

# JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

## 2013. március



MAGYAR NEMZETI BANK



**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL**  
**2013. március**

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank  
Felelős kiadó: dr. Simon András  
1850 Budapest, Szabadság tér 8-9.

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

ISSN 1585-020X (on-line)

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

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

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

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

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

*A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2013. március 20-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.*



# Tartalom

<b>A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról és monetáris politikai helyzetértékelése</b>	<b>7</b>
<b>1. Inflációs és reálgazdasági kilátások</b>	<b>11</b>
1.1. Inflációs előrejelzésünk	13
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	15
1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk	20
<b>2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre</b>	<b>25</b>
<b>3. Makrogazdasági helyzetértékelés</b>	<b>28</b>
3.1. Nemzetközi környezet	28
3.2. Aggregált kereslet	34
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás	38
3.4. Foglalkoztatás és munkapiac	42
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója	44
3.6. Költségek és infláció	45
<b>4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók</b>	<b>50</b>
4.1. Hazai pénzpiaci folyamatok	50
4.2. Pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	54
<b>5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója</b>	<b>57</b>
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	57
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	59
5.3. Költségvetési folyamatok	61
<b>6. A 2012-es évre adott jegybanki előrejelzések értékelése</b>	<b>65</b>
<b>7. A 2013. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása</b>	<b>66</b>

## Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: Az áthúzó hatás szerepe a GDP idei alakulásában	17
1-2. keretes írás: Vállalati alkalmazkodás – a vállalati szektor jövedelmezőségének várható alakulása	21
3-1. keretes írás: A nagy jegybankok legújabb likviditásbővítési tervei és az exit tervek	33
3-2. keretes írás: A feldolgozott élelmiszerek alacsonyabb áremelkedésének okai	49



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

**A reálgazdasági környezet erős dezinflációs hatásában bízva a Monetáris Tanács 2012 augusztusában óvatos kamatcsökkentési sorozatba kezdett.** Az elmúlt év decemberétől az idei év februárjáig tartó időszakban a Monetáris Tanács tovább folytatta a tavaly augusztusban megkezdett kamatcsökkentési sorozatot. Az újabb 3 kamatcsökkentési lépéssel az alapkamat szintje 5,25 százalékra mérséklődött. A Tanács döntései mögött az a megfontolás állt, hogy a gyenge kereslet előre tekintve jelentős dezinflációs hatást fejt ki, ami az inflációt a tavalyi évben magasan tartó indirektadó-intézkedések és költségsokkok kifizetésével egyre inkább előtérbe kerülhet, segítve az inflációs cél elérését.

A Monetáris Tanács februári közleményében jelezte, hogy az irányadó kamat további csökkentésére akkor kerülhet sor, ha a középtávú inflációs kilátások összhangban maradnak a 3 százalékos céllal, és fennmaradnak a kedvező pénzügyi piaci folyamatok.

**Az év eleji rezsicsökkentéseknek és a keresleti környezet erős árleszorító hatásának köszönhetően, az infláció az idei év elejére a jegybanki cél alá süllyedt.** Az elmúlt év végén a globális konjunktúra általános lassulását figyelhettük meg. Az eurozóna recessziója 2012 végén mélyült, a világgazdaság növekedési kilátásai romlottak. A fejlett gazdaságokban várt növekedési fordulat időpontja tovább tolódhat, érdemi növekedésre csak 2014-ben számíthatunk. A gyenge keresleti környezettel összhangban, a fejlett régiók inflációs mutatói a jegybanki cél közelében vagy az alatt alakulnak. Az alacsony infláció és visszafogott növekedési kilátások mellett a fejlett gazdaságok jegybankjai fenntartották gazdaságélénkítő programjaikat, ami változatlanul hozzájárul a pénzpiaci hangulat javulásához és feltörekvő piacokra irányuló erős tőkebeáramlás fennmaradásához. A konjunkturális és pénzpiaci folyamatok közötti kettősség ugyanakkor továbbra is fennáll. A Monetáris Tanács azt feltételezi, hogy az európai válságkezelő intézkedések beváltják a hozzájuk fűzött reményeket, így az európai konjunktúra rövid távon stabilizálódhat, majd fokozatosan élénkülhet.

Az elmúlt hónapok hazai makrogazdasági folyamatait a várakozásoknál visszafogottabb konjunktúra és az év első hónapjaiban meredeken csökkenő inflációs adatok jellemezték. Az éves árindex februárra a 3 százalékos jegybanki cél alá süllyedt. A GDP év végi csökkenéséhez külső és belső tényezők egyaránt hozzájárultak, miközben néhány ágazat egyedi okok miatt átmenetileg csökkenő termelése mélyítette a visszaesést. Külső piacaink lassulása a hazai exportértékesítések dinamikájának visszaesését okozta, miközben az árazási döntések szempontjából meghatározó belföldi kereslet változatlanul mérsékeltten alakult. A válság előtt felhalmozott adósságok fokozatos mérséklése, az általánosan szigorú hitelfeltételek és a konjunkturális kilátásokat övező bizonytalanság, mind a vállalatok, mind a háztartások beruházási-fogyasztási döntéseiben óvatosságot indokolnak. Az év eleji rezsicsökkentések érdemben mérsékeltek a fogyasztói inflációt. A visszafogott keresleti környezetben a fogyasztói árak emelésére a cégek lehetőségei korlátozottak. A piaci árazású termékek és szolgáltatások körében általánosan alacsony év eleji áremeléseket figyelhettünk meg. A továbbra is támogató külső piaci hangulatban a hazai pénzügyi piaci eszközök felára februárig stabilan alakult, míg márciusban emelkedést mutatott.

**Az erősödő exportértékesítésekkel az idei évben ismét megindulhat a növekedés. A belföldi kereslet élénkülésére és kiegyensúlyozottabb növekedési szerkezetre 2014-től számítunk.** A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a gazdaságot nyomott keresleti kondíciók jellemezhetik. A néhány ágazatot (mezőgazdaság, ipar) érintő jelentős egyedi hatások mellett a vártnál mélyebbnek bizonyuló 2012-es recessziót követően a következő negyedévekben a gazdasági növekedés fokozatos beindulására számíthatunk. A növekedési fordulatot rövid távon a tavalyi évet érintő átmeneti hatások korrekciója is segítheti. A növekedés legfontosabb forrása az export marad, a nyomott belföldi keresletben érezhető fordulatra 2014-ben

számíthatunk. Bár legfontosabb exportpiacaink kereslete csak lassan élénkülhet, az elmúlt években kiépült új autóiipari kapacitások termelésének felfutása a piaci részesedés javulása irányába mutat. Az alacsony inflációs környezetben a lakossági reáljövedelmek ismét növekedhetnek. A válság előtt felhalmozott adósságok elhúzódó leépítése és a bizonytalan gazdasági környezetben a háztartások megtakarítási rátája tartósan magas maradhat, így a fogyasztási kereslet erősödésére főleg 2014-től számíthatunk. A szigorú hitelezési feltételek és az alacsony kapacitáskihasználtság mellett a vállalatok rövid távon beruházásaik elhalasztása mellett dönthetnek. A vállalatok beruházási aktivitása a konjunktúra erősödésével szintén a jövő évtől élénkülhet.

A munkapiaci aktivitás a következő években tovább bővíthet. A vállalatok azonban a bizonytalan keresleti kilátások mellett csak korlátozottan képesek felszívni a többlet-munkakínálatot, így rövid távon a foglalkoztatás növekedésében a közmunkaprogramok szerepe továbbra is meghatározó lehet. Az alacsony vállalati jövedelmezőség javításában a fogyasztói árak emelése helyett a termelési költségek, azon belül a bér jellegű költségek mérséklésének juthat nagyobb szerep. A tartósan laza munka-erőpiaci kondíciók erős bérleszorító hatással bírnak. A reálbérek dinamikája a következő években a termelékenység javulásától elmaradó lehet. Az idei évtől érvénybe lépő munkahelyvédelmi program általánosan javíthatja az érintett munkavállaló csoportok foglalkoztatási esélyeit. Ugyanakkor a kormányzati adóintézkedések a vállalati termelési költségek emelkedését és az ebből adódó alkalmazkodási igény erősödését vetítik előre.

**A fogyasztói infláció a teljes előrejelzési horizonton a jegybanki cél alatt alakulhat.** A recessziós környezet ellenére a fogyasztóiár-index a tavalyi évben az inflációs cél felett alakult. A magas infláció főként a nyersanyagár-sokkok és a kormányzati indirektadó-emelések hatását tükrözte, miközben az inflációs alapfolyamatok mérsékeltbb dinamikát mutattak. A beérkezett év eleji inflációs adatok egyértelmű inflációs fordulatra utalnak, megerősítve a Monetáris Tanács azon véleményét, hogy a nyomott keresleti környezet jelentős árleszorító hatással bír. Bázishatások és a kormányzat rezsicsökkentő lépései következtében az infláció rövid távon tovább csökkenhet. Az egyes ágazatok adóterhelését növelő költségvetési intézkedések költségnövelő hatása a termelési láncon keresztül fokozatosan a teljes vállalati szektorban jelentkezhet, ami az indirekt adók hatásaitól szűrt maginfláció emelkedését eredményezheti. A negatív kibocsátási rés mellett a fogyasztói árakba történő továbbhárítás lassú és csak részleges lehet. Mindezen tényezők hatására az infláció az idei év egészében a 3 százalékos cél alatt maradhat, míg 2014-ben a célérték közelében alakulhat.

**A gazdaság külső finanszírozási képessége tovább emelkedik, így folytatódhat a válság előtt magas szintre emelkedő külső eladósodottság csökkenése.** A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a következő években tovább növekedhet a magyar gazdaság nettó külső finanszírozási képessége. A külső egyensúlyi pozíciónk javulásának hátterében a reálgazdasági egyenleg folyamatosan növekvő többlete mellett az EU-transzferek fokozódó beáramlása áll, miközben a jövedelemegyenleg romlik.

A költségvetés hiánya 2012-ben és 2013-ban is a költségvetési törvénnyel összhangban, 3 százalék alatt alakulhat. 2014-re egyelőre nincs elfogadott költségvetés, ám a költségvetés hosszú távú fenntarthatóságát segíti a kormány alacsony hiány melletti elköteleződése.

**Az inflációs és a reálgazdasági kilátások egyaránt a monetáris kondíciók lazítása irányába mutatnak.** A magyar gazdaságot az elmúlt időszakban jellemzően az inflációs célt meghaladó infláció és a potenciálistól érdemben elmaradó gazdasági kibocsátás jellemezte. A Monetáris Tanács közleményeiben jelezte, hogy meglátása szerint a gyenge kereslet dezinflációs hatása jelentős, ami mérsékli a középtávú inflációs kockázatokat, ezért a gazdaságot érő költségsokkok inflációs hatásának kifutását követően az inflációs cél teljesülhet. A monetáris politika mozgásterét ugyanakkor érdemben befolyásolta a kockázati megítélés alakulása. A pénzügyi piaci stabilitás fenntartása körütekintő monetáris politikai lépéseket indokolt.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a vártnál alacsonyabb év eleji inflációs adatok megerősítették a Tanácsnak a nyomott keresleti környezet erős árleszorító hatásával kapcsolatos értékelését. Az aktuális inflációs és reálgazdasági kilátások a monetáris kondíciók további lazításának irányába mutatnak. A monetáris politika így a törvényi felhatalmazásával összhangban, az árstabilitás elérésének és fenntartásának veszélyeztetése nélkül segítheti a gazdaság növekedését. Ugyanakkor a tavalyi év során megfigyelt számottevő javulást követően a hazai pénzügyi piaci környezet az elmúlt hónapokban változékonyabban alakult.

A monetáris kondíciók alakulását illetően a gazdaságban jelen lévő szabad kapacitások mérete, a hitelezés alakulása és a globális pénzügyi környezet jelentheti a leginkább releváns kockázatot. A makrogazdasági és pénzügyi piaci folyamatok alakulását számottevő bizonytalanság övezi. A Monetáris Tanács értékelése alapján a legjelentősebb kockázatok a gazdaságban meglévő szabad kapacitások mértékével, valamint a hitelezés és a kockázati megítélés alakulásával kapcsolatosak.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a visszaeső beruházási aktivitás és a finanszírozási korlátok következtében a magyar gazdaság potenciális növekedési üteme a válság során mérséklődött, a termelésbe bevonható kapacitások leépülésének mértékét ugyanakkor jelentős bizonytalanság övezi. Ha a termelőkapacitások csak kisebb mértékben sérültek, akkor a gazdaság ciklikus pozíciója nyitottabb lehet. Nyitottabb ciklikus pozíció esetén a költségsokkok árazásban történő áthárítási lehetőségei korlátozottak, a vállalatokat ért költségsokkok inflációs hatásai kisebbek, ami lazább monetáris politikát indokol.

A válságból való kilábalás sebességét érdemben befolyásolja a hitelezés alakulása. Az elmúlt időszak kamatcsökkentései a hitelkamatok mérséklődésével jártak együtt, ugyanakkor egyelőre nehezen mérhető fel, hogy az alacsonyabb kamatszint a hitelezést milyen mértékben fogja élénkíteni. Amennyiben a kialakult alacsonyabb hitelkamatok érdemben növelik a beruházási aktivitást és a lakossági hitelezés felfutásán keresztül számottevően támogatják a lakossági fogyasztást, akkor a gazdaság válságból való kilábalás gyorsabb lehet, ami összességében nem indokol további monetáris lazítást.

A kockázati megítélés alakulása érdemben befolyásolhatja a monetáris politika mozgásterét. A Monetáris Tanács értékelése alapján kockázatot jelent, amennyiben az európai intézmények jelentős erőfeszítései ellenére a kedvező globális pénzügyi piaci környezet és a gyenge reálgazdasági teljesítmény közötti ellentét tartósan nem oldódik. A globális kockázatvállalási hajlandóság számottevő romlása esetén a hazai pénzügyi eszközök kockázati felára is érdemben emelkedhet.

**A Monetáris Tanács az alapkamat szintjének 25 bázispontos csökkentése mellett döntött.** A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot továbbra is számottevő kapacitásfelesleg jellemzi, az inflációs nyomás középtávon mérsékelte, így a 3 százalékos cél lazább monetáris kondíciók mellett is elérhető. Az elmúlt időszak pénzügyi feszültsége ugyanakkor fundamentálisan nem indokolható ingadozásokat eredményezett a hazai eszközárak alakulásában, amely továbbra is körültekintő monetáris politikai döntéseket indokol. A Monetáris Tanács mindezek alapján az alapkamat 25 bázispontos csökkentése mellett döntött. További csökkentésére akkor kerülhet sor, ha a középtávú inflációs nyomás mérsékelte marad és a pénzügyi piaci környezetet övező bizonytalanság csökken.

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

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

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

Az elmúlt hónapok makrogazdasági folyamatait a várakozásoknál is visszafogottabb konjunkturális adatok és az év első hónapjaiban meredeken csökkenő inflációs adatok jellemezték. A GDP év végi csökkenéséhez külső és belső tényezők egyaránt hozzájárultak, miközben néhány ágazat egyedi okok miatt átmenetileg csökkenő termelése mélyítette a visszaesést. Külső piacaink lassulása a hazai exportértékesítések dinamikájának visszaesését okozta. Az árazási döntések szempontjából meghatározó lakossági fogyasztás változatlanul mérsékelt alakult. Az év eleji rezsicsökkentések érdemben mérsékelték a fogyasztói inflációt. Az éves árindex februárra a 3 százalékos jegybanki cél alá süllyedt. A visszafogott keresleti környezetben a fogyasztói árak emelésére a cégek lehetőségei korlátozottak. A kereslet erős dezinflációs hatása a piaci árazású termékek és szolgáltatások széles körében érzékelhető volt, alacsony év eleji áremeléseket eredményezve. A vállalatok esetében a konjunktúra gyengülése, a nyersanyagköltségek elmúlt évben megfigyelt növekedése és a korlátozott átárazási lehetőségek együttesen a jövedelmezőség csökkenését okozták.

Előrejelzési horizontunkon a makrogazdasági feltételeket a legfontosabb felvevőpiacaink kitolódó növekedési fordulata, a lakossági reáljövedelmek bővülése, az általánosan szigorú hitelfeltételek és az óvatossági megfontolások lassú oldódása jellemezheti.

Bár a szélsőséges kockázati forgatókönyvek valószínűsége számottevően csökkent, a fejlett gazdaságok mérlegalkalmazkodása elhúzódó folyamat lehet, így külső piacainkon jelentősebb növekedésre csak 2014-ben számíthatunk. A feldolgozóiparban kiépült új kapacitások termelésének felfutása azonban már az idei évtől javíthatja exportpiaci részesedésünket. A várhatóan az alacsony infláció fölötti mértékben bővülő nominális bérek és költségvetési transferek a lakossági jövedelmek vásárlóértékének növekedését okozzák. A felhalmozott adósságok leépítése, a szigorú hitelkörnyezet és az elbizonytalanodó konjunkturális kilátások azonban az erős óvatossági megfontolások további fennmaradását okozhatják. Ezzel összhangban a háztartások magas pénzügyi megtakarítási rátája csak lassan csökkenhet.

A vállalatok viselkedését az alacsony jövedelmezőségi szint normalizálása határozhatja meg. A visszafogott keresleti környezet a fogyasztói árak emelésére csak korlátozott lehetőséget teremt, így az alkalmazkodás nagyobb része a termelékenység javításában és a reálbérek moderált növelésében jelentkezhet. A szigorú hitelfeltételek és a bizonytalan keresleti környezet mellett a vállalatok rövid távon munkakeresletük mérséklése és a beruházási döntéseik további elhalasztása mellett dönthetnek. Az aktivitás folytatódó növekedése mellett a laza munkapiaci kondíciók bérlészorító hatása elsősorban az átlagbér fölötti jövedelemkategóriákban jelentkezhet. Ezzel összhangban a bővülő munkakínálat rövid távon nagyobb részben az állami közfoglalkoztatási programokban csapódhat le. A versenyszféra foglalkoztatásának növekedésére a konjunktúra erősödésével főleg 2014-től számíthatunk.

Előrejelzési horizontunkon a gazdasági növekedés fokozatos beindulását várjuk. Rövid távon a gazdaság újbóli növekedését a tavalyi évet érintő átmeneti hatások korrekciója is segítheti. A növekedés legfontosabb forrása az export marad, a nyomott belföldi keresletben érezhető fordulatra 2014-ben számíthatunk. A jelentős kibocsátási rés fokozatosan záródhat, ám a gazdasági kibocsátás egészen 2015-ig a potenciális szint alatt maradhat, így a keresleti környezet dezinflációs hatása folyamatosan jellemző marad.

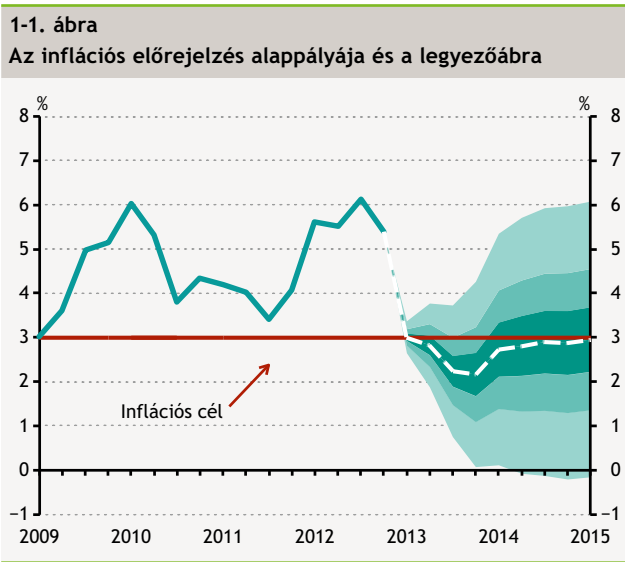
A kormányzati adóintézkedések néhány ágazat adóterhelésének növelésével biztosíthatják a költségvetési hiánycélok elérését. Az egyes ágazatokat érintő adóintézkedések költségnövelő hatása a termelési láncon keresztül a teljes vállalati szektorban megjelenhet. A visszafogott keresleti környezetben a fogyasztói árakba történő továbbhárítás csak korlátozott

és elhúzódó folyamat lehet. A megemelkedett termelési költségek részleges továbbhárítása elsősorban a maginflációs körben jelentkezhet. A lassan emelkedő maginflációs árindex hatását a maginfláción kívüli tételek alacsony árnövekedése tompíthatja. Ez utóbbi hatást elsősorban a rezsiköltségek folytatódó csökkenése és a bázishatások miatt alacsony élelmszer-infláció okozhatja. A fogyasztói infláció a következő negyedévekben tovább süllyedhet, így az idei évben cél alatti, majd jövőre a 3 százalékos célhoz közeli infláció kialakulására számítunk.

Az alap-előrejelzéssel konzisztens kamatpályát meghatározó makrogazdasági tényezők egyirányú kamatreakció irányába mutatnak. A háromszázalékos cél alatt alakuló infláció és a tartósan negatív kibocsátási rés egyaránt a jelenleginél lazább monetáris kondíciókat tesz lehetővé. A kockázati mutatók elmúlt hetekben megfigyelt emelkedése szűkítheti a monetáris politika mozgásterét, így az alacsonyabb kamatszint elérésében az óvatosság és a fokozatosság fenntartása indokolt lehet.

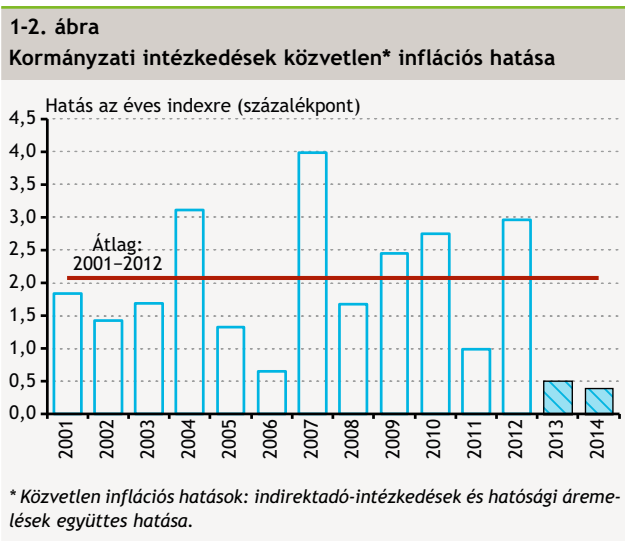
# 1.1. Inflációs előrejelzésünk

Rövid távon a mérséklődő lakossági energiaárak és a bázishatások miatt lassuló élelmiszer-infláció miatt a fogyasztóiár-index további csökkenésére számíthatunk. A vállalati adóterhek emelkedése a termelési láncon átgyűrűzve idővel a fogyasztói árakban is megjelenhet, ám a visszafogott keresleti környezetben a továbbhárítás csak részleges lehet. A kormányzati intézkedések közvetlen (hatásági árakon és indirekt adókon keresztül jelentkező) inflációs hatása a teljes előrejelzési horizonton historikusan alacsony maradhat. Összességében a fogyasztóiár-index az idei évben a 3 százalékos célérték alatt, míg jövőre a célérték közelében alakulhat.



Inflációs előrejelzésünket a teljes előrejelzési horizonton negatív kibocsátási rés, a csökkenő hatósági energiaárak és a kormányzati adóintézkedések termelési költségeket növelő hatása határozza meg. A decemberi előrejelzésünkhöz képest az egész horizonton számottevően alacsonyabb infláció kialakulására számítunk (1-1. ábra).

Rövid távon az éves inflációs ráta tovább csökkenhet. A maginfláción kívüli tételek közül elsősorban a hatósági energiaárak csökkenése és a feldolgozatlan élelmiszerek inflációjának mérséklődése segítheti az áremelési ütem lassulását. A tavalyi év második felében növekvő mezőgazdasági nyersanyagárak árszintnövelő hatása már döntő részben megjelent a feldolgozatlan élelmiszer-árakban. A tavaszi hónapoktól az idei évi termés piacra kerülésével a nyersélelmiszer-árak normalizálódására számíthatunk, így bázishatások miatt a feldolgozatlan élelmiszerek inflációja folyamatosan mérsékli a teljes árindexet. A hatósági energiaárak év eleji csökkentése a teljes előrejelzési horizonton érdemben mérsékli a kormányzati intézkedések közvetlen inflációs hatását.<sup>1</sup> A szabályozott árú szolgáltatások esetében a bejelentett rezsicsökkentő intézkedéseken kívül is általánosan alacsony áremelésekre számíthatunk. Előrejelzési horizontunkon a kormányzati intézkedések közvetlen inflációs hatása a historikus átlagtól számottevően elmaradó szinten alakul (1-2. ábra). Ezen inflációmérséklő hatások ellen hat a forint árfolyamának elmúlt hónapokban bekövetkezett gyengülése. A gyengébb forintárfolyam az üzemanyagok áremelkedésén keresztül már rövidebb távon is a költség oldali inflációs nyomás erősödését okozhatja.



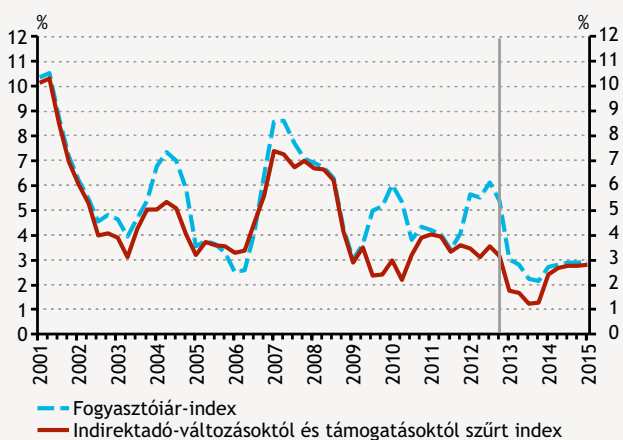
Az év elején beérkezett adatokkal összhangban a piaci árszű tételek körében továbbra is mérsékelt áremelésekre

<sup>1</sup> A lakossági gáz-, távhő- és áramárak ez év eleji 10%-os csökkentésének fogyasztó árakra gyakorolt teljes hatása 0,9 százalékpont. Ennek döntő része (0,8 százalékpont) az idei évi inflációt, míg kisebb része áthúzódó hatásként (0,1 százalékpont) a jövő évi inflációt is mérsékli. Előrejelzésünkbe beépítettük a víz-, szemétszállítás- és csatornadíjak július 1-jétől várható, szintén 10 százalékos mérséklését is. Ennek hatása a fogyasztói árakra 0,25 százalékpont, aminek egyik fele az idei évi fogyasztóiár-indexet, míg másik fele a jövő évi árindexet érintheti.

1-1. táblázat  
Inflációs előrejelzésünk részletei

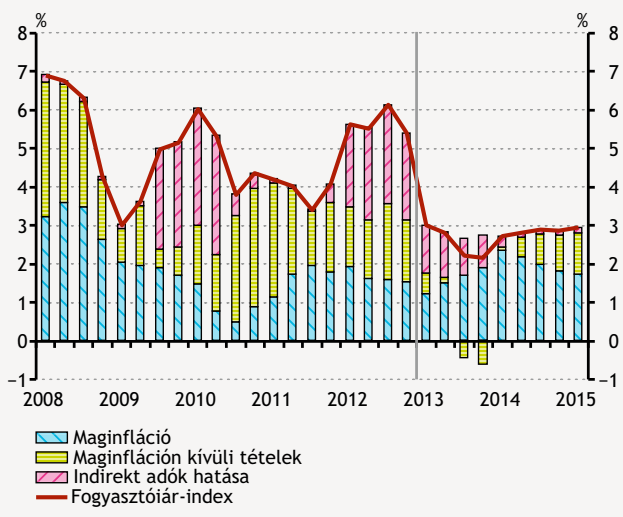
		2011	2012	2013	2014
<b>Maginfláció</b>		2,7	5,1	4,0	3,4
<b>Maginfláción kívüli tételek</b>	Feldolgozatlan élelmiszerek	4,3	6,8	6,0	3,5
	Járműüzemanyag és piaci energia	13,8	11,9	1,8	1,8
	Szabályozott árú termékek	4,0	4,7	-2,8	1,2
	Összesen	6,4	6,8	-0,2	1,7
<b>Fogyasztóiár-index</b>		<b>3,9</b>	<b>5,7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

1-3. ábra  
A fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünk  
(2001. jan.-2015. jan.)



kerülhet sor. A nyomott keresleti környezetben a vállalatok áremelési lehetőségei korlátozottak. Az egyes ágazatok adóterhelését növelő költségvetési intézkedések költségnövelő hatása a termelési láncon keresztül fokozatosan a teljes vállalati szektorban jelentkezhet. A negatív kibocsátási rés mellett a fogyasztói árakba történő továbbhárítás lassú és csak részleges lehet. A fogyasztás fokozatos élénkülésével a korábbiaknál gyengébb forintárfolyam és az adó intézkedések miatt megemelkedő termelési költségek a maginfláció átmeneti emelkedését okozhatják (1-3. ábra). Átárzás helyett azonban a vállalatok nagyobb részben az egyéb termelési költségek visszafogásával normalizálhatják jövedelmezőségüket. A kibocsátási rés előrejelzési horizontunkon fokozatosan záródik, ám a gazdaságban jelen lévő szabad kapacitások dezinflációs hatása végig érvényesül.

1-4. ábra  
Inflációs előrejelzés dekompozíciója  
(2008. I. n.év-2015. I. n.év)



Mindezen tényezők hatására az infláció az idei év egészében a 3 százalékos cél alatt maradhat, míg 2014-ben a célérték közelében alakulhat (1-4. ábra és 1-1. táblázat).

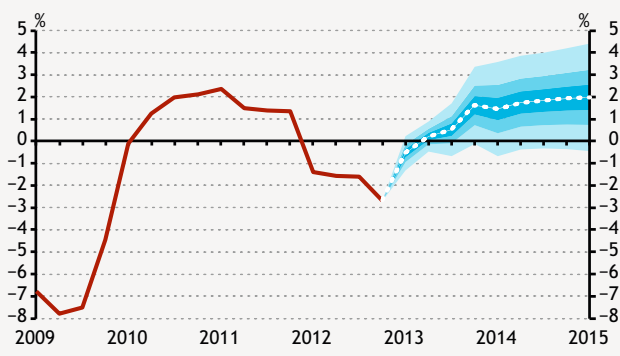


## 1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Előrejelzésünk szerint a tavalyi visszaesést követően a gazdaság az idei évben újra növekedési pályára állhat. A növekedés forrása rövid távon az exportértékesítések erősödése lehet. Bár legfontosabb felvevőpiacaink a kereslet érdemi élénkülésére csak 2014-ben számítunk, azonban az elmúlt években kiépült új autóiipari kapacitások már az idei évtől javítják a hazai export világszertei részesedését. Az alacsony inflációs környezetben az infláció fölötti mértékben bővülő bérek és kormányzati transzferek a lakossági reáljövedelmek újbóli növekedését okozzák, erősítve a háztartások fogyasztási lehetőségeit. Ugyanakkor a továbbra is szigorú hitelezési környezet, a válság előtt felhalmozott adósságok fokozatos leépítése és a középtávú kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság rövid távon változatlanul óvatos lakossági költsékezést indokol. Ezzel összhangban a belső kereslet élénkülésére a versenyszféra foglalkoztatásának bővülésével párhuzamosan 2014-től számítunk.

