



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

2009. MÁJUS

Jelentés az infláció alakulásáról

2009. május



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hevesi Nóra

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1585-020X (on-line)



A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. törvény, azaz a 2001. július 13-án hatályba lépett új jegybanktörvény 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 a 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 Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés és Pénzügyi elemzések szakterületein készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. Az előrejelzés feltételes jellegű: változtalan monetáris és fiskális politikát tételez fel; a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében pedig nem szükségszerűen a legvalószínűbb esetet tartalmazza, hanem a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.

Az elemzés az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, valamint a Pénzügyi elemzések területén készült, Csermely Ágnes igazgató általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Kovács Mihály András, a Monetáris Stratégia és közgazdasági elemzés helyettes vezetője irányította, Hoffmann Mihály, Kiss Gergely és Virág Barnabás segítségével. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Baksay Gergely, Bauer Péter, Benk Szilárd, Bodnár Katalin, Hoffmann Mihály, Jakab M. Zoltán, Kiss Gergely, Kiss M. Norbert, Komáromi András, Kovács Mihály András, Lovas Zsolt, Martonosi Ádám, Munkácsi Zsuzsa, Nobilis Benedek, Pellényi Gábor, Szemere Róbert, Várnai Tímea, Várpalotai Viktor, Virág Barnabás. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés és a Pénzügyi elemzések szakterület további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól, amely a 2009. május 13-i és május 25-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, valamint a Pénzügyi elemzések szakterületének véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalom

Összefoglaló	7
1. A makrogazdasági adatok értékelése	13
1.1. Elhúzódó világgazdasági recesszió, stabilizálódásra utaló halvány jelek az ipari konjunktúrában	16
1.2. Recesszióban a magyar gazdaság	18
1.3. Erősödő munkapiaci alkalmazkodás	20
1.4. Cél közelében az infláció	22
2. Pénzügyi piacok és hitelezés	23
2.1. Javuló globális befektetői hangulat	25
2.2. Eszközár-alakulás a feltörekvő piacokon	27
2.3. Javuló tendenciák a hazai pénzügyi piacokon	29
2.4. Erősödő reálárfolyam, csökkenő reálkamat, szigorodó hitelezési feltételek	32
2.5. Tovább mérséklődő banki hitelezés	33
3. Inflációs és reálgazdasági kilátások	35
3.1. Mély visszaesés, fokozatos kilábalás 2010-től	38
3.2. Markáns munkapiaci alkalmazkodás: jelentős elbocsátások, alacsony bérdinamika	43
3.3. Átmeneti, meredek inflációemelkedés az adóintézkedések miatt, cél alatti nettó infláció	44
3.4. Felfelé mutató inflációs, lefelé mutató növekedési kockázatok	47
4. Államháztartási és külső egyensúly	51
4.1. Az államháztartási egyenleg alakulása	53
4.2. Külső egyensúly alakulása	59
A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2009	62
Függelék	67

Összefoglaló

A külső finanszírozási lehetőségek beszűkülése alkalmazkodási kényszer elé állítja a magyar gazdaságot

A nemzetközi tőkepiaci válság és a nyomában járó globális recesszió jelentős alkalmazkodási kényszer elé állítja a magyar gazdaságot. A kockázatok újraértékelése és a kockázatos befektetések iránti érdeklődés drasztikus visszaesése a magyar gazdaságot külső finanszírozási igényének gyors mérséklésére kényszeríti. A hitelezési feltételek szigorodása, a költségvetési egyensúly fenntartására hozott intézkedések és a forint elmúlt időszakban bekövetkezett reálleértékelődése együttesen jelentősen csökkentik a külső egyensúlyhiányt, és így a gazdaság sebezhetőségét is mérséklik. Konjunkturális szempontból azonban mind a pénzügyi szektor, mind a költségvetési politika prociklikus viselkedése mélyíti és elnyújtja a recessziót. Így a magyar gazdaság csak 2011-ben állhat újra határozott növekedési pályára. Az infláció – az adóintézkedések elsődleges hatását leszámítva – a teljes előrejelzési horizonton visszafogott maradhat.

Javult a bizalom a nemzetközi pénzpiacokon, a kockázatvállalási hajlandóság azonban még távol áll a válság előtti szintektől

Az elmúlt negyedévben a nemzetközi pénzpiacok kockázatvállalási hajlandóságát tükröző mutatók valamelyest javultak, ugyanakkor továbbra is jelentős bizonytalanság övezi a globális bankrendszer portfólióminőségét, a mérgező eszközállomány leírása és a recesszió mélyülése miatt a várható feltőkésítési igény nagyságát. A globális befektetői hangulat javulásával párhuzamosan a magyar kockázati megítélés mutatói is kedvezőbbek lettek. Ennek ellenére még nem utalnak határozott jelek arra, hogy a kockázatosabb eszközök befektetői kereslete jelentősen emelkedett volna.

Folytatódott a hitelezési aktivitás visszaesése

Az MNB új eszközeinek bevezetése és a kormányzat közvetlen hitelnyújtása segítette a belföldi szereplők devizaigényének kielégítését és bőséges forintlikviditással való ellátását. A bankrendszer hitelezési aktivitása azonban továbbra is visszafogott, a globális folyamatokkal összhangban a hazai bankok is törekednek a hitel/betét arányuk mérséklésére, és a kockázatos eszközállományuk bővülésének visszafogására.

Az első negyedévben a nemzetközi konjunktúra drasztikus ütemben romlott, az utóbbi hónapokban azonban erősödnek a stabilizálódásra utaló jelek

Az év első hónapjaiban a világkereskedelem közel ötödével esett vissza. Az értékesítési kilátások romlása a foglalkoztatás csökkenéséhez is vezetett, így a vállalati mellett a fogyasztói bizalom is történelmi mélypontokra süllyedt. A legutóbbi információk alapján azonban az üzleti várakozások lassú javulása és a készletek csökkenése a konjunkturális helyzet fokozatos stabilizálódására utalhat a világ nagy gazdaságaiban. Ebben jelentős szerepe lehet a költségvetési ösztönző csomagoknak és a számos országban megfigyelhető monetáris lazításnak. A beérkező információk azonban egyelőre nem utalnak gyors fordulatra, inkább azt jelzik, hogy a gazdaságok visszaesésének üteme lassan elérheti a mélypontot.

Az első negyedévben a magyar gazdaság visszaesése gyorsult, amire a vállalati szektor erőteljes létszámcsökkenéssel és bérbefagyasztással reagált

Míg a régió többi országában a felvevőpiacok visszaesése a tavalyi évben még élénk belső kereslettel párosult, Magyarországon a 2006 óta szigorodó fiskális politika miatt a külső és belső kereslet egyidejű visszaesése volt érzékelhető. A pénzügyi válság azonban az elmúlt félévben az összes európai gazdaságban visszavetette a lakossági kiadásokat is, így a hazai gazdaság mélyülő visszaesése közelebb került az európai átlaghoz.

A kibocsátás gyors visszaeséséhez a vállalati szektor számos lehetséges eszközzel igyekezett alkalmazkodni: csökkentették a ledolgozott munkaórák számát,

visszafogták a prémiumkifizetéseket, több esetben befagyasztották a rendszeres béreket, és jelentősen mérsékeltek a foglalkoztatottak számát.

Az értékesítési kilátások gyors romlását azonban még ezek a lépések is csak részben kompenzálták, aminek következtében a fajlagos munkaköltségek tovább emelkedtek. Mivel a gyenge kereslet árak emelését nem tette lehetővé, a vállalati szektor jövedelmezősége jelentős mértékben romlott.

A visszaeső kereslet ellensúlyozta az árfolyam leértékelődésének inflációnövelő hatását

Az év elején a megelőző hónapok gyors dezinflációs tendenciája nem folytatódott tovább: mind az infláció, mind a maginfláció az árstabilitásnak megfelelő 3 százalék körül alakult az év első négy hónapjában. Az árnövekedési ütemnek az inflációs célhoz közeli alakulása azonban számos ellentétes irányú tényező hatásából adódott. A maginfláció az elmúlt negyedévek erőteljes árfolyamgyengülése ellenére tovább lassult, jórészt a visszaeső kereslet dezinflációs hatása miatt. A korábbinál gyengébb árfolyam ugyanakkor erőteljesebben jelent meg a feldolgozatlan élelmiszerek áraiban, ahol az importtartalom magas és a kereslet jövedelemrugalmassága viszonylag alacsony.

Mély visszaesés 2009-ben, 2010-ben lassú korrekció, 2011-ben újra határozott növekedés jöhet

Alap-előrejelzésünk szerint a nemzetközi konjunktúrában csak 2010-ben kezdődhet némi élénkülés, 2011-re azonban már a globális kibocsátási rés záródásával számolunk, és így határozott bővülést tételezünk fel. A bankszektor tőkeáttételének tartós mérséklődése miatt azonban a hitelezési aktivitásban a teljes előrejelzési horizonton igen visszafogott pályát várunk.

Arra számítunk, hogy a magyar gazdaság az európai átlagnál erőteljesebben esik vissza, mivel a külső konjunktúra, a hitelkínálat szűkülése és a költségvetési intézkedések növekedést visszafogó hatása egyszerre érvényesül. Az idei évre közel hét, jövőre egy százalék körüli gazdasági visszaesést várunk. 2011-ben azonban már a gazdasági növekedés erőteljes korrekciójára számítunk. Ekkorra ugyanis a külső konjunktúra élénkülésnek indulhat, az élénkülő keresletre a jelentős kapacitásfelesleggel rendelkező gazdaság várhatóan gyorsan reagál, amit az is elősegít, hogy akkorra a költségvetési kiigazítás versenyképességet javító hatása is egyre határozottabban érvényesülhet.

