU-támogatások állami önrésze	0,3
KLIK forrásigénye	-0,1
Közmunkaprogram	-0,2
Nettó kamatkidadások	-0,1
Egyéb kiadások	0,0
III. Egyéb hatások	0,5
Önkormányzatok egyenlege	0,2
Tartalékok zárólása	0,3
Egyéb	0,0
Összesen (I.+II.+III.)	0,0

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

Forrás: MNB

A 2015-re előre jelzett 3 százalékos GDP-arányos ESA-hiány decemberi prognózisunkhoz képest 0,1 százalékponttal kedvezőtlenebb. A korábban feltételezettnél alacsonyabb eredményszemléletű áfabevételek és a dohánytermékek utáni jövedéki adóbevételek csökkenése 2014-hez hasonlóan 2015-re is 0,2 százalékponttal növelte hiányvárakozásunkat. Friss előrejelzésünkben a munkahelyvédelmi akcióterv lassabb kiteljesedését 2015-re vonatkozóan is érvényesítettük, 0,3 százalékpontnyi egyenlegjavító hatással (5-4 táblázat).

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

	Változás
I. Központi kormányzat bevételei	-0,1
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók (áfa, jövedéki adó)	-0,2
Munkahelyvédelmi akcióterv nettó bevételhatása	0,3
Egyéb adóbevételek	-0,2
II. Központi kormányzat kiadásai	0,1
EU-támogatások állami önrésze	0,4
KLIK forrásigénye	-0,1
Közmunkaprogram	-0,1
Egyéb kiadások	0,0
III. Egyéb tételek	-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	-0,1

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

Forrás: MNB

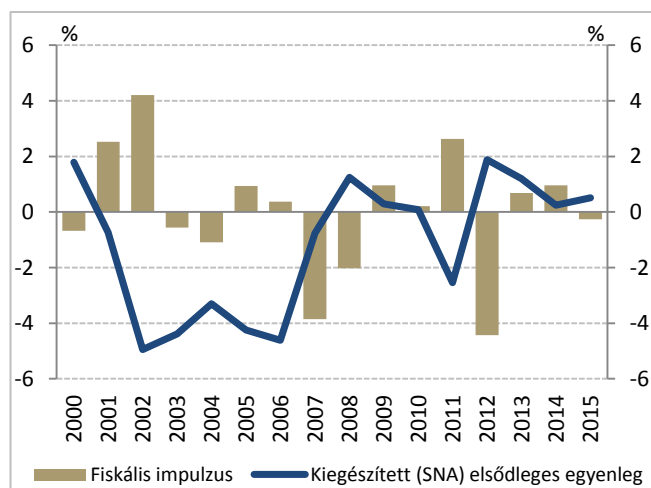
Az uniós támogatásokhoz kapcsolódó eredményszemléletű állami kiadásokat korábbi előrejelzésünkhöz képest a GDP 0,4 százalékával csökkentettük. Jelenleg is azzal számolunk, mint korábban, hogy az EU-támogatáshoz kapcsolódó állami önrész növekszik 2015-ben, ennek a korábban gondoltnál nagyobb része azonban olyan előleg, ami az eredményszemléletű hiányt nem növeli. Az utolsó 5 százalékos EU támogatásrészletet ugyanis az állam megelőlegezi, és az összes kiadásból ennek az aránya magasabb lehet, mint azt korábban feltételeztük. Ezen túl 2014-hez hasonlóan 2015-ben is az előirányzatnál magasabb kiadást feltételezünk a Klebelsberg Intézményfenntartó Központnál. A 2014-es bázis miatt 2015-ben is a korábban vártnál magasabb közfoglalkoztatott létszámra és bérkiadásra számítunk.

5.3.2. A fiskális keresleti hatás

A 2013. évi – GDP-arányosan 0,7 százalékos – fiskális keresletbővítés nagyrészt a lakossági jövedelmet növelte, és nagyrészt a munkahelyvédelmi akcióterv keretében adott járulékkedvezmény formájában valósult meg. Kisebb részben a beruházási és dologi kiadások – EU-támogatással nettósítva számított – növekedése járult a kereslet bővítéséhez. 2014-ben a GDP arányában 1

százalékot érhet el a pozitív fiskális impulzus,⁸ nagyjából három egyenlő tényező hatására. Egyrészt a járulékkedvezmény növekedése mellett növekszik az állami béremelés hatása is, főleg az oktatásban, és mindezt csak részben ellensúlyozza a lakossági transzferok visszafogása. Másrészt folytatódik a beruházási és dologi kiadások nettó növekedése, ez összhangban van a szokásos önkormányzati beruházási ciklussal. Végül a gazdálkodó szervezetek befizetései visszafogottan alakulnak, így GDP-arányosan csökkennek. 2015-ben az impulzus negatívvá válik, a 0,3 százalékos keresletszűkítés a nettó beruházási és dologi kiadások csökkenésével függ össze, ami részben az önkormányzati kiadások szokásos ciklusából adódik (5-10 ábra).