A gazdasági kibocsátás lassú élénkülése ellenére a kibocsátási rés várhatóan teljes előrejelzési horizontunkon negatív marad. A gazdaság működését továbbra is érdemi szabad kapacitások jelenléte jellemezheti.

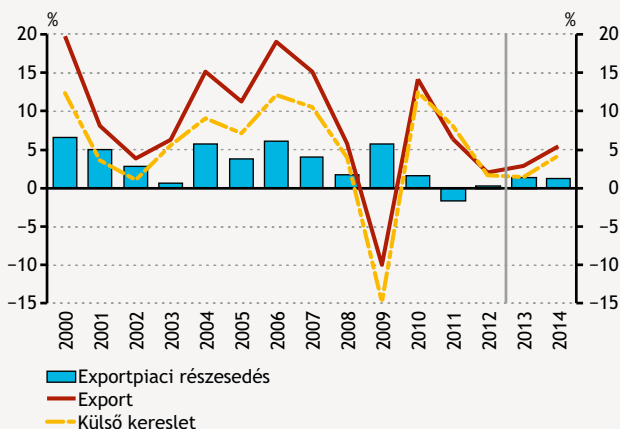
**1-5. ábra**  
GDP-előrejelzésünk legyezőábrája  
(szézonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján)



A GDP tavalyi csökkenését a külső és belső konjunktúra együttes lassulása magyarázza. Emellett néhány ágazat kibocsátását érintő jelentős egyedi hatások (termés kiesés a mezőgazdaságban, év végi gyárleállások az iparban) is számottevően mélyítették a hazai visszaesés mértékét.

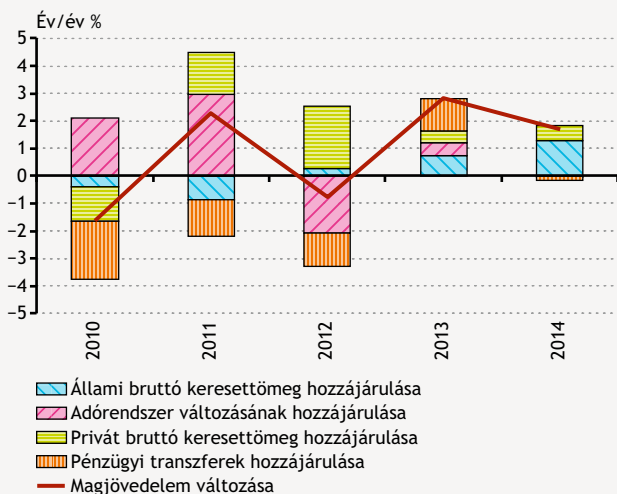
Rövid távon a makrogazdasági környezet lassú normalizálására számítunk. Az eurozóna az év második felére túlmutat a recesszió, így az év közepétől felvevőpiacaink keresletében élénkülésre számítunk. A belföldi kereslet esetében az elhúzódó mérlegkiigazítás, a szigorú hitelfeltételek és a válságban bizonytalanabbá váló középtávú kilátások továbbra is óvatos fogyasztási és beruházási döntéseket indokolnak, miközben az alacsony inflációs környezetben ismételten bővülő lakossági reáljövedelmek a belföldi kereslet fokozatos élénkülése irányába hatnak.

**1-6. ábra**  
Az exportpiaci részesedés alakulása



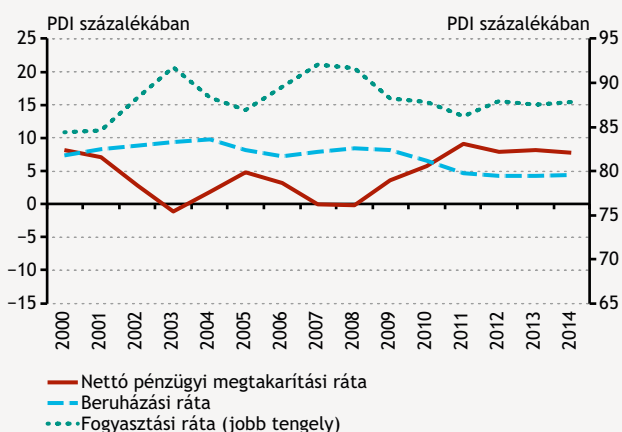
A horizont első felében a növekedés forrása az export lehet. A következő negyedévekben a tavalyi évben jelentkező egyedi hatások korrekciója és az autóiiparban termelésbe álló új kapacitások adhatnak növekedési impulzust a gazdasági kibocsátásnak. Az év közepétől felvevőpiacaink keresletében is élénkülésre számíthatunk. Az eurozóna növekedése csak lassan dinamizálódhat, ám a lendületesebb növekedési pályát mutató kelet-közép-európai és más fejlődő (elsősorban ázsiai) régióbeli gazdaságok kereslete a hazai exporttermékek iránt érdemben erősödhet. Értékesítéseinkben és a gyorsabban fejlődő régiók elérésében továbbra is meghatározó marad a német exportáló vállalatokkal kiépült szoros beszállítói kapcsolatok szerepe. Az új autóiipari termelési kapacitások termelésének fokozatos

1-7. ábra  
Magjövödelmek\* alakulása



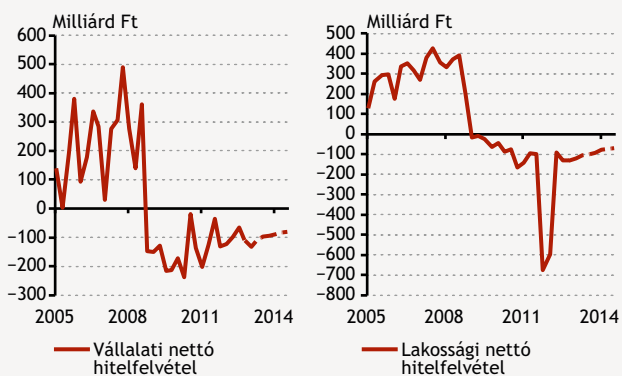
\* A magjövödelmek (bérek és a kormányzattól kapott pénzbeni transzferek) a múltbeli tapasztalatok alapján szorosabb kapcsolatban állnak a lakossági fogyasztással, mint az egyéb (pl. vállalkozói tevékenységből származó) jövedelmeket is tartalmazó teljes rendelkezésre álló jövedelem.

1-8. ábra  
Lakossági jövedelmek felhasználása



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

1-9. ábra  
Előrejelzésünk a lakosság és a vállalati hitelezés alakulására

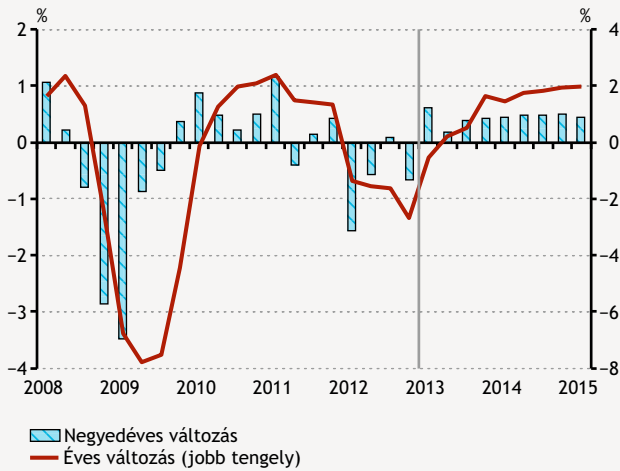


felfutásával az elmúlt években romló exportpiaci részese-désünk ismét emelkedést mutathat, amit a 2012 vége óta gyengülő reálárfolyam hatása is segíthet (1-6. ábra).

A tavalyi csökkenést követően az idei évben a lakossági reáljövödelmek emelkedhetnek. A bővülés forrása a jövedelemadók folytatódó mérséklése mellett, az infláció fölött bővülő állami transzferek és nominális bérek lehetnek (1-7. ábra). A reáljövödelmek növekedése a magasabb fogyasztási hajlandósággal jellemezhető, átlagbér alatti jövedelemmel rendelkező társadalmi csoportokban lehet erőteljesebb. A bővülő reáljövödelmek mellett a háztartásokat továbbra is óvatos fogyasztási és beruházási viselkedés jellemezheti. A válság előtt felvett adósságok törlesztése még évekig elhúzódó folyamat lehet, csökkentve az érintett háztartások fogyasztási hajlandóságát. A forint árfolyamának elmúlt hónapokban megfigyelt leértékelődése lassíthatja a mérlegkiigazítási folyamatot, azonban az árfolyamgát lehetőségének szélesebb körű igénybevétele előrejelzési horizontunkon érdemben javíthatja az érintett háztartások likviditási helyzetét. A válság óta megemelkedő munkanélküliségi ráta csak lassan mérséklődhet, tovább erősítve az óvatossági megfontolásokat. Végezetül a hitel-feltételek a háztartások esetében továbbra is szigorúan alakulhatnak, ami szintén magasabb megtakarítási hajlandóság irányába hat. Összességében a fogyasztási keresletben csak lassú fordulatra számíthatunk, érdemi növekedés csak a versenyszféra foglalkoztatásának erősödésével 2014-ben várható. A pénzügyi megtakarítási ráta a korábbi években megfigyelt magas szinten maradhat és csak a horizont második felében mérséklődhet. Ezzel összhangban a növekvő jövedelmek egy része a felhalmozott adósságok mérséklésében és a pénzügyi tartalékok növekedésében csapódhat ki. Az állami kamattámogatású hitelek elterjedésével a lakossági beruházások 2006 óta tartó csökkenése az idei évben megállhat, azonban az óvatos lakossági viselkedés miatt érdemi fordulatra a következő években nem számíthatunk (1-8. ábra).

Előrejelzési horizontunkon a vállalati szektor viselkedését a tavalyi évben alacsony szintre süllyedő jövedelmezőség normalizálása és a költségvetési adóintézkedések miatt megemelkedő termelési költségekhez történő alkalmazkodás határozhatja meg. A szektor működését a historikusnál alacsonyabb kapacitáskihasználtság és tartósan szigorú hitelkondíciók jellemzik (1-9. ábra). Ezzel összhangban a belföldi keresletre termelő vállalatok beruházási aktivitását továbbra is a beruházások elhalasztása jellemezheti. A kapacitások növekedése változatlanul döntően a feldolgozóiparban jelentkezhet. Összességében a vállalati beruházások az idei évben visszafogottan alakulhatnak. Növekedésükre a hitelezési feltételek lazulásával és a konjunktúra erősödésével 2014-től számíthatunk.

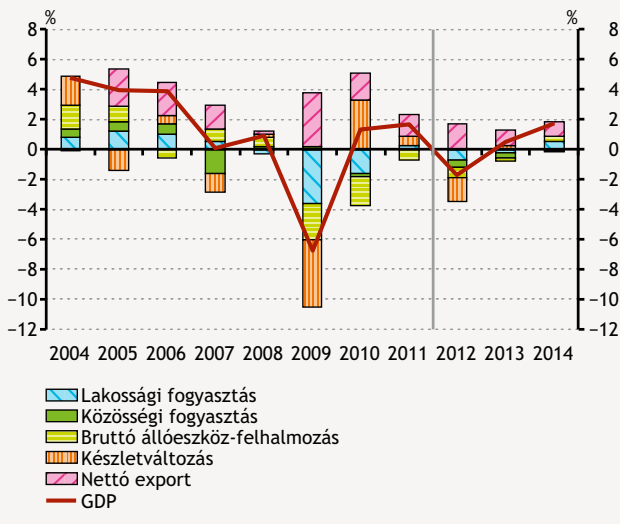
1-10. ábra  
A GDP-növekedés alakulása



A visszafogott vállalati beruházások hatását az állami beruházások erősödése tompíthatja. Az idei évben a 2007–2013-as költségvetési ciklusban még rendelkezésre álló EU-s források korábbi éveknél hatékonyabb lehívására és felhasználására számítunk. Az EU-s forrásból megvalósuló – döntően infrastrukturális projektek – az idei évben jelentős többletet jelenthetnek az állami beruházások volumenében és a t+2-es elszámolhatóság következtében várhatóan még a 2014-es évben is élénkítő hatással lesznek.

A növekedés szerkezetében az erősödő exportértékesítésekkel és a visszafogottabban alakuló belföldi kereslettel összhangban változatlanul a nettó export hatása maradhat meghatározó. Kiegyensúlyozottabb növekedési pályára a belföldi felhasználás élénkülésével 2014-től számítunk (1-10. és 1-11. ábra).

1-11. ábra  
A GDP-növekedés alakulása



A gazdaság működését továbbra is érdemi szabad kapacitások jellemezhetik. A kibocsátás várhatóan csak fokozatosan közelíti meg potenciális szintjét, így a kibocsátási rés a teljes előrejelzési horizonton negatív maradhat. A potenciális kibocsátásról alkotott képünk nem változott a legutóbbi inflációs jelentés óta. A visszafogott belföldi keresleti tartósan mérsékelt inflációs alapfolyamatok irányába mutatnak.

1-1. keretes írás

Az áthúzó hatás szerepe a GDP idei alakulásában

A tavalyi évben a GDP szintjének folyamatos csökkenését figyelhettük meg, ami statisztikailag (az ún. áthúzó hatás miatt) a 2013. évi növekedési indexet is negatívan befolyásolja. Ám ez a hatás különböző okok miatt bizonytalanul mérhető, ami részben magyarázhatja az idei növekedésre adott előrejelzések jelentősebb eltéréseit. Keretes írásunkban bemutatjuk, hogy ezek a statisztikai hatások szorosan összefüggnek a 2013 I. negyedévi növekedésre vonatkozó várakozásokkal. Ezután áttekintjük, hogy 2012–13 fordulóján milyen egyedi hatások befolyásolhatják GDP-előrejelzésünket, illetve az áthúzó hatás megítélését.

A GDP naptári évek között mért változásai nemcsak a tárgyévben bekövetkező változásoktól függenek, hanem a változó megelőző, bázisévi alakulásától is. Ezt az alábbi képlettel illusztrálhatjuk:

$$\frac{Y_t}{Y_{t-1}} = \frac{\sum_{i=1}^4 Y_t^{(i)}}{\sum_{i=1}^4 Y_{t-1}^{(i)}} = \frac{Y_{t-1}^{(4)}}{\sum_{i=1}^4 Y_{t-1}^{(i)}/4} \cdot \frac{\sum_{i=1}^4 Y_t^{(i)}/4}{Y_{t-1}^{(4)}}$$

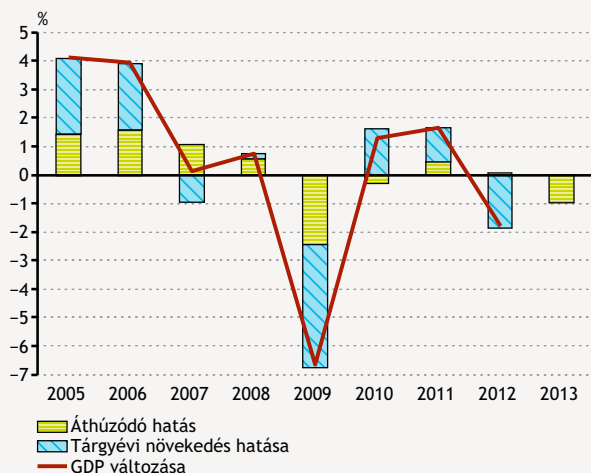
ahol  $Y$  a  $t$  naptári év ( $i$ ) negyedévének szezonálisan igazított GDP szintjét jelenti. A GDP éves indexe két tagra bontható fel. Az első tag, az ún. áthúzó hatást mutatja, hogy a bázisév utolsó negyedéve mennyivel volt magasabb (alacsonyabb) a bázisév átlagánál. A második tag pedig azt jelzi, hogy a bázisév utolsó negyedévéhez képest a tárgyévben átlagosan mennyit emelkedett (csökkent) a GDP szintje.

Az elmúlt években az áthúzó hatás kismértékben járult hozzá a GDP éves változásához, ám 2013-ban jelentős lehet a mértéke. Ennek oka, hogy 2012 IV. negyedévében jelentősen csökkent a GDP szintje, így alacsony szintről indul a 2013. évi kibocsátás. A KSH által publikált IV. negyedévi GDP adatok alapján az áthúzó hatás 2013-ban  $-1$  százalékpont lehet.

Ám az áthúzó hatás bizonytalanul mérhető: a számításukhoz használt szezonálisan igazított GDP-idősor utolsó adatpontjai a konjunktúra fordulatai idején jelentősen revidálódhatnak.<sup>2</sup> Az áthúzó hatás revíziójának érzékeltetéséhez különböző feltevésekkel éltünk a GDP 2013 I. negyedévi alakulására, és a meghosszabbított idősorokat a KSH szezonális igazító modelljével újraigazítva kiszámítottuk az áthúzó hatás mértékét. A negatív áthúzó hatás már akkor is mérséklődhet az I. negyedévi adat beérkezéssel, ha csupán a visszaesés lassulását tapasztaljuk majd a 2012 végi ütemhez képest. Amennyiben negyedéves alapon növekedést figyelünk majd meg, akkor az áthúzó hatás számottevően csökkenhet, automatikusan emelve a 2013. év növekedési indexét.

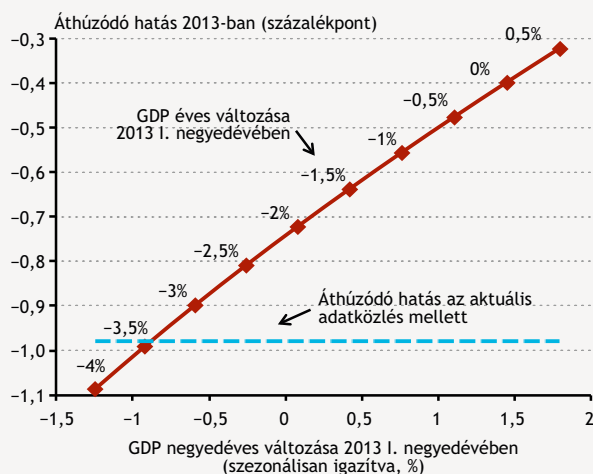
Megítélésünk szerint 2013 elején negyedéves alapon emelkedhet a GDP szintje. Ennek egyik oka, hogy a GDP 2012 végi visszaesésében egyedi hatások is szerepet játszottak, melyek már a következő negyedévben korrigálódhatnak. Az ipari termelés decemberben számottevően csökkent, elsősorban a járműgyártás kibocsátásának csökkenése miatt. Ugyanakkor januárban ez a visszaesés teljes mértékben korrigálódott. Hasonló jelenség más régiós országokban is megfigyelhető volt. Elképzelhető, hogy a mérsékelt keresletre és a szokásosnál több decemberi munkaszüneti napra tekintettel az átlagosnál hosszabb időre állt le a termelés az év végén. Becslésünk szerint pusztán az ipar decemberi termelésekiesése  $0,1-0,2$  százalékkal járulhatott hozzá a GDP 2012 IV. negyedévi csökkenéséhez. A januári termelési adatok alapján ez a hatás 2013 I. negyedévében korrigálódhat, ugyanekkora mértékben emelve a GDP növekedési ütemét. Hasonló hatások más ágazatokban – pl. áruszállítás – is jelentkezhetnek. A negyedéves alapon várt GDP-bővülést a havi termelési indikátorok alakulása is alátámasztja.

**1-12. ábra**  
Az áthúzó hatás szerepe a GDP alakulásában



Megjegyzés: A 2012 IV. negyedévi GDP-adatközlés alapján.

**1-13. ábra**  
A GDP 2013. évi áthúzó hatásának lehetséges revíziója



Megjegyzés: A vizsgálathoz a KSH által használt szezonális igazító modellt futtattuk újra a 2013 I. negyedévi GDP-re tett különböző feltevések mellett.

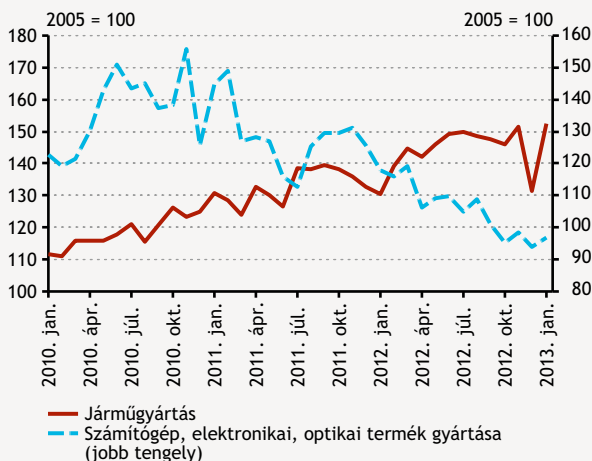
<sup>2</sup> A szezonális igazítás végponti bizonytalanságáról bővebben lásd pl. KOROKNAI P.–PELLÉNYI G. (2010): Szezonális kiigazítás a válságban – felhasználói szemmel. *Statisztikai Szemle*, 88. évf. 7–8. szám (július–augusztus), p. 874–885.

2013 elején további egyedi hatások segíthetik a konjunktúrát. Sajtóinformációk alapján folytatódik az új autóiipari kapacitások felfutása a GM és a Mercedes üzemeiben, továbbá a Suzuki gyár is fokozza termelését. Emellett előrejelzésünkben azzal a feltevéssel élünk, hogy az elektronikai szektor 2012-ben megfigyelt jelentős kapacitásképzése 2013-ban már nem folytatódik. Végül, ha a mezőgazdasági termés visszatér átlagos szintjére, akkor múltbeli tapasztalatok alapján már az első negyedévben jelentős (akár 0,4–0,5 százalékos) pozitív hozzájárulásra számíthatunk az agráriumtól.

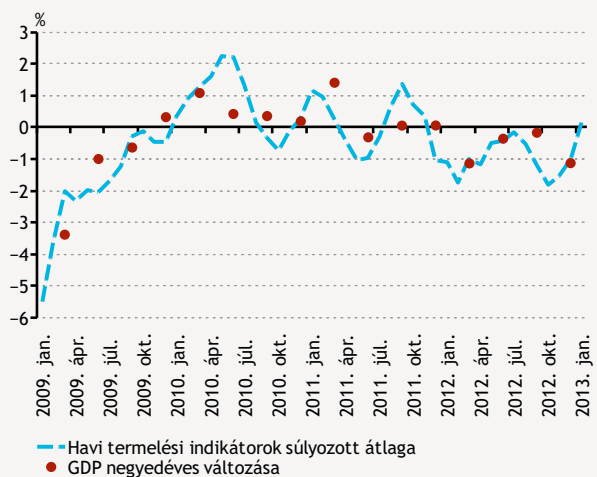
A kedvező egyedi hatások mellett a növekedési alapfolyamatok is javulhatnak 2013 során, melyhez hozzájárulhat a háztartások reáljövedelmének emelkedése, az EU 2007–2013-as költségvetési ciklusának végén erősödő forrásfelhasználás, valamint a globális konjunktúra kilátások stabilizálódása. Ugyanakkor bizonytalanságot jelent az alapfolyamatokkal kapcsolatban az óvatos lakossági fogyasztási megtakarítási viselkedés, a szigorú hitelkondíciók és az eurozóna növekedési kockázata.

Összességében a 2013. évi növekedési várakozásunk mögött több tényező húzódik. Egyfelől a konjunktúra alapfolyamatai stabilizálódhatnak, lassú javulás indulhat meg az év során. Másfelől 2013 elején több egyedi hatás emelheti a GDP dinamikáját. Végül arra számíthatunk, hogy a konjunktúra fordulatának hatására megváltozik a GDP szezonálisan igazított lefutása, ami érdemben mérsékelheti a 2012-ről áthúzódó negatív növekedési hatást.

**1-14. ábra**  
A járműgyártás és az elektronikai szektor termelésének alakulása



**1-15. ábra**  
Havi termelési indikátorok és a GDP negyedéves változása

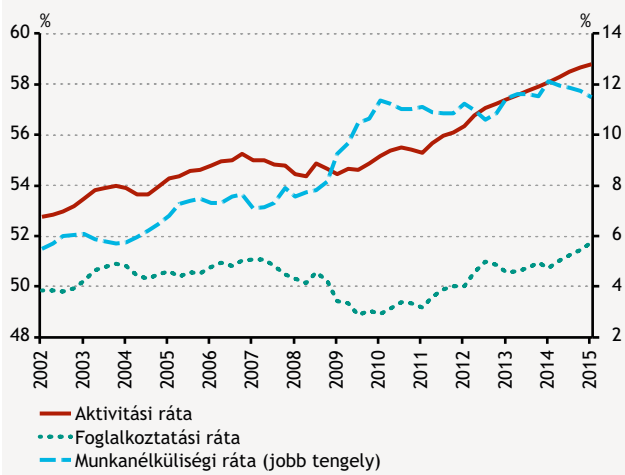


Megjegyzés: A havi indikátor az ipari, építőipari termelés és a kiskereskedelmi értékesítés súlyozott, háromhavi mozgó átlagának háromhavi változása. A súlyok olyan regresszióból származnak, amelyben az ágazati indikátorok magyarázzák a GDP változását.

## 1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk

A munkapiac az aktivitási ráta folytatódó emelkedésére számítunk. Az alacsony vállalati jövedelmezőség javításában a fogyasztói árak emelése helyett a termelési költségek, azon belül a bér jellegű költségek visszafogott alakulása továbbra is meghatározó lehet. Ezzel összhangban a versenyszféra munkaerő iránti kereslete rövid távon mérséklődhet, így az elmúlt évek kormányzati reformintézkedései következtében továbbnövekvő munkakínálat az idei évben nagyobb részben az állami közfoglalkoztatási programokban csapódhat le. A versenyszektor foglalkoztatásának bővülésére a konjunktúra erősödésével 2014-től számíthatunk. A laza munkapiaci kondíciók a teljes előrejelzési horizonton erős bérleszorító hatással bírnak. A minimálbérek a várható infláció fölötti ütemben bővülnek, így a visszafogottabb dinamika elsősorban az átlagbér fölötti bérkategóriákban jelentkezhet.

**1-16. ábra**  
Foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban  
(2002. I. n.év-2015. I. n.év)



Munkapiaci előrejelzésünket a tovább növekvő aktivitás, a bővülő közmunkaprogramok és a jövedelmezőség javítására irányuló vállalati viselkedés határozhatja meg (1-16. ábra).

A válság kitörése óta meghozott kormányzati intézkedésekkel összhangban a munkapiaci kínálat tovább emelkedhet. Az aktivitási ráta előrejelzési horizontunk végére megközelítheti az 59 százalékot.

A növekvő aktivitás rövid távon nagyobb részben az állami közfoglalkoztatási programokban csapódhat le. A versenyszféra aktuális jövedelmezősége az elmúlt évi recesszió és a termelési költségek növekedése következtében alacsony. Előrejelzési horizontunkon a vállalatokat a jövedelmezőség normalizálása jellemezheti.

A visszafogott keresleti környezetben a fogyasztói árakon keresztüli alkalmazkodás lehetősége korlátozott lehet, miközben a költségvetési adóintézkedések a termelési lánc különböző szintjein a termelési költségek emelkedését okozhatják. Ezzel összhangban a vállalati alkalmazkodáson belül meghatározó lehet az egyéb termelési költségek – azon belül a bérköltségek – dinamikájának tompítása. Historikus tapasztalatok alapján ez rövid távon a munkaerő iránti kereslet csökkenését okozhatja. A kereslet csökkenése a ledolgozott munkaórák mérséklésében és/vagy a foglalkoztatás visszafogásában jelentkezhet. Ugyanakkor a folyamat ellen hathat a foglalkoztatás költségét mérséklő kormányzati intézkedések (ún. munkahelyvédelmi akcióterv), amelyek az érintett munkavállalói csoportok esetében segíthetik a foglalkoztatás megtartását. A versenyszféra foglalkoztatása a konjunktúra erősödésével 2014-től ismét bővíthet.

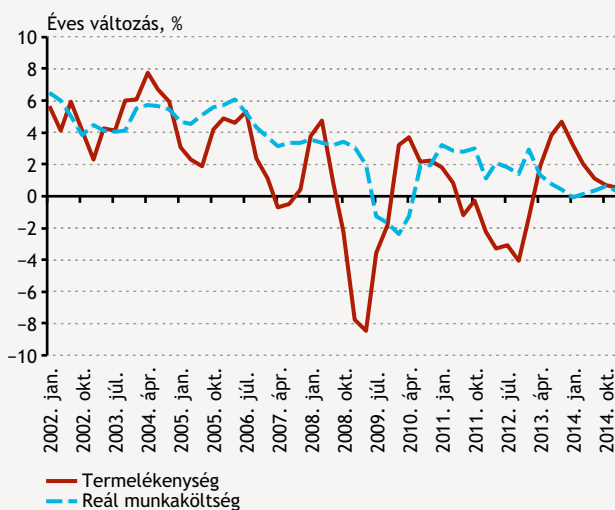
A növekvő munkakínálat és a csak lassan élénkülő foglalkoztatás eredőjeként a munkanélküliség ráta rövid távon némi- leg emelkedhet, majd fokozatos lassú csökkenést mutathat. A munkapiaci kondíciók a teljes előrejelzési horizonton lazák maradnak, mindvégig erős bérlészesítő hatást gyakorolva.

Ezzel összhangban középtávon a termelékenység javítása mellett a reálbéreken keresztül történő alkalmazkodás is megjelenhet. Az alacsony inflációs környezetben a reálbéreken keresztüli alkalmazkodás elhúzódó és a bérszála különböző szintjein eltérő mértékben jelentkező folyamat lehet. Az átlagbér alatti fizetési kategóriákban a bejelentett minimálbér-emelés jelentős reálbér-növekedést okozhat, így a bérdinamika visszafogása elsősorban az átlagbér feletti és a rendszeres béren kívüli kifizetéseket érintheti. Az átlagbér feletti kategóriákban a folyamatot segítheti a személyi jövedelemadók további csökkentése.