Prognózisunk jórészt az április 19-én bejelentett kormányzati intézkedések megvalósulásával számol

A belföldi kereslet alakulását a kormányzati intézkedések jelentős mértékben befolyásolják. A jelenlegi világgazdasági környezetben a magyar költségvetési pálya csak akkor finanszírozható, ha a romló gazdasági kilátások nem eredményezik a deficit jelentős növekedését. A nemzetközi szervezetekkel kötött megállapodás azonban lehetőséget biztosít arra, hogy a költségvetés automatikus stabilizátor hatása részben érvényesüljön. Így az új intézkedések és a makrogazdasági kilátások változásának együttes hatásaként a költségvetés hiánya idén a GDP 3,9 százaléka körül alakulhat. 2010-re jelentős bizonytalanság övezi a költségvetési folyamatokat, a rendelkezésünkre álló információk alapján már számszerűsíthető intézkedések mellett 4,5%-os deficitet jelzünk előre. A nemzetközi megállapodásban vállalt csökkenő hiánypályához a GDP mintegy 0,7 százalékanak megfelelő intézkedéscsomag részletes kidolgozása szükséges.

Az államháztartási intézkedések rövid távon mélyítik a recessziót, 2011-től kezdődően azonban már segítik a gazdaság fellendülését: a tervezett adóátcsoportosítás és a munkakínálat növelésére tett intézkedések erősítik a gazdaság versenyképességét és így javítják hosszú távú növekedését. Emellett a költségvetési hiány finanszírozhatóságának megőrzése, a versenyképességet erősítő adóátrendezés, és az adósságpályát hosszabb távon is javító kiadáscsökkentő intézke-

dések elősegítik a piaci bizalom helyreállítását, így közvetett módon, a gazdaság finanszírozási költségének mérséklésén keresztül is elősegítik a gyorsabb növekedést.

A vállalati és a lakossági szektor is kiadás-visszafogással alkalmazkodik a csökkenő és bizonytalanabbá váló jövedelemkilátásokhoz.

A külső konjunktúra visszaesése idén mérsékli az exportszektor termelését, 2010-re azonban már némi korrekcióval számolunk. Bár a hazai exportteljesítmény érzékenyen reagál a külső kilátások romlására, az elmúlt időszakban bekövetkezett reáleértékelődés és a munkát terhelő adók csökkenése erősíti az exportszektor versenyképességét, emiatt 2010-től a piaci részesedés emelkedésére számítunk.

A romló konjunkturális helyzet a vállalati kiadások visszafogását eredményezi. A vállalatok a csökkenő értékesítésekhez a foglalkoztatás korábbiakban vártnál erőteljesebb visszafogásával és a bérek befagyasztásával alkalmazkodnak. Bár a kormányzati intézkedések hosszabb távon élénkítik a munkakeresletet és a munkakínálatot, rövid távon a recesszió foglalkoztatás szempontjából kedvezőtlen hatása dominál, így 2010 végéig a foglalkoztatás csökkenésére, növekvő munkanélküliségre és igen visszafogott bérezésre számítunk. 2011-től a kibocsátás fellendülésével párhuzamosan a munkapiaci helyzetben is kedvező változásokkal lehet számolni. Várakozásaink szerint újra élénkülhet a foglalkoztatás, emelkedhet a bérdinamika és csökkenhet a munkanélküliségi ráta is.

Rövid távon a romló értékesítési kilátások és a hitelkínálat szűkülése a vállalati beruházásokban is radikális visszafogást eredményez. 2010-től azonban a külső kereslet javulásával párhuzamosan a vállalati beruházások fokozatos élénkülésére számítunk.

2009–2010 folyamán a csökkenő foglalkoztatás miatt növekvő lakossági jövedelembizonytalanság, és a szigorodó hitelfeltételek a lakosság fogyasztási és beruházási kilátásait erőteljesen visszavetik, így a szektor megtakarítási hajlandóságának határozott emelkedésére számítunk. 2011-ben ugyanakkor a lakossági jövedelmek bővülésével párhuzamosan a lakosság fogyasztási és beruházási kiadásai is emelkedhetnek.

A belföldi felhasználás erőteljes csökkenése miatt az importdinamika radikálisan mérséklődik, aminek következtében – az export visszaesése ellenére – a nettó export növekedéshez való hozzájárulása előrejelzési horizontunk egészén pozitív lehet.

A növekedési kilátásokat továbbra is negatív kockázatok övezik

A jelentős és elhúzódó recessziót feltételező alappályánkhoz viszonyítva továbbra is a negatív kockázati tényezők súlyát véljük erőteljesebbnek. A recesszió további mélyülését okozhatja a bankok hitelezési aktivitásának vártnál nagyobb mértékű visszaesése, illetve ha a gazdaság potenciális kibocsátása a pénzügyi válság következtében az alappályában vártnál erőteljesebben esik vissza.

Az indirekt adók emelése ellenére a nettó infláció a cél alatt várható

Alapfeltevéseink érvényessége esetén (295 forint/eurós árfolyam, 50-60 dollár körüli olajárpály, a bejelentett kormányzati intézkedések megvalósulása) az infláció az idei év végére 6,5 százalék közelébe emelkedhet. Ennek oka a kormányzati áfa- és egyéb indirektadó-emelések hatása, míg az adóintézkedésektől megtisztított infláció a teljes előrejelzési horizonton az inflációs cél alatt maradhat. A forint elmúlt évben bekövetkezett jelentős gyengülése ellenére ugyanis arra számítunk, hogy a visszaeső hazai aktivitás, a háztartásokat érintő megszorítások nyomán tovább csökkenő fogyasztás, a munkát terhelő elvonások mér-

séklése – a visszafogottabb bérköltség-dinamikán keresztül – középtávon is igen alacsony inflációs környezetet eredményez.

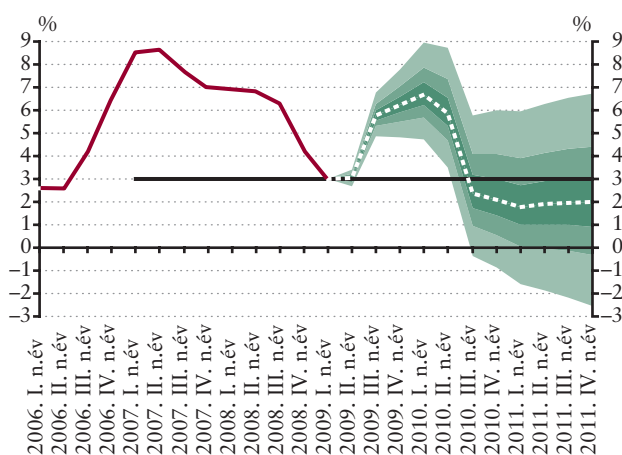
Az indirekt adók emelése ellenére a nettó infláció a cél alatt várható

Az alappályához képest összességében felfelé mutató inflációs kockázatokat látunk. Míg az alappályában feltételeztnél elhúzódóbb visszaesés a bankhitelezésben enyhén lefelé, a potenciális kibocsátás vártnál nagyobb visszaesése erősen felfelé mutató inflációs kockázatot jelent.

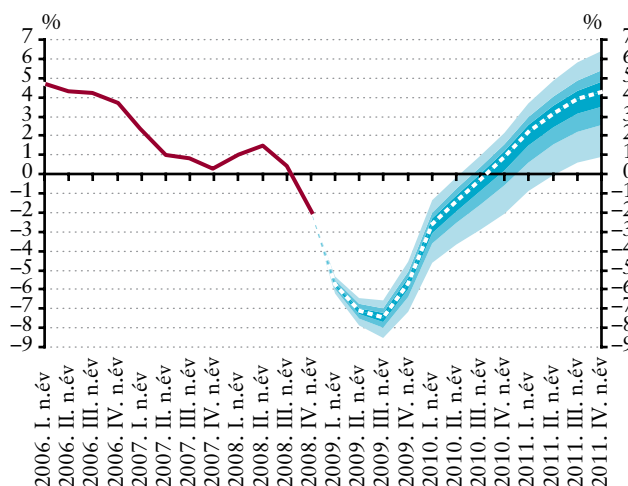
Erőteljesen csökkenő külső finanszírozási igény

A külső egyensúly várakozásunk szerint erőteljesen javulhat, aminek legfontosabb oka a lakosság megtakarítási hajlandóságának emelkedése. Emellett azonban a vállalati szektor adóterhelésének mérséklése és a szektorban tapasztalható szigorúbb hitelfeltételek is a finanszírozási pozíció javulását okozzák.

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Az alappálya összefoglaló táblázata

(Előrejelzéseink feltételes jellegűek: az alappálya a 3. fejezetben bemutatott feltevések *együttes* bekövetkezése mellett érvényes legvalószínűbb esetet jeleníti meg; az előző év azonos időszakához képest, százalékban, ha másképp nem jelezzük)

	2007	2008	2009	2010	2011
	Tény		Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció ¹	5,4	5,2	4,4	3,5	1,3
Fogyasztóiár-index	8,0	6,1	4,5	4,3	1,9
Gazdasági növekedés					
Külső kereslet (GDP-alapon)	3,8	2,1	-3,2	0,1	2,0
Háztartások fogyasztási kiadása	0,7	-0,7	-8,0	-2,9	2,9
Állóeszköz-felhalmozás	0,9	-2,6	-10,3	0,8	4,2
<i>Belföldi felhasználás</i>	-0,9	-0,1	-7,9	-1,7	2,9
Export	15,9	4,6	-15,1	3,0	8,7
Import ²	13,1	4,0	-16,7	2,1	8,3
GDP*	1,1	0,5	-6,7	-0,9	3,4
Folyó fizetési mérleg hiánya²					
A GDP százalékában	6,5	8,4	4,1	4,0	3,3
Milliárd euróban	6,6	8,9	3,6	3,5	3,1
Külső finanszírozási igény²					
A GDP százalékában	5,4	7,4	2,0	1,4	0,2
Munkaerőpiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	8,0	7,6	-0,3	2,1	4,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁴	-0,1	-1,2	-3,2	-1,7	0,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁵	9,1 (8,5)	8,5 (8,0)	3,0	3,0	4,5
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁴	0,9	-1,1	-4,0	-2,1	0,9
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ¹⁶	4,0	6,2	5,7	-2,0	1,6
Lakossági reáljövedelem**	-3,2	-1,4	-4,3	-1,6	1,8

¹ 2009 májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre.