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



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

Forrás: MNB

5.3.3. Az alappályát övező kockázatok

A költségvetés bevételi oldalán a makrogazdasági pálya elkerülhetetlen bizonytalanságán túlmenően számottevő pozitív kockázatot jelenthet az adóbeszedési hatékonyság gyorsabb javulása, amelynek felső korlátja nagyjából a GDP 0,4 százaléka lehet. Szintén jelentős, de negatív bevételi kockázata van a munkahelyvédelmi akcióterv

⁸ Miközben az ESA-hiány csak mérsékelten emelkedik 2014-ben, addig a fiskális impulzus jelentősebb lehet. Ennek egyik oka, hogy az impulzust a kiegészített (SNA-) hiányból számítjuk, amelyben az ideai egyösszegű koncessziós bevételt szétterítjük a koncessziós időszak egészére, ezért 2014-ben ez a mutató nagyobb mértékben emelkedik, mint az ESA-hiány. Másik oka az, hogy az impulzust az elsődleges egyenleg változásából számoljuk, tehát a kamategyenleg javulása itt nem jelentkezik.

igénybevételében megvalósuló, a jelenlegi adatok alapján várhatóan gyorsabb javulásnak, összesen a GDP maximum 0,3 százaléka erejéig.

Kiadási oldalon a fő kockázat, hogy az önkormányzati alrendszer adósságának konszolidációja nem járt együtt a forrásszabályozás átalakításával. Így a központi kormányzatnál elszámolt kamatkidás növekedésével párhuzamosan az önkormányzatok jelenleg nincsenek rákényszerítve arra, hogy a javuló pénzügyi pozíciójukra ne a kiadásaik növelésével reagáljanak. A kiadási oldalon ugyanakkor a központi kormányzatnak vannak eszközei az év közbeni korrekcióhoz.

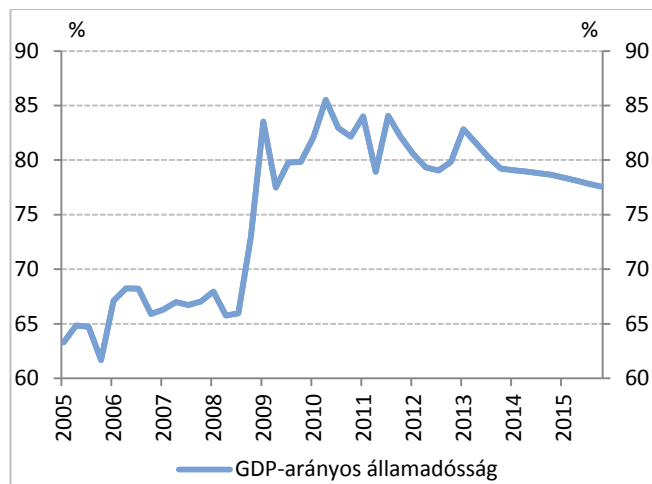
Az uniós támogatások igénybevételét és szerkezetét különösen nehéz pontosan becsülni. Amennyiben az általunk az alappályában becsülnél nagyobb összeget sikerül lehívni, az egyrészt megemelné az önerőn keresztül a költségvetés kiadásait, másrészt nagyobb gazdasági növekedést okozna, és így növelné az adóbevételeket is, tehát az egyenlegre gyakorolt hatása nagyjából semleges lehet.

5.3.4. Az adósságpálya várható alakulása

Az MNB előzetes pénzügyi számlái alapján az államháztartás bruttó konszolidált adóssága 2013 negyedik negyedévének végén a GDP 79,0 százaléka volt, tehát az adósságráta 0,8 százalékponttal csökkent a 2012. év végi szintjéhez képest.⁹ Az adósságráta mérséklődését az alacsony költségvetési hiány tette lehetővé, de hozzájárultak az adósságkezelési folyamatok és a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap felhasználása is. Ezekkel szemben a forint árfolyamának leértékelődése a 2012. év végi mértékéhez képest önmagában mintegy a GDP 0,6 százalékaival magasabb adósságrátát eredményezett volna. Az év folyamán az önkormányzatoktól átvállalt kötelezettség növelte ugyan a központi kormányzat adósságát, a konszolidált adósságállomány azonban nem emelkedett emiatt. Az év végi adósságráta a harmadik negyedévi szintjéhez képest 1,2 százalékponttal mérséklődött, főként állampapírok lejáratára és előtörlesztése miatt (5-11 ábra).

⁹ Az előzetes pénzügyi számlák GDP arányában közölt negyedéves adatai még nem tartalmazzák annak hatását, hogy a KSH a nominális GDP-t visszamenőleg lefelé módosította. A KSH által felülvizsgált GDP-adat felhasználásával készült számításunk alapján az adósságmutató 2013 végén 79,2 százalék volt.

5-11. ábra: Az adósságpálya várható alakulása – előrettekintve változatlan, 2013 végi árfolyamon számítva (a GDP százalékában)



Forrás: MNB

2013. év végi változatlan árfolyamot feltételezve a teljes előrejelzési horizonton csökkenő adósságrátát jelzünk előre, tehát az államadósság-szabály várhatóan teljesül.¹⁰

A GDP-arányos államadósság csökkenését 2014-ben és 2015-ben is támogathatja az élénkülő gazdaság, illetve, hogy prognózisunk szerint a kormányzati szektor hiánya a maastrichti kritériumnak megfelelően alakulhat. Mindezek alapján az államadósság GDP-hez viszonyított aránya 78,7 százalékra mérséklődhet ez év végére, 2015-ben pedig 77,6 százalékra süllyedhet.