Összességében a vállalati alkalmazkodás eredményeként a termelékenység növekedése várhatóan teljes előrejelzési horizontunkon meghaladhatja a bruttó reálbérek dinamikáját (1-17. ábra). A reálbérek visszafogottabb bővülése támogatja a foglalkoztatási helyzet fenntartását, illetve javítását. Az aktivitást növelő kormányzati intézkedések, az elmúlt évek szja-kulcs-csökkenése, valamint a munkahelyvédelmi akcióterv hatásai mérséklék a munka relatív árát, ami hosszú távon a munkaintenzívebb termelés irányába történő elmozdulás felé mutat. Ezzel összhangban a vállalati profithányad előrejelzési horizontunk végén is a historikus átlag alatti szinten maradhat.

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

(2002. I. n.év-2015. I. n.év)



**1-2. keretes írás**

**Vállalati alkalmazkodás – a vállalati szektor jövedelmezőségének várható alakulása**

A hazai GDP 2012-ben 1,7 százalékkal csökkent, ami a versenyszektor termékei és szolgáltatásai iránti kereslet mérséklődésével járt. A visszaesés és a tavalyi évben emelkedő termelési költségek számottevően rontották a versenyszféra jövedelmezőségi helyzetét, ami előrejelzési horizontunkon növelheti a vállalkozások alkalmazkodási igényét. A gyenge jövedelmezőség javítása történhet az értékesítési bevételek emelésével vagy a termelési költségek – azon belül a munkaköltségek – visszafogásával. A belső és külső kereslet egyaránt visszafogottan alakul, így a vállalatoknak az értékesítések növelésén és/vagy a fogyasztói árak emelésén keresztül csak korlátozott mozgásteret lehet a jövedelmezőség javításában. Ennek megfelelően várakozásaink szerint a vállalatok a termelési költségek racionalizálásával javíthatják jövedelmezőségüket.

Az alkalmazkodás várható csatornáit illetően kevés hazai tapasztalattal rendelkezünk. Az elmúlt 20 évben hasonló profitvesztés csak a 2008–2009-es visszaesés idején érte a magyar vállalatokat, a jelenlegi helyzetre tekintettel így egyedül ez az epizód szolgálhat tanulságokkal. Akkor a vállalati jövedelmezőség 2009 második negyedévében érte el a mélypontját. Ez a munkán elért profit<sup>3</sup> megközelítőleg 6 százalékpontos visszaesését jelentette a hozzáadott érték arányában. Mivel a kereslet csak lassan állt helyre és a növekedési kilátások is kedvezőtlenül alakultak, a vállalatok már 2009-ben megkezdték az alkalmazkodást a munkaköltségeik vissza-

<sup>3</sup> A munkán elért profit a vállalati szektor hozzáadott értékének és a teljes munkaköltségnek a különbsége. Elméletileg megegyezik a nemzeti számlák bruttó működési eredmény mutatóval, tartalmilag azonban eltér, mivel a saját munkaköltség-számításunk a modellváltozókon alapul.

fogásával. A foglalkoztatás csökkenéséből és a ledolgozott munkaidő mérsékléséből fakadó profit-helyreállítás hamar megkezdődött. A jelenség különösen erős volt a külső keresletre érzékeny exportáló vállalatok körében. A vállalatok munkakereslete 2011 elejétől erősödött. Ezzel szemben a reálbéreken keresztüli alkalmazkodás késve kezdődött el. A 2010–2011-ben jellemző 5 százalékos körüli infláció azonban lehetőséget teremtett a jelentősebb reálbér-alkalmazkodásra, amit a kormányzati intézkedések oldaláról a munkát terhelő adók és támogatások könnyítései is segítettek.<sup>4</sup>

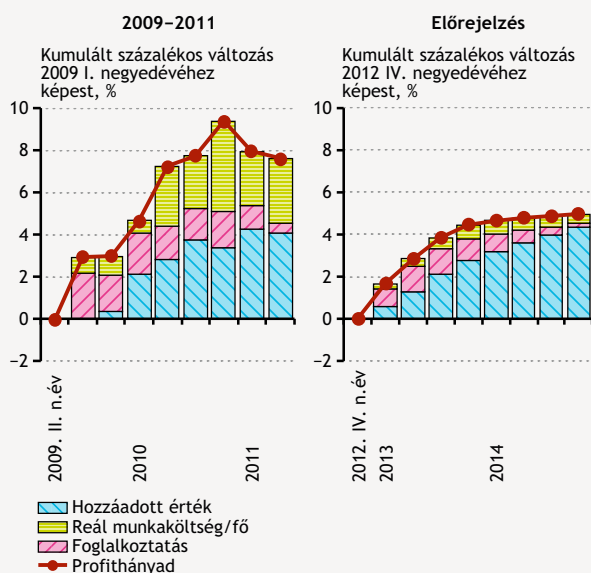
A 2012-es recesszió okozta profitromlás megközelítőleg a 2009-es epizód felének megfelelő, a hozzáadott érték arányában közel 3 százalékpontnyi volt. Előrejelzésünkben, döntően az exportra termelő cégek kedvezőbb kilátásai miatt a vállalati szféra hozzáadott értékének gyorsabb helyreállítását várjuk a 2009-es dinamikához képest. Bár a profithelyzet kevésbé kifeszített, mint 2009 közepén, a vállalatok így is érdemi alkalmazkodásra kényszerülnek. A foglalkoztatás visszafogása bár enyhébb lehet, a korábbi epizódhoz hasonlóan elhúzódhat egészen az előrejelzési horizont végéig. A foglalkoztatás mérsékeltebb csökkentésében szerepet játszhatnak a munkahelyvédelmi akcióterv intézkedéseinek költségcsökkentő hatásai.

A béralkalmazkodás mintázata eltérhet a korábban megfigyeltől. Az alacsony inflációs környezetben a reálbéreken keresztüli alkalmazkodás lassabb és elhúzódó lehet. Ennek oka az alacsony infláció mellett a nemzetközi tapasztalatokkal összhangban lefelé merev

nominális bérek. Az idei évi minimálbéremelés az átlagbér alatti bércategóriákban az infláció feletti bérnövekedést biztosít, így a béralkalmazkodás főként a magasabb keresetű munkavállalókat érintheti. Esetükben a személyi jövedelemadó csökkenése miatt alacsonyabb nominális béremelések is a nettó bérek emelkedését okozhatják. Összességében a bérdinamika lassulása 2013-ban gyengébb lehet és a béralkalmazkodás a 2009-ben tapasztaltaknál általánosan kisebb alkalmazkodási lehetőség lehet.<sup>5</sup>

Fontos megjegyeznünk, hogy a kormányzat munkajövedelmeket terhelő adókat csökkentő intézkedései középtávon tartósan megváltoztathatják a megtermelt jövedelem elosztásának arányait. A tőkét és a munkát terhelő adók közelmúltban bekövetkezett változásainak hatására a tőke és a munka relatív ára megváltozott. A munka relatív ára csökkent, ami előre tekintve a termelési tényezők jövedelemhányadainak a korábban jellemző arányoktól való eltolódását eredményezhetik a munkainput javára. Ennek következtében várakozásaink szerint a munkán elért profit jövedelemhányada hosszabb távon sem térhet vissza a válság előtti években megfigyelhető szintekhez.

**1-18. ábra**  
A vállalati szektor profit-helyreállítása recessziókat követően



<sup>4</sup> A vállalatok egyéb csatornákon történő alkalmazkodása (részmunkaidőbe sorolás, munkaórák csökkentése) is érdemben hozzájárulhatott a jövedelmesség mértékének gyors korrekciójához. Ezek a csatornák az átlagos bércöltség összetételén keresztül jelennek meg, így a béralkalmazkodás részét képezik. Hasonló alkalmazkodás a hozzáadott érték gyors korrekciója miatt kevésbé valószínű 2013-ban.

<sup>5</sup> Lásd: KÁTAY GÁBOR (2011): Downward Wage Rigidity in Hungary. *MNB Working Papers*, 2011/9.



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

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

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

<sup>1</sup> 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.

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

<sup>3</sup> A GDP arányában.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2013. március); European Commission Economic Forecasts (2013. február); IMF World Economic Outlook Database (2012. október és 2013. január); Reuters-felmérés (2013. március); OECD Economic Outlook, No. 91 (2012. november).

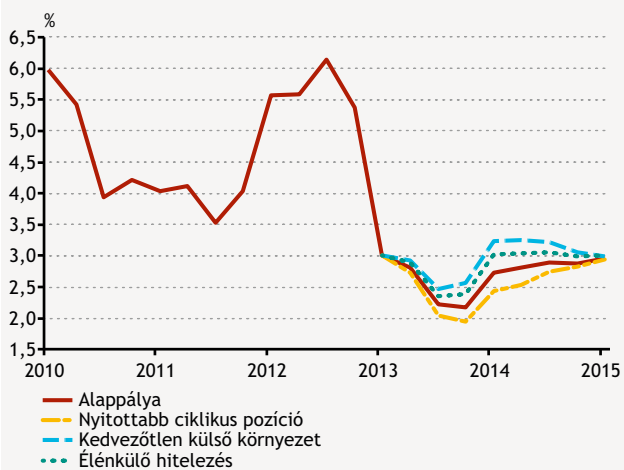
## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács három forgatókönyvet választott ki, amelyek megítélésük szerint a leginkább megragadják a monetáris politika jövőbeli vitele szempontjából releváns kockázatokat. Az alternatív forgatókönyvek a kibocsátási rés mértékével, valamint a hitelezés és a kockázati megítélés alakulásával kapcsolatos bizonytalanságot jelenítik meg. A potenciális kibocsátás becslését nagyfokú bizonytalanság övezi, így felmerül a lehetősége, hogy az alappályában feltételezettnél kevésbé épültek le a termelési kapacitások. Ebben az esetben erősebb a gyenge kereslet árleszorító hatása, és a kedvezőbb inflációs folyamatok lazább monetáris kondíciókat tesznek lehetővé. Az elmúlt időszak kamatsökkentéseinek hosszabb távú hitelezést élénkítő hatásának mértéke egyelőre nehezen mérhető fel. Erősebb hitelezési aktivitás esetén a gazdaság válságból való kilábalása gyorsabb lehet, a nagyobb aggregált kereslet ugyanakkor kisebb monetáris politikai lazítással konzisztens. A kockázati prémium alakulásában továbbra is kedvezőtlen irányú külső kockázatot jelent az optimista befektetői hangulat és a gyenge reálgazdasági teljesítmény kettőssége. Egy magasabb globális befektetői kockázat-kerüléssel és nagyobb külső gazdasági visszaeséssel jellemezhető forgatókönyv szigorúbb kamatkondíciókkal és gyengébb növekedési pályával konzisztens.

2-1. ábra

Az alternatív forgatókönyvek hatása inflációs előrejelzésünkre

(2010. I. n.év–2015. I. n.év)



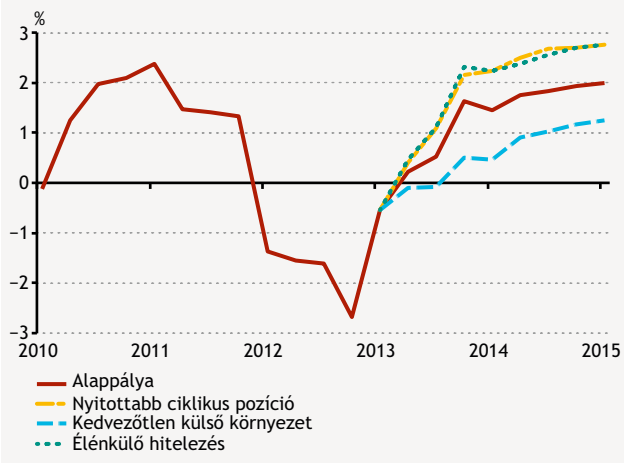
Az elmúlt időszakban a belső kereslet gyengesége az infláció mérséklése irányába hatott. A gazdaság hosszú távú kínálatát, teljesítőképességét a gazdaságban jelen lévő termelőkapacitások határozzák meg, így a belső kereslet dezinflációs hatása a kihasználatlan kapacitásoktól, azaz a kibocsátási réstől függ. A kibocsátási rés meghatározásához szükséges potenciális növekedési ütem becslését azonban nagy bizonytalanság övezi, amit csak fokoztak a válság növekedési képességet romboló hatásának becslésével kapcsolatos mérési nehézségek. Bár több módszerrel elvégzett becsléseink és a nemzetközi összehasonlítás alapján is plauzibilisnek tűnik a potenciális kibocsátás modellünkben feltételezett pályája, nem zárhatjuk ki, hogy az alappályában túlbecsüljük a válság kapacitásokat leépítő hatását. Ez esetben a potenciális kibocsátás szintje magasabb, a gazdaság ciklikus pozíciója pedig nyitottabb lehet.

Nyitottabb ciklikus pozíció esetén a költségsokkok árazásban történő áthárítási lehetőségei korlátozottak, a vállalatok termelési költség-emelkedéshez való alkalmazkodása kisebb mértékben valósulhat meg áremelésen keresztül. A vállalatokat ért költségsokkok inflációs hatásai kisebbek, a bérleszorító hatásuk erőteljesebb lehet, mint az alappályában. A nyitottabb ciklikus pozícióból fakadó erős dezinflációs hatásra utalhat a termékek széles körében tapasztalható visszafogott árazás, ami a kedvező inflációs alapfolyamatokban is megmutatkozik. Ezen feltételek mellett erősebb a gyenge kereslet árleszorító hatása és lazább a munkapiac, ami összességében alacsonyabb inflációt ered-

2-2. ábra

## Az alternatív forgatókönyvek hatása növekedési előrejelzésünkre

(2010. I. n.év–2015. I. n.év)



ményez. A kedvezőbb inflációs folyamatok alacsonyabb kamatpályát tesznek lehetővé, miközben a középtávú inflációs folyamatok változatlanul a céllal összhangban alakulnak. Ebben a forgatókönyvben a gazdaság az alappályában megjelenítetténél gyorsabban növekedhet.

A válságból való kilábalás sebességét érdemben befolyásolja a hitelezés alakulása. Az elmúlt időszak kamatcsökkentései a hitelfelárak csökkenésével jártak együtt. Ugyanakkor a transzmisszió időigénye miatt valószínű, hogy a teljes hatás még nem mutatkozott meg, illetve feltételezhető, hogy a megvalósult monetáris lazítás az árazásban rövidebb időn belül, a megvalósuló hitelkihelyezésben hosszabb távon fejt hatását. Így nehezen mérhető fel, hogy a hitelezés összességében milyen mértékben élénkülhet.

Egy magasabb hitelezési aktivitással járó forgatókönyv esetében a hatások a vállalati hitelezés területén jelentkeznek erőteljesebben: a hitelkínálat növekedése mellett a csökkenő hitelkamatok élénkíthetik a vállalatok hitelkeresletét is, így enyhülhet az eddig a keresleti oldalon tapasztalt korlát is. Mindez a beruházási rés gyorsabb záródását vonja maga után. A kedvezőbb beruházási dinamika maga után vonhatja a jövedelemkilátások javulását, ami a lakossági hitelezés terén is pozitív folyamatokat indíthat meg. Mindez számottevően támogathatja a lakossági fogyasztást is. Ebben az esetben a gazdaság válságból való kilábalása gyorsabb, a zártabb kibocsátási rés dezinflációs hatása viszont kisebb lehet. Ez összességében kisebb monetáris politikai lazítással konzisztens.

Mindamellet, hogy a legutóbbi inflációs jelentés óta eltelt időszakot alapvetően a támogató külső pénzügyi környezet fennmaradása jellemezte, az optimista befektetői hangulatból fakadó magas kockázatvállalási hajlandóság és a gyenge reálgazdasági teljesítmény közötti ellentét azonban nem oldódott, a gazdasági fundamentumok terén nem következett be érdemi javulás. A kockázatokat tovább emeli, hogy a megelőző időszak viszonylagos nyugalma után az eurozóna több országában is felerősödtek a politikai kockázatok. A költségvetési konszolidáció és a gazdasági növekedés közötti priorizálás tekintetében erősebb ellentétek mutatkoznak az egyes megközelítések között, ami viszavetheti az uniós válságkezelést.

A növekedési kilátásokat övező kockázatok realizálódása, a megoldási javaslatok kidolgozásában, megvalósításában való késlekedés, vagy akár önmagában a fundamentális tényezőkhöz való pénzügyi alkalmazkodás a befektetői hangulat romlását, pénzügyi feszültségeket, illetve a reálgazdasági problémák további mélyülését okozhatják. Mindezek miatt relevánsnak látszik egy magasabb befektetői

kockázatkerüléssel és nagyobb gazdasági visszaeséssel jellemezhető forgatókönyv.

Ebben a forgatókönyvben a globális befektetői hangulat romlása miatt emelkedik a kockázati prémium. A forrásköltségek megdrágulásán keresztül a kockázatiprémiüm-emelkedés a banki hitelezést is visszafogja. A külső kereslet romlása, valamint a kockázati prémiumnak az árfolyamra és 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 nyíló kibocsátási rés. A gyenge forint miatt emelkedő infláció, illetve a hazai pénzügyi eszközök kockázati felárának emelkedése miatt a monetáris kondíciók átmeneti szigorítására is sor kerülhet (2-1. és 2-2. ábra).

# 3. Makrogazdasági helyzetértékelés

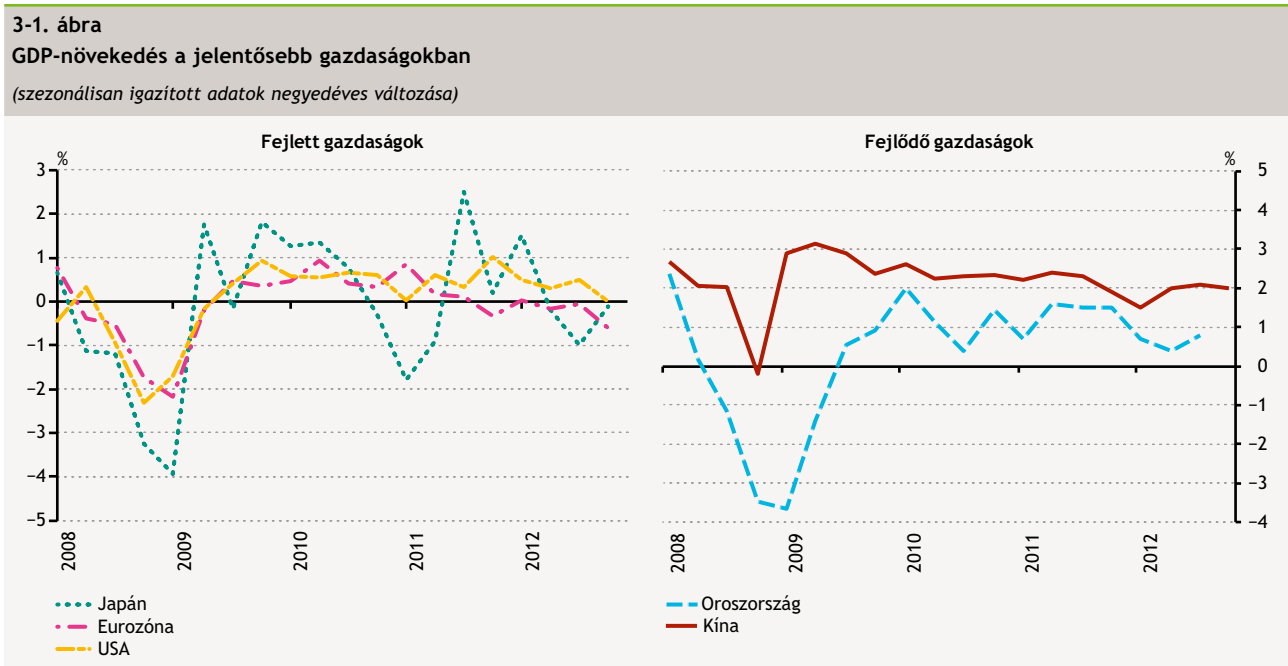
## 3.1. Nemzetközi környezet

Bár a gazdasági növekedést veszélyeztető szélsőséges kockázati forgatókönyvek valószínűségei csökkentek, tovább lassult a globális konjunktúra 2012 utolsó hónapjaiban. A fejlett országok növekedési dinamikája általánosan mérséklődött, miközben az eurozóna recessziója mélyült. Az erősebb növekedést felmutató fejlődő régiók gazdaságaiban enyhén gyorsult a növekedés. A fejlett gazdaságokban a keresletoldali inflációs nyomás enyhült, így reagálva a recessziós félelmekre a nagy gazdaságok jegybankjai fenntartották, illetve tovább enyhítették az egyébként is laza monetáris kondícióikat.

A tőkepiaci hangulat folyamatos javulása és a reálgazdasági indikátorok visszafogott alakulása között az elmúlt fél évben kialakult kettőség az idei év elején is változatlanul fennmaradt. A nemzetközi pénzügyi hangulatot továbbra is az európai adósságválság jelei, illetve a fejlett jegybankok likviditásbővítő intézkedéseivel és az amerikai fiskális konszolidációval kapcsolatos jövőbeli várakozások befolyásolják leginkább.

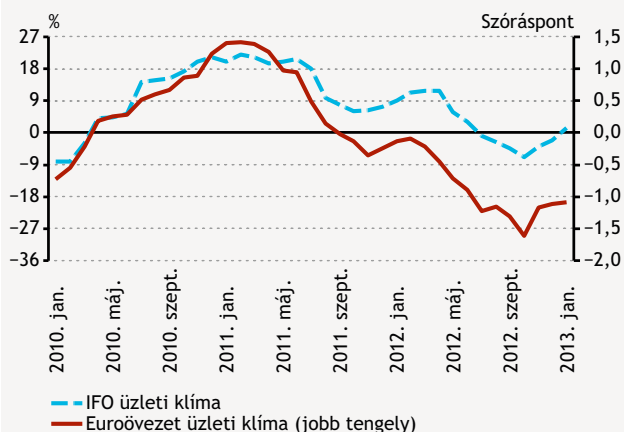
### 3.1.1. GLOBÁLIS KONJUNKTURÁLIS FOLYAMATOK

Folytatva az 2012 elején kialakult tendenciát, a világgazdaság lassulása a negyedik negyedévben is megfigyelhető volt. A fejlett gazdaságok közül az év utolsó hónapjaira az eurozóna mélyebb recesszióba süllyedt, míg az USA és Japán gazdasági növekedése lelassult (3-1. ábra). A fejlett

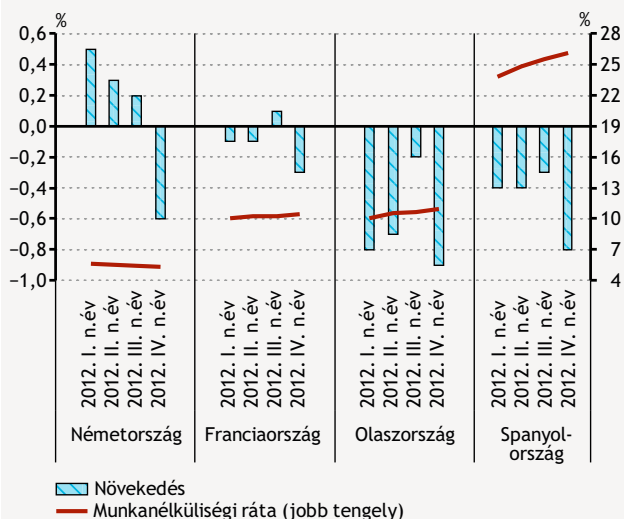


**3-2. ábra**  
Az euroövezeti és a német IFO konjunktúraindikátorok alakulása

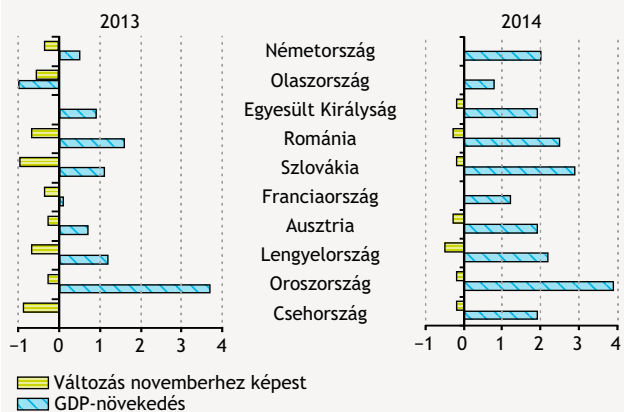
(EABC, IFO)



**3-3. ábra**  
A növekedés és a munkanélküliségi ráták alakulása a legnagyobb euroövezeti gazdaságokban



**3-4. ábra**  
Az Európai Bizottság fő felvevőpiacainak gazdasági növekedésére vonatkozó előrejelzésének változása



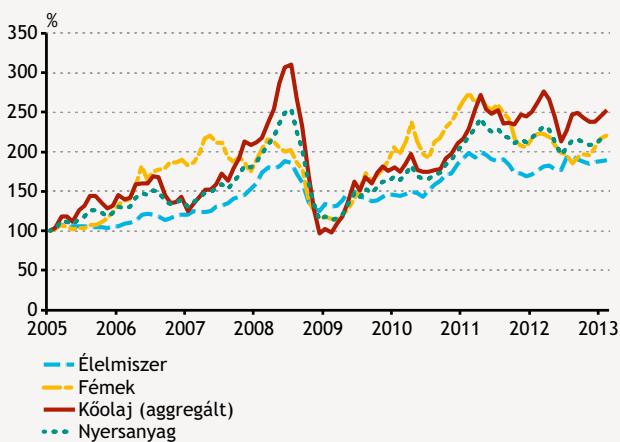
gazdaságokkal szoros külkereskedelmi kapcsolatban lévő feltörekvő országokban többnyire a belföldi kereslet erősödésének köszönhetően némileg gyorsult a növekedés üteme. A középtávú globális gazdasági kilátások tekintetében az amerikai adósság fenntarthatóságához szükséges intézkedések, az európai adósságválság kezelése és a nagy jegybankok likviditásnövelő programjainak fenntartása jelentik a legmeghatározóbb kockázatokat.

Az amerikai gazdasági növekedés a negyedik negyedévben lassabb ütemben folytatódott. A GDP éves összevetésben 1,6 százalékkal bővült, míg negyedéves összevetésben várakozásoktól elmaradó 0,1 százalékkal növekedett. A gyengülő globális kereslet, a háztartások elhúzódozó mérlegleépítése tartósan lassítja a gazdasági kilábalást, miközben a Sandy hurrikán okozta zavarok és a védelmi kiadások mérséklése átmenetileg csökkentették a kibocsátást. A gyenge konjunktúrális környezetben a Fed a növekedés és a foglalkoztatás tartós javítását likviditásnövelő programok fenntartásával és a tartósan alacsony kamatszint melletti elköteleződés megerősítésével támogatja. 2013. január elején a Kongresszus elfogadta a költségvetési törvényt, amivel ideiglenesen sikerült elkerülni a „fiskális szakadéknak” elnevezett kiigazítással összefüggő recessziót. Az adóssághatár hosszabb távú rendezése miatt további fiskális konszolidáció várható, amelynek mértéke és szerkezete a globális növekedést és kockázatvállalási hajlandóságot is érdemben befolyásolhatja. A rövid távú előre tekintő indikátorok az aktivitás és a fogyasztás további erősödését jelzik.

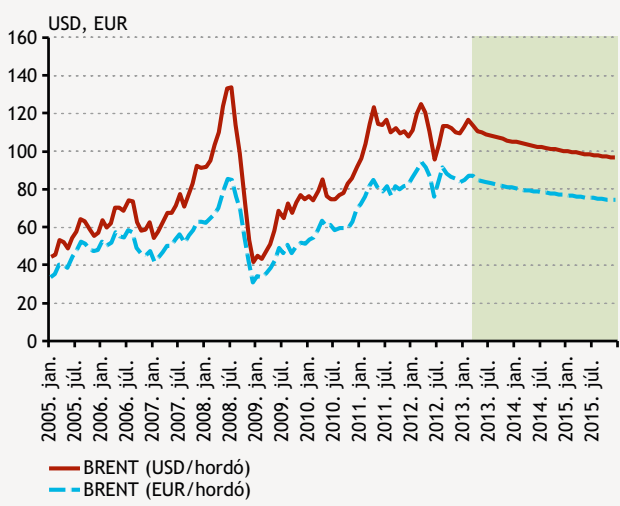
A globális kilátások tekintetében az euróövezet krízisének alakulása továbbra is meghatározó kockázatot jelent. Az eurozóna gazdasági kibocsátása 0,9 százalékkal csökkent a negyedik negyedévben, így 2012 végére mélyült a recesszió. A fiskális megszorítások a perifériaországokban erőteljesen mérsékeltek a keresletet, melynek hatása a külkereskedelmi kapcsolatokon keresztül az ez ideig relatív kedvezőbb növekedési helyzetben lévő centrum országokban is jelentkezett. 2012 utolsó hónapjaiban Németország és Franciaország kibocsátása is visszaesett. A perifériaországokban nem érzékelhető fordulat az elmúlt évek mély recessziójában, a munkanélküliségi ráta szinte mindegyik országban historikus csúcsra emelkedett (3-3. ábra).

Az exportmegrendelések és az előre tekintő indikátorok felfelé mozdultak a mélypontjukról, ugyanakkor a februári IFO-indexet leszámítva továbbra is negatív tartományban maradtak, így egyelőre nem utalnak egyértelműen a recesszió végére (3-2. ábra). A globálisan lassuló konjunktúra és a folytatódó mérlegkiigazítás a következő években is visszafogja a régió bővülését, így a recessziót követő kilábalás a teljes előrejelzési horizontunkon mérsékelt maradhat (3-4. ábra).

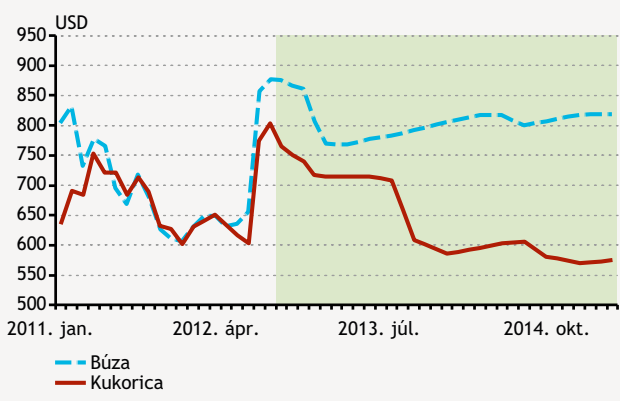
**3-5. ábra**  
Fontosabb nyersanyagárak alakulása  
(USD, 2005. jan.–2013. jan.)