² A 2004–2007-es időszakban a fizetési mérleg „Tévedések és hiba” sorának magas szintjéből fakadó bizonytalanság magasabb folyó fizetésimérleg-hiány és külső finanszírozási igény irányába mutat.

³ Pénzforgalmi szemléletben.

⁴ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

⁵ Az eredeti KSH-adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonálisának hatásától tisztított adatok szerepelnek.

⁶ A versenyszféra fajlagos munkaköltségére vonatkozó számítás a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval készült.

* A táblázatban a naptárinap-hatást is tartalmazó eredeti adatok szerepelnek.

** MNB-becslés.

1. A makrogazdasági adatok értékelése





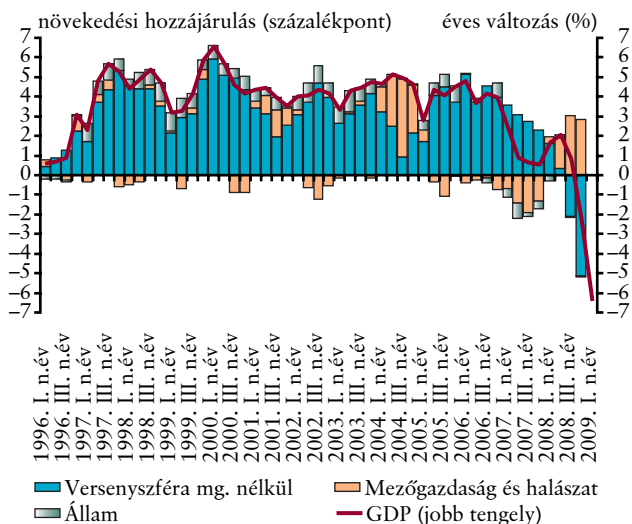
Az előzetes adatok alapján a bruttó hazai termék 2009 első negyedévében jelentősen, a naptári hatások kiszűrésével éves alapon 5,8 százalékkal csökkent. A negyedéves változást mutató adatok szerint a visszaesés mértéke historikusan a rendszerváltozást követő évek recessziójával vehető össze, s a magyar gazdaság egy éve folyamatosan zsugorodik. A gyenge növekedési teljesítmény három fő okra vezethető vissza. Egyrészt a nemzetközi gazdasági környezet jelentősen romlott az elmúlt negyedévekben, ami termelési oldalon az ipart, felhasználási oldalon a beruházásokat és a kivittet fékezte. Másrészt a banki hitelezés drasztikus szűkülése a lakossági fogyasztást és a beruházásokat érintette. Végül az újabb költségvetési megszorítások a lakossági és kormányzati kiadásokat is

viSSZAVETTEK. E hatásokat részben ellensúlyozta az importkereslet csökkenése, így a nettó export növekedési hozzájárulása pozitív lehetett.

A 2008. negyedik negyedévre rendelkezésre álló részletes adatokból kitűnik a magyar GDP hosszú távú kilátások szempontjából kedvezőtlen szerkezete. A legnagyobb nemzetgazdasági szektorok (feldolgozóipar, piaci szolgáltatások) teljesítménye a vártnál gyorsabban és erőteljesebben esett vissza, így 2008-ban a korábban feltételezettnél nagyobb lett néhány egyedi tényező pozitív növekedési hatása. Ezek a kiváló mezőgazdasági termeléshez, néhány nagy infrastrukturális beruházáshoz és az állami termelést érintő bázishatásokhoz köthetők.¹

1-1. ábra

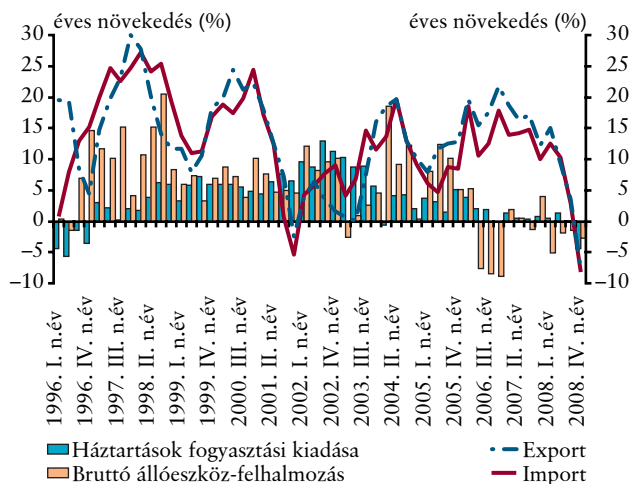
A főbb nemzetgazdasági szektorok hozzájárulása a teljes kibocsátáshoz*



* Tekintve, hogy a láncindexált idősorok esetében az összegezhetőség nem teljesül, így az aggregálásból adódó hibát az egyes tételek súlyarányának megfelelően szétosztottuk. Az így kapott korrigált idősorokból számított dinamikák számszerűen kevésbé informatívak (eltérnek az eredeti adatokban megfigyeltől), ám az ábra az érvényesülő tendenciákat így is megfelelően tükrözheti.

1-2. ábra

A főbb felhasználási oldali GDP-tételek éves növekedése



¹ Az egészségügyi szolgáltatások éves dinamikáját emelte, hogy 2007 utolsó negyedévében a még hatályban lévő vízitdíj miatt lényegesen kevesebbet vettek igénybe a szolgáltatásokat, mint 2008 hasonló időszakában.

1.1. Elhúzódó világgazdasági recesszió, stabilizálódásra utaló halvány jelek az ipari konjunktúrában

A világ az elmúlt ötven év legsúlyosabb gazdasági visszaesését éli át. A nemzetközi gazdasági válság gyors elmélyülésében pénzügyi és reálgazdasági tényezők egyaránt szerepet játszottak. Az amerikai gazdaság recessziója az NBER utólagos értékelése alapján 2007 decemberében kezdődött el, aminek köszönhetően 2008-ban már a világgazdaság egésze is lassult. A visszaesést súlyosbította a Lehman Brothers befektetési bank csődje nyomán kibontakozó pénzügyi válság. Mivel a nemzetközi pénzügyi rendszer feszültségei 2008 őszén eszkalálódtak, a nemzetközi pénzpiacon erőteljes likviditási és finanszírozási feszültségek keletkeztek: a bankközi piacok befagytak, a bankok hitelfeltételei pedig erőteljesen szigorodtak a reálgazdasági szereplők felé. Emellett a nemzetközi tőke mozgásokat a befektetők alacsony kockázatú befektetésekre való menekülése határozta meg. Ez különösen a folyó fizetésimérleg-hiánnyal rendelkező feltörekvő országokban – köztük Magyarországon – drágította meg a forrásbevonást. A hitelválság így gyorsan tovaterjedt a világban, és tovább szűkítette a fogyasztási-beruházási keresletet.

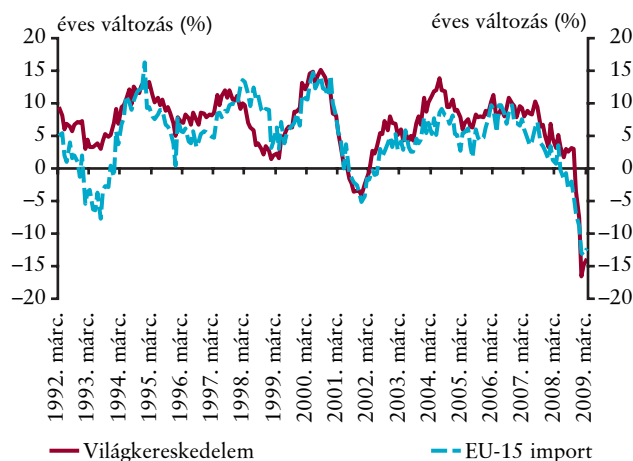
A világkereskedelem példátlan mértékben, közel ötödével csökkent 2008–2009 fordulóján. Ehhez az előbbieken túl a válság kereskedelmi hitelezésre való áttérése is hozzájárulhatott. Mivel a globalizáció hatására a vállalati ellátási láncok a korábbi években megnyúltak és mind több országra terjedtek ki, a visszaesés ma szélesebb országkört, erősebben és gyorsabban sújt a kereskedelmen keresztül, mint korábban bármikor.

A válságra adott monetáris és költségvetési lépések a korábbi hasonló epizódokhoz képest gyorsak és erőteljesek voltak, és túlléptek a korábban megszokott kereteken.² Ezek révén az IMF szerint elkerülhető az 1929–33-as nagy válság megismétlődése.³ Ugyanakkor a helyreállítás kulcsa továbbra is a pénzügyi rendszer problémáinak megoldása, amely a feladat bonyolultsága, költsége és politikai nehézségei miatt a vártnál jobban elhúzódik.