Az adósságráta alakulását a forint árfolyama nagymértékben befolyásolja, például az árfolyam 10 forint/euro mértékű gyengülése 1,1 százalékponttal növeli az adósságrátát a devizaadósság átárazódásán keresztül. Az előrejelzésünk változatlan – 2013. év végi – árfolyam feltételezése mellett készült, így a prognózisunkat érdemi árfolyamkockázat övezi.

¹⁰ A 2014-re és 2015-re vonatkozó prognózisunkban már a revideált GDP-n alapuló adósságmutatóval számoltunk.

6. KIEMELT TÉMÁK

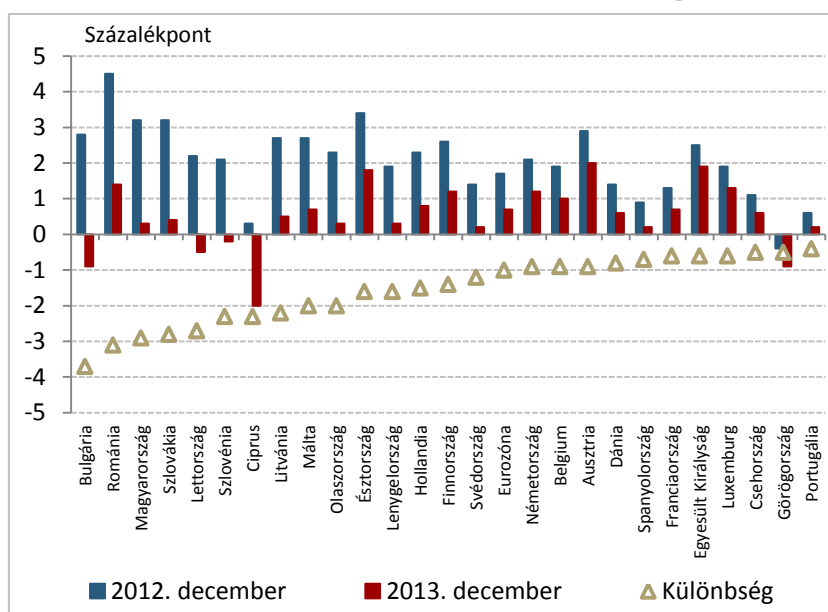
6.1. Globális hatások a hazai dezinflációban

Az elmúlt évben világszerte visszafogottan alakult az infláció. A válságot követő időszakban a globális infláció 2011-ben tetőzött, majd ezt követően jelentős mértékben csökkent és jelenleg is alacsony szinten tartózkodik. Az európai országok körében – melyek külkereskedelmünk szerkezete miatt fontos szerepet játszanak a magyarországi infláció alakulásában – a tavalyi évben is tovább folytatódott a mérséklődés. A 6-1. ábra látható, hogy 2013. decemberben minden EU-országban alacsonyabb volt az infláció, mint egy évvel korábban.

Az alacsony európai inflációhoz külső és belső tényezők egyaránt hozzájárultak. A vizsgált időszakban alacsony importált inflációs hatás jellemezte az európai gazdaságokat. A visszafogott globális konjunktúra és a fejlődő országok növekedésének lassulása mérsékelte az importtermékek árát mind a nyersanyagok, mind a végtermékek körében. Az euro felértékelődése pedig tovább csökkentette az importált termékek euróban kifejezett árát.

Az európai gazdaságokat továbbra is dezinflációs hatású reálgazdasági környezet jellemzi. A laza munkapiac következtében mérsékelt bérdinamika figyelhető meg. A háztartások viselkedésében továbbra is meghatározó motívum a mérlegkiigazítás: a korábban felhalmozott adósságállomány csökkentése érdekében visszafogják fogyasztási kiadásait, ami szintén mérsékli az inflációt. Mindemellett a korábbi időszakban végrehajtott, inflációt növelő költségvetési egyenleget javító intézkedések (szabályozott árak és indirekt adók emelése) fokozatosan lecsengő hatása is hozzájárult az infláció mérséklődéséhez.

6-1. ábra Az adószűrt HICP alakulása az EU országokban



Forrás: Eurostat

Magyarország: az infláció változásának felbontása külső és országspecifikus komponensre

A 6-1. ábra látható, hogy az elmúlt egy évben Magyarországon az EU-országokhoz hasonlóan jelentős mértékben csökkent az infláció. A fent bemutatott, a többi európai országra is jellemző tényező mellett Magyarország esetében országspecifikus hatásokat is azonosíthatunk. Ilyen lehet például a szabályozott árak jelentős mértékű csökkentése, vagy az inflációs várakozások erőteljes alkalmazkodása (a legtöbb európai országban a várakozásokat már korábban is a jegybankok inflációs célja horgonyozta, így azok vélhetően kevésbé reagáltak az alacsony inflációra).