**3-6. ábra**  
A spot és a határidős Brent-olajár alakulása különböző valutákban  
(2005. jan.–2015. dec.)



**3-7. ábra**  
A búza és a kukorica spot és futures árfolyamának alakulása  
(2011. jan.–2014. dec.)



A legnagyobb feltörekvő országok többségében a növekedés gyorsult a negyedik negyedévben. A kínai növekedés a negyedik negyedévben 7,9 százalékra emelkedett, ami elsősorban a beruházások növekedésére vezethető vissza. A tavalyi fiskális kiadások emelkedése és az ingatlanpiac helyzetének javulása támogatta a beruházások bővülését. A gyenge külső kereslet miatt a feldolgozóipari beruházások továbbra is a korábbi évek szintje alatt maradtak, de a nagy állami infrastruktúra-beruházások (pl. nagyvárosok közötti vasútfejlesztések) 2013-ban is ellensúlyozhatják a gyenge globális kereslet hatását. A feltörekvő régiók hazai keresletét illetően változatlanul a fejlett jegybankok intézkedései miatti belső eszközár-buborékok kialakulása jelentheti a legnagyobb kockázatot.

A kelet-közép-európai régió átlagos növekedési üteme is lassult az elmúlt negyedévben. Lengyelország gazdasága továbbra is növekedő pályán maradt, Románia kibocsátása a szigorú fiskális intézkedések mellett újra nőtt. Csehországban és Magyarországon közel azonos ütemben csökkent a kibocsátás. A régiós kibocsátás év végi lassulásában a feldolgozóipari vállalatok átmeneti leállásának is jelentős szerepe lehetett. A termelés januári újraindulásával ez az átmeneti hatás korrigálódhat, ami a növekedés újbóli erősödésében is jelentkezhet. Az erre utaló jeleket a januári régiós ipari adatok már jelezték. Szintén a régió növekedési kilátásait erősítheti a német IFO-index elmúlt hónapokban megfigyelt folyamatos emelkedése.

Összességében az elmúlt év utolsó hónapjaiban a magyar gazdaság szempontjából legfontosabb külpiacok kilátásai romlottak. A német ipar az utolsó negyedévben jelentősebb visszaesést mutatott és a januári ipari termelés is csökkent. Ezzel szemben a főbb német előre tekintő indikátorok – mind az új ipari rendelések, mind az IFO-index alapján – az aktivitás emelkedését vetítik előre. Az eurozóna 2013-ban várhatóan recesszióban marad, és a későbbi kilábalás is elhúzódó lehet. A külső piacaink bővülése az idei évben mérsékelten támogathatja a hazai növekedést.

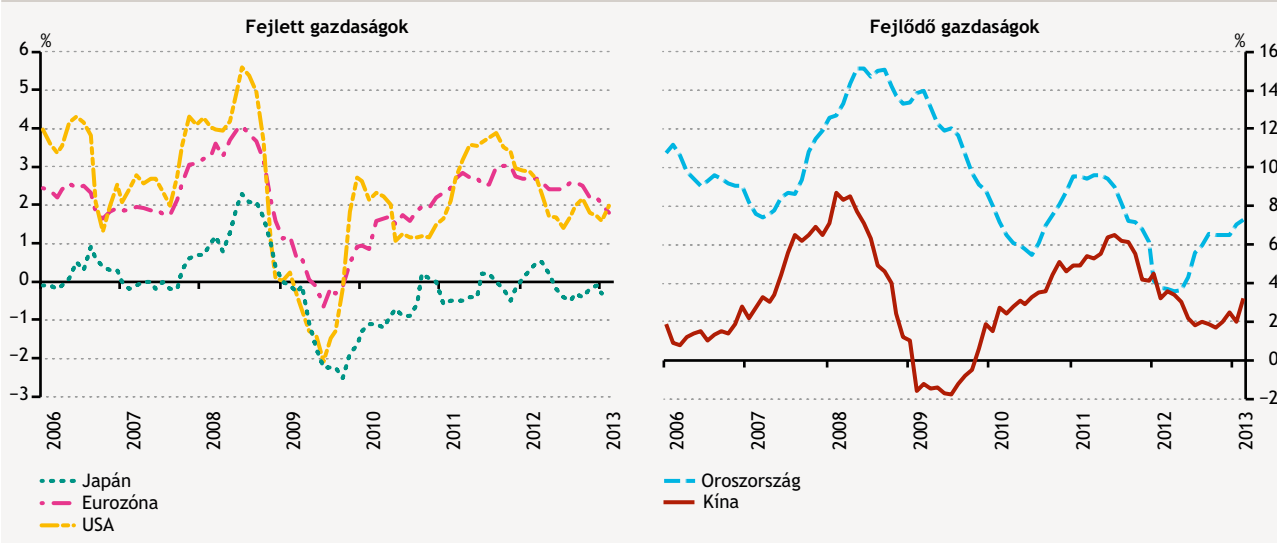
### 3.1.2. GLOBÁLIS INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

A gyenge növekedési kilátásokkal összhangban a globális áru piacokon megtorpant az elmúlt évben jellemző emelkedő tendencia (3-5. ábra). Az olaj világszerte 110 dollár közelében stabilizálódott. A javuló globális kockázatvállalási hajlandóság az eurót is erősítette, így az euróban kifejezett olajár kismértékben csökkent (3-6. ábra). Az USA és a feltörekvő országok relative magasabb növekedése miatt az olaj iránti kereslet érdemi csökkenése nem valószínűsíthető, ugyanakkor az amerikai palaolaj-beruházások következtében a kínálati korlátok középtávon enyhülhetnek. Elsősor-



**3-8. ábra**  
Infláció a jelentősebb gazdaságokban

(%, év/év, 2006. jan.–2013. jan.)

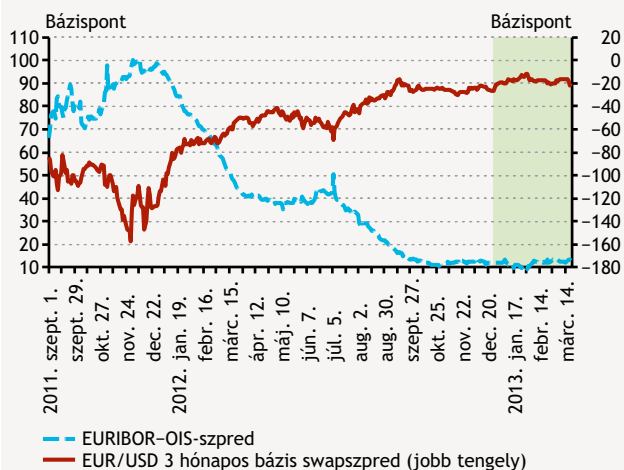


ban a kínai növekedés gyorsulása és pozitív gazdasági kilátásai miatt az ipari nyersanyagok (vasérc, szén) ára emelkedett. A nyers élelmiszerek ára mérséklődött (búza), és a kukorica esetében a határidős árakban 2013 közepétől, az új termés megjelenésével további csökkenés mutatkozhat (3-7. ábra).

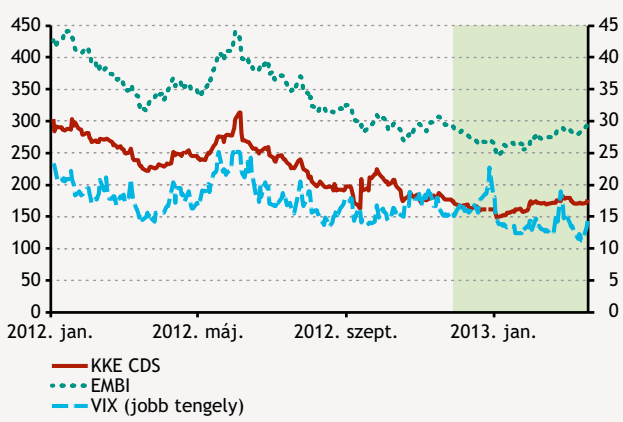
A gyenge keresletoldali inflációs nyomás miatt az inflációs ráta csökkent a legtöbb országban az utóbbi hónapokban (3-8. ábra). Az euroövezetben 2 százalékos alá csökkent az infláció, amiben a nyersanyagárak bázishatása és az indirektadók kifizetése játszott szerepet. Az USA-ban az infláció a tavaly bejelentett 2 százalékos cél közelében maradt, a hosszú távú inflációs várakozások a céllal összhangban alakulnak. Japánban továbbra is defláció van, ezért az idén januárban bejelentett új, 2 százalékos inflációs cél elérése miatt a monetáris kondíciók további lazítása várható. A fejlett gazdaságokban az alacsony inflációs környezet továbbra is lehetőséget teremt a laza monetáris kondíciók tartós fenntartására. A feltörekvő országokban a kínálati inflációs nyomás erőteljesebben érvényesült, és az infláció enyhe gyorsulását figyelhettük meg.

A régióban Romániát leszámítva jelentősen csökkent az infláció. A cseh és a lengyel infláció az év végére a cél közelébe süllyedt, majd az év eleji fogyasztóiár-indexek tovább estek. Romániában emelkedett az infláció, de az előrejelzés szerint az év második felében, az egyszeri árszintnövelő tényezők kifizetése után elérheti a célsávot. Magyarországon az infláció 2012-ben végig meghaladta a célt, de az év eleji meredek csökkenést követően februárra a cél alá süllyedt. A monetáris politika számára releváns – a

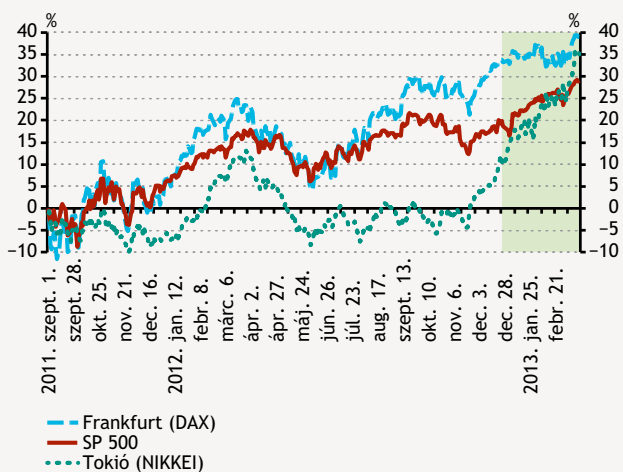
**3-9. ábra**  
Bankközi és swappiaci szpredek alakulása



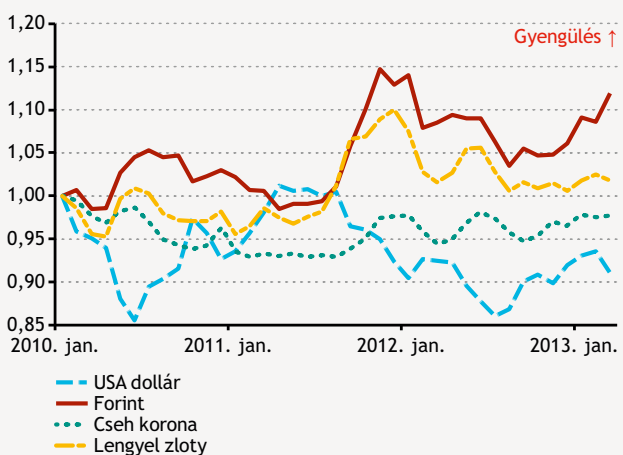
**3-10. ábra**  
Kockázati indexek alakulása  
(2012. jan.–2013. febr.)



**3-11. ábra**  
Főbb tőzsdeindexek alakulása  
(2011. szept.–2013. febr.)



**3-12. ábra**  
Relatív árfolyamok az euróval szemben  
(2010. jan.–2013. febr.)



nyersanyagár-sokkoltól és az indirektadó-emelésektől – megtisztított árindexek nem jeleznek érdemi inflációs nyomást.

### 3.1.3. MONETÁRIS POLITIKAI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FOLYAMATOK

A gazdasági kilátások és az alacsony inflációs alapfolyamatok mellett a fejlett országok fenntartották a laza monetáris kondíciókat. A feltörekvő országokban a javuló kockázattal járó vállalási hajlandóság és mérsékelt inflációs kockázatok a jegybanki alapkamat csökkentésére adtak lehetőséget. A régiós jegybankok közül a lengyel és a magyar jegybank tovább csökkentette az alapkamatot. A cseh jegybank fenntartotta a nulla közeli kamatszintet és átmenetileg, szükség esetén devizapiaci intervencióval tervezi elérni az inflációs célt. A lengyel nemzeti bank a novembertől februárig jellemző 25 bázispontos csökkentéseket követően márciusban 50 bázisponttal mérsékelte az alapkamatot.

Az elmúlt hónapokban változatlan optimizmus jellemezte a globális pénzügyi hangulatot. A vezető jegybankok korábbi likviditásbővítési és/vagy válságkezelési intézkedéseinek pozitív hatása az utóbbi hónapokban is kitartott. A feltörekvő piacok jelentősen profitáltak a likviditásbőségéből: számottevően nőtt az ezen piacokra áramló tőke, leszorítva az érintett gazdaságok eszközeinek kockázati felárait (3-10. ábra). Több fejlett és feltörekvő ország árfolyamgyengülése (ami leginkább Japán esetében volt látványos) egy árfolyamháború lehetőségét vetették fel, azonban az érintettek nyilatkozatokban tagadták az árfolyamba történő direkt beavatkozásokat. A nemzetközi piacokon jelentősen nőtt a kockázattal járó kedv, ami a kockázatosabbnak számító eszközök iránti fokozottabb keresletben nyilvánult meg. Több tőzsdeindex historikus csúcspontjához közelített (3-11. ábra).

Az európai válságkezeléssel kapcsolatos fejlemények ellentétes hatásúak voltak az utóbbi negyedévben. Sikeresnek értékelhetők Görögország kötvény-visszavásárlási programja, a spanyol bankmentő csomaggal kapcsolatos fejlemények, a perifériaországok mérsékelt hozamszintjei, valamint a vártnál nagyobb mennyiségű LTRO-visszafizetések. Ezek együttesen csökkentették az eurozónával kapcsolatos bizonytalanságokat. Ugyanakkor újabb pénzügyi kockázatok merültek fel. A ciprusi bankválság, a magas francia költségvetési deficit és az olasz politikai kockázatok újabb aggályokat jelenthetnek a jövőben. A közös bankunió felállításának ügyében érdemi lépések nem történtek.

Az elmúlt néhány hétben az eurozóna-válság újabb fejleményei kisebb megingást okoztak kedvező globális hangulatban. Március elején az olasz választások eredménye kap-

csán romlott el átmenetileg a befektető hangulat, miután felerősödtek azon félelmek, hogy a kialakult politikai pott-helyzet eredményeképp megtorpanhat a fiskális konszolidáció az országban. Március közepén pedig a ciprusi helyzet eredményezett piaci feszültségeket. Az EKB rendkívüli likviditásnyújtás (ELA) későbbi leállításáról szóló bejelentése után az utolsó pillanatban sikerült megegyezni az eurozóna pénzügyminisztereinek a nemzetközi mentőcsomagról, elkerülve így a ciprusi bankrendszer összeomlását és az euróvezetből való kilépését. A csomag részleteivel kapcsolatos információkat és annak piaci hatásait a befektetők feszülten követik.

### 3-1. keretes írás

#### A nagy jegybankok legújabb likviditásbővítési tervei és az exit tervek

A Fed az utóbbi hónapokban tovább folytatta lazító monetáris politikáját. Mérlegfőösszege a mennyiségi lazítás hatására folyamatosan növekedett és egy negyedév alatt 260 milliárd dollárral bővült (3110 milliárd dollárra). Az eszközvásárlások folytatásával kapcsolatban sok a bizonytalanság egyéves időtávon belül is, ugyanakkor a mennyiségi lazítás változtatása várhatóan nem csökkentené rövid távon a Fed mérlegét. A Fed stábjában számításokkal és stratégiával alátámasztott előrejelzése szerint a nemkonvencionális eszközök kivezetése és így a monetáris kondíciók szigorítása 2015 elejétől várható (legkorábban akkorra csökkenhet a munkanélküliségi ráta 6,5 százalék alá). A kivezetésben egyes értékpapírok lejáratig való tartásával, mások 2015-től kezdődő folyamatos értékesítésével kalkuláltak. 1000 milliárd dolláros harmadik mennyiségi lazítást feltételezve, a Fed portfóliójának nagysága 2019-re csökkenhet a válság előtti méretűre, majd 2020-ban várható, hogy az összetétele is a válság előtti struktúrához hasonlóra alakítható. Idén a Fed mérlege várhatóan 16-30 százalékkal növekedhet.

Az Európai Központi Bank mérlege az utóbbi negyedévben 365 milliárd euróval csökkent. A mérlegfőösszeg csökkenése elsősorban a 3 éves LTRO források törlesztésére vezethető vissza, az egyéb nemkonvencionális eszközök változtatás nélkül folytatódnak. Az EKB fedezett kötvényvásárlási programjai és az Értékpapír-piaci Programja az utóbbi időszakban nem bővült, a lejáratú papírok értékével csökkent az eszközcsoportok állománya. Újabb eszközök bevezetéséről nincs információ, így az EKB mérlegfőösszegének alakulását az LTRO-visszafizetések befolyásolhatják elsősorban és további kismértékű csökkenés valószínűsíthető.

Japán jegybank új likviditásbővítési és hitelezésösztönzési terveket jelentett be. A program során újabb, jelentős értékű államkötvényvásárlást és egy hitelezést ösztönző programot vezetnek be. Emellett az új, márciusban felálló új jegybanki vezetés vizsgálja a lehetőségét egyéb értékpapírok vásárlásának is. Idén a japán jegybank mérlegfőösszege az év eleji bejelentések szerint több mint 30 százalékkal bővíthet.

A nagy jegybankok jelenlegi eszközrendszereinek jelentős változása nem várható, így rövid távon a globális likviditásbőség fennmaradására lehet számítani. A likviditásbőség kedvezően hat a pénzügyi piaci hangulatra, ennek érdemi változása egyelőre nem várható. A globális likviditást jelentősen befolyásoló változások újabb jegybanki eszközök megkezdésével vagy a korábbi programok kivezetésével kapcsolatos bejelentések esetén várható.

## 3.2. Aggregált kereslet

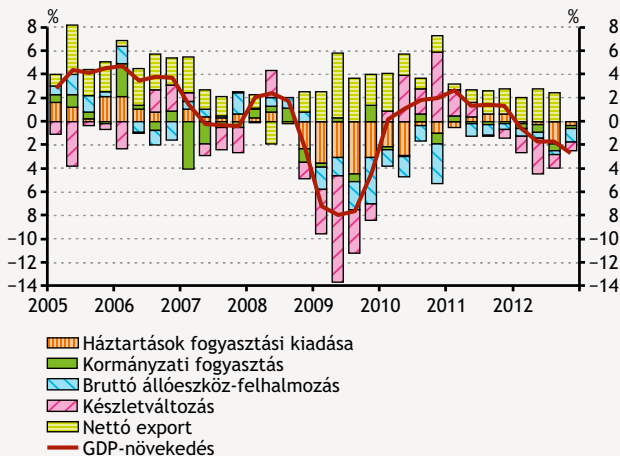
A külső és belső konjunktúra általános lassulásával összhangban csökkent a hazai GDP 2012 utolsó negyedében. A kereslet visszaesését a tavalyi év végén néhány átmeneti tényező is érdemben mélyítette. A válság előtt felhalmozott adósságok elhúzódo leépítése, a költségvetési egyensúlyt javító intézkedések, a gyenge hitelezési aktivitás, valamint a középtávú kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság mind külső, mind belső piacainkon a kereslet visszaesése irányába hatott.

A belföldi áralakulás szempontjából meghatározó lakossági fogyasztás az elmúlt félévben visszafogottan alakult. A nyomott belföldi kereslet továbbra is számottevő deflációs hatással bír, így a keresleti kondíciók csak korlátozott lehetőséget teremtenek a megemelkedő termelési költségek fogyasztói árakba történő továbbhárítására.

3-13. ábra

### A hazai éves GDP-változás szerkezete

(2005. I. n.év-2012. IV. n.év)



Az általánosan gyengülő külső és belső kereslettel összhangban negyedéves összevetésben a hazai GDP 0,9 százalékkal csökkent 2012 utolsó negyedében. Az év egészét tekintve a kereslet mérséklődése 1,7 százalékos volt (3-13. ábra). A válság előtt felhalmozott adósságok elhúzódo leépítése, a költségvetési egyensúlyt javító intézkedések, a gyenge hitelezési aktivitás, valamint a középtávú kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság mind külső, mind belső piacainkon a kereslet visszaesése irányába hatott. A kereslet visszaesését a tavalyi év végén néhány átmeneti tényező is érdemben mélyítette. A számottevően csökkenő mezőgazdasági termelés és az iparban tapasztalt év végi leállások hatása keresleti oldalon főleg a készletek szintjének és az exportnak az év végi mérséklődésében jelentkezhetett.

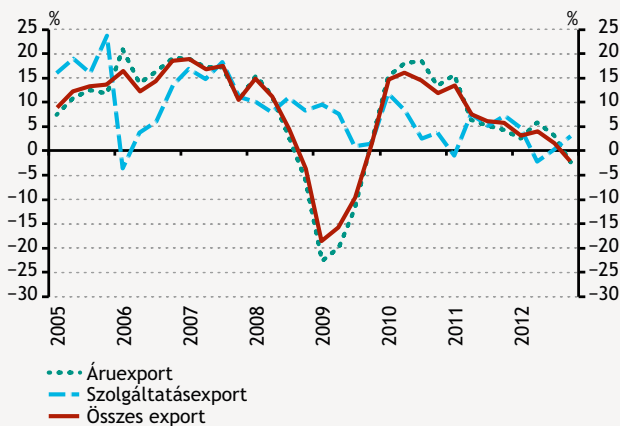
### 3.2.1. KÜLKERESKEDELEM

Bár a negyedik negyedévben az év végi átmeneti gyárleállítások következtében mérséklődést tapasztaltunk a külkereskedelmi egyenlegben, a nettó export az év egészében továbbra is számottevő pozitívummal járult hozzá a hazai GDP változásához (az éves növekedési hozzájárulás 1,8 százalék volt). Legfontosabb felvevőpiacaink konjunktúrájának romlásával összhangban 2012 végén a kivitel volumene is csökkent. Az importkeresletben az exportnál kisebb mértékű korrekciót figyelhattunk meg, ami az exportáló vállalatok aktív készletezési magatartására és így az export csökkenés átmeneti jellegére utal. A hazai exportértékesítések szempontjából a válság előtt meghatározó elektronikai és telekommunikációs ágazat leépülése az elmúlt negyedévekben is folytatódott, így exportunk piaci részesedése 2012 egészéhez hasonlóan az év utolsó hónapjaiban is stagnálást mutathatott (3-14. ábra).

3-14. ábra

### Az áru- és szolgáltatásexport volumenének alakulása

(2005. I. n.év-2012. IV. n.év)



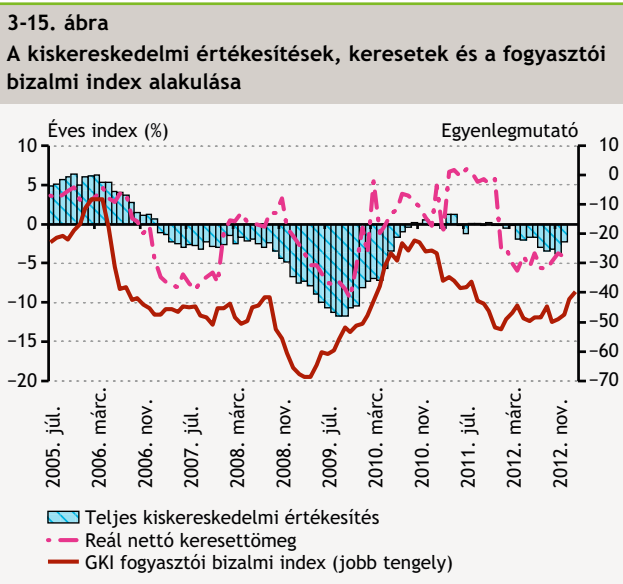
A bizalmi indikátorok rövid távon a nemzetközi környezet élénkülését vetítik előre, azonban a külső kereslet fellendülése lassú elhúzódó folyamat lehet. A fő felvevőpiacunknak számító Németország ipari exportja várhatóan az általános konjunktúránál kedvezőbb képet mutathat, ami az új hazai autóipari kapacitások termelésének felfutásával az export-értékesítések erősödését okozhatja. Ezt a képet támasztja alá az új exportrendelések állományának az elmúlt hónapokban látott erőteljese emelkedése. A belső keresletben rövid távon érdemi fordulatra nem számítunk, így összességében a nettó export továbbra is erős támaszt adhat a hazai növekedésnek.

### 3.2.2. LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS

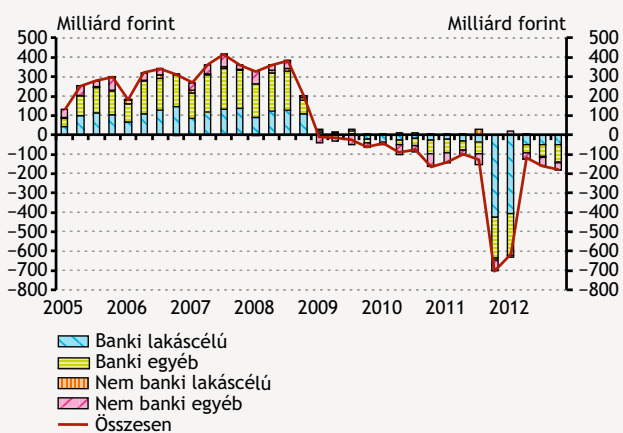
A háztartások fogyasztása a harmadik negyedévi erőteljesebb csökkenést követően a negyedik negyedévben enyhén emelkedett. A tavalyi év egészében 1,5 százalékos visszaesés volt tapasztalható a fogyasztási keresletben. A fogyasztási döntéseket meghatározó fontosabb makrogazdasági tényezőkben nem tapasztaltunk számottevő elmozdulást az év végén. A munkát terhelő adók csökkenése javította a lakosság jövedelmi helyzetét, azonban az év egészében magas infláció erodálta a jövedelmek vásárlóértékét (3-15. ábra). A reál nettó keresettőmeg éves összevetésben mérséklődést mutatott. A szigorú hitelfeltételek, a bizonytalanabbá váló konjunkturális kilátások az óvatossági megfontolások erősödését okozták, ami a pénzügyi megtakarítások emelkedésében tükröződött. A várható jövedelmi helyzettel kapcsolatos bizonytalanság fokozódása és a továbbra is szigorú lakossági hitelfeltételek legerősebben a tartós fogyasztási cikkek iránti keresletet mérsékeltek. Az idei év első hónapjaitól a meredeken csökkenő infláció általánosan javíthatja a lakossági jövedelmek vásárlóértékét.

A lakossági szereplők mérlegalkalmazkodása folytatódott, így a háztartások továbbra is nettó hiteltörlesztők voltak (3-16. ábra). Az összes hitelkategóriában csökkent a hitelállomány a negyedik negyedévben. A kamattámogatásos konstrukció bevezetése ellenére az új hitelkihelyezések volumenében nem tapasztalható elmozdulás az előző negyedévhez képest. A háztartási hitelezési folyamatokban változatlanul erős korlátot jelenthet a keresleti oldal visszafogottsága.

A lakosság bér és transzfer típusú jövedelmeinek vásárlóértéke – a várható infláció felett növekvő minimálbérek és nyugdíjellátások következtében – az idei évben bővíthet, ami a lakosság fogyasztási keresletének stabilizálódását okozhatja. Erre utal az elmúlt hónapokban javuló lakossági bizalmi indikátor értéke is. A válság előtti szintnél magasabb munkanélküliségi ráta és a lassan mérséklődő adóssá-

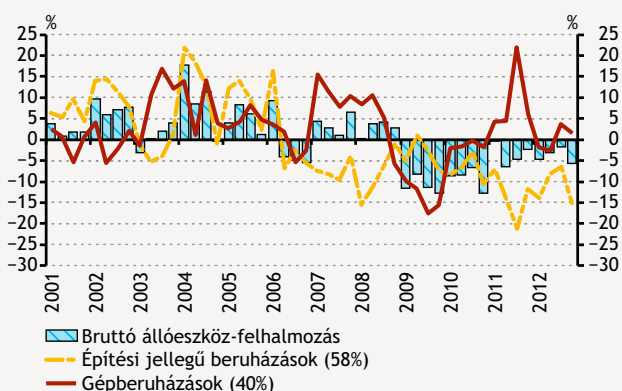


**3-16. ábra**  
A háztartási szektor beföldi hitelállományának nettó negyedéves változása hitelcél szerint (2005. I. n.év–2012. IV. n.év)

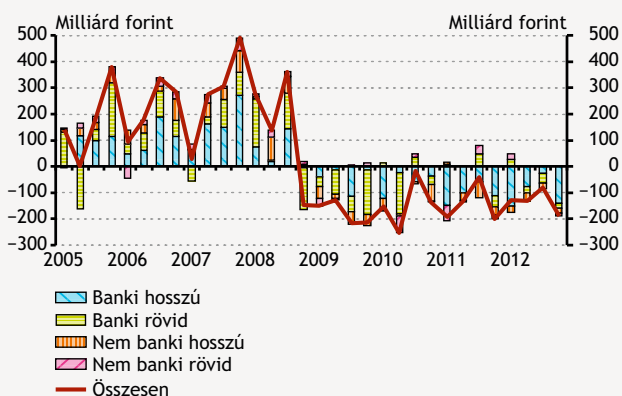


*Megjegyzés: A hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepeinek (speciális intézmények nélküli bankrendszer), valamint a szövetkezeti hitelintézetek és az egyéb pénzügyi közvetítők hitelei. Szezonálisan nem igazított és árfolyamhatással gördítetten korrigált nettó hitelállomány-változás.*

**3-17. ábra**  
**Nemzetgazdasági beruházások alakulása**  
 (2001. I. n.év–2012. IV. n.év, évlév)

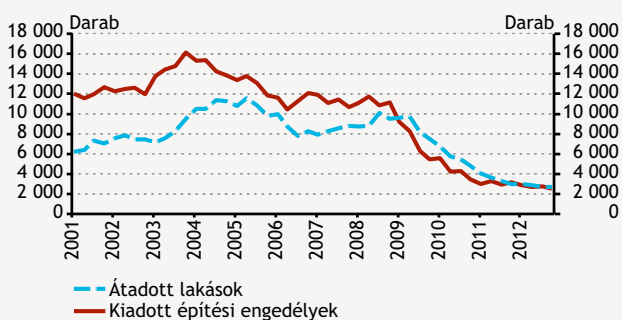


**3-18. ábra**  
**A vállalati szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása futamidő szerint**  
 (2005. I. n.év–2012. IV. n.év)



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

**3-19. ábra**  
**Újlakás-építés és a kiadott engedélyk száma negyedévente**  
 (2001. I. n.év–2012. IV. n.év)



gok mellett azonban a fogyasztási-megtakarítási döntéseket változatlanul óvatosság jellemezheti, így a háztartások esetében jelentkező keresletélénkítő intézkedések hatása csak lassan erősítheti a fogyasztást.