Azok a bizalmi indikátorok, amelyek jól jelzik a magyar gazdaság külső keresletét, az elmúlt hónapokban az üzleti várakozások stabilizálódását mutatták. Ezt egyrészt a bejelentett gaz-

1-3. ábra

A világkereskedelem növekedése*

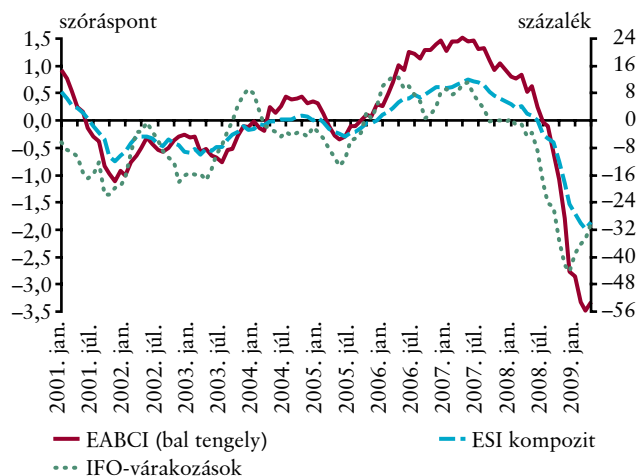


* Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: CPB Netherlands.

1-4. ábra

Az EABCI, az ESI kompozit és az IFO bizalmi indexek alakulása*



* Az EABCI az Európai Bizottság által publikált Business Climate Indicator az euroövezet országaira. Az ESI kompozit indikátor az Európai Bizottság által publikált Economic Sentiment Indicator Magyarországon kívül 18 legnagyobb EU-tagra számított értékeinek a magyar exportszerkezetben vett arányaikkal súlyozott átlaga – 100.

Forrás: Európai Bizottság, CESifo.

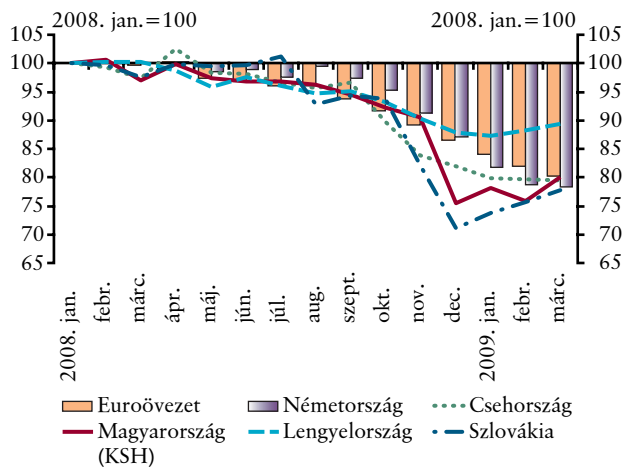
² A jegybanki beavatkozásokról részletesebben lásd a 2. fejezetet.

³ Lásd erről: From Recession to Recovery: How Soon and How Strong? In: IMF World Economic Outlook April 2009: Crisis and Recovery, International Monetary Fund, Washington D.C. (3. fejezet, 103–138. o.)

1-5. ábra

A régió, az euroövezet és Németország ipari termelésének volumene

(szezonalisan igazított szintek)*



* A 15 tagú euroövezet Szlovákia nélkül.

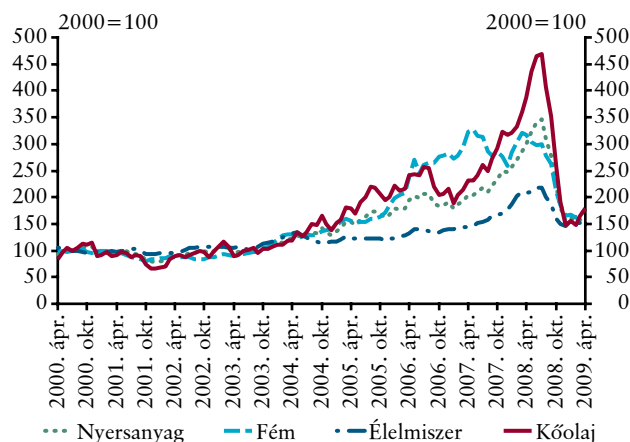
Forrás: Eurostat.

daságpolitikai intézkedések bizalomerosztó hatása magyarázhatja. Másrészt viszont úgy tűnik, hogy az eladatlan kereskedelmi készletek apadásával megállhat a termelés visszaesése. Régióinkban véget érni látszik az ipari termelés zuhanása, ami szintén a konjunktúra mélypontjának közelségére utalhat.

A globális keresleti nyomás enyhülésének köszönhetően a nyersanyagárak 2009 elején stabilizálódtak. Ami az olajárak

1-6. ábra

A globális nyersanyagárak alakulása*



* Dollárban kifejezve. A kiemelt termékcsoportok (élelmiszer, kőolaj és fém) a teljes nyersanyagindex mintegy 80 százalékát teszik ki.

Forrás: IMF, IFS-adatbázis.

határidős jegyzését illeti, úgy tűnik, hogy a piac az elhúzódó recesszió miatt a közeljövőben is csak mérsékelt áremelkedésre számít. Ezzel szemben a gabonaárak esetében, részben az év eleje óta jellemző száraz időjárással összefüggésben, a határidős árak meredek emelkedése volt megfigyelhető. Összességében jelentős a bizonytalanság a tekintetben, hogy a világ-gazdaság későbbi élénkülése milyen mértékben lendítheti fel újra a nyersanyagpiacokat.

1.2. Recesszióban a magyar gazdaság

A beérkezett adatok alapján a gazdaság visszaesése 2009 első negyedévében gyorsult. A reálgazdasági folyamatokat továbbra is a nemzetközi recesszió, a hitelezés beszűkülése és a költségvetési kiigazítási lépések határozták meg.

A termelés visszaesése az ágazatok széles körében volt érzékelhető. A külső kereslet zuhanása az ipari termelést gyorsan és erőteljesen érintette. A készletek historikusan magas szintről történő leépítése és az orosz–ukrán gázvita miatti januári gyárleállások is hozzájárultak ahhoz, hogy a feldolgozóipari kapacitáskihasználtság az év első negyedévében a felmérés rendelkezésre állása óta nem látott mélypontra esett. Ugyanakkor az utóbbi hónapokban már stabilizálódott a feldolgozóipari termelés volumene, ami egyrészt külső konjunkturális folyamatokkal (a német „roncsprémium” program és bizalmi indexek javulása), másrészt a reálárfolyamra különösen érzékeny szektorokban (pl. élelmiszeripar) az árfolyam elmúlt időszaki gyengülésével magyarázható.

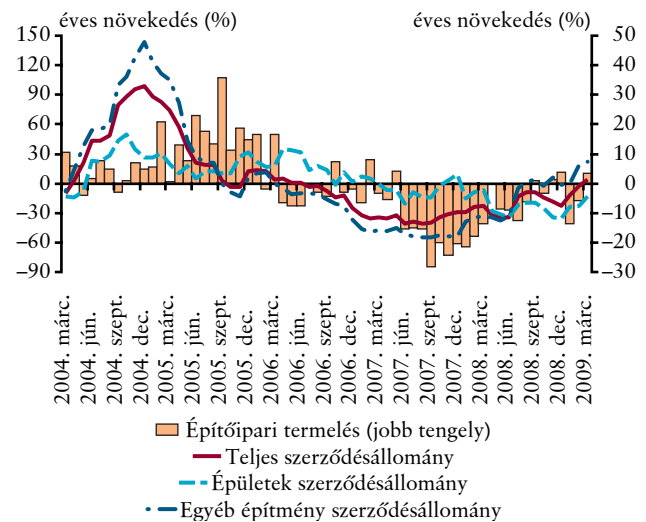
Az építőipari kibocsátás visszaesése az első negyedévben lassult, a szerződésállomány a stabilizálódás, sőt márciusban a növekedés jeleit mutatja. Ez 2008 negyedik negyedévéhez hasonlóan főként az EU-forrásokból finanszírozott infrastrukturális beruházásoknak köszönhető. Az épületépítések terén jóval összetettebb a kép: mind a szerződésállomány, mind a kiadott lakásépítési engedélyk száma csökkent. Másfelől a reál lakásárak esése mérséklődött, és a korábban megkezdett építkezések befejeződésével jelentősen nőtt a kiadott használatbavételi engedélyk száma. A hitelezés szűkülése és a háztartások romló jövedelmi helyzete tovább rontja a lakáspiac kilátásait, amit az ágazat bizalmi indexének folytatódó esése is alátámaszt.

Összességében az építőipari adatok első negyedévi alakulása inkább kedvező irányú fordulatra utal az épületberuházások terén. A felhalmozás erőteljes csökkenését valószínűsíti ugyanakkor a versenyszféra hozzáadott értékének jelentős visszaesése és a banki hitelezés elapadása. Ezek miatt a vállalatok gépberuházásai igen markánsan csökkenhettek, s így az összes beruházási kiadás is igen kedvezőtlenül alakulhatott az első negyedévben.