Ebben az elemzésben arra a kérdésre keressük a választ, hogy az infláció csökkenésében mekkora szerepet játszhattak azok a külső tényezők, amelyek a többi európai országban is alacsonyabb inflációhoz vezettek. Ezért az infláció alakulását egy külső és egy országspecifikus komponensre bontottuk fel. A külső komponens olyan hatásokat ragad meg, amelyek több ország

inflációját is egyszerre, azonos irányban befolyásolták. Így például a nemzetközi olajárak hatása nagyrészt a külső komponensben jelenik meg, hiszen az olajár emelkedése (csökkenése) jellemzően minden országban növeli (csökkenti) az inflációt. Az országspecifikus komponensben ezzel szemben olyan hatások szerepelnek, amelyek csak az adott ország esetében figyelhetők meg. Az indirektadó-változtatások például legtöbbször ide tartoznak.

A külső komponenst felfoghatjuk úgy is, hogy létezik egy közös faktor, ami az összes ország inflációját befolyásolja. Ebben a megközelítésben az országspecifikus komponens az inflációnak az a része, amit ez a faktor nem tud megmagyarázni. Mindezt formalizálva az inflációt a következőképpen írhatjuk fel:

$$\pi_t = \beta f_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Ebben a felírásban π_t az adott ország inflációs mutatója, melyet szeretnénk felbontani. A közös faktort f_t jelöli, a közös faktor inflációra gyakorolt hatásának mértékét pedig β . Fontos megjegyezni, hogy utóbbi nagysága eltérő lehet a különböző országok esetében. Végül az országspecifikus komponenst ε_t jelöli.

Ezt az egyenletet azonban közvetlenül nem tudjuk megbecsülni, mert a közös faktor nem megfigyelhető változó. Ezért kétlépcsős eljárást alkalmazunk: először a közös faktorra adunk becslést, majd ennek eredményét felhasználva becsüljük meg az (1) egyenletet.

Első lépés: a közös faktor meghatározása

A közös faktort a különböző országok inflációs idősoraiából főkomponens elemzés segítségével konzisztensen meg tudjuk becsülni.¹¹ Az elemzés során HICP-adatokkal dolgoztunk, mert ezek könnyen elérhetők és minden országban azonos módszertan szerint készülnek. A minta az EU28-országok havi frekvenciás, év/év inflációs idősorait tartalmazza, melyek az összes ország esetében 1998-tól állnak rendelkezésre.

Fontos megjegyezni, hogy a 2000-es évek fordulóján a kelet-közép-európai régió inflációs folyamatait a régebbi EU-tagországokétól eltérő folyamatok jellemezték. Ez az időszak a legtöbb kelet-közép-európai ország esetében a rendszerváltást követően kialakuló magas, gyakran kétszámjegyű infláció leküzdéséről szólt. Ezt követően azonban fokozatosan növekedett azoknak a tényezőknek a szerepe, amelyek a többi EU-tagországban is befolyásolták az inflációt, így az együttmozgás szorosabbá vált. Ezért csak akkor tudunk pontos becslést adni a közös faktorra és annak hatására, ha kontrollálunk erre a megfigyelésre. Attól függően, hogy ezt hogyan tesszük, több különböző becslést is készítettünk.

Az első specifikációban csak a 2005. január–2013. december közötti mintaidőszakot használtuk a becslés során, vagyis eltekintettünk a szóban forgó időszaktól. A mintaidőszak kezdetének pontos megválasztására végeztünk robusztussági vizsgálatokat. Azt kaptuk, hogy körülbelül 2004 után a kapott eredmények nem érzékenyek a kezdő időpont megválasztására, vagyis a kelet-közép-európai országok EU csatlakozását követően már nem változott érdemben az EU-országok inflációja közötti együttmozgás.

A második esetben ezzel szemben (majdnem) a teljes elérhető mintával dolgoztunk. Az elemzés során az 1998. március–2013. december közötti időszakot vettük figyelembe, mert Bulgáriában 1998 első két hónapjában 3 számjegyű volt az infláció, ami erősen torzította az eredményeket. A kelet-közép-európai országokra jellemző deflációs periódusra pedig azzal kontrolláltunk, hogy a közös faktor mellett egy régiós faktort is becsültünk.¹²

Végül az elemzést adószűrt inflációs adatokkal is megismételtük. Ebben az esetben azt a feltevést alkalmaztuk, hogy az indirektadó-változtatások mindig országspecifikusnak tekinthetők. Mivel adószűrt HICP-adatok csak 2002-től érhetők el, ezt

¹¹ STOCK, JAMES H. – WATSON, MARK W. (2002): Macroeconomic Forecasting with Diffusion Indexes, *Journal of Business & Economic Statistics*, 20 (2) April, 147-62.