### 3.2.3. MAGÁNBERUHÁZÁSOK

A magánberuházások a negyedik negyedévben tovább csökkentek, amelyet változatlanul a bizonytalan értékesítési kilátások, a szigorú vállalati hitelfeltételek és a gyenge vállalati jövedelmezőség magyarázott (3-17. ábra).

A vállalatok beruházásait továbbra is az elmúlt időszak kettőssége jellemezte. Az exportpiacokra termelő ágazatokban – különösen az autópárban – a nagy egyedi beruházások a negyedik negyedévben is számottevő beruházási aktivitást okoztak, ugyanakkor a belföldre termelő ágazatok többségében a beruházási alapfolyamatok visszafogottan alakultak.

2012. negyedik negyedévében tovább mérséklődött a hazai pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelaktivitása (3-18. ábra). Mérséklődött a rövid és a hosszú lejáratú hitelek állománya is, melyet egyaránt magyaráznak keresleti és kínálati tényezők. Egyrészt a korábban kialakult szigorú hitelfeltételek változatlanul meghatározóak voltak a banki hitelkínálatban,<sup>6</sup> míg az elbizonytalanodó konjunktúrális környezetben a vállalatok hitelkereslete is visszafogott maradt. A beruházási folyamatok mérsékelt alakulása mellett alacsony a hosszú lejáratú hitelek iránti kereslet is, míg az ipari termelés átmeneti mérséklődése a rövid lejáratú hitelek felvételét is visszafogta.

A lakossági beruházás a negyedik negyedévben tovább mérséklődött, amelyet a háztartások bizonytalan jövedelmi kilátásai, a válság előtt felhalmozott adósságállomány elhúzódó leépítése és a szigorú hitelfeltételek magyaráznak. A lakásépítési indikátorok alapján az újlakás-építés 2012 végén elérhette mélypontját, azonban érezhető fordulatra utaló jelek egyelőre nem tapasztalhatóak (3-19. ábra). Az új építési engedélyk historikusan alacsony szinten alakulnak. Az idei évtől kiterjesztett lakástámogatási rendszer középtávon pozitívan járulhat hozzá a lakossági beruházás alakulásához.

### 3.2.4. KÉSZLETEK

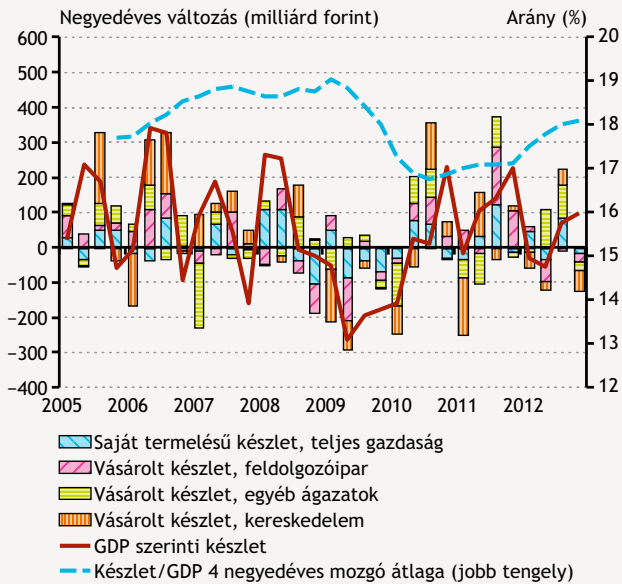
A bizonytalan konjunktúrális kilátások és a szigorú vállalati hitelkondíciók továbbra is feszes készletgazdálkodás fennmaradását indokolják a versenyszféra ágazataiban (3-20. ábra). A tavalyi év gyenge mezőgazdasági teljesítménye és

<sup>6</sup> Az MNB 2013. februári hitelfeltételek felmérése alapján.

3-20. ábra

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

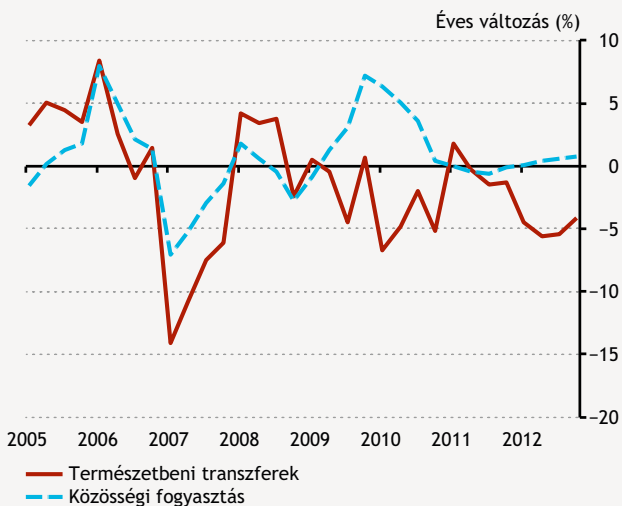
(2005. I. n.év–2012. IV. n.év)



3-21. ábra

Kormányzati kiadások alakulása

(2005. I. n.év–2012. IV. n.év)



az iparban az év végén tapasztalt leállások a nemzetgazdasági készletek csökkenését okozhatták, ami keresleti oldalon negatívan járult hozzá a GDP alakulásához. Előre tekintve az ipari kapacitások várható növekedése és a mezőgazdaság teljesítményének várható helyreállása miatt rövid távon emelkedhet a készletek szintje.

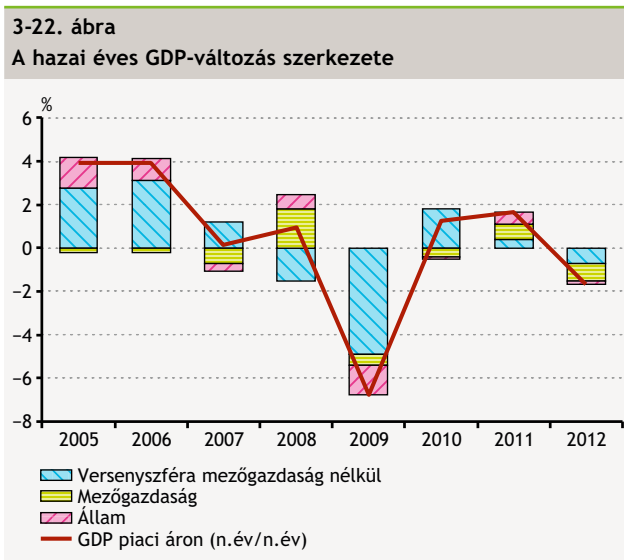
### 3.2.5. ÁLLAMI KERESLET

A kormányzat fogyasztási keresletét a tavalyi év egészében elsősorban a fiskális egyensúlyjavító intézkedések határozták meg. A kormányzati beruházások finanszírozását továbbra is erős kettősség jellemezte. A költségvetési takarékoság miatt, az állam saját forrásaiból megvalósuló beruházásainak súlya tovább csökkenhetett, amit az uniós forrásokból megvalósítható projektek növekedése ellensúlyozott. Erre utal, hogy az építőiparban főként az állami körhöz köthető nem épületjellegű beruházások járultak pozitívan hozzá a szektor teljesítményéhez. Rövid távon a kormányzati beruházások finanszírozásában ez a kettősség tartósan fennmaradhat. A fiskális egyensúlyjavító intézkedések továbbra is korlátozhatják az állami keresletet. Az uniós források hatékonyabb felhasználásával megvalósítható infrastrukturális beruházások azonban élénkíthetik a kormányzati beruházásokat (3-21. ábra).

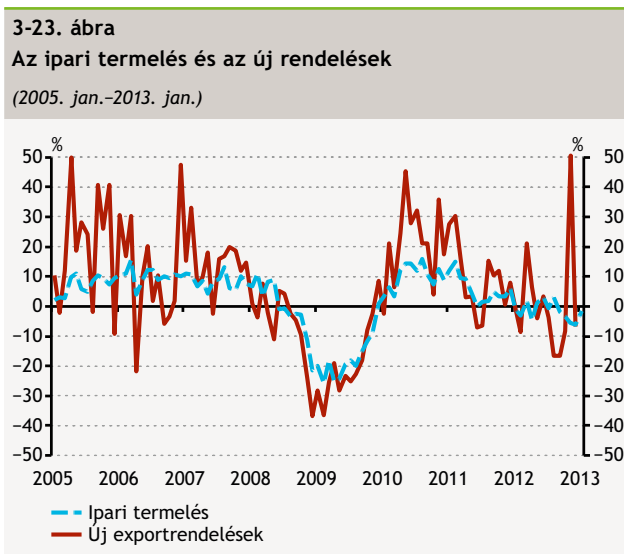
### 3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

2012 negyedik negyedévében csökkent a hazai gazdaság kibocsátása. A bruttó hazai termék a tavalyi év egészében 1,7 százalékkal esett vissza. A termelés mérséklődéséhez az általánosan gyengülő külső és belső konjunktúra mellett néhány ágazat teljesítményét érintő jelentős egyedi hatások is hozzájárultak. Különösen erős volt a kedvezőtlen időjárási feltételek miatt mezőgazdasági termelés csökkenése, ami a gazdasági visszaesés közel felét magyarázhatta.

A visszafogott beruházási aktivitás és a hosszabb ideje magas szinten alakuló munkanélküliségi ráta a gazdaság potenciális növekedési ütemének tartós lelassulására utal. A gazdasági kibocsátást átmenetileg rontó tényezők korrekciója rövid távon a termelés erősödését okozhatják.



Az elmúlt két negyedév mérsékeltbb csökkenését követően az év végén a gazdasági kibocsátás 0,9 százalékkal mérséklődött a harmadik negyedévhez képest. A visszaesésben a rendkívül kedvezőtlen időjárás mellett az ipari termelés – részben egyedi hatásoknak köszönhető – visszaesése, valamint a fokozatosan gyengülő külső és belső konjunktúra egyaránt szerepet játszott. Felvevőpiacaink lassulása, a válság alatt kedvezőbb teljesítményt mutató exportorientált termelő ágazatokban is a kibocsátás visszaesését okozta. A belső piacra termelő szektorok teljesítménye továbbra is általánosan gyengének bizonyult. A mezőgazdaság hozzáadott értéke az aszályos időjárás miatt számottevően csökkent. Az ágazat kis súlya ellenére a nemzetgazdasági kibocsátás visszaesésének közel felét magyarázta (3-22. ábra).



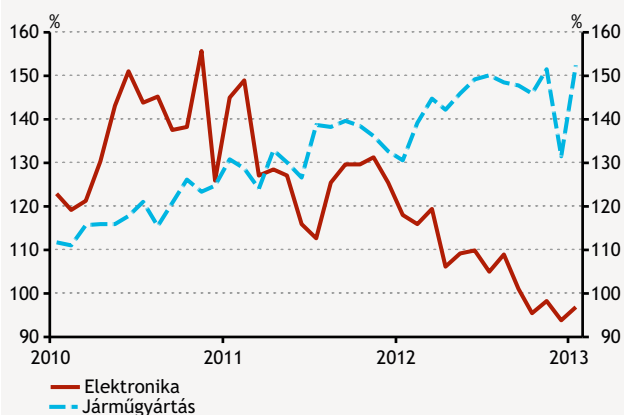
Az ipari termelés 2013 januárjában havi összevetésben jelentős mértékben, 2,9 százalékkal emelkedett. Ez főként az év végi, átmeneti hatások (időszakos műszakcsökkentés, szabadságolások stb.) korrekciójának köszönhető (3-23. ábra). A negyedik negyedévben tapasztalt mérséklődés – az ágazat súlyánál fogva – jelentős szerepet játszott a GDP visszaesésében. Így a kedvező januári adat az ipar hozzáadott értékének korrekcióját vetíti előre az első negyedévben. A járműipar mellett a feldolgozóipar többi ágazatában is termelésnövekedést lehetett megfigyelni az év elején. Ennek ellenére az alapfolyamatok – a felvevőpiacaink növekedési kilátásaival összhangban – visszafogottan alakultak az elmúlt hónapokban. Néhány nagy exportáló vállalat kapacitáscsökkentése következtében az elektronikai szektorban a termelés jelentős visszaesését tapasztaltuk (3-24. ábra). Ennek mértéke olyan erőteljes volt, hogy egyelőre ellensúlyozta az új termelőkapacitások kiépülésével élénkülő járműgyártás javuló teljesítményét.



3-24. ábra

## A gépipar főbb ágazatainak termelése

(2010. jan.–2013. jan.)

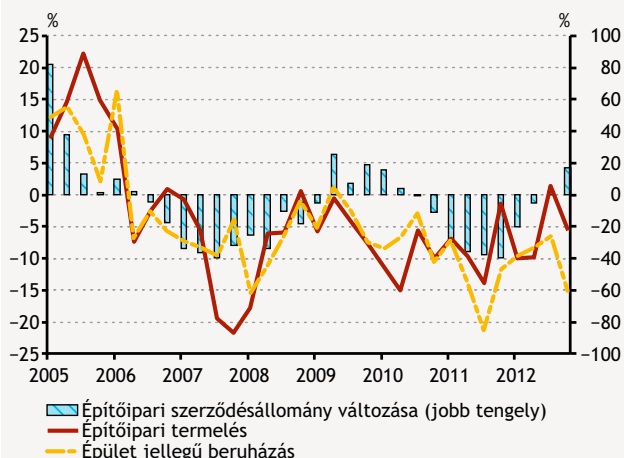


Az elhúzódó adósságleépítés és költségvetési kiigazítások következtében a külső keresletünk fokozatos lemorzsolódását tapasztaltuk. A mérlegkiigazítás az állami, illetve a privát szférában még jó ideig elhúzódhat, így felvevőpiacon csak lassú javulás várható. Ezzel szemben a legnagyobb külkereskedelmi partnerünk, Németország növekedésével kapcsolatos várakozások a hazai ipar kilátásaira is pozitív hatással lehetnek. Tovább segítheti az ipari teljesítmény javulását, hogy a Suzuki gyárban – sajtóinformációk szerint – januártól ismét két műszakban termelnek, valamint egy új modell gyártása is az esztergomi gyárba kerül. Emellett a General Motors üzemeinek bővítése tavaly befejeződött és februárban már az újonnan megvalósuló kapacitások is fokozatosan emelik a termelést. Az ipari új exportrendelések év végi növekedése, illetve a beérkező januári külkereskedelmi és termelési adatok arra utalnak, hogy az idei évben ismét beindulhat a hazai ipari termelés erősödése.

3-25. ábra

## Az építőipari termelés, szerződésállomány és épület jellegű beruházás alakulása

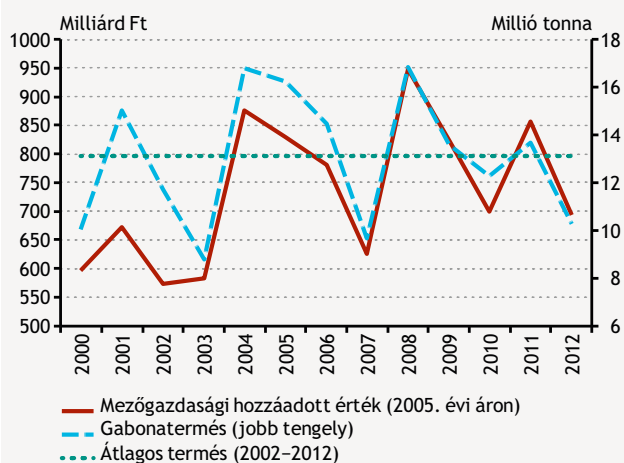
(2005. I. n.év–2012. IV. n.év)



Az építőipari termelése a válság kitörése óta folyamatosan csökken (3-25. ábra). A folyamat a tavalyi év utolsó negyedében is jellemző maradt, azonban az előretekintő indikátorok a termelés lassú stabilizálódására utalnak. Az ágazat kibocsátását továbbra is erős kettősség jellemzi. A főként magánszektorhoz köthető építkezések továbbra is visszafojtottan alakultak, míg a nagyrészt állami szektorhoz kötődő építmenyberuházások jelentősen bővültek. Az ágazat összes rendelésállománya alapján a következő negyedekben a termelés lassú emelkedése jellemezheti az ágazat helyzetét. A kettősség az új szerződések alakulásában is megfigyelhető. Kedvező fejlemény, hogy az egyéb építményekre kötött szerződésállomány bővülése – főként az állami infrastrukturális beruházások esetében – folytatódott, míg a következő hónapokban az épületjellegű termelés további mérséklődésére és számíthatunk.

3-26. ábra

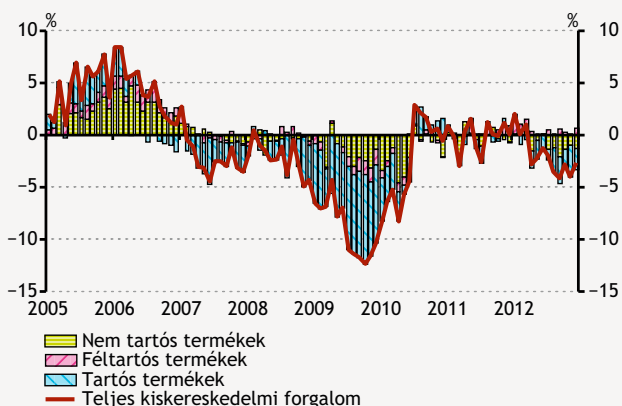
## A mezőgazdaság hozzáadott értékének és a gabonatermésnek az alakulása



A mezőgazdaság hozzáadott értékének elszámolási sajátossága következtében a negyedik negyedévben az ágazat teljesítménye jelentős mértékben csökkent, annak ellenére, hogy erre az időszakra a termelésnek és a betakarításnak csak a töredéke esik. A meghatározó növényi kultúrák terméseredményei alapján a kedvezőtlen időjárási feltételek mellett az ágazat az elmúlt 10 év egyik leggyengébb évét zárta. A legkiugróbb visszaesés a kukoricát jellemezte, míg a búza és a többi meghatározó növénykultúra esetében kisebb elmaradásokat láthattunk (3-26. ábra).

A teljes kiskereskedelmi forgalom volumene a negyedév során egyre mélyülő visszaesést mutatott. A forgalom csökkenése a termékek széles körében megfigyelhető. Az eladások legjelentősebb visszaesése változatlanul a tartós fogyasztási cikkek értékesítéseit jellemzi, míg az élelmiszer eladások csak enyhébb mértékben csökkentek (3-27. ábra).

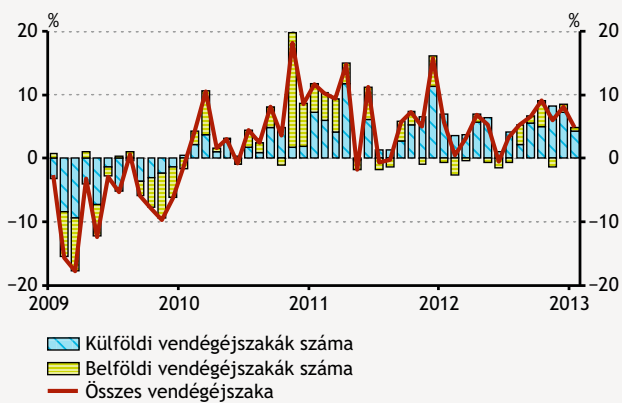
**3-27. ábra**  
Kiskereskedelmi értékesítések dekompozíciója  
(2005. jan.–2012. dec.)



A *vendéglátás* ágazatban decemberben is folytatódott az egész évre jellemző forgalmonövekedés. Januárban a különböző vendéglátó helyeken eltöltött vendégéjszakák száma közel 5 százalékkal bővült éves összevetésben (3-28. ábra). A növekedés mind a belföldi, mind a külföldi vendégek esetében megfigyelhető volt. A szektor javuló teljesítményéhez a korábbi évek gyengébb forintárfolyama mellett, az ágazatban – nagy részben EU-s forrásokból – végrehajtott fejlesztések is hozzájárultak.

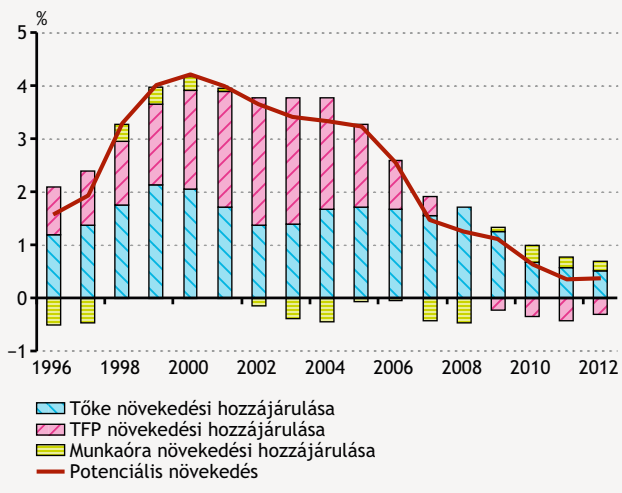
A *pénzügyi szolgáltató* ágazatok teljesítménye jelentős mértékben csökkent. A hagyományos pénzügyi műveletekből származó eredmény mind a bankok, mind a biztosítók esetében alacsonyban alakult. A hitelaktivitás változatlanul gyenge, míg a biztosítókat a díjbevételek csökkenése jellemezte.

**3-28. ábra**  
A kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák és a teljes árbevétel alakulása  
(2009. jan.–2012. dec.)



A *kibocsátás potenciális szintjéről* alkotott képünk nem változott a decemberi inflációs jelentésben megfogalmazott helyzethez képest (3-29. ábra). A beruházások széles körben megfigyelt csökkenését az autóiparban létrejövő új kapacitásbővítő beruházások továbbra sem tudták teljes mértékben kompenzálni, így a tőkeállomány növekedési üteme némileg tovább csökkenhetett az idei évben. A munkakínálat elmúlt években megfigyelt élénkülése egyelőre döntően az alacsonyabb termelékenységgel jellemezhető állami közfoglalkoztatás növekedésében jelentkezett. A munkanélküliségi ráta az idei évben csökkent, ám továbbra is magas szinten alakul, ami kockázatot jelenthet a tartós munkanélküliség emelkedését illetően (3-30. ábra). Összességében mind a munkaerő-piacon, mind a tőkefelhalmozásban megfigyelt folyamatok a potenciális növekedés visszafogott alakulására utalnak.

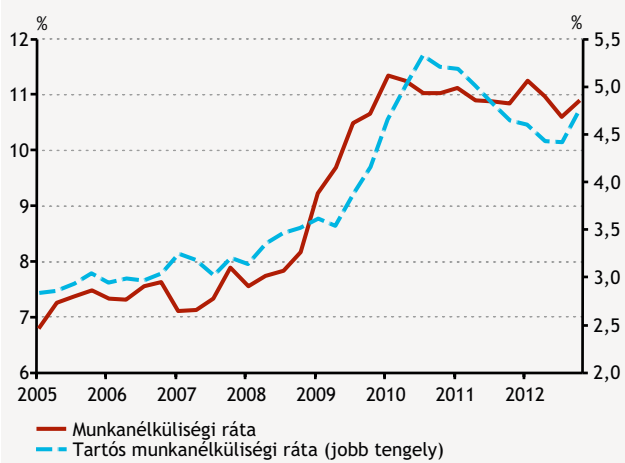
**3-29. ábra**  
A potenciális növekedés alakulása



3-30. ábra

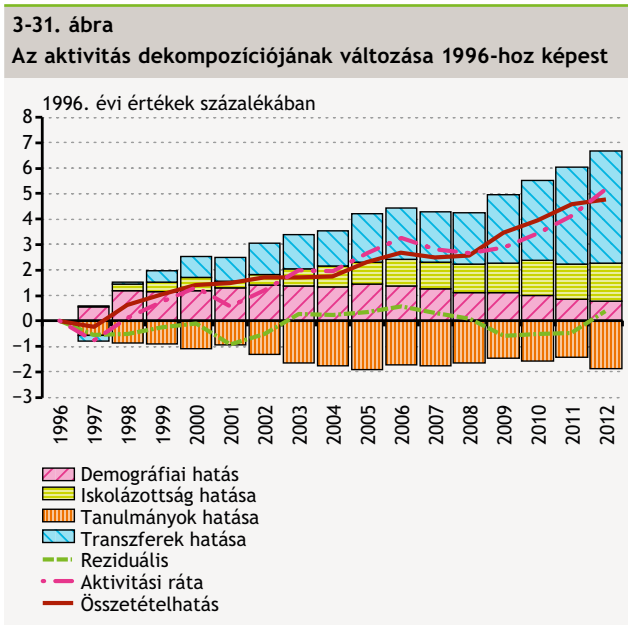
Munkanélküliségi ráta alakulása

(2005. I. n.év-2012. IV. n.év)



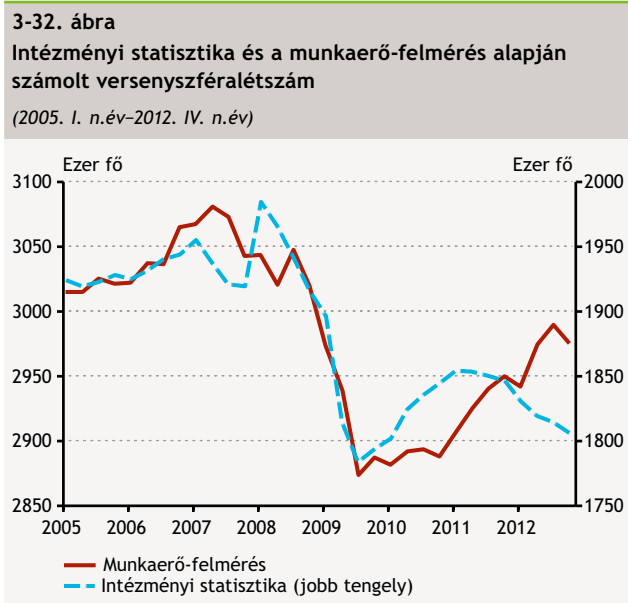
## 3.4. Foglalkoztatás és munkapiac

A negyedik negyedévben megtorpant az aktivitás és a foglalkoztatás bővülése a hazai munkapiacra. Az állami közfoglalkoztatási programok az elmúlt negyedévekben is a foglalkoztatás emelkedése irányába hatottak, ám a romló konjunkturális környezetben a versenyszféra munkaerő iránti kereslete csökkent, ami a foglalkoztatási adatok enyhe mérséklődésében is jelentkezett. A munkaerő-piaci kondíciók továbbra is lazának tekinthetők. A laza munkapiaci környezet változatlanul óvatosabb bérezési irányába mutat, alkalmazkodási lehetőséget biztosítva a vállalatok jövedelmezőségi helyzetének javítására.



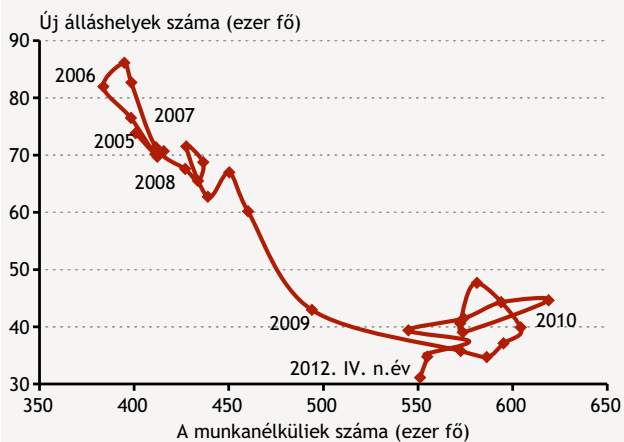
Az elmúlt évekhez hasonlóan a munkapiaci kínálat számottevően tovább növekedett a tavalyi évben. Az aktivitási ráta a válság előtti szinthez képest mintegy 2 százalékpontot emelkedve elérte az 57 százalékot (3-31. ábra). Ebben jelentős szerepe volt az aktivitást ösztönző kormányzati intézkedéseknek, köztük főként az időskori és a rokkant nyugdíjazási feltételek változásának és a munkanélküliségi juttatások szigorításának.

Az év végén megállt a foglalkoztatás korábbi negyedévekben megfigyelt bővülése. Az állami közmunkaprogramok továbbra is támogatják a foglalkoztatási helyzet javulását, ám a romló konjunkturális környezet mérsékelte a versenyszféra munkaerő iránti keresletét. A versenyszféra foglalkoztatási folyamatairól rendelkezésre álló statisztikák érdemben eltérő képet mutattak az elmúlt negyedévekben. A munkaerő-felmérés adatai alapján a versenyszférában foglalkoztatottak száma az év végéig jelentős mértékben növekedett, míg az intézményi létszámadatok visszaesést jeleztek az elmúlt év egészében. A statisztikák közötti eltérés az utóbbi negyedévben oldódni látszik: mindkét statisztika a foglalkoztatás csökkenésére utal (3-32. ábra).



A munkakínálat és munkakereslet elmúlt negyedévekben megfigyelt párhuzamos elmozdulásai miatt a munkanélküliségi ráta nem mutatott érdemi változást. A mutató magasabb aktivitási és foglalkoztatási szintek mellett a válságban kialakult szint körül ingadozik.

3-33. ábra  
Beveridge-görbe alakulása



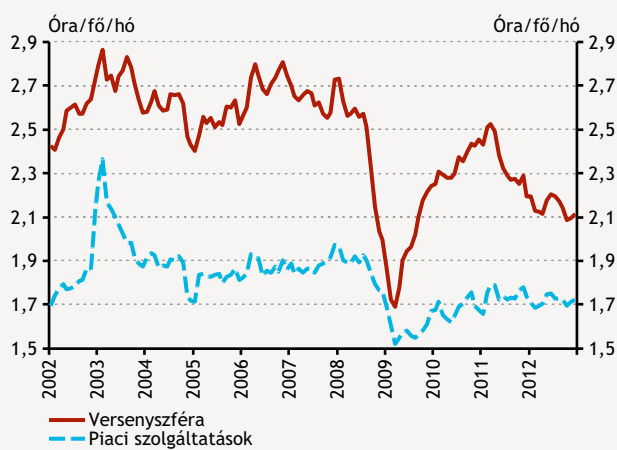
Megjegyzés: A Beveridge-görbe az új (államilag nem támogatott) álláshelyek számát mutatja a (regisztrált) munkanélküliséghez viszonyítva.