A lakosság jövedelmi kilátásait a vállalatok munkapiaci alkalmazkodása, és a tervezett újabb költségvetési kiigazítási lépések rontották, illetve tették bizonytalanabbá. Így a hitelfelvétel

1-7. ábra

Építőipari termelés és rendelésállomány alakulása



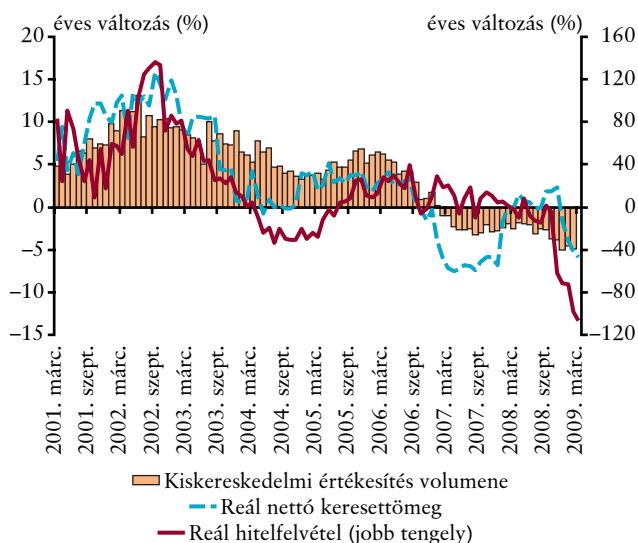
teli korlátok szigorodása mellett az óvatossági megtakarítások is emelkedtek, illetve a fogyasztási és beruházási kiadások csökkenése folytatódhatott. E folyamatokat tükrözi többek között az első negyedévre rendelkezésre álló pénzügyi számla, valamint a kiskereskedelmi forgalmi adatok, melyek szerint a fogyasztási kiadások visszaesése éves alapon gyorsulhatott, a lakosság megtakarítási hajlandósága ugyanakkor erőteljesen emelkedett.

Számításaink szerint a háztartások fogyasztási kiadása és a kiskereskedelmi forgalom között megszokott erős kapcsolat az utóbbi hónapokban gyengült. Ezt részben a forintárfolyam elmúlt időszaki gyengülése következtében erősödő bevásárlóturizmus, részben pedig a pénzügyi szolgáltatások felhasználásának mérséklődése magyarázhatja.

Emellett az állami kiadások visszafogása a közösségi fogyasztás dinamikáját is fékezhetette. Ezzel szemben a nettó export javulását sugallják az első hónapok külkereskedelmi áruforgalmi adatai. Ezt az magyarázza, hogy a kivitellel együtt annak importigénye is mérséklődik, amihez hozzáadódik a gyengülő belföldi kereslet hatása. A februárig rendelkezésre álló adatok alapján az utóbbi hónapokban a cse-rearány javulásnak indult, amit leginkább az energiahordozók árainak elmúlt félévben bekövetkezett csökkenése indokol.

1-8. ábra

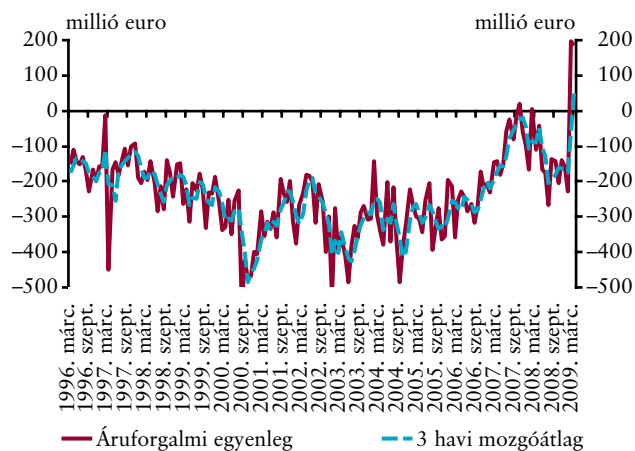
A kiskereskedelmi értékesítések, a nettó keresettőmeg és a háztartási hitelfelvétel alakulása*



* Szezonálisan igazított adatok, a hitelfelvétel tartalmazza a lízinget is, a keresettőmeg és hitelfelvétel fogyasztóiár-indexszel defláltak.

1-9. ábra

Az áruforgalmi egyenleg alakulása*



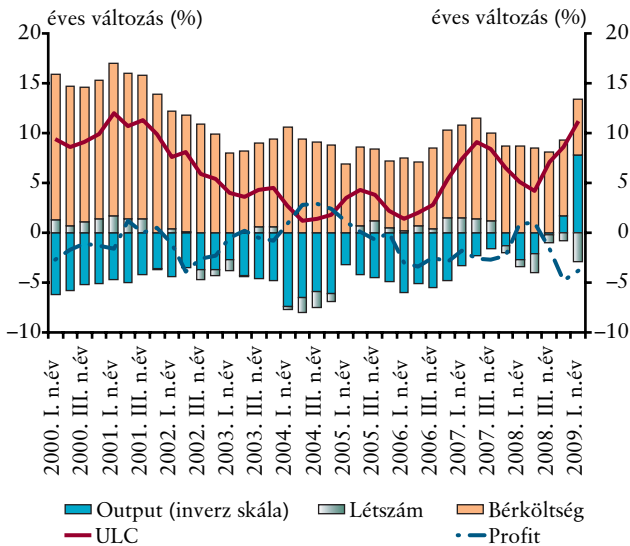
*A külkereskedelmi adatok alapján, a nemzeti számla módszertan szerint korrigálva.

1.3. Erősödő munkapiaci alkalmazkodás

Az értékesítés gyors és erőteljes zuhanása miatt a vállalatok profithelyzete jelentősen romlott. A fajlagos munkaköltség emelkedésére a versenyszféra létszámcsökkentéssel és a bérek visszafogásával válaszolt. Bár a versenyszféra bértömege az utóbbi hónapokban erőteljesen csökkent, a vállalati jövedelmezőség helyreállításához e folyamatok folytatódása szükséges.

1-10. ábra

A fajlagos munkaköltség alakulása a versenyszektorban*



* 2009. I. negyedév ténybecslés. A fajlagos munkaköltség (ULC) az egy alkalmazottra eső bérköltség és az egy alkalmazottra eső hozzáadott érték hányadosa.

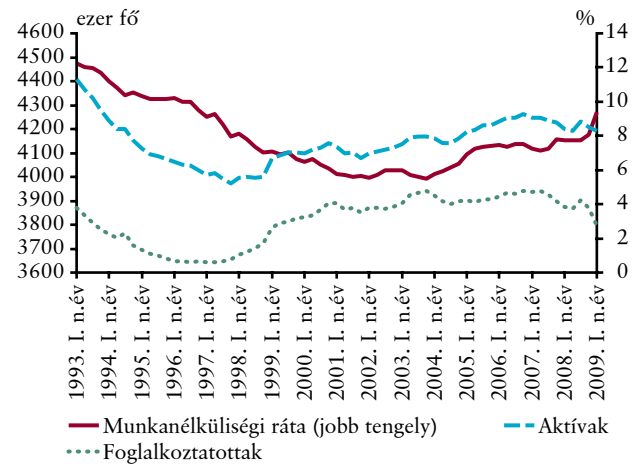
A leépítések először a feldolgozóipart érintették, de az utóbbi hónapokban már több szolgáltatássectorban is érezhetően csökkent a létszám. A munkapiac feszessége szempontjából kulcsfontosságú, hogy a korábbi évek trendjeivel ellentétben az elmúlt negyedévben az állásvesztők döntő többsége nem vonult ki a munkapiacról, hanem aktív álláskereső maradt. Ez másfelől a munkanélküliségi ráta jelentős emelkedését is eredményezte.

A béralkalmazkodás először a prémiumfizetések visszafogásában jelent meg 2008 végén. Egyre több jel utal azonban a rendszeres keresetek befagyasztására: az első negyedévi adatok szerint rendszeres átlagkereset a 2008 utolsó negyedévi szinten maradt, emellett az elmúlt hónapok több, nem repre-

1-11. ábra

Foglalkoztatottság és munkanélküliség a nemzetgazdaságban

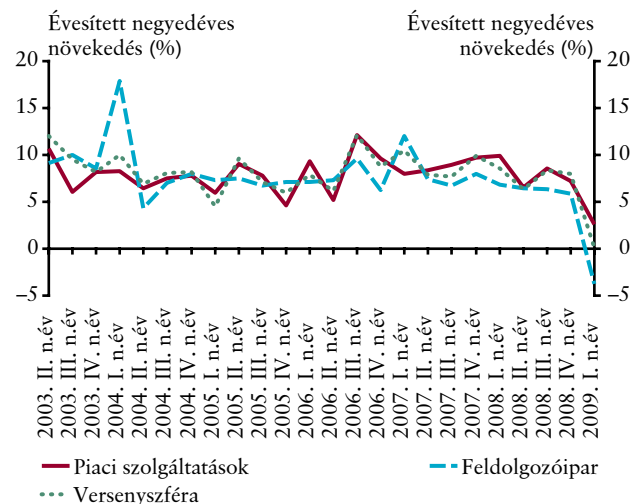
(szезonálisan igazított adatok)



zentatív felmérés (Hay, Hewitt, Manpower) szerint a vállalatok növekvő hányada tervezi 2009-ben a bérek befagyasztását. Mivel az alacsonyabb keresetű, általában fizikai alkalmazottak nagyobb eséllyel veszítették el állásukat, a tényleges keresetnövekedés még a statisztikák által mutatottnál is alacsonyabb lehetett.

1-12. ábra

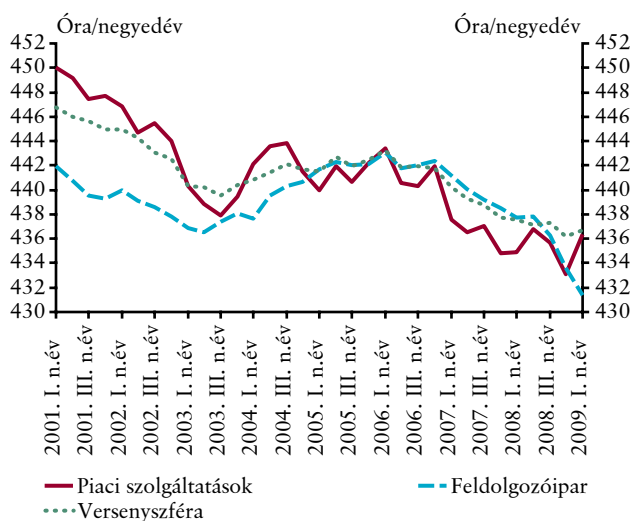
A rendszeres átlagkereset alakulása a versenyszférában*



*Fehéréddel korrigált, szезonálisan igazított adatok.