¹² Az eljárásról részletesebben lásd: KRUSPER BALÁZS (2012): The role of external and country specific factors in Hungarian inflation developments, *MNB Working Papers*, 2012/5, Magyar Nemzeti Bank.

csak az első specifikáció esetében tudtuk megtenni. Itt fontos megjegyezni, hogy az Eurostat csak az indirektadó-változtatások technikai hatását szűri ki az adatokból, nem pedig becsült hatást.¹³

Második lépés: a külső és az országspecifikus komponens meghatározása

Miután meghatároztuk a közös faktort, a magyar inflációra gyakorolt hatását egy egyszerű regresszió segítségével meghatározhatjuk. Azokban az esetekben, amikor csak a 2005 utáni adatokat használtuk, az (1) egyenletet becsültük meg. A kapott eredmények alapján a külső komponens ($\beta^f f_t$) és az országspecifikus komponens (ε_t) kiszámítható.

Abban az esetben, amikor a teljes mintaidőszakot figyelembe vettük, a közös faktor (f_t) és a régiós faktor (g_t) együttes hatása határozza meg a külső komponenset. Ez azt jelenti, hogy a következő egyenletet becsültük:

$$\pi_t = \beta^f f_t + \beta^g g_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

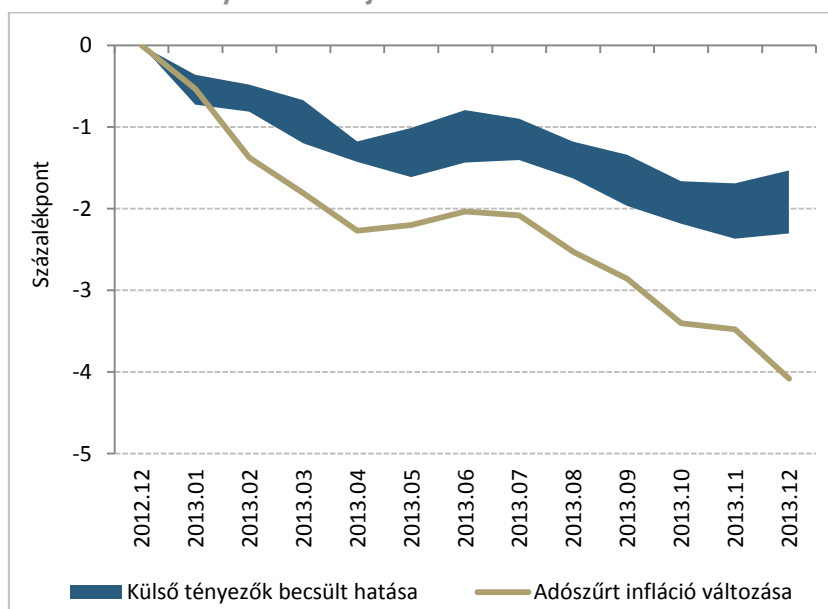
A külső komponens tehát ebben az esetben $\beta^f f_t + \beta^g g_t$, míg az országspecifikus komponens továbbra is ε_t adja meg.

Eredmények

Összesen tehát három különböző becslést adtunk a külső komponens mértékére. A becslések közötti különbséget egyrészt az határozza meg, hogy milyen módon kontrolláltunk a kelet-közép-európai országokban végbement deflációs periódusra. Az első esetben csak 2005 utáni adatokat használtunk, a második esetben pedig egy régiós faktort is becsültünk. Végül, az első elemzést adószűrt inflációs adatokkal is elvégeztük. A kapott eredmények hasonló képet rajzolnak ki, ezért elmondhatjuk, hogy elemzésünk robusztus arra nézve, hogy hogyan kontrollálunk a deflációs periódusra, illetve arra, hogy adószűrt vagy teljes inflációs mutatókat használunk.

Az eredmények a 6—2. ábrán láthatók, ahol a magyarországi adószűrt infláció 2012. december és 2013. december közötti változását bontottuk fel külső és országspecifikus komponensre. A külső komponens esetében a három különböző specifikációból kapott eredmények által alkotott sávot jelenítjük meg.

6-2. ábra: Külső tényezők hozzájárulása az adószűrt infláció változásához



Az MNB által számított adószűrt infláció és a változatlan adótartalmú HICP közötti különbséget az magyarázza, hogy az MNB által becsült indirektadó hatás nem egyezik meg az Eurostat által figyelembe vett technikai hatással.

Forrás: MNB

¹³ Az MNB által használt adószűrés eljárását az 1—2. keretes írás mutatja be részletesen.

A vizsgált időszakban (2012. december és 2013. december között) Magyarországon az adószűrt infláció 4,1 százalékponttal csökkent. Ebből a külső komponens 1,5–2,3 százalékpontot, azaz a csökkenés mintegy felét magyarázhatja. Össességében tehát elmondhatjuk, hogy a magyarországi infláció elmúlt évben megfigyelt csökkenésében jelentős szerepet játszott a kedvező külső inflációs környezet.

A kapott eredmények értelmezéséhez érdemes kitérni arra, hogy az általunk használt felbontás nem egy strukturális modellen, hanem pusztán a különböző országok inflációja közötti együttmozgás elemzésén alapul. Ennek az a következménye, hogy nem tudjuk pontosan meghatározni, milyen tényezők jelennek meg a külső és az országspecifikus komponens alakulásában. A szabályozott energiaárak csökkentését például intuitíven az országspecifikus tényezők közé sorolhatjuk, a regulált infláció azonban a többi országban is mérséklődött, ezért a módszer sajátosságai miatt ennek hatása részben a külső komponensben is megjelenhetett.