A vállalatok új munkaerő iránti kereslete historikusan alacsony szintre süllyedt. Ezzel összhangban a Beveridge-görbén az elmúlt negyedévben nem tapasztaltunk érdemi elmozdulást, így a munkapiac változatlanul lazának tekinthető (3-33. ábra).

## 3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

A gazdaságot továbbra is jelentős szabad kapacitások jellemzik. A 2011 végéig fokozatosan záruló kibocsátási rés az elmúlt évi recesszió következtében ismét tágulhatott. Ezzel összhangban a gyenge kereslet dezinflációs hatása tovább erősödött. A szabad kapacitások bővüléséhez belső és külső keresleti tényezők egyaránt hozzájárultak. Az árazási döntésekre különösen a lakossági fogyasztás csökkenése lehet mérséklő hatással. A gyengülő konjunkturális környezet és a termelési költségek növekedése rontotta a vállalati jövedelmezőséget, ami növeli a szektor alkalmazkodási kényszerét.

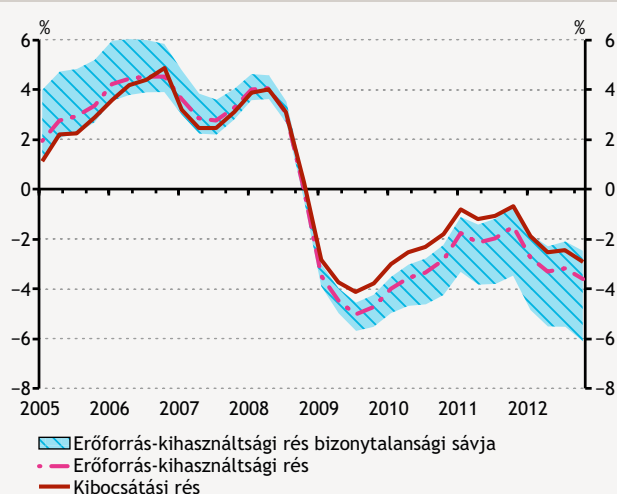
**3-34. ábra**  
Túlórák alakulása a versenyszférában



A recessziós reálgazdasági környezet és a magas ár- és bér-dinamika kettőse az elmúlt hónapokban számottevően oldódott. A gyengülő keresleti környezettel összhangban a termelőkapacitások kihasználtsága fokozatosan csökkent. Az alacsonyabb kihasználtság valamennyi ágazatban mind a tőke, mind a munkatényező felhasználásának alacsonyabb intenzitását tetten érhető (3-34. ábra).

Aktuális becslésünk szerint a kibocsátási rés 2011 óta zajló nyílása az elmúlt évben tovább folytatódott. A negatív kibocsátási rés mértéke aktuálisan 2-3 százalék körül alakulhat (3-35. ábra). A hazai árazási döntések szempontjából a rés mértéke mellett annak szerkezete is meghatározó. A keresleti környezet lassulása valamennyi komponensre hatással volt, de az elmúlt év második felében különösen hangsúlyossá vált a lakossági fogyasztás mérséklődése. A gyenge fogyasztói kereslet korlátozhatja a megemelkedett termelési költségek fogyasztói árakba történő továbbhárítását.

**3-35. ábra**  
A kibocsátási rés alakulása  
(2005. I. n.év-2012. IV. n.év)



Megjegyzés: Az erőforrás-kihasználtsági rést több ciklikus viselkedést mutató makrogazdasági időszorból és bizalmi indikátorból számítjuk. A sáv többféle változókészlet felhasználásával készült.

A romló ciklikus helyzettel összhangban a vállalati szektor profitabilitása is csökkent az elmúlt negyedévekben. A jövedelmezőség romlásához a gyengülő termelékenység mellett a növekvő termelési költségek is hozzájárultak.

## 3.6. Költségek és infláció

A tavaly év végi 5 százalékos közeli szintről 2013 elején 3 százalék alá csökkent az infláció. A fogyasztóiár-index mérséklődését elsősorban a 2012. januári áfaemelés bázisból való kiesése és a szabályozott energiaárak 10 százalékos csökkentése okozta, amihez hozzájárult az alapfolyamatok kedvező alakulása is. Ez utóbbi a továbbra is nyomott belső kereslet dezinflációs hatására utal. Az infláció csökkenését az üzemanyagárak növekedése és egyes adóintézkedések áremelő hatásai tompították.

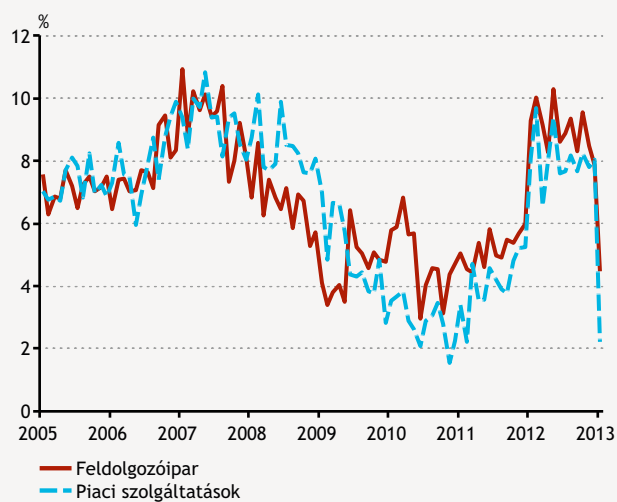
Az év eleji jelentős gyorsulást követően 2012 utolsó hónapjaiban folytatódott a versenyszféra bérindexének enyhe lassulása. Az év egészét tekintve a prémiumkifizetések, valamint az egyéb munkajövedelmek visszafogása volt jellemző a versenyszektorban, összhangban a vállalatok romló jövedelmezőségével. A következő hónapokban mérséklődhet a bérindex, ami elsősorban a tavalyinál érdemben kisebb mértékű minimálbér-emelés hatása. A vállalatprofit-helyreállítás szintén a visszafogott béremelkedés irányába hat, amelyet segíthetnek a laza munkapiaci feltételek.

Összességében a beérkezett adatok alacsonyabb nominális folyamatok irányába mutatnak. A gyenge keresleti környezetben az árak emelésére kis tér nyílik, így a vállalatok jövedelmezőségük helyreállítását elsősorban a munkaerő-költségek csökkentésén keresztül valósítják meg.

3-36. ábra

A versenyszféra rendszeres havi bruttó átlagkeresetének változása

(2005. jan.–2012. dec.)



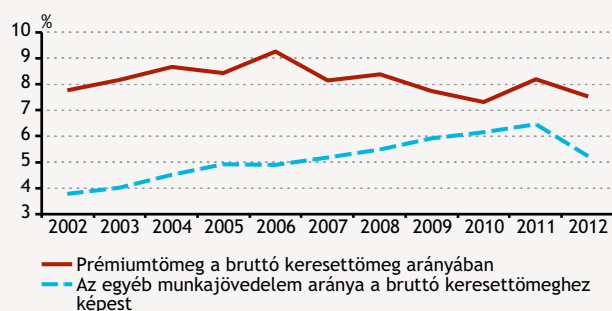
### 3.6.1. BÉREK

2012-ben a versenyszférában a bruttó átlagkeresetek 7,2 százalékkal növekedtek az előző évhez viszonyítva, míg a rendszeres keresetek esetében 8 százalékos volt az emelkedés. Az év eleji jelentős gyorsulást követően a bérindex enyhe lassulása volt megfigyelhető. Ez arra utal, hogy a bérek tavalyi erőteljes emelkedése elsősorban az adminisztratív béremelésekhez köthető. A versenyszféra bérindexe januárban jelentős korrekciót mutatott (3-36. ábra).

A rendszeres bérköltségek emelkedését a vállalatok a nem rendszeres bérelemekben történő alkalmazkodással tompították (3-37. ábra). Az év utolsó két hónapjában kifizetett prémiumok a 2011-ben jellemző szintekhez hasonlóan alakultak, ugyanakkor az év egészét tekintve a prémiumkifizetések visszafogása volt megfigyelhető a versenyszektorban. Az egyéb munkajövedelmek aránya a bruttó keresetösszeghez képest elmaradt a korábbi években tapasztalt értékektől. A csökkenés mind a feldolgozóiparban, mind pedig a piaci szolgáltatásoknál megfigyelhető volt.

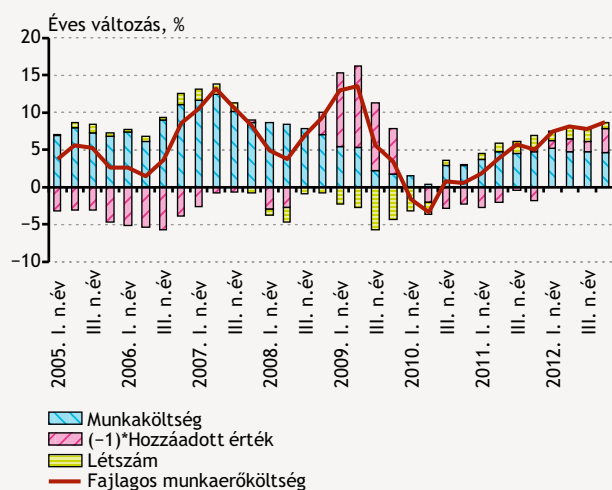
2010 közepétől a fajlagos bérköltség fokozatos emelkedését figyelhettük meg, amelyet kezdetben a gyorsuló béremelkedés okozott, majd a munkatermelékenység romlása is hozzájárult. 2012 negyedik negyedében a munkatermelékenység tovább romlott, a versenyszféra hozzáadott értékének csökkenése miatt. A fajlagos munkaköltség dinamiká-

**3-37. ábra**  
A prémiumok és az egyéb munkajövedelmek aránya a bruttó keresettömeg arányában



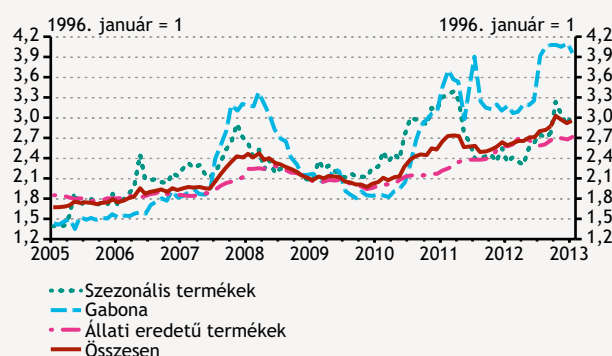
**3-38. ábra**  
Fajlagos munkaerőköltség változása és tényezői a versenyszférában

(2005. I. n.év–2012. IV. n.év)



**3-39. ábra**  
A mezőgazdasági termelői árak

(2005. jan.–2013. jan.)



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

ja így a válság előtti években mért ütem közelébe emelkedett, ami különösen a munkaintenzív szolgáltatóágazatokban okozhat költségoldali inflációs nyomást (3-38. ábra).

Ugyanakkor a következő hónapokban elsősorban bázishatás – a tavaly januárinál kisebb minimálbér-emelés – miatt jelentősen mérséklődhet a bérindex. A laza munkapiaci feltételek is segíthetik a bérmérséklésen keresztül történő vállalati profit-helyreállítást, így az áremelésen keresztül történő alkalmazkodás korlátozott lehet.

### 3.6.2. TERMELŐI ÁRAK

2012-ben kedvezőtlen időjárási feltételek alakították nemcsak a hazai, hanem a nemzetközi mezőgazdasági termelés alakulását is. Emiatt a termelői árak gyors emelkedését tapasztaltuk. A déli félteke kedvezőbb terméseredményeinek hatására azonban az idei év elején a gabona tőzsdei árjegyzései mérséklődtek.

Ezzel összhangban a hazai mezőgazdasági termékek árainak emelkedése is megtorpant. A gabonatermékek és hústermékek árai nem mutattak további emelkedést, míg a szezonális élelmiszerek (zöldség, gyümölcs) árai mérséklődtek (3-39. ábra).

Az év elején a gyengébb forint és az ismét emelkedő olajárak ellenére az energiatermelő ágazatok termelői árai tovább csökkentek, ami mögött elsősorban a rezsiszűrés csökkentés termelői árakban is megjelenő hatása állhat.<sup>7</sup> A fogyasztási cikket gyártó ágazatok termelőiár-indexének csökkenése összhangban áll a gyenge belső kereslettel (3-40. ábra).

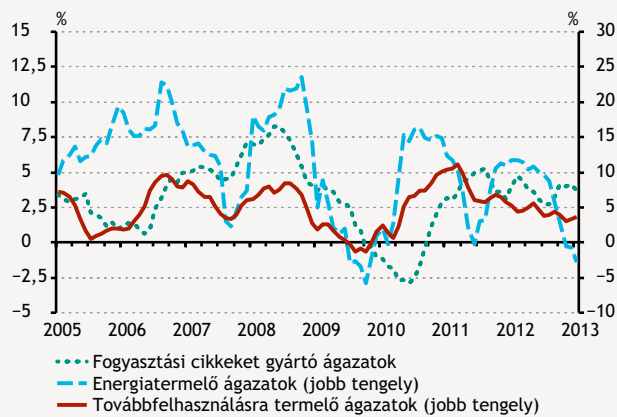
### 3.6.3. FOGYASZTÓI ÁRAK

Januárban az infláció 4 százalék alá süllyedt az év végén megfigyelt 5 százalék körüli szintről, majd februárban a 3 százalékos inflációs cél alá mérséklődött (3-41. ábra). A csökkenés hátterében elsősorban az áll, hogy a 2012. januári áfaemelés hatása kiesett az árindexből, illetve a szabályozott energiaárak 10 százalékkal csökkentek. Emellett azonban a kedvező inflációs alapfolyamatok is hozzájárultak a fogyasztóiár-index mérséklődéséhez. Az indirektadók és a volatilis nyersanyagárak hatását kiszűrő keresletérzékeny infláció az év elején érdemben mérséklődött (3-42. ábra). Az inflációs adatok az elmúlt hónapokban a jegybanki várakozásoknál kedvezőbben alakultak, amely összefügghet a vártnál gyengébb belföldi kereslettel, amelyet a negyedik negyedéves GDP és a kiskereskedelem forgalmi adatai jeleznek.

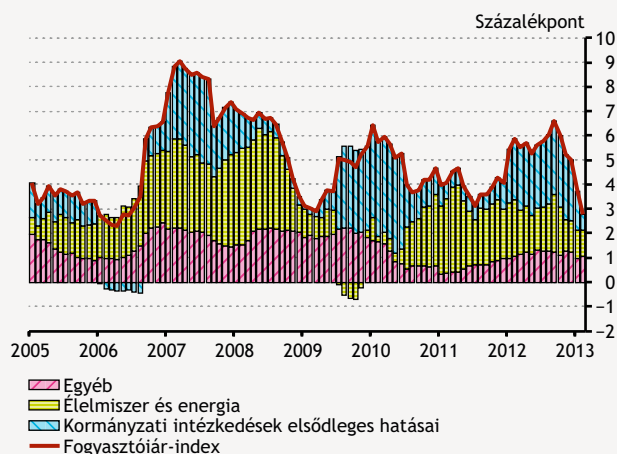
<sup>7</sup> Az energiaszolgáltató szektor termelői árai a lakosság felé értékesített energia árát is tartalmazzák.



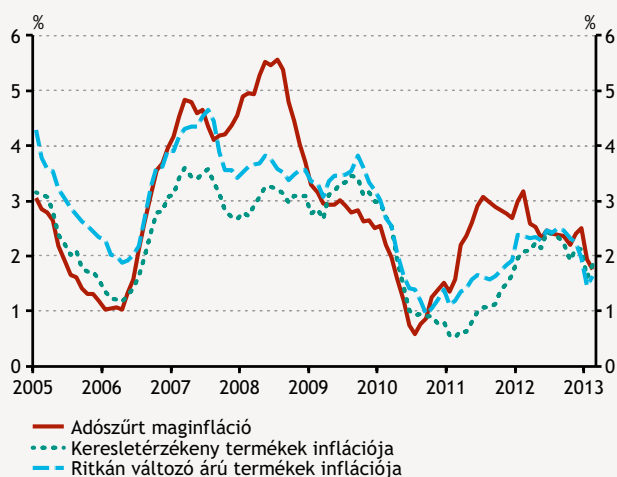
**3-40. ábra**  
Az ipari termelői árak  
(2005. jan.–2013. jan.)



**3-41. ábra**  
A fogyasztóiár-index dekompozíciója  
(2005. jan.–2013. febr.)



**3-42. ábra**  
Az adószűrt maginfláció, ill. a keresletérzékeny és ritkán változó árú termékek inflációjának alakulása  
(2005. jan.–2013. febr.)



Az infláció csökkenését tompította az üzemanyagárak januári és februári emelkedése, és egyes adóintézkedések fogyasztóiár-indexben való megjelenése. Így a jövedéki adó az alkohol és dohánytermékek, a tranzakciós adó pedig a pénzügyi szolgáltatások árait emelte.

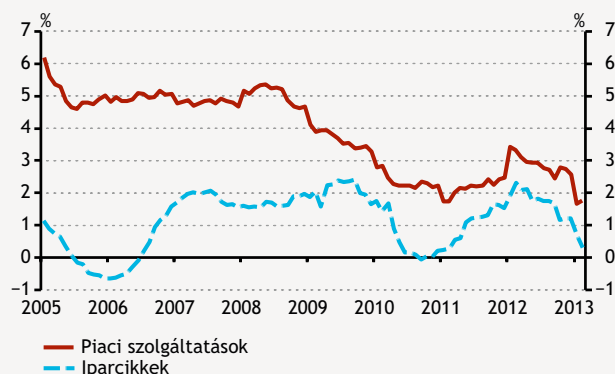
Az *iparcikkek* inflációja az elmúlt hónapokban visszafogottan alakult, melyet a tavalyi év második felében erősebb árfolyam és a gyenge keresleti körülmények magyarázhatnak. A tartós iparcikkek ára továbbra is csökken. A nem tartós iparcikkek esetében az infláció mérséklődését figyelhettük meg a tavalyi év közepétől, amennyiben a volatilis egyedi tényezők (repülőjegyárak jelentős ingadozása) hatásától eltekintünk. Az aktuálisan gyengébb árfolyam hatása csak fokozatosan gyűrűzhet be az iparcikkek áraiba, a begyűrűzés mértékét azonban a visszafogott belföldi konjunkturális helyzet korlátozhatja.

A *piaci szolgáltatások* adóváltozásoktól szűrt év eleji áremelkedése a válság óta szokásos értékekhez viszonyítva is kedvezően alakult (3-43. ábra). Ennek eredményeként a termékkör indirekt adóktól szűrt éves indexe historikusan alacsony szintre süllyedt. A piaci szolgáltatásokra az év eleji átárzások jellemzőek, így a beérkezett adat a termékcsoport egész éves inflációjára alacsony szintet valószínűsít. A piaci szolgáltatások áralakulása megerősíti, hogy a gyenge keresleti feltételek mellett a vállalatok profithelyzetüket elsősorban nem áremeléseken keresztül, hanem a bérköltségek visszafogásával javítják.

Az élelmiszerárak emelkedése az elmúlt hónapokban lelassult, amelyet részben a termelői árak alakulása magyaráz. A *feldolgozatlan élelmiszerek* árai a nyár folyamán a kedvezőtlen időjárási körülmények miatt meredeken emelkedtek, ősszel azonban az áremelkedés üteme mérséklődött. A *feldolgozott élelmiszerek* esetében az elmúlt hónapokban csak mérsékelt áremelkedés volt érzékelhető. A költségsokkok vártnál gyengébb begyűrűzése arra utal, hogy a mérséklődő lakossági kereslet az élelmiszerek piacán is korlátozhatja a kereskedők áremelési döntéseit. Másrészt a sokkok mérete a korábban vártnál kisebb lehet, amit a gabonafélék csökkenő tőzsdei árai is jeleznek. Ennek következtében a következő hónapokban folytatódhat a feldolgozott élelmiszerek visszafogott áremelkedése.

A forint gyengülése és az olajárak emelkedése következtében év elején növekedtek az *üzemanyagárak*. A *szabályozott árak* emelkedése elmaradt a januárban és februárban megszokottól, így tovább csökkent a termékkör már a tavalyi évben is alacsonyan alakuló éves indexe. Ebben domináns szerepe volt a szabályozott energiaárakat érintő kormányzati rezsicsökkentésnek, másrészt a többi hatósági ár is csupán szerény emelkedést mutatott.

**3-43. ábra**  
**A piaci szolgáltatások és az iparcikkek éves inflációja**  
 (indirekt adótól szűrt adatok, 2005. jan.–2013. febr.)

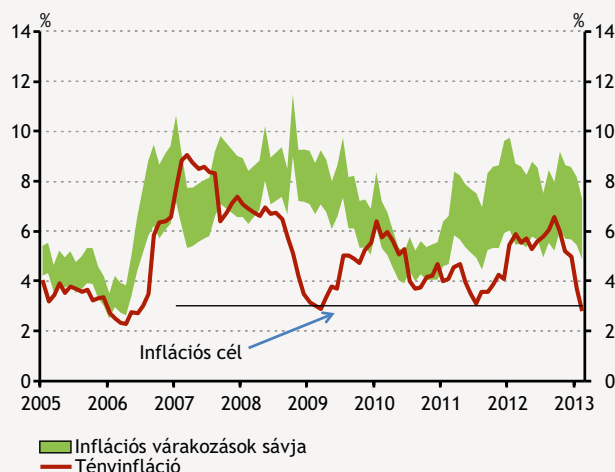


Össességében év elején a termékek széles körében mérsékelt áremelkedést figyelhettünk meg. Rövid távon az inflációt tovább mérsékli a személyszállítás, víz- és csatornadíjak júliustól életbe lépő 10 százalékos csökkentése. Középtávon a vállalati költségeket emelő adóintézkedések a maginfláció fokozatos emelkedése irányába hatnak, az áthárítást azonban a visszafogott belföldi kereslet korlátozza. A vállalati alkalmazkodás így elsősorban a bérköltségek csökkentésén keresztül valósulhat meg.

### 3.6.4. INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK

A háztartások várható inflációs környezettel kapcsolatos érzékelései a tavaly év végi emelkedést követően csökkentek. A csökkenés összhangban van a tényinfláció alakulásával. A rezsiköltségek mérséklődése jelentősen befolyásolhatta a lakosság inflációs érzékelésének alakulását (3-44. ábra).

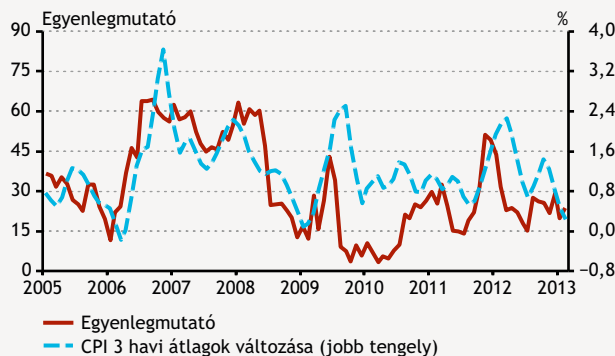
**3-44. ábra**  
**Lakossági inflációs várakozások**  
 (2005. jan.–2013. febr.)



A fogyasztói árak rövid távú alakulása szempontjából meghatározóak a kiskereskedelmi szektor értékesítési árakra vonatkozó várakozásai. A várakozások az év elején csökkentek, ami arra utalhat, hogy a gyenge kereslet dezinflációs hatásai továbbra is erős korlátot jelenthetnek a szektor árazási döntéseiben (3-45. ábra).

Forrás: EU Bizottság adatai alapján MNB-számítás.

**3-45. ábra**  
**A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban\* és a tényinfláció**  
 (2005. jan.–2013. febr.)



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

3-2. keretes írás

A feldolgozott élelmiszerek alacsonyabb áremelkedésének okai

2012-ben a mezőgazdaságot kedvezőtlen időjárás alakította, mely globálisan is jelentős veszteségeket okozott a termésmennyiségekben. Ennek következtében a tavalyi év közepén a búza tőzsdei ára kiugró mértékben emelkedett. A nyári hónapokban a határidős jegyzésárak előre tekintve is magasan maradó gabonaárakat mutattak. A nemzetközi tőzsdei árak emelkedésével párhuzamosan a hazai mezőgazdasági termékek árai is emelkedtek, főként a szezonális élelmiszerek árai (zöldség, gyümölcs, burgonya) növekedtek kiugró mértékben.

Korábbi tapasztalatok alapján a nyersanyagár-sokk – a mezőgazdasági termelői árakban való megjelenéssel párhuzamosan – a feldolgozatlan termékek körében szinte azonnal megjelenik, majd az őszi hónapokat követően a termékkör árszintje jellemzően stagnál. A feldolgozott élelmiszereknél néhány hónapos begyűrűzés jellemző a hosszabb termelési lánc következtében és a begyűrűzést követően a termékkör érdemi áremelkedése a következő termés megjelenéséig fennmaradhat.

A beérkező adatok alapján a feldolgozatlan élelmiszerek árai a nyári hónapokban kiugró mértékben emelkedtek. Ezt követően mérséklődött az áremelkedés üteme, mely összhangban van a korábbi élelmiszerársokknál tapasztaltakkal. Ezzel szemben a feldolgozott élelmiszereket az elmúlt hónapokban visszafogott árdinamika jellemezte. Megítélésünk szerint a termékcsoport alacsonyabb inflációja két hatás eredménye:

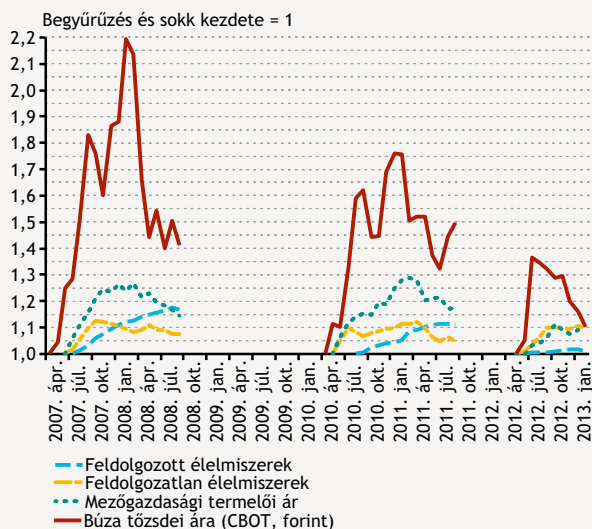
- A búza tőzsdei árában decembert követően jelentős mérséklődés volt megfigyelhető, melyet a déli féltekére jellemző kedvezőbb terméseredmények magyaráznak. Ez az élelmiszerár-sokk kisebb méretére utalhat.
- Emellett az alacsonyabb infláció irányába mutat, hogy a nyersélelmiszer-árak emelkedése a feldolgozott élelmiszerek áraiban kisebb mértékben jelentkezett. A 2007/08, illetve a 2010/11-es élelmiszerár-sokk idején tapasztaltakkal összevetve a termékcsoport árai a búza áremelkedéséhez képest mérsékeltebben nőttek. Ez azt jelezheti, hogy a gyenge kereslet is korlátozhatta a termékcsoport áremelkedését.

Összességében a feldolgozott élelmiszerek kedvező dinamikájához az élelmiszerársokk kisebb mérete és a gyenge kereslet egyaránt hozzájárulhatott.

3-46. ábra

A búza tőzsdei ára, a mezőgazdasági termelői árak és a feldolgozott és feldolgozatlan élelmiszerek fogyasztói árának alakulása 2007/08, 2010/11 és 2012/13 során

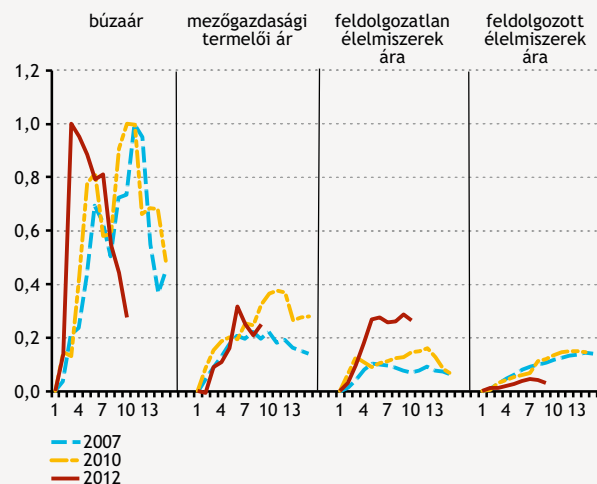
(szezónálisan igazított, áfaszűrt)



3-47. ábra

Az élelmiszerársokk begyűrűzésének alakulása 2007/08, 2010/11 és 2012/13 során

(szezónálisan igazított, áfaszűrt)

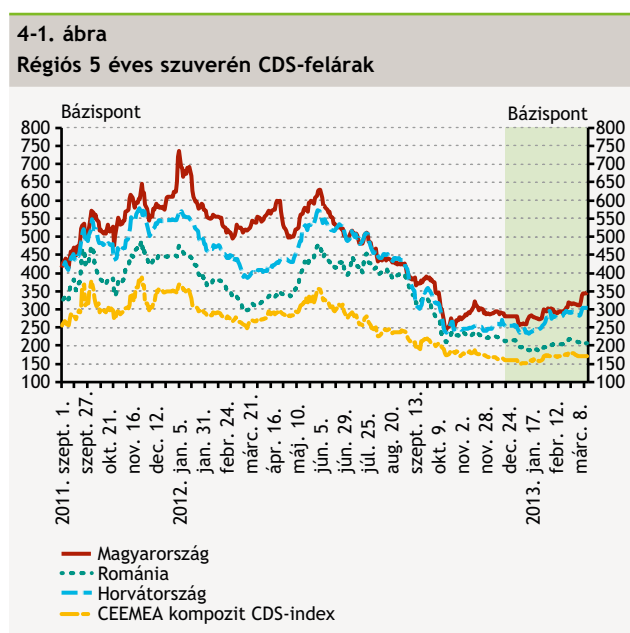


Megjegyzés: Az ábra a búza áremelkedésének arányában mutatja a többi élelmiszerár alakulását. A vízszintes tengelyen a sokk kezdetétől eltelt hónapok száma látható.

# 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

## 4.1. Hazai pénzpiaci folyamatok

2012 decembere óta Magyarország kockázati megítélését jellemző indikátorok emelkedtek, ami részben a feltörekvő európai régió kedvezőtlenebb megítéléséhez, részben pedig országspecifikus tényezőkhez köthető. Az időszak nagy részében a hazai FX-swap piacon feszültségmentes kereskedés volt jellemző, az év végén jelentkező piaci feszültség pedig – részben az MNB eurolikviditást nyújtó FX-swap eszközeinek köszönhetően – gyorsan konszolidálódott. A sikeres februári devizakötvény-kibocsátással az idei évre tervezett devizaforrás-bevonás közel háromnegyedét teljesítette az ÁKK és ezzel érdemben csökkentette a forint állampapír-piacra nehezedő nyomást. A forint/euro árfolyam mozgását a piaci szereplőknek a hazai gazdaságpolitikával kapcsolatos bizonytalansága határozta meg. A forint állampapírok referenciahozamai tovább csökkentek, ugyanakkor a hozamgörbe meredekebbé vált.