1-13. ábra

Átlagos munkaóra a versenyszférában*



* A legalább 60 órában foglalkoztatottak körében.

A bérvisszafogást kiegészítette a ledolgozott munkaórák számának csökkenése, mely a statisztikák szerint elsősorban a rendszeres keresetben éreztette hatását. Az első negyedévben több egyszeri hatás is csökkentette a munkaórák számát, így a karácsony-újév környéki szabadnapok és az orosz–ukrán gázválság miatti termelés kiesés. Másfelől egyre több vállalat jelentette be rövidített munkahétre való átállását.

Az állami szektorban 2009 elején nem volt illetményalap-emelés. A rendszeres kereset éves emelkedése áthúzódó hatásnak tudható be, ugyanis az önkormányzatok tavalyi bérfeljesztése csak 2008 közepén valósult meg. Másrészt a 13. havi fizetés összegének maximalizálása és folyósítási rendjének megváltozása⁴ miatt az első hónapokban a közsféra bruttó átlagkeresete jelentősen csökkent. E folyamatok összhangban vannak az állami szektor 2009. évi bérvisszafogásáról alkotott képünkkel.

⁴ A 13. havi fizetés helyett 2009-ben nyújtott kompenzáció átlagos összege kisebb, mint a tavalyi évre eső 13. havi bér. Másrészt, tavaly januárban került sor a 2007. évi 13. havi fizetés 50 százalékának folyósítására, míg 2009 elején hasonló kifizetés nem történt.

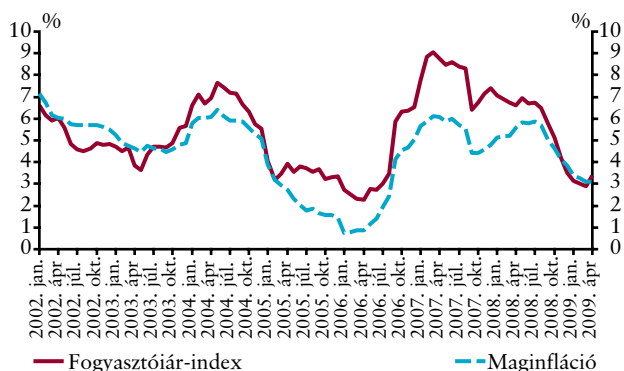
1.4. Cél közelében az infláció

Az év első négy hónapjában mind az infláció, mind a maginfláció az árstabilitásnak megfelelő 3 százalék körül alakult. Az első negyedévet jellemző stabil árindexek után – márciushoz képest – áprilisban emelkedett ugyan 0,5 százalékpontot a teljes fogyasztóiár-index, a maginfláció viszont ebben a hónapban is változatlan maradt, 3,1 százalékon állt. Az inflációra három fő tényező hatott ebben az időszakban: a forint leértékelődése, a vállalatok emelkedő fajlagos munkaköltsége és a belső kereslet visszaesése. Ezek közül egyelőre az utóbbi tűnik dominánsnak, bár az árfolyamgyengülés hatása általában csak néhány havi késéssel, fokozatosan jelentkezik.

1-14. ábra

Az infláció alakulása

(havi adatok éves változása)



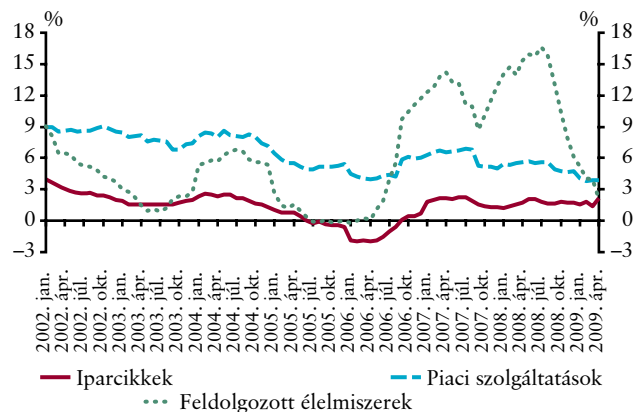
A maginfláció stabilitása mögött eltérő folyamatok húzódnak meg az egyes tételeknél. Az iparcikkárak ingadozása jelentősen megnőtt az utolsó hónapokban. Ezt javarészt egy nagy súlyú tétel, az újautó-árak változásai okozták – a márciusi nagy csökkenést áprilisban nagy emelkedés követte, jelentős mértékben hozzájárulva az éves index áprilisi emelkedéséhez –, míg az egyéb iparcikkek inflációja stabil volt, megfelelt az árfolyam-begyűrés alapján vártnak. A piaci szolgáltatások inflációja tovább mérséklődött, az év elején a mutató historikusan alacsony, 4 százalék körüli szintre süllyedt. A feldolgozott élelmiszereket szintén visszafogott áremelkedés jellemezte, e körben a rövid bázisú mutatók az árak stagnálását mutatták az utolsó két hónapban.

A maginfláción kívüli tételek közül a feldolgozatlan élelmiszerek árszintje tovább emelkedett. Ebben szerepet játszhatott az árfolyam gyengülése, különösen mert az év első hónapjaiban viszonylag nagyobb az import részaránya e termékcsoportban. Az üzemanyagárak az infláció csökkenéséhez járultak hozzá, de inkább csak egy technikai hatás miatt: a tavaly

1-15. ábra

Az infláció egyes részleteinek alakulása

(havi adatok éves változása)



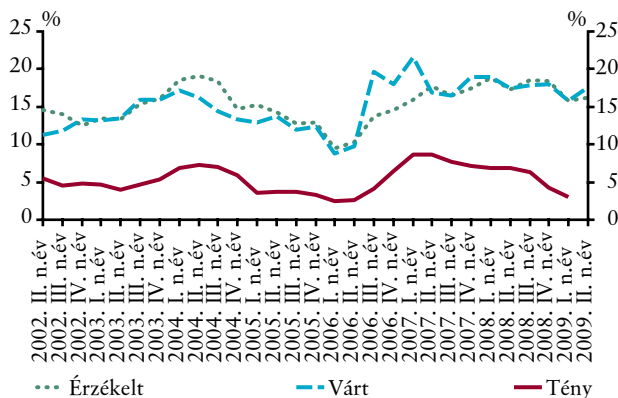
márciusi jelentősebb üzemanyagár-emelkedés kikertült az éves index bázisából. A hatósági árak körében kiemelkedő hatással bírt, hogy 2009 elején – a csökkenő olajárnak köszönhetően – nem volt gázáremelés. Ugyanakkor a gyógyszerátogatások szigorítása áprilisban már megjelent a szabályozott árak emelkedésében.

A lakosság által érzékelt infláció csökkenése megállt annak ellenére, hogy a tényleges áremelkedési ütem rég nem látott mélypontot ért el. Ezt az magyarázhatja, ha az inflációs érzékelés egyfajta általános gazdasági közérzetet tükröz. Az inflációs várakozások emelkedtek, melyet az áfa várható emelése és az árfolyam gyengülése indokol.

1-16. ábra

Lakossági inflációs érzékelés és várakozás – Medián-felmérés

(az elmúlt és az elkövetkező 12 hónapra)



2. Pénzügyi piacok és hitelezés





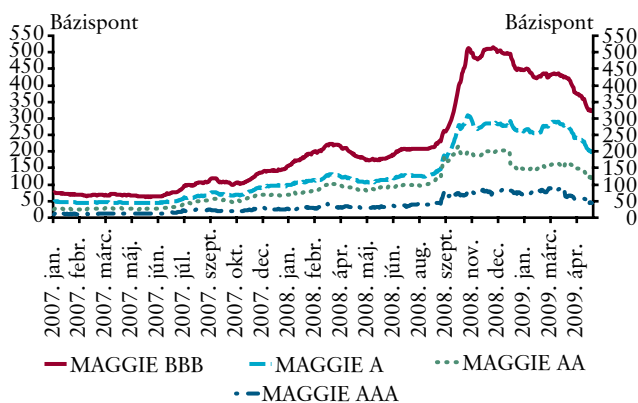
2.1. Javuló globális befektetői hangulat

A globális piaci környezetben március közepétől kedvező irányú változás következett be: összességében élénkült a kockáztvállalási hajlandóság, emelkedtek tőzsdeindexek, a befektetői hangulatot többnyire optimizmus jellemezte. A legutóbbi, februári jelentésünk megjelenését követő első hetekben a világ pénzügyi piacain még ugyan fennmaradt a korábban is jellemző magas kockázatkerülés és pesszimizmus, ami zuhanó tőzsdeindexekkel és magas volatilitással párosult, március közepétől azonban már érződött a hangulat javulása. Néhány amerikai bank kedvező év eleji eredményei nyomán a pénzügyi szektor vezetésével pozitívba fordultak, majd erőteljesen emelkedtek a fejlett piaci részvényindexek, növekedett a kockázati étvágó. A pozitív irányú változáshoz hozzájárult az amerikai bankok problémás eszközeit kezelő kormányzati program meghirdetése és a piaci értéken történő értékelés számviteli előírásainak kedvező változtatása is. Ugyanakkor továbbra is előfordultak negatív fejlemények (sertésinfluenzával kapcsolatos aggodalmak, kiábrándító növekedési adatok és romló előrejelzések), amelyek hatására átmenetileg megtorpant vagy megfordult az emelkedés, mutatva a hangulat törékenységet. A piaci szereplők egy része bízik abban, hogy a válság már túljutott a mélypontján, amely vélekedés alapján elsősorban egyes előre tekintő bizalmi indikátorok alakulása szolgál, de számos elemzés int óvatosságra ezen adatok túlértékelését illetően.