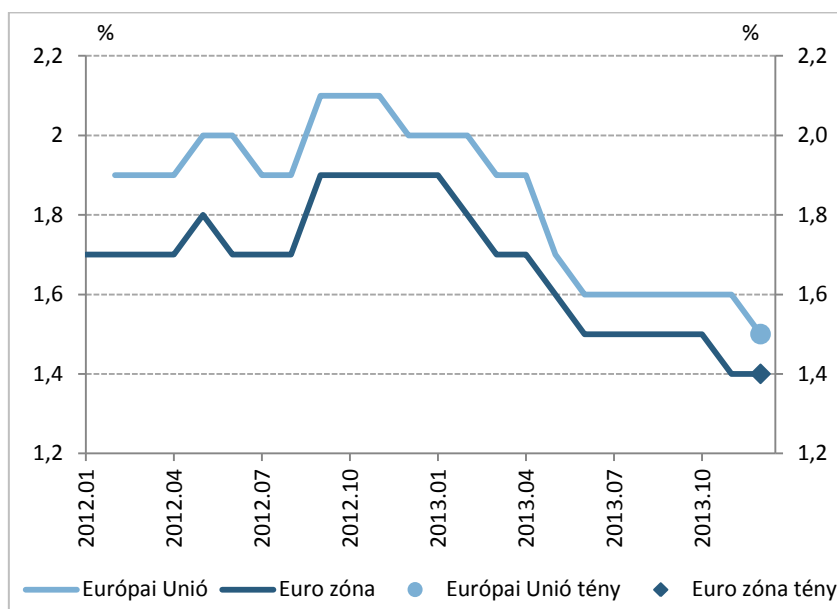
6.2. A 2013-as évre adott jegybanki előrejelzések értékelése

Elemzésünk célja bemutatni, hogy az előző évre adott előrejelzéseink mekkora pontossággal teljesültek. Ezen kívül azt is vizsgáljuk, hogy a jegybank előrejelzési teljesítménye hogyan viszonyul a piaci elemzőkéhez.

Infláció

A 2013-as évi fogyasztóiár-indexre először 2011 decemberében készítettünk előrejelzést. 2012 év közepéig az inflációnak a céllal nagyjából konzisztens szinten való alakulására számítottunk. A 2012. szeptemberi előrejelzésünk emelkedését a bejelentett kormányzati intézkedések magyarázták. Összhangban előrejelzési szabályainkkal, a nyár folyamán bejelentett kormányzati intézkedések hatására – jövedékiadó-emelés, ártámogatások racionalizálása, telefonadó, egységes biztosítási adó, pénzügyi tranzakciós adó és elektromos útdíj bevezetése – érdemben megemeltük prognózisunkat. A 2012. decemberi Inflációs jelentésben – megelőzve a piaci elemzőket – számoltunk először a szabályozott energiaárak csökkentésével, illetve a jövedékiadó-szabályok módosításával (korábban azzal kalkuláltunk, hogy 2013 januárjában és májusában jelentős alkohol és dohány jövedékiadó-emelésekre kerül sor), melynek következtében inflációs előrejelzésünk lecsökkent. A 2013-as évi számokat az újabb körökben bejelentett rezsicsökkentések magyarázzák. A 2013. évi inflációt a kedvezőbben alakuló olajárak és a mérsékelt importált infláció is mérsékelték. Az eurozóna és az európai uniós inflációs várakozások is érdemben alacsonyabb szintre kerültek a tavalyi év során (6-3 ábra).

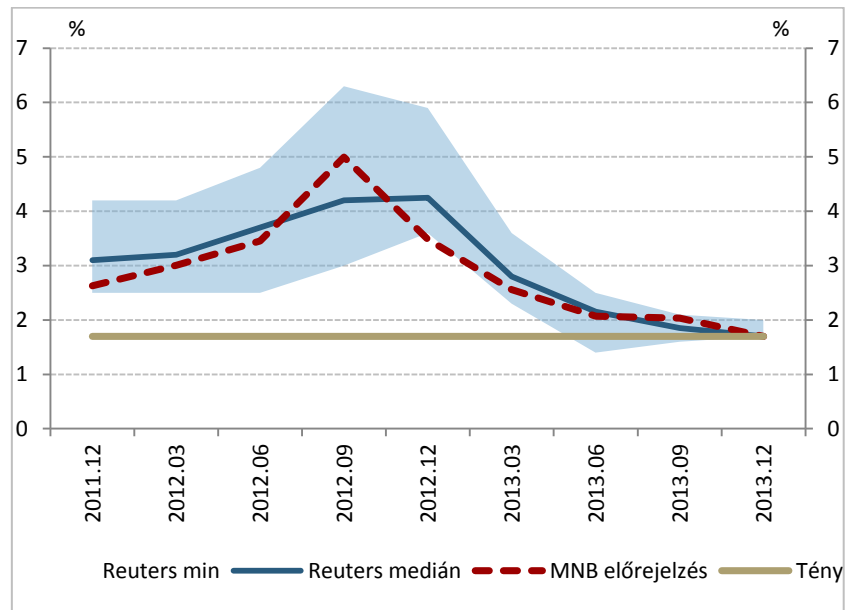
6-3. ábra: A 2013. évi európai uniós és eurozónás inflációra vonatkozó piaci előrejelzések