### 4.1.1. MAGYARORSZÁG KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉSE

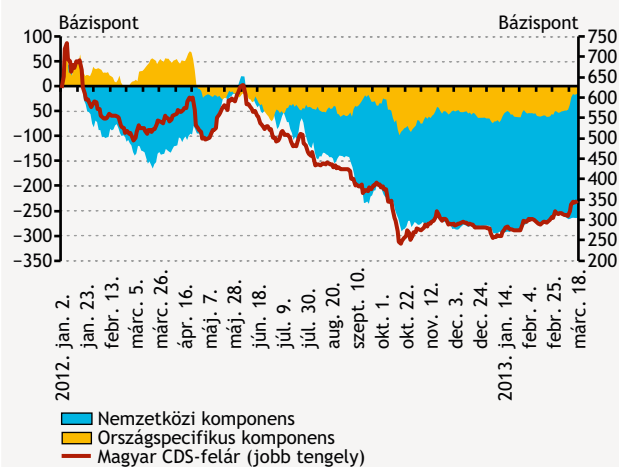
Az elmúlt három hónapban a rövid pénzpiaci hozamok historikusan alacsony szintre süllyedtek, miközben a hosszabb futamidejű kockázati felárak emelkedtek. Ennek háttérében részben a feltörekvő európai régió kedvezőtlenebb megítélése, részben pedig országspecifikus tényezők álltak. A globális kockázattvállalási hajlandóság változatlanul kedvezően alakult.

A nemzetközi környezet fokozatos javulását az amerikai költségvetési kiigazítás körüli feszültségek valamint az olasz kormányalakítás körüli bizonytalanság is csak átmenetileg törte meg. Az időszak végén a ciprusi mentőcsomag idézett elő némi hangulatromlást, a három hónap egészét tekintve azonban a nemzetközi pénzpiaci környezet továbbra is kedvezőnek tekinthető (4-1. ábra).

A globális kockázati indexek többéves lokális mélypontra süllyedtek, a kockázatos eszközök árfolyamai pedig jellemzően emelkedtek. Több kiemelt fejlett tőzsdeindex történelmi csúcspontokat állított be. Az év eleje óta a feltörekvő régiók inkább alulteljesítőnek számítanak a fejlettekkel szemben, a fejlődő térséghez tartozó országok relatíve kedvezőtlenebb megítélését jelzi a feltörekvő piaci szuverén kötvényfelárak enyhe megemelkedése.

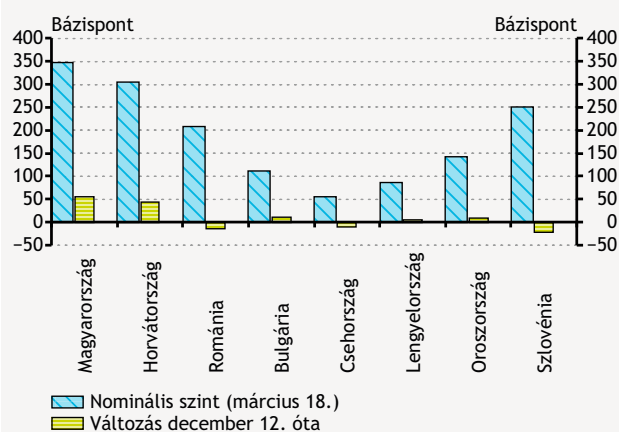
Az ötéves magyar CDS-felár az időszak eleji 290 bázisponttól az időszak végére 350 bázispontos szint közelébe emelkedett. A folyamat nem volt egyenletes, január első hetéig a mutató enyhén csökkent, ezt követően fokozatos, folya-

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

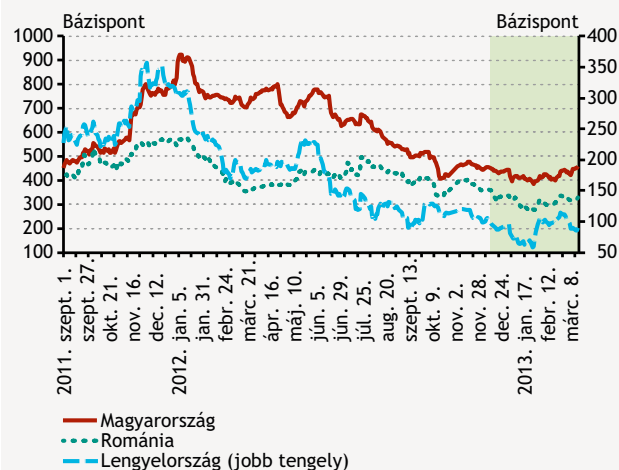


Megjegyzés: Az alkalmazott dekompozíciós módszer leírása megtalálható Kocsis-Nagy (2011): Szuverén CDS-felárak dekompozíciója c. MNB-szemle cikkben.

4-3. ábra  
Régiós 5 éves CDS-felárak változása



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



matos emelkedést lehetett megfigyelni (4-2. ábra). A kelet-közép-európai régióban hozzánk hasonló mértékű felár-emelkedést – az S&P után a Moody’s által is befektetésre nem ajánlott kategóriába sorolt – Horvátországban lehetett megfigyelni, a térség egyéb országaiban nem változtak érdemben a felárak (4-3. ábra).

A hazai események közül pozitív hatással volt a februárban végrehajtott sikeres devizakötvény-kibocsátás. A jövőbeli monetáris politikával és a körvonalazódó, a devizatartalék esetleges csökkenését kiváltó devizahiteles programmal kapcsolatos piaci bizonytalanság azonban a forintgyengülés mellett a kockázati felárak emelkedésében is megmutatkozott (4-4. ábra).

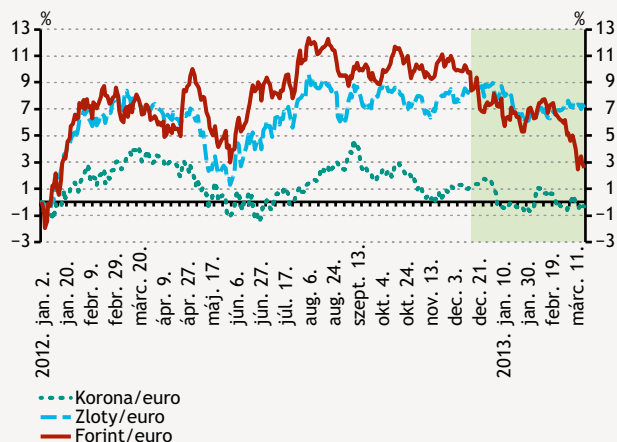
### 4.1.2. DEVIZAPIACI FOLYAMATOK

A forint/euro árfolyam két nagyobb hullámban az időszak eleji 282-es szintről egészen 305-ös szintig gyengült. A közel 8 százalékos leértékelődéssel alulteljesítő volt a forint a régióban, a hasonló érzékenységgel rendelkező lengyel zloty mindeközben mintegy 1,5 százalékot veszített az értékéből, és ehhez hasonló teljesítményt mutatott a cseh korona is. A forint mozgását alapvetően a monetáris politika jövőjével kapcsolatos piaci találgatások és az árfolyamra vonatkozó kormányzati, illetve jegybanki komfortzóna esetleges eltolódásával kapcsolatos várakozások határozták meg, de a gyengüléshez néhány megjelenő makroadat is hozzájárult (4-5. ábra).

A devizapiaci opciós jegyzésekből számított előre tekintő kockázati mutatóink a vizsgált időszak végén emelkedésnek indultak (4-6. ábra). Bár a mutatók szintjei nem tartózkodnak kritikus tartományban, az azonban, hogy az emelkedés egy intenzív forintgyengülési időszak alatt következett be, a piaci szereplők rövid távú árfolyam-alakulással kapcsolatos bizonytalanságát tükrözi.

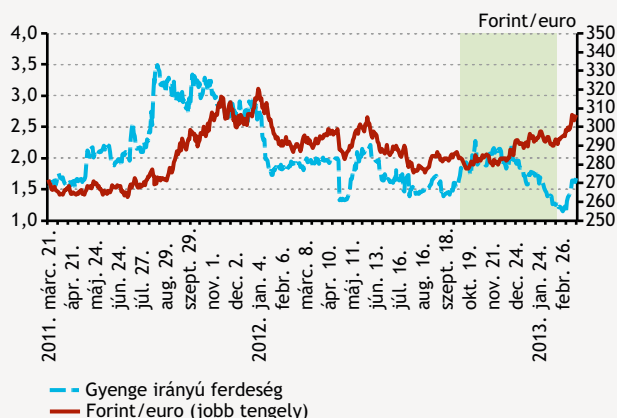
Az FX-swap piacon ezúttal is megfigyelhettük az elmúlt évek végén rendszeresen jelentkező feszültséget, ami a külföldiek átmeneti mérlegoptimalizációjához köthető. Egyes nem-rezidens szereplők az év vége közeledtével értékesítették rövid futamidejű forinteszközöiket és a felszabaduló forintlikviditás egy részét az FX-swap piacon cserélték el euróra. Emellett a bankrendszer külső devizaforrás-állománya is átmenetileg nagyobb mértékben csökkent. A fenti folyamatok hatására jelentősen növekvő devizakereslet következtében az FX-swap szpredek egy-két napig markánsan megemelkedtek. Az új évben viszonylag gyorsan rendeződött a piac, és az FX-swap piaci feszültség nem gyűrűzött át a spot piacra. A lehetséges feszültségek ellensúlyozására az MNB egy eurolikviditást nyújtó egyhetes FX-swap tendert hirdetett meg. Ennek az eszköznek, valamint az egynapos

4-5. ábra  
Régiós devizaárfolyamok alakulása



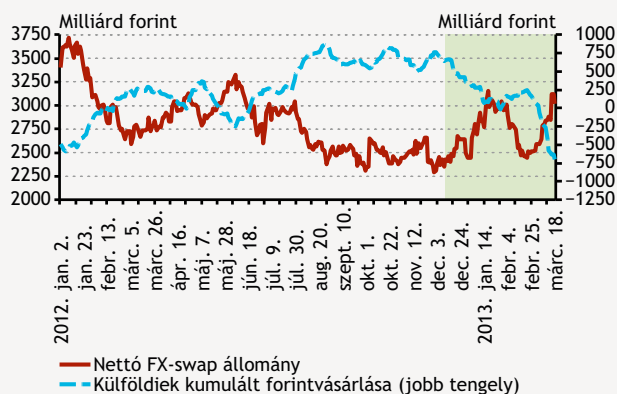
Megjegyzés: Év elejéhez viszonyított változás. A pozitív értékek a régiós deviza felértékelődését jelölik.

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



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

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



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

rendelkezésre állnak a piaci igénybevétele érdemben járulhatott hozzá a piac relatíve gyors konszolidációjához.

### 4.1.3. ÁLLAMPAPÍRPIAC ÉS HOZAMALAKULÁS

Február 19-i értéknappal 5 és 10 éves futamidejű dolláralapú devizakötvényt bocsátott ki az Államadósságkezelő Központ (ÁKK). A rendre 1,25 és 2 milliárd dollár értékben értékesített papírok amerikai benchmark értékpapír feletti felára 335, illetve 345 bázisponton alakult, az árazás összhangban volt az ország február közepi kockázati megítélésével. A sikeres kibocsátással az idei évre tervezett piaci devizaforrás-bevonás közel háromnegyed részét teljesítette az ÁKK és ezzel érdemben enyhült a forint-állampapírpiacra nehezedő nyomás.

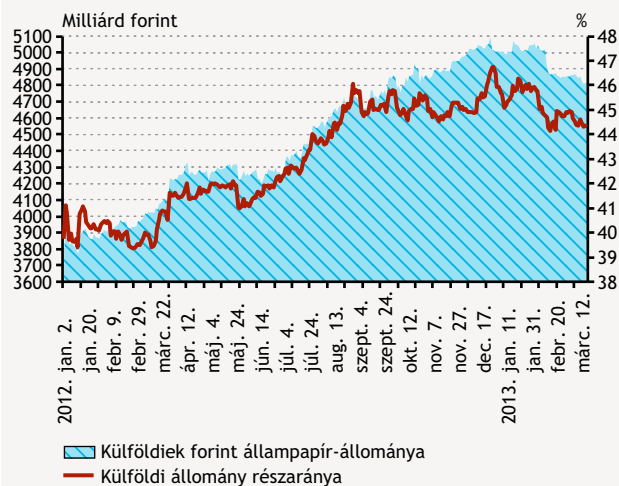
A devizaforrás-megújítás terén tovább növeli az ÁKK mozgásterét a lakossági befektetőket megcélzó euro alapú államkötvény iránti erős kereslet, amit a több ízben megemelt keretösszeg és a február végéig közel 1,5 milliárd eurónyi mennyiségben történő értékesítés is jelez.

Mindamellet az elsődleges forint állampapír-piacon tovább folytatódott a szeptember óta megfigyelt, rendkívül erős befektetői érdeklődés. A többszörös túljegyzések és a csökkenő hozamajánlatok hatására az ÁKK több esetben is megemelte a kibocsátást, aminek következtében az első negyedévben terv feletti mennyiségben tudott forrást bevonni az adósságkezelő.

December közepe óta a nem rezidensek forint-állampapír-állománya az 5050 milliárd forintos szintről 4800 milliárd forintra csökkent (4-8. ábra). A külföldiek kitettségeinek csökkenése részben egy február közepi nagyobb kötvénylejárathoz, részben másodpiaci eladáshoz köthető. Ezzel a külföldiek forintban denominált állampapír-állományának a teljes állományhoz viszonyított aránya közel 1 százalékponttal 44 százalék közelébe süllyedt, ugyanakkor a februári devizakötvény-kibocsátás következtében összességében emelkedett a külföldiek által tartott teljes magyar állampapírállomány.

4-8. ábra

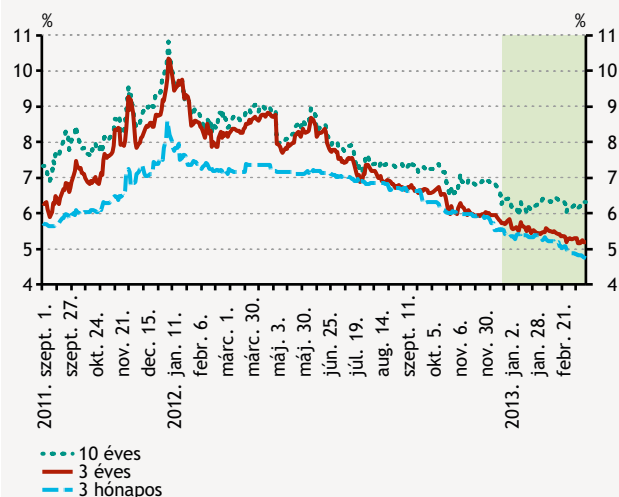
Külföldiek állampapír-állománya



Az elmúlt három hónapban az állampapír-piaci referencia-hozamok minden futamidőn csökkentek. A hozamgörbe rövid vége – jegybanki kamatcsökkentési várakozások mérséklődésével párhuzamos – 75 bázisponttal tolódott lefelé, a hosszú hozamok azonban ennél mérsékeltbb ütemben, közel 30 bázisponttal csökkentek, ami a hozamgörbe meredekségének növekedéséhez vezetett (4-9. ábra).

4-9. ábra

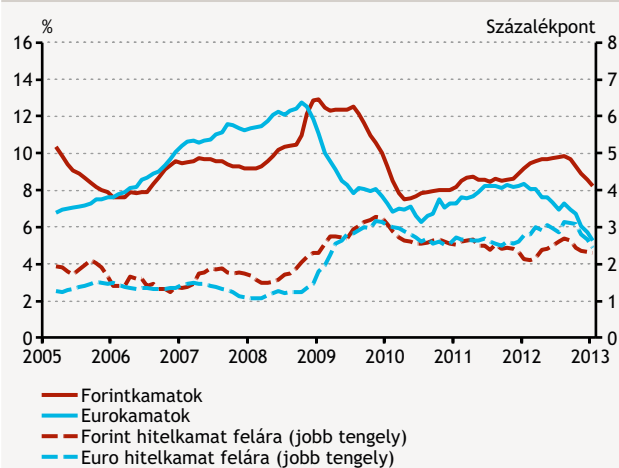
Állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



## 4.2. Pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A hitelfeltételek enyhültek 2012 októbere és 2013 januárja között, mind a vállalati, mind a háztartási szegmensben. A vállalati szegmensben a kamatkondíciók enyhültek, míg a hitelezési felmérés<sup>8</sup> alapján a nem árjellegű feltételekben is megállt a szigorodás. Ugyanakkor a korábbi időszak folyamatos szigorításai miatt a kedvező kamatokat csak a vállalatok egy szűk köre érheti el. A következő félév során a bankok várakozásai szerint már enyhülhetnek a nem árjellegű vállalati hitel-feltételek. A háztartási szegmensben a megvalósult ügyletek kamatkondíciói és a hitelezési felmérés alapján mind a lakáscélú hitelek, mind a fogyasztási hitelek kondíciói enyhültek. Az egyéves reálkamat enyhén emelkedett, azonban historikusan még mindig alacsonynak számít. A reálkamat emelkedése annak tudható be, hogy az egyéves elemzői inflációs várakozások nagyobb mértékben csökkentek, mint az állampapírhozamok és betéti kamatok.

4-10. ábra  
A vállalati hitelkamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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

### 4.2.1. VÁLLALATI HITELKONDIÓK

A megvalósult ügyletek alapján a vállalati forinthitelek 3 havi mozgó átlaggal simított kamata az októberi 9,3 százalékos szintről januárra 8,2 százalékra csökkent. A csökkenés nagyobb mértékű volt, mint a referenciakamat (3 hónapos BUBOR) mérséklődése, így a kamatfelárak is csökkentek, mégpedig 2,5 százalékpontból 2,3 százalékpontra. Az euro-alapú hitelek esetében 3,4 százalékról 2,7 százalékra csökkent a kamatszint. Az időszak alatt lényegében változatlan referenciakamat (3 hónapos EURIBOR) következtében a kamatfelár is hasonló mértékben csökkent, 3,1 százalékpontból megközelítőleg 2,4 százalékpontra (4-10. ábra).

A hitelezési felmérés alapján 2012 utolsó negyedéve során megállt a vállalati hitelezési feltételek szigorodása. A feltételek változatlansága két folyamat eredménye: a gazdasági és iparági kilátások, valamint a kockázati tolerancia a feltételek szigorításának irányába, míg a bankok tőke- és likviditási helyzete a feltételek enyhítésének irányába hatott.

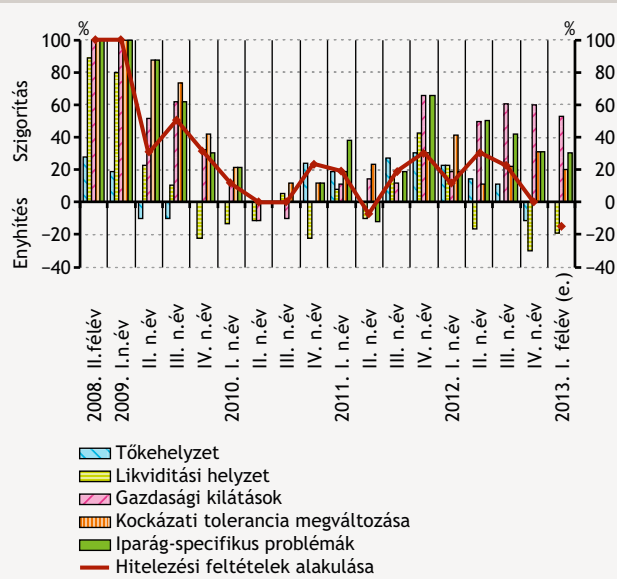
A következő félévben a bankok nettó értelemben<sup>9</sup> vett alig 11 százaléka tervez enyhíteni a feltételeken. A feltételek enyhülésére utoljára 2011 második negyedévében volt példa. Ahhoz azonban, hogy a vállalati szegmensben hitelkínálati fordulat következhesen be, a kondíciók folyamatos és érdemi enyhülésére van szükség. Összességében a korábbi időszak folyamatos szigorításai miatt a vállalatok csak egy szűk halmaza számára érhető el a csökkenő kamat.

<sup>8</sup> [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Penzugyi\\_stabilitas/mnbhu\\_hitelezesi\\_felmeres/201302/SLO\\_201302\\_HU.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Penzugyi_stabilitas/mnbhu_hitelezesi_felmeres/201302/SLO_201302_HU.pdf)

<sup>9</sup> A szigorító és enyhítő bankok különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Az arány a szigorítás/enyhítés mértékét nem mutatja.

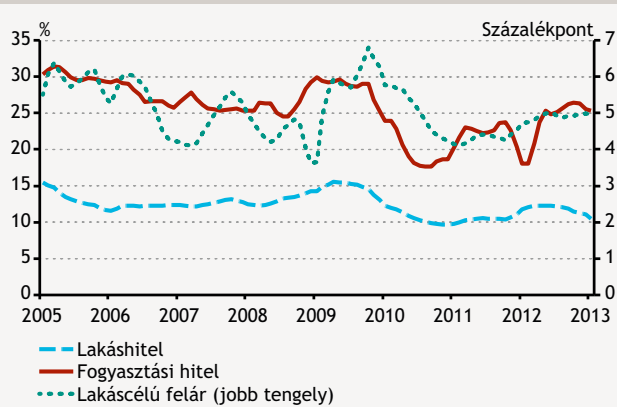


**4-11. ábra**  
**Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben**



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.  
 Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján.

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



Megjegyzés: 3 hónapos mozgó átlaggal simított kamatlábak. 2009 előtt a forint alapú jelzáloghiteleknek marginális szerepe volt. 3 hónapos mozgó átlaggal simított felárak.  
 Forrás: MNB.

A kis- és középvállalati szegmenst továbbra is szigorú hitelkondíciók jellemzik (4-11. ábra).

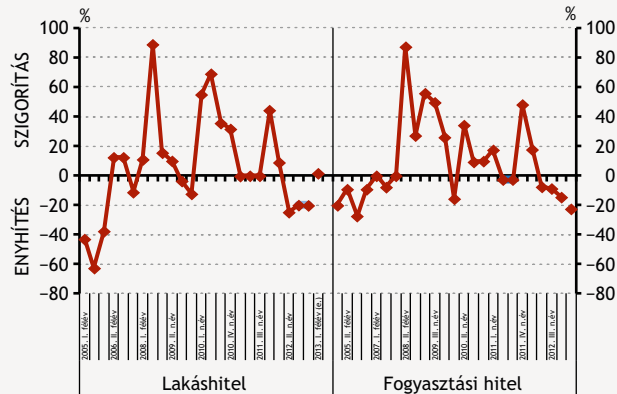
### 4.2.2. HÁZTARTÁSI HITELKONDIÓK

A megvalósult lakáscélú jelzáloghitel-ügyleteknél a három hónapos mozgó átlaggal simított teljes hitelköltség (THM) az októberi 11,5 százalékról januárra 10,5 százalékra csökkent. A hitelkamat csökkenése lekövette a 3 hónapos BUBOR mérsekklődését, így a kamatfelár továbbra is 5 százalék körül alakul (4-12. ábra).

A fogyasztási hitelek 3 hónapos mozgó átlaggal simított teljes hitelköltsége (THM) csökkent, az októberi 26,4 százalékról januárra 25,4 százalékra. A csökkenés a szabad felhasználású jelzáloghiteleket és a fedezetlen fogyasztási hiteleket egyaránt érintette: az előbbinél a teljes hitelköltség 15,1 százalékról 14,4 százalékra, míg az utóbbinál 29 százalékról 27,9 százalékra csökkent.

A hitelezési felmérésben a lakáshitelek feltételein a bankok nettó értelemben vett 20 százaléka, míg a fogyasztási hitelek esetén 14 százaléka jelentett enyhítést 2012 negyedik negyedében (4-13. ábra). Az enyhítés az árjellegű kondíciókban (forrásköltség és hitelkamat közötti szpred, hitelfolyósításért felszámított díjak) jelentkezett. Ezzel tovább folytatódott a korrekció a 2011 végi széles körű szigorítások után.

**4-13. ábra**  
Hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben

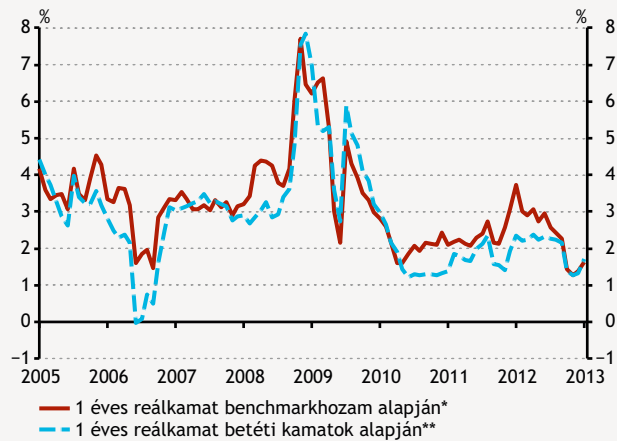


Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.  
Forrás: MNB hitelezési felmérés a bankok válasza alapján.

### 4.2.3. REÁLKAMATOK ALAKULÁSA

2012 októbere és 2013 januárja között az egy évre előre tekintő reálkamat mind az 1 éves állampapír-hozam, mind a legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok alapján számolva enyhén emelkedett, 1,4 százalékról megközelítőleg 1,7 százalékra. Ugyanakkor az emelkedés annak tudható be, hogy az egyéves előre tekintő elemzői inflációs várakozások nagyobb mértékben csökkentek (4,7 százalékról 3,7 százalékra), mint az állampapír-hozamok és a betéti kamatok. A reálkamat historikusan továbbra is alacsonynak tekinthető (4-14. ábra).

**4-14. ábra**  
Előre tekintő reálkamatlábak alakulása



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

\*\* Legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok (vállalati és háztartási súlyozva) és a Reuters-poll felhasználásával MNB által számított egyéves előre tekintő elemzői inflációs várakozások alapján.

# 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

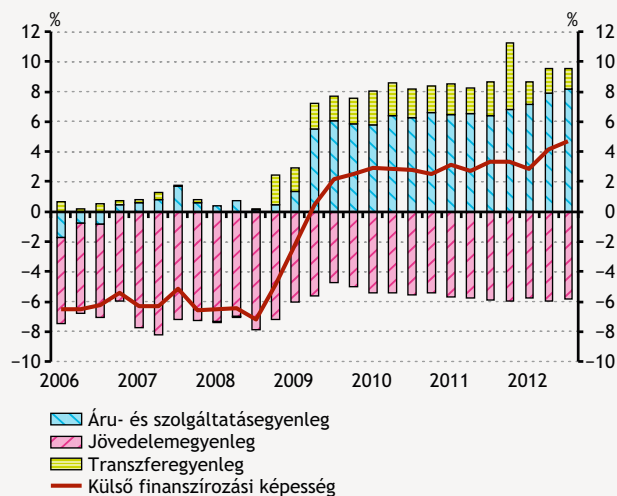
## 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete tovább emelkedett 2012 III. negyedében és a GDP mintegy 4,2 százalékát tette ki. A külső pozíció javulása döntően a nettó export emelkedéséhez és a jövedelemegyenleg hiányának a mérséklődéséhez volt köthető, miközben a transferegyenleg többlete enyhén csökkent. A finanszírozási adatok is jelentős mértékű külső finanszírozási képességet jeleztek, melyben az adósság típusú források kiáramlása tükröződött. Az ország sérülékenysége szempontjából meghatározó külső adósságmutatóink is tovább mérséklődtek – a gazdaság bruttó külső adóssága a válság kitörését követően először süllyedt a GDP 100 százaléka alá. A részlegesen rendelkezésünkre álló IV. negyedéves adatok alapján a külső egyensúlyi többlet további emelkedésére számítunk, amellyel párhuzamosan folytatódhatott az adósság típusú források kiáramlása, és így az adósságmutatók korrekciója is.

5-1. ábra

A külső finanszírozási képesség alakulása

(szezonálisan igazított értékek, a GDP arányában)



### 5.1.1. KÜLSŐ EGYENSÚLYI POZÍCIÓNK ALAKULÁSA

A magyar gazdaság nettó megtakarítói pozíciója enyhén emelkedett a III. negyedévben. A folyó fizetési mérleg és a tőkémérleg együttes egyenlege a GDP mintegy 4,2 százaléka körül alakult (5-1. ábra). A rendelkezésünkre álló adatok alapján arra számítunk, hogy a külső egyensúly tovább javulhatott a IV. negyedévben is, mely a háztartások megtakarításának emelkedésében, illetve az államháztartás finanszírozási igényének csökkenésében is jelentkezett.

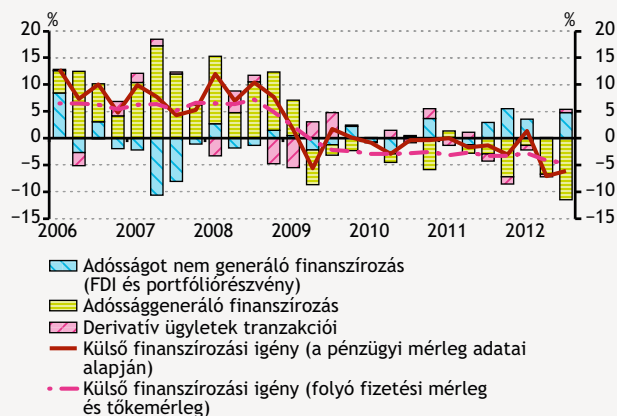
A reálgazdasági egyenleg továbbra is számottevő mértékben járul hozzá a gazdaság külső egyensúlyi többletéhez, ugyanakkor a negyedik negyedévben a külkereskedelmi adatok alapján a nettó export mérséklődését várjuk, melyben elsősorban az export visszaesése tükröződhetett.

A transferegyenleg többlete némileg mérséklődött a III. negyedévben. 2012 első három negyedévében a belföldi szereplők által felhasznált uniós források mértéke elmaradt a tavalyi év hasonló időszakában megfigyelttől. A rendelkezésünkre álló adatok alapján azonban arra számítunk, hogy az utolsó negyedévben ez korrigálódhatott, és a teljes évben megvalósult EU-transzfer felhasználása meghaladhatja a 2011-ben megfigyelt értéket. A transferegyenlegben tapasztalt visszaesést részben ugyanakkor ellensúlyozta a jövedelemegyenleg hiányának kismértékű csökkenése.