A javuló hangulatban fontos szerepet játszottak az újabb kormányzati, illetve szupranacionális intézkedések is. A piac pozitívan fogadta a G20 csúcstalálkozó korábbiaknál kézzelfoghatóbb eredményeit. A legnagyobb fejlett és fejlődő gazdaságok, illetve az Európai Unió vezetőinek tanácskozásán a legfontosabb témakörök az IMF forrásainak feltöltése, az adóparadicsomok ellenőrzésének szigorítása, a világkereskedelem élénkítése, a fiskális gazdaságélénkítő csomagok összehangolása, a protekcionista gazdaságpolitika elutasítása és a pénzügyi rendszer szabályozásának szigorítása voltak. Emellett az amerikai pénzügyi rendszert övező, hónapok óta tartó bizonytalanságnak vetett véget az amerikai kormány a PPIP (Public Private Investment Program) intézkedéscsomag bejelentésével, illetve megtörtént az amerikai bankok stresszteszt alapú vizsgálata is. Az eredmények eloszlatták azt a korábbi félelmet, hogy az államnak rövid távon újra nagyobb mennyiségű forrást kell biztosítani a bankok számára. Ugyanakkor több szkeptikus hangvételű elemzés is kételyeket fogalmazott meg a tesztek eredményeinek megbízhatóságával kapcsolatban.

2-1. ábra

Kockázati indexek alakulása*



* Euróban denominált adósság felárát tükröző mutatók, hitelminősítés szerint bontásban.

Forrás: JPMorgan.

A fejlett bankközi piacok konszolidálódása folytatódott. A TED-szpredek május elejére 70-90 bázispontra mérséklődtek, ami az euro esetében a Lehman-csőd előtti szintekhez közelebbi, a dollár esetében annál alacsonyabb értékeket jelent. A LIBOR–OIS-szpredek az időszak folyamán folyamatosan csökkentek, de a 2008 szeptembere előtti szinteket még nem érték el.⁵ A bankközi piaci helyzet javulását mutatja, hogy a likviditás újraelosztása egyre inkább visszaterelődik a bankközi piacokra. Ennek következtében a főbb jegybankok rendelkezésre állási eszközeinek igénybevétele jelentősen csökkent, a korábban gyorsan növekvő jegybanki sterilizációs állományok az utóbbi időben csak stagnáltak, s a hosszabb futamidejű ügyletek kifizetésével gyors leépülésük várható. Ugyanakkor a banki CDS-ek alakulásában még nem érhető tetten a pénzügyi intézményekkel szembeni bizalom visszatérése. Ennek hátterében az állhat, hogy a likviditási problémák helyett az utóbbi időben a bankok szolvenciális problémái kerültek előtérbe. Az elkövetkező hónapokban várhatóan a hitelezési veszteségek és a növekvő céltartalékképzés áll majd a befektetői figyelem középpontjában.

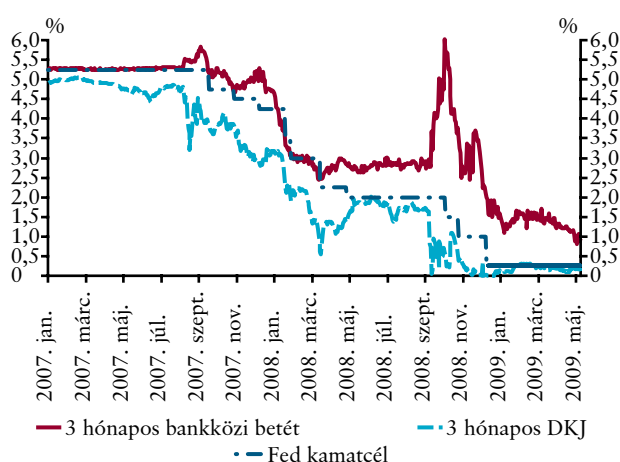
Bár a pénzügyi piacokon az időszak nagyobb részében az optimizmus és a feszültségek enyhülésének folytatódása volt megfigyelhető, a reálgazdasági fejlemények továbbra is kedvezőtlenek maradtak, amint azt az 1. fejezetben kifejtettük. A gazdasági visszaesssel párhuzamosan az inflációs folyama-

⁵ Az ún. TED-szpredek a rövid, 3 hónapos futamidejű bankközi piaci hozamokhoz viszonyított felárát mutatják. A LIBOR–OIS-szpredek a bankközi piaci hozam és a következő időszakra várt átlagos irányadó kamat közötti különbséget mutatja. Mindkét mutató a bankközi piac likviditási kondícióinak és a hitelezési hajlandóságnak a fontos mérőszáma.

tok tekintetében továbbra is a lefelé mutató kockázatok maradtak hangsúlyosak. Az EKB inflációs prognózisa az eurozónában az inflációs cél tartós alullövésével számolt 2009-ben és 2010-ben (0,4, illetve 1 százalék). A Fed prognózisa alapján az áremelkedés mértéke a hosszú távú gazdasági növekedés és árstabilitás elősegítéséhez szükséges szint alatt maradhat. Emellett 2009-re vonatkozólag több fejlett országban (Svájc, Japán) is negatívba forduló árindexet prognosztizál a jegybank.

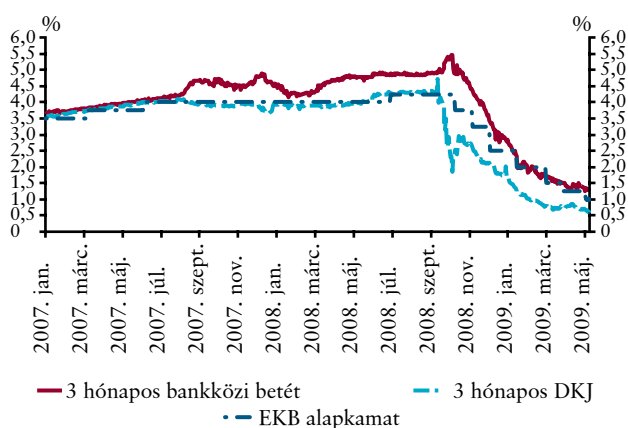
2-2. ábra

A Fed kamatcélja, illetve a három hónapos dollár bankközi és állampapír-piaci hozam



2-3. ábra

Az EKB irányadó kamata, illetve a három hónapos euro bankközi és állampapír-piaci hozam



Az előzőek alapján a jegybankok politikáját továbbra is a monetáris és hitelezési kondíciók lazítása határozta meg. Ez egyrészt újabb kamatcsökkentésekben, másrészt a nem hagyományos enyhítési eszközök egyre gyakoribb alkalmazásában mutatkozott meg. A Fed a piaci várakozásoknak megfelelően az

elmúlt hónapokban nem változtatott a 0-0,25 százalékos Fed funds célsávon. A döntéseket kísérő közleményekkel összhangban a határidős kamatjegyzések továbbra is a jelenlegi kamatkondíciók tartós fennmaradását mutatják, a piac legkorábban novemberben tartja elképzelhetőnek az első mérsékelt kamatemelést.

Az EKB márciusban a várakozásoknak megfelelően 50, áprilisban a piaci konszenzusnál kisebb mértékben, 25 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatot. Májusban a konszenzusnak megfelelő 25 bázispontos újabb csökkentés mellett ± 75 bázisponttra szűkítette a jegybank a kamatfolyosót, és 6 hónapról 1 évre hosszabbította a hitelek maximális futamidejét, amelyen korlátlan likviditást nyújt. A svájci jegybank 25 bázisponttal 0,75 százalékra csökkentette a kamatfolyosó tetejét és 0,25 százalékban határozta meg a 3 hónapos LIBOR kamatcélját. A kamatdöntéssel együtt több, nem hagyományos intézkedést is bejelentettek (bankközi likviditás növelése repoműveletekkel, devizapiaci intervenció, vállalatikötvény-vásárlás). Emellett számos más fejlett ország jegybankja (Bank of England, Bank of Canada, valamint az új-zélandi, dán, ausztrál, norvég jegybank) is kamatcsökkentést hajtott végre.

A Fed, a Bank of England és a Bank of Japan további kamatcsökkentési mozgástér hiányában különböző eszközvásárlási programok keretében aktív mennyiségi lazítást végez, az alkalmazott megközelítésben, a vásárolt eszközök típusában és volumenében azonban számottevő különbségek figyelhetők meg. Az EKB esetében a májusi ülésen született döntés az alternatív eszközök alkalmazásáról, miszerint a közös európai jegybank 60 milliárd értékben vásárolhat euróban denominált, euroövezetben kibocsátott jelzálogleveleket (covered bonds).

A megnövekedett szuverén kötvénykibocsátások következtében az év elején a fejlett országok hitelkockázatának növekedése a CDS és szuverén kötvényfelárak jelentős emelkedését vonta maga után. Az elmúlt hónapokban a legtöbb fejlett állampapírpiacra ezzel szemben hozamsökkenés volt tapasztalható, miközben a perifériális eurozóna tagállamokkal kapcsolatos aggodalmak mérséklődtek. A megítélés javulása a CDS-szpredek alakulásában is tükröződik, az időszak folyamán az alacsony kockázatú fejlett országok esetében a CDS-szpredek 20-50 bázisponttal, a magasabb kockázatú országok esetében 60-80 bázisponttal csökkentek. Miközben érezhetően megkezdődött a kockázatosabb, magasabb hozamú befektetések iránti kereslet emelkedése, a legbiztonságosabb eszköznek tekintett 3 hónapos amerikai diszkontkincstárjegyek hozama is elszakadt a januárban megfigyelhető 0 százalék közeli szinttől, és az irányadó kamat célsávjának felső felében ingadozott.