Forrás: Eurostat

Összességében elmondható, hogy 2012 év végétől kezdődően a 2013-as évre vonatkozó inflációs előrejelzésünk a Reuters-felmérésben részt vevő piaci elemzők várakozási sávjának az alján helyezkedett el. Az inflációs előrejelzésünk a 2012 szeptemberi revideálás nélkül a piaci elemzők várakozásaival összevetve kisebb eltérést mutat a megvalósult tényadathoz viszonyítva (6-4 ábra).

6-4. ábra: A 2013. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések



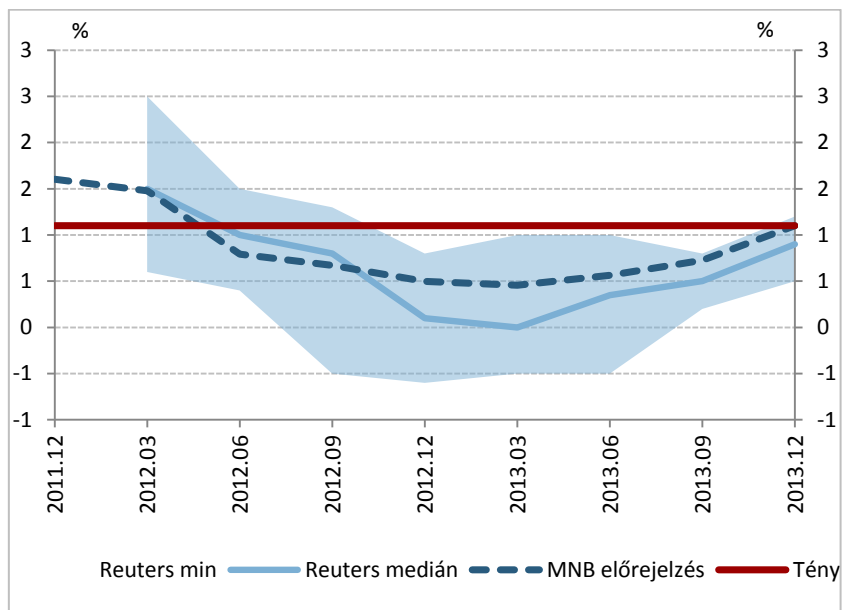
Forrás: KSH, MNB

Gazdasági növekedés

A 2013. évi gazdasági növekedésre vonatkozó jegybanki és piaci előrejelzések az elmúlt három évben alacsonyabbak voltak a GDP tényleges alakulásánál. Az MNB stábjának átlagos előrejelzési hibája 0,4 százalékpont, míg a piaci elemzők mediánjának előrejelzési hibája 0,7 százalékpont volt. A 2013-as évre vonatkozóan először a 2011. decemberi Inflációs jelentésben készítettünk előrejelzést. Az eurozóna elhúzódó adósságválsága és az európai bankrendszer problémái miatt bekövetkező nemzetközi konjunktúra jelentős gyengülése miatt GDP-előrejelzésünket 2012 közepén lefelé korrigáltuk. 2013 júniusától kezdődően viszont a 2012-es évnél érdemben kedvezőbb mezőgazdasági terméseredmények, az újonnan kiépült autógyártó kapacitások fokozatos termelésbe állása, az európai uniós források lehívásának köszönhetően gyorsuló kormányzati és a Növekedési Hitelprogramnak köszönhetően javuló magán beruházási aktivitás a lassan javuló belső kereslettel együttesen javította növekedési várakozásunkat a 2013-as évre.

Össességében a jegybanki reálgazdasági előrejelzés optimistább volt, mint a piaci várakozások és kisebb előrejelzési hibával jelezte előre a gazdaság bővülését. A ténytől való eltérést elsősorban a vártnál kedvezőbb mezőgazdasági hozzáadott érték és az uniós források gyorsuló felhasználása miatti erőteljesebb beruházási kereslet magyarázta (6-5 ábra).