5-2. ábra

A külső finanszírozás szerkezete

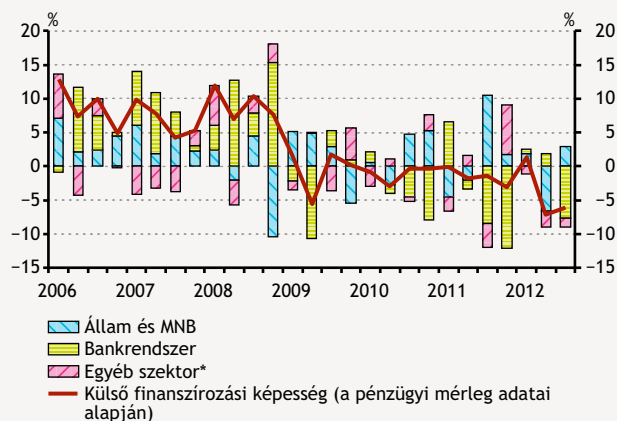
(GDP-arányos tranzakciók)



5-3. ábra

A külső finanszírozás szektorok szerint

(GDP-arányos tranzakciók)

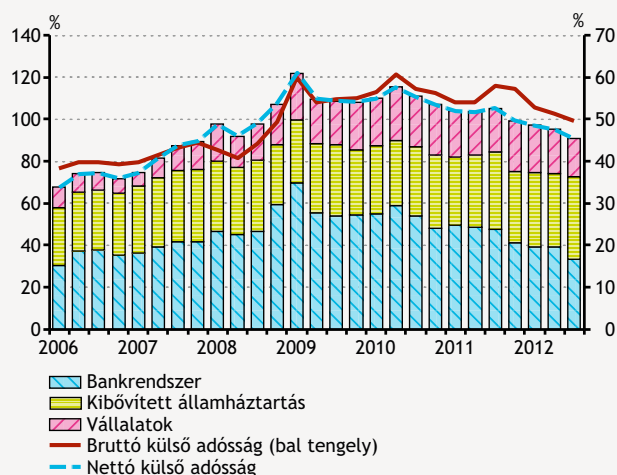


\* Nem pénzügyi vállalatok, egyéb pénzügyi vállalatok, háztartások.

5-4. ábra

A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása

(GDP-arányos értékek)



5.1.2. FINANSZÍROZÁSI FOLYAMATOK

A külső adósság- és tartozásmutatók szempontjából meghatározó finanszírozási folyamatok ugyancsak további egyensúlyjavulásra utalnak. A külső finanszírozás szerkezetét tekintve a III. negyedévben felgyorsult az adósság típusú források kiáramlása, amit részben ellensúlyozott a nem-adósság típusú források, azon belül is főként a nettó közvetlen befektetések beáramlása (5-2. ábra).

A bankok külföldi adósságjellegű forrásai (hitelek, kötvények) – jelentősen, mintegy 2,4 milliárd euróval csökkentek a III. negyedévben. A jelentős mértékű forráskivonás egy része azonban az előző negyedév forrásbeáramlását követő korrekciónak is tekinthető. A magánszektor megtakarításainak emelkedésével és a hitelek visszafizetésével párhuzamosan megnövekedett a bankrendszer szabadon felhasználható likviditása, melyet a külföldi források törlesztésére fordított. Így a bankrendszer külső forrásainak csökkenése egyrészt a gyenge hitelezési aktivitással áll összefüggésben, másrészt támogatja az ország külső adósságának mérséklődését is.

Eközben a konszolidált államháztartás külföldi forrásai – az előző negyedév jelentős mértékű forráskiáramlását követően – emelkedtek, amely elsősorban a külföldiek állampapír- és MNB-kötvény-állományának az emelkedésével magyarázható (5-3. ábra).

A fenti folyamatok eredményeként a III. negyedévben tovább folytatódott a kockázati megítélésünk szempontjából fontos külső adósságmutatóink mérséklődése, melyben elsősorban az adósságtípusú források kiáramlása tükröződött. A GDP-arányos bruttó külső adósság a válság kitörése óta először csökkent 100 százalék alá, az ország nettó külső adóssága pedig a GDP 45 százaléka körül alakult. A korrekciót azonban fékezte az adósság átértékelődése: a csökkenő hozamok miatt emelkedett a külföldiek tulajdonában lévő állampapírok piaci értéke. Az adósság típusú források leépülése a teljes külső adósság mellett a rövid lejáratú külső adósságban is megjelent: hátralévő futamidő szerinti rövid lejáratú adósság is számottevően, mintegy 32 milliárd euróra csökkent. Az utolsó negyedévben is mérséklődhetnek külső adósságmutatóink az adósság típusú források leépítése miatt. Ezt a hatást azonban némileg tompíthatta a forint leértékelődése (5-4. ábra).

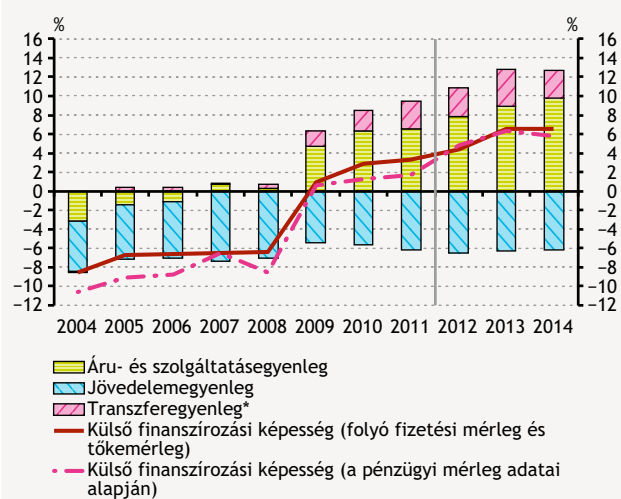
## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozícióinkra

A magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete idén tovább emelkedhet, majd 2014-ben magas szinten stabilizálódhat. A javulás hátterében a nettó export további fokozatos emelkedése mellett az EU-transzferek dinamikus felhasználása áll. A visszafogott belső felhasználás (fogyasztás, beruházás) mellett a külső kereslet lassú élénkülése szintén hozzájárulhat a magas külkereskedelmi többletkez. Az egyes szektorok megtakarítói pozícióit tekintve megállapítható, hogy a külső egyensúly javulásában nagyrészt a magánszektor nettó megtakarításának emelkedése játszik szerepet. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása – az egyszeri tételek kiesésével párhuzamosan – magas szinten maradhat, melyben a kormányzati intézkedések jövedelemnövelő hatása mellett az óvatossági motívum erősödése is szerepet játszhat. A külső egyensúly további javulásával párhuzamosan folytatódhat a külföldi tartozás- és adósságállomány mérséklődése, amely külső sérülékenységünk szempontjából mindenképpen kedvezőnek tekinthető.

5-5. ábra

### A külső finanszírozási képesség alakulása

(GDP arányában)



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

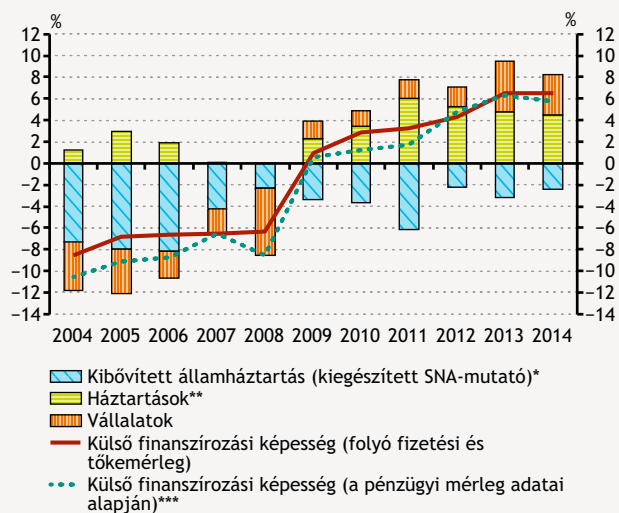
A magyar gazdaság külső egyensúlyi többlete tovább emelkedhet a következő években, aminek hátterében döntően a külkereskedelmi egyenleg javulása áll. Az ország nettó külső finanszírozási képessége 2012-ben a GDP 4,5 százaléká körül alakulhatott, míg idén – elsősorban a reálgazdasági egyenleg további javulásának köszönhetően – meghaladhatja a GDP 6 százalékát.

A külkereskedelmi egyenleg a teljes előrejelzési horizonton magasan tarthatja a külső egyensúlyi többletet. A nettó exportot a gazdaság visszafogott belső kereslete mellett jövőre a külső kereslet várható élénkülése is támogathatja (5-5. ábra).

A transzferegyenleg döntő részét kitevő EU-támogatások a következő években is számottevően hozzájárulhatnak az ország magas nettó finanszírozási képességéhez. A kedvező folyamatok a 2013-ig tartó uniós költségvetési tervezési időszak végéig fennmaradnak, ezt követően az új tervezési periódus elején átmenetileg a források visszafogottabb felhasználására számíthatunk. A transzferegyenleg többlete így az előrejelzési horizonton a GDP 3-4 százalékával emelheti a külső finanszírozási képességünket, ami némi emelkedést jelent korábbi feltételezésünkhöz képest.

A külső egyensúlyi pozícióink javulását mérsékli, hogy a jövedelemegyenleg hiánya magas szinten stabilizálódhat a következő években. A mérséklődő külső tartozás ugyan a jövedelemegyenleg hiányának csökkenése irányába mutat, azonban ezt a hatást ellensúlyozhatja a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának emelkedése és így a várhatóan magasabb jövedelemkiutalás.

**5-6. ábra**  
**A szektorok finanszírozási képességének alakulása**  
 (GDP arányában)



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

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

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

A külső egyensúly javulását elsősorban a magánszektor emelkedő megtakarítása támogathatja. A magánszektoron belül, a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása magas szinten stabilizálódhat az elkövetkező években. Ebben egyrészt szerepet játszik a kormányzati intézkedések (nyugdíj- és minimálbér-emelés, félszuperbruttó személyi jövedelemadó teljes kivezetése) következtében emelkedő jövedelem, másrészt az erősödő óvatossági motívum, harmadrészt a folytatódó mérlegalkalmazkodás. Így várakozásunk szerint a háztartások fundamentális megtakarítása idén nem változik érdemben, ugyanakkor a végtörlesztéshez kapcsolódó egyszeri hatás kiesése miatt az SNA-hiánnyal konzisztens mutató némileg mérséklődhet.

A vállalati szektor esetében a profit-helyreállítás, a továbbra is visszafogott beruházási aktivitás, valamint a dinamikus növekvő EU-transzferek következtében a nettó megtakarítói pozíció idén tovább emelkedhet. 2014-ben, a profit-helyreállítás várt folytatódása mellett a beruházások GDP-t meghaladó emelkedése, valamint az EU-transzferek átmeneti csökkenése a vállalati megtakarítások enyhe mérséklődését okozhatja (5-6. ábra).

Az ország magas megtakarítói pozíciójával párhuzamosan folytatódhat a sérülékenységünk megítélése szempontjából kiemelten fontos külföldi tartozás- és adósságállomány mérséklődése is.

## 5.3. Költségvetési folyamatok

*Alap-előrejelzésünk szerint 2013-ban és 2014-ben az eredményszemléletű költségvetési hiány 3 százalék alatt maradhat. A maastrichti hiánykritérium teljesítéséhez mindkét évben szigorú költségvetési politikára és az adóbeszedés hatékonyságának jelentős javulására van szükség. Előrejelzésünk azzal a feltevéssel készült, hogy a kincstári körre tervezett tranzakciósilleték-bevétel beszedése érdekében a közeljövőben intézkedésekre kerül sor. Továbbá feltételeztük, hogy az adóbeszedési hatékonyság javítását célzó lépések hatására fokozatosan nő az effektív adókulcs. A túlzottdeficit-eljárás hatálya alóli kikerüléshez fontos, hogy 2014-re is hitelesen teljesíthető legyen a 3 százalékos hiánykritérium, amely teljesíthetőségéhez szükséges lehet olyan intézkedések bemutatása a készülő konvergenciaprogramban, amelyek megerősítik a kormányzat hiánycélok melletti hosszabb távú elkötelezettségét.*

### 5.3.1. AZ ÁLLAMHÁZTARTÁSI EGYENLEG ALAKULÁSA

A pénzügyi számlák előzetes adatai alapján a 2012. évi eredményszemléletű hiányt a GDP 2,1 százalékára becsüljük. Az előzetes adatok alapján az egyenleg a GDP több mint fél százalékával kedvezőbb, mint a 2012. decemberi prognózisunkban jelzett 2,7 százalékos hiány. A vártnál kedvezőbb egyenleg kialakulása részben az önkormányzatok, részben a teljes államháztartás esetében megfigyelhető feszesebb kiadási kontrollra vezethető vissza. Ugyanakkor meghatározó szerepet játszottak benne olyan átmeneti hatások is, amelyek elsősorban a pénzforgalmi elszámolások statisztikai korrekcióit érintették, és nincs közvetlen hatásuk a jövőbeli költségvetési folyamatokra. Ezek közül kiemelendő a GDP 0,1 százalékának megfelelő távközlési koncessziós bevétel, amit korábbi várakozásunkkal ellentétben 2013 helyett 2012-ben kell elszámolni.<sup>10</sup> A korábbi évek tapasztalatai alapján a statisztikai korrekciók esetében nagy a bizonytalanság, és jelentős revízióra kerülhet sor a végleges jelentés elkészítéséig. Összességében a kedvezőbb 2012. évi eredményszemléletű egyenlegnek részben a 2013. évi költségvetési folyamatokra is vannak pozitív hatásai.

2013-ban az ESA-hiány várakozásunk szerint a GDP 2,9 százaléka lehet (5-1. táblázat). Egyenlegvárakozásunkat együttesen 0,3 százalékkal javította, hogy egyrészt a korábban feltételezetttnél lassabban teljeseedik ki a munkahelyvédel-

<sup>10</sup> Előrejelzésünk a távközlési koncesszió elszámolását a publikált pénzügyi számlákkal azonos módon kezeli. Az elszámolásról még nincs egyeztetett végleges megállapodás a KSH, az MNB és az NGM között. Elképzelhető olyan változat is, mely szerint a teljes bevételt a 2013-as költségvetésben kell figyelembe venni. Ez esetben a 2012. évi egyenleg romlik, a 2013. évi egyenleg pedig javul.

5-1. táblázat

## Államháztartási egyenleg-mutatók

(a GDP százalékában)

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

\* Az egyenlegmutatók számításakor a rendelkezésre álló szabad tartalékok teljes törlését feltételeztük.

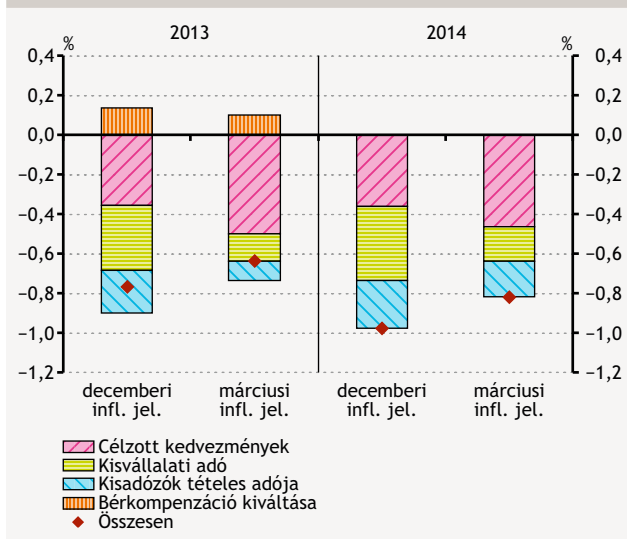
\*\* Az SNA elsődleges egyenleg változása.

mi akciótérv hatása, másrészt a 2012-es adatok szerint az önkormányzati alrendszer a vártnál gyorsabban és erőteljesebben igazította ki egyenlegét. További 0,2 százalékos egyenlegjavulást okoz, hogy a 2012. decemberi jelentéshez képest a kincstári tranzakciós illetékből mintegy 60 milliárd forintnyi többletbevételt feltételezünk. Ennek realizálásához azonban kormányzati intézkedés szükséges. Ezzel szemben a makrogazdasági pálya (pl. fogyasztás) és az adósságfinanszírozásban bekövetkezett változások együttesen a GDP mintegy 0,4 százalékkal növelték a nettó kiadásokat.

5-7. ábra

## A munkahelyvédelmi akciótérv becsült egyenleghatásának változása

(a GDP százalékában)



2014-ben a 2013-as szinten maradhat hiány. A 2014-re vonatkozó feltételes előrejelzésünket az önkormányzati szektorban megfigyelhető szigorú gazdálkodás mellett az MNB várható veszteségtérítésének csökkenése is javította.<sup>11</sup> A 2012. decemberi feltevésekkel szemben 2014-ben is azzal számolunk, hogy a kincstári tranzakciós adó és az adóbevételek hatékonyságjavulása jelentős többletbevételt hoz. A két tétel együttesen a GDP 0,5 százalékkal javíthatja az egyenleget.

A munkahelyvédelmi akciótérv hatása friss becslésünk szerint három év alatt teljesedik ki. Az újonnan bevezetett kedvezményes kisvállalati adónemeknél (KIVA, KATA) az információink szerint alacsonyabb az igénybevétel, így 2013–2014 folyamán fokozatosan felfutó belépéssel számolunk. Így az intézkedés teljes hatása csak 2015-ben jelentkezik, az azt megelőző két évre várt hatás mérséklődött (5-7. ábra).

<sup>11</sup> Az MNB 2013. évi veszteségének megtérítését a tranzakció időpontjában, 2014-ben kell elszámolni. Aktuális prognózisunk azzal számol, hogy a veszteségtérítés összege nem éri el a GDP 0,4 százalékát – ez jelentős változás a 2012. decemberi prognózisban szereplő 0,7 százalékos (198 milliárd forint) értékhez képest. Az alacsonyabb veszteség egyrészt az alacsonyabb kamatpályához, másrészt a gyengébb árfolyamhoz köthető. A kamatpálya lejjebb tolódásával párhuzamosan a forintforrásokra fizetett kamat is mérséklődött. (Ezt a hatást némileg csökkentette, hogy a beérkező tényadatok szerint a devizatartalékon realizált hozam alacsonyabb lehet a korábban vártnál.) Továbbá a magasabb realizált árfolyameredmény is kisebb jegybanki veszteséget eredményezhet. A jegybank elsősorban az államnak biztosít devizalikviditást. Ezeken a konverziókon az MNB-nek akkor keletkezik árfolyamnyeresége, ha az aktuális árfolyam a devizatartalék átlagos bekerülési árfolyamánál magasabb. Mivel az év elején tapasztalt árfolyam gyengébb, ezért ezeken a műveleteken a jegybanknak nagyobb nyeresége lehet az előző prognózisunkban felvázolthoz képest. A kedvezőbb egyenleg irányába hat az is, hogy a teljes évet tekintve magasabb konverziós mennyiségre számítottunk.



### 5.3.2. A FISKÁLIS KERESLETI HATÁS

A 2012. évi jelentős keresletszűkítést követően 2013-ban a költségvetési politika már az aggregált kereslet enyhe lazítása irányába hathat. Az intézkedések hatására (járulék- és szja-csökkentés, nyugdíjmelés) a lakosság irányába a GDP 0,9 százalékát kitevő fiskális impulzus becsülhető, az egyéb szektorok felé pedig 0,5 százalékpontos keresletszűkítés várható. Így összességében 2013-ra a fiskális keresleti hatást mérő mutatónk a GDP 0,4 százalékának megfelelő jövedelembővülést jelez. 2014-ben a fiskális politika összességében keresletszűkítő lesz, de ezen belül a lakosság irányába további 0,2 százalékpontos lazítás várható.

A ciklikusan igazított költségvetési pozíció (kiegészített SNA-egyenleg) figyelembe veszi, hogy mekkora egyenlegjavító hatása lehetne annak, ha az adóbevételeket a gazdasági ciklus nem térítené el trendjüktől, valamint azokat a költségvetési költségeket is tükrözi, amelyek jelenleg az állami vállalati körben kerülnek elszámolásra (pl. közösségi közlekedés). A 2012. decemberi prognózishoz képest erősebbnek gondoljuk a gazdaság ciklikus visszaesését, ami a ciklikus komponens növekedését okozta. Ha a gazdaság felzárkózik a potenciális szintjéhez, akkor 2013–2014-hez képest a GDP 0,4–0,7 százalékának megfelelő adóbevétel javítja a kormányzati szektor egyenlegét.

### 5.3.3. AZ ALAPPÁLYÁT ÖVEZŐ KOCKÁZATOK

Jelenlegi információink szerint a költségvetés bevételi oldalán – a makrogazdasági pálya bizonytalanságain túlmenően – kockázatot jelenthet az elektronikus útdíj bevezetésének elhúzódása, a tervezett kincstári tranzakciós illeték beszedése és az adóbeszedés hatékonyságjavulásától várt többletbevételek elérése. Az érintett területeken az intézkedéstervek következetes végrehajtására van szükség a bevételi kockázatok eltüntetéséhez.

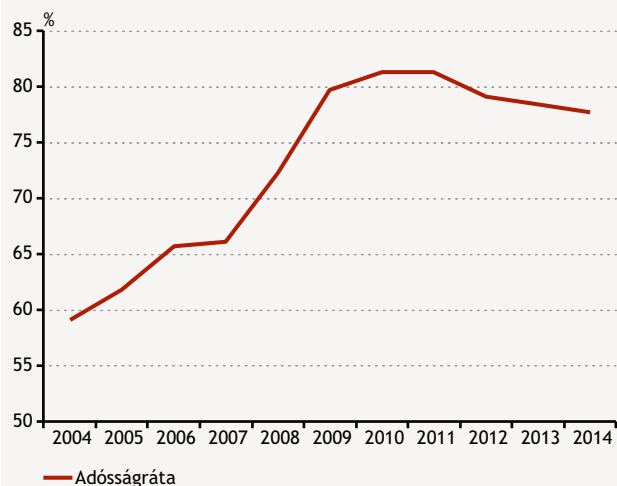
Kiadási oldalon az adósságfinanszírozás költségeinek volatilis pénzügyi környezetben várható alakulásán felül kockázatot jelenthet, ha az önkormányzati alrendszer gazdálkodásában tapasztalt kedvező tendenciák átmenetiek. A kiadási oldalon azonban a központi kormányzatnak vannak eszközei az év közbeni korrekcióhoz.

### 5.3.4. AZ ADÓSSÁGPÁLYA VÁRHATÓ ALAKULÁSA

2012-ben a pénzügyi számlák előzetes adatai szerint a GDP-arányos államadósság a GDP 79 százaléka volt, azaz mintegy 2,5 százalékponttal mérséklődött az egy évvel korábbi 81,4 százalékos szintjéhez képest. Az adósságcsökkenés

**5-8. ábra**  
Az adósságpálya alakulása változatlan, 2012 végi árfolyamon számítva

(a GDP százalékában)



döntő része a forint árfolyamának 2011 végéhez képest történő erősödéséből fakadt, de szerepet játszottak egyedi tényezők is. A Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap az állampolgárok bevonásával és az eszközök eladásán keresztül a GDP 1,3 százalékát kitevő mértékben járult hozzá az adósság csökkentéséhez, továbbá a központi költségvetés az önkormányzatok adósságából a GDP 0,3 százalékának megfelelő állományt előtörlesztett. Az elsődleges többlet szintén az adósságráta mérséklődése irányába hatott, de ezt ellensúlyozta a reál GDP csökkenése és a kamatkiadások.

Változatlan árfolyamot feltételezve, 2013-ban az adósságráta 78,5 százalékra mérséklődhet, amennyiben a költségvetés hiánya a GDP 3 százaléka alatt marad. Az alacsony gazdasági növekedés jelentősen megnehezíti az adósságráta csökkentését, de várható, hogy a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap segíti a folyamatot.<sup>12</sup> 2014-ben az élénkülő gazdasági növekedés már támogatja az adósságráta mérséklését, így a 3 százalék alatti hiány mellett a mutató kissé 78 százalék alá süllyedhet (5-8. ábra).

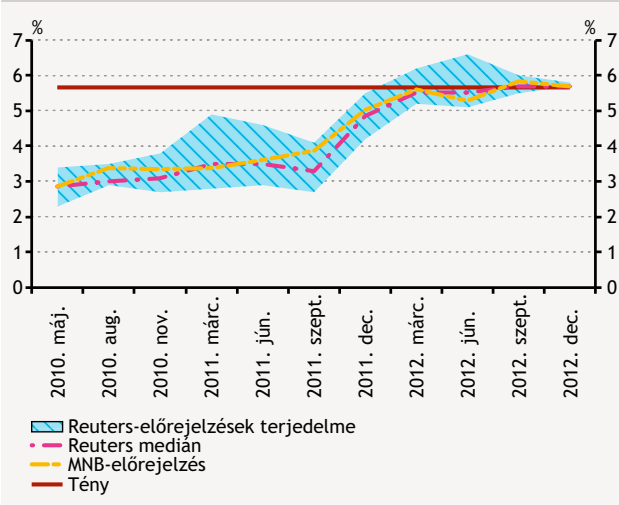
A feltételes adósságkivetítést számos tényező befolyásolhatja. Előrejelzésünkben mindvégig változatlan, 2012. végi árfolyammal számolunk, a jelenlegi árfolyamszint azonban érdemben növelné a devizaadósság forintban mért értékét. Másfelől a költségvetés rendelkezésére álló szabad devizabetétek, valamint a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap felhasználása gyorsíthatja az adósság csökkenését.

<sup>12</sup> A GDP nominális növekedését nemcsak a reál-GDP szerény bővülése, hanem a lassuló infláció is mérsékli.

# 6. A 2012-es évre adott jegybanki előrejelzések értékelése

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

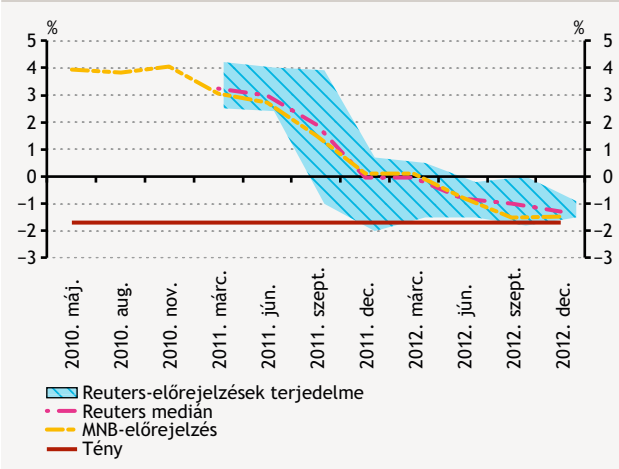
**6-1. ábra**  
A 2012-es évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések



## Infláció

A 2012-es évi fogyasztóiár-indexre először 2010 májusában készítettünk előrejelzést. Egészen 2011 közepéig arra számítottunk, hogy az infláció a céllal nagyjából konzisztens szinten alakul. 2011 szeptemberétől előrejelzésünk növekedése mögött elsősorban az indirekt adók emeléséről szóló bejelentések álltak. Így 2011 szeptemberében építettük be először előrejelzésünkbe a jövedéki adók többlépcsős emelését. A 2011. decemberi inflációs jelentésben számoltunk először az áfakulcs 2012. januári 25 százalékponttól 27 százalékpontra történő növelésével. A 2012-es év elejétől már a későbbi tényhez közeli előrejelzést adtunk. Korábbi feltételezéseinkhez képest az áfaemelés inflációs hatása nagyobb, a szabályozott árak emelkedése viszont kisebb lett. A 2012-es évi inflációt a globálisan gyenge mezőgazdasági terméseredmények miatt emelkedő élelmiszerárak is növelték.

**6-2. ábra**  
A 2012-es GDP-növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések



A Reuters-felmérésben részt vevő piaci elemzők várakozásainak mediánja az MNB inflációs előrejelzéséhez hasonlóan alakult. A jegybank előrejelzéseinek átlagos abszolút hibája 1,4 százalékpont volt, ami némileg kedvezőbb, mint a piaci várakozások 1,5 százalékos hibája.

## Gazdasági növekedés

A 2012. évi gazdasági növekedésre vonatkozó jegybanki és piaci előrejelzések az elmúlt három évben érdemben meghaladták a GDP tényleges alakulását. Az MNB stábjának átlagos előrejelzési hibája 2,2 százalékpont, míg a piaci elemzők mediánjának előrejelzési hibája 2,3 százalékpont volt. A növekedési várakozások 2011 tavaszán kezdtek mérsekülni, a bejelentett költségvetésiegyensúly-javító intézkedések keresletszűkítő hatására számítva. 2011 második felétől a nemzetközi konjunkturális környezet is érdemben romlott, az eurozóna ismét recesszióba süllyedt. Ennek

hatására érdemben csökkentek az előrejelzések, a korábbi növekedés helyett először stagnálást, majd recessziót vetítettek előre. Végül 2012 folyamán az aszályos időjárás miatt jelentősen csökkenő mezőgazdasági terméseredmények is hozzájárultak a prognózisok revíziójához. Összességében az előrejelzési hibák jelentős részét előre nem látott keresleti sokkok, kisebb részét pedig a mezőgazdasági kibocsátáshoz kapcsolódó kínálati sokkok magyarázzák.

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

7-1. táblázat

Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra

(2013)

	CPI-hatás 2013-ra		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,1	-0,7	-0,5
Piaci	0,4	1,7	2,1
Indirekt adók és intézkedések	0,3	0,8	1,0
<b>CPI</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>

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

7-2. táblázat

Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra

(2013)

	2013				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	1,4	0,0	2,4	0,0	3,8
nem feldolgozott	1,7	0,0	4,2	0,0	6,1
feldolgozott	1,2	0,0	1,6	0,0	2,7
Ipari termékek	0,4	0,0	1,1	0,0	1,5
tartós	-0,9	0,0	1,3	0,0	0,4
nem tartós	1,0	0,0	0,9	0,0	2,0
Piaci szolgáltatások	0,6	0,3	1,3	1,9	4,3
Piaci energia	3,7	0,0	0,7	0,0	4,4
Alkohol, dohány	1,9	1,9	3,3	3,9	11,4
Benzin	-4,4	0,0	5,7	0,0	1,0
Szabályozott árak	0,6	0,1	-3,5	0,0	-2,8
<b>Fogyasztóiár-index</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>2,6</b>
Maginfláció	0,8	0,4	1,5	1,2	3,9

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

**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL**

2013. március

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