6-5. ábra: A 2013-as GDP-növekedésre vonatkozó MNB és piaci előrejelzések



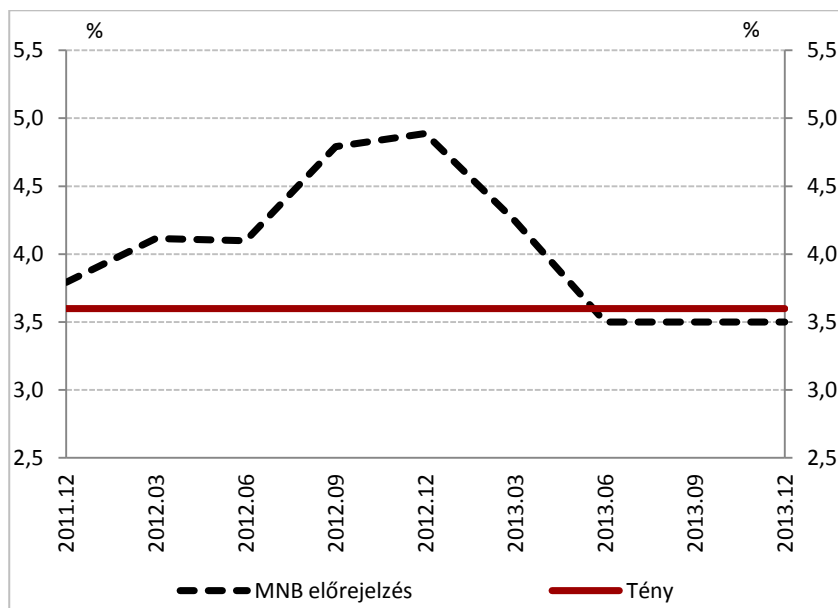
Forrás: KSH, MNB

Munkapiac

Munkapiaci mutatóinkra – versenyszféra bruttó átlagkeresetének indexe és a foglalkoztatottak létszáma – először a 2011. decemberi Inflációs jelentésben adtunk előrejelzést. Az adatokra vonatkozó MNB-előrejelzések pontossága eltérően alakult a bruttó átlagkeresetek és a foglalkoztatottak létszáma tekintetében.

2012 elejétől a minimálbér-emelés, a garantált bérminimum emelése és az elvárt béremelések következtében magasabb bérindexszel számoltunk, melyet 2013 márciusában és júniusában az inflációs előrejelzés csökkenésének megfelelően mérsékelünk. 2013 júniusától a tényadattal szinte megegyező – 3,5 százalékos – versenyszféra bruttó átlagkeresetére vonatkozó bérindexszel kalkuláltunk, melyet a bejövő volatilis bér adatok ellenére sem módosítottunk. Úgy ítéltük meg, hogy a mutató volatilitását a szezonális változása magyarázza, ami a bérezési alapfolyamatokat érdemben nem érinti (6-6 ábra).

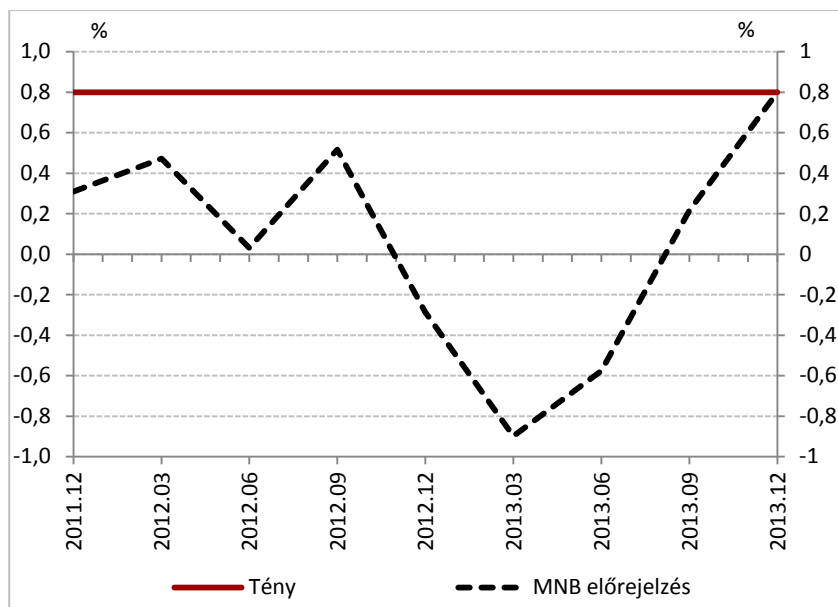
6-6. ábra: A versenyszféra 2013-as bérindexére vonatkozó MNB előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

A versenyszféra létszámának előrejelzése szorosan összefügg a vállalati szektor jövedelmezőségi helyzetéről alkotott képünkkel. 2011 decemberétől 2013 első feléig a visszafogottabb reálgazdasági kilátások és a termelési költségek növekedése miatt a foglalkoztatottság stagnálására, majd enyhe csökkenésére számítottunk. 2013 júniusától részben a kedvezőbb bejövő, részben a részmunkaidősökre vonatkozó adatok hatására változtattunk a részmunkaidősök arányára vonatkozó feltevéseinken, ezért fokozatosan emeltük a létszámra vonatkozó előrejelzésünket is (6-7 ábra).

6-7. ábra: A versenyszféra létszámának 2013-as indexére vonatkozó MNB előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

7. A 2014 ÉVI ÁTLAGOS FOGYASZTÓIÁR-INDEX FELBONTÁSA

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

	Inflációs hatás 2014-re		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	-1.0	-0.2	-1.2
Piaci	-0.2	1.5	1.3
Indirekt adók és intézkedések	0.7	-0.1	0.6
Infláció	-0.6	1.3	0.7

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

Forrás: MNB

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

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

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az ún. áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból, 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.

Forrás: MNB

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2014. március