2.2. Eszközár-alakulás a feltörekvő piacokon

Az időszak kezdetére jellemző negatív globális befektetői hangulat a feltörekvő piacokra is kedvezőtlenül hatott, s különösen érzékenyen érintette a kelet-közép-európai régiót. A régiós devizák március elejéig magas volatilitás mellett jelentős mértékű leértékelődést szenvedtek el. A gyengülés mértéke már a fundamentumoktól elszakadó kockázati megítélést tükrözött, így a régiós jegybankok összehangolt, illetve egyedi akciók keretében kötelezték el magukat a saját fizetőeszközük árfolyamának stabilizálása érdekében. Bár a verbális intervenciók enyhítették a devizákra nehezedő nyomást, a régió negatív megítélését erősítették a nyugat-európai bankok térségbeli kitettségével kapcsolatos aggodalmak.

A régió megítélésére némileg kedvezően hatott a több szupranacionális fejlesztési bank (EIB, Világbank, EBRD) február végén bejelentett, közép-európai vállalatokat és pénzintézeteket célzó, 25 milliárd euro értékű hitelprogramja, majd a fejlett piacokon március közepétől kibontakozó kedvező fordulat a feltörekvő piacokra is pozitív hatást gyakorolt. Az optimista globális hangulat hatását régió- és országspecifikus tényezők (lengyel és magyar verbális intervenció, IMF-segélycsomag Romániának, Lengyelország lehetősége az IMF FCL-keretének igénybevételére) is erősítették. Ennek nyomán javult a régió kockázati megítélése, megkezdődött az értékpapírárok és tőzsdeindexek emelkedése, a kockázati felárak csökkenése és a devizaárfolyamok erősödése. A magas kamatozású devizák számára kedvező fejlemény lehet a további árfolyam-alakulás tekintetében, hogy a kockázatvállalási hajlandóság emelkedésével és az árfolyam-volatilitás csökkenésével a kamatkülönbség kihasználására építő (carry trade) befektetési stratégiák ismét előtérbe kerülhetnek.

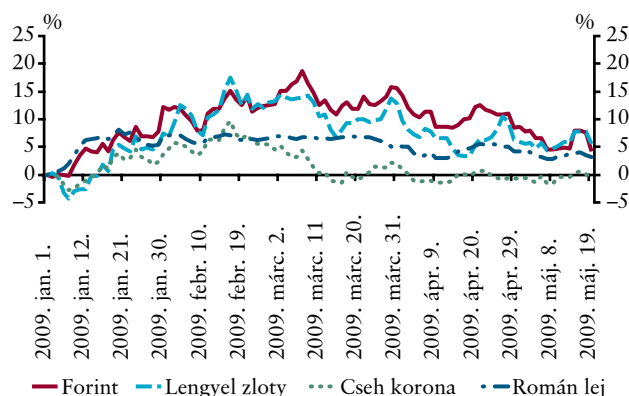
A feltörekvő piacokkal kapcsolatos attitűd javulásának újabb lökést adtak a G20 csúcstalálkozó eredményei. Az IMF rendelkezésére bocsátott források ugyanis jelentős részben a feltörekvő országok sebezhetőségének csökkentését szolgálják. Az újonnan meghirdetett FCL-instrumentum meghirdetése mellett azt is pozitívan fogadta a piac, hogy Mexikó és Lengyelország bejelentette, hogy igénybe kívánják venni a hitelkeretet. Az egész régiót érintő pozitív hír volt, hogy az IMF elismerte, hogy az áprilisban publikált, kelet-közép-európai gazdaságok rövid távú finanszírozási szükségleteire vonatkozó számításai hibásak voltak, és valóságnál számottevően kedvezőtlenebb képet mutattak. A kelet-közép-európai gazdaságok javuló megítélését kihasználva májusban több régiós ország (Csehország, Lengyelország, Szlovákia) is sikeres eurokötvény-kibocsátással jelent meg a nemzetközi tőkepiacokon. A kibocsátásokat számottevő túljegyzés jellemezte, ugyanak-

kor a kötvényeket meglehetősen magas felár mellett jegyezték le a befektetők.

A közép-európai régió megítélésének javulását a CDS-szpredek március közepétől kezdődött csökkenése is mutatja. A devizaárfolyamok alakulásában a régió érdemben nem tért el a latin-amerikai és délkelet-ázsiai feltörekvő piacok teljesítményétől, a CDS-ekben bekövetkezett javulás tekintetében azonban felülmúlta azokat. Míg a másik két régióban a március eleji csúcshoz képest jellemzően 100–200 bázispontos mérséklődés volt megfigyelhető, addig a kelet-közép-európai régióban inkább 250–500 bázispontot estek a nemfizetési felárak. Ugyanakkor a szinteket tekintve az átlagos régiós CDS-felár még mindig meghaladja a másik két régióra jellemző értékeket. A kockázati felárak mérséklődé-

2-4. ábra

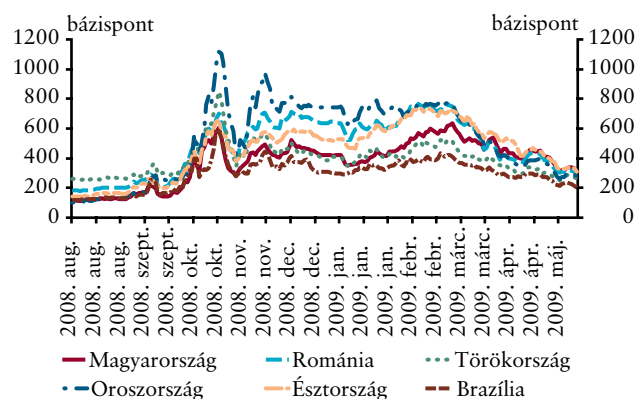
A régiós devizák árfolyamának változása *



* Változás százalékban, 2009. január 1. = 0, a pozitív érték a helyi deviza leértékelődését jelenti.

2-5. ábra

A CDS-felárak alakulása egyes feltörekvő országokban



se amellet következett be, hogy az elmúlt hónapok folyamán több leminősítésre is sor került a régióban. Bár a feltörekvő piacokra is jellemző, hogy a konjunkturális problémák miatt a gazdaságpolitikai intézkedések tekintetében la-

zítás lenne indokolt, a devizaárfolyamok magas volatilitása és az újabb gyengülési hullámok veszélye, illetve a bankrendszert érintő stabilitási kockázatok korlátozzák a jegybankok kamatcsökkentési lehetőségeit.

2.3. Javuló tendenciák a hazai pénzügyi piacokon

Az elmúlt három hónap során a hazai pénzügyi piacokon a továbbra is jelen lévő problémák mellett számos tekintetben alapvetően kedvező tendenciák voltak megfigyelhetőek, tovább folytatódott a korábbi zavarok fokozatos enyhülése. Az MNB a korábban bevezetett eszközök fenntartása mellett újabb devizalikviditás-bővítő eszközöket vezetett be a bankok hosszabb távú devizaforráshoz jutásának megkönnyítése illetve biztosítása érdekében, emellett egyes eszközök vonzóbbá tételéhez azok feltételeiben a bankok számára kedvező módosításokat hajtott végre. Ezen intézkedésekkel a jegybank továbbra is segíti a bankrendszer likviditáskezelését.

Az MNB forintlikviditást bővítő intézkedései sikeresen fejtették ki hatásukat, a bankközi depopiac normális működése lényegében helyreállt. A likviditás-újraelosztás alapvetően a fedezetlen forintpiacon valósul meg, a betét- és hiteloldali jegybanki instrumentumok egyidejű igénybevételére csak néhány esetben került sor az elmúlt hónapok során. A rendszerben lévő likviditástöbblet következtében a bankközi hozamok jellemzően a kamatfolyosó alsó részében tartózkodtak. Egyedi banki likviditási feszültségek esetén az MNB kéthetes hitellehetősége megfelelő és kedvező lehetőséget biztosít a likviditáskezelésre, amely célra a bankok láthatóan használják is az eszközt. Erre utal, hogy jellemzően nem állandó hitelösszeg görgetése történik az eszköz segítségével, hanem a bankok az aktuális likviditási igényüknek megfelelő összegben vesznek fel hitelt a kéthetes futamidőn.

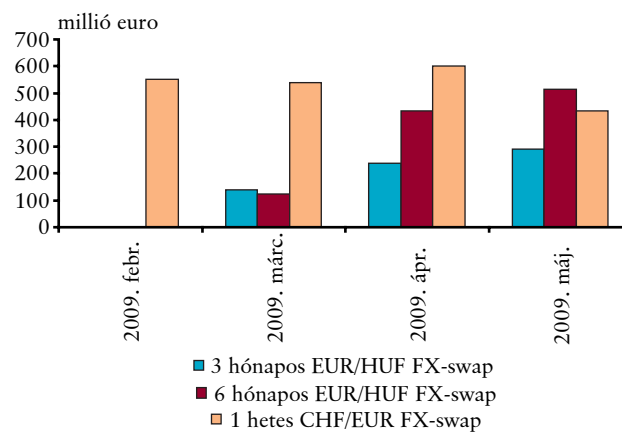
A forintlikviditás elosztásának normalizálódása mellett a devizalikviditáshoz való hozzáférés is könnyebbé és olcsóbbá vált, az FX-swap piac helyzete tovább javult. A rövid futamidőn az implikált forinthozamok jellemzően a kamatfolyosó közelében tartózkodtak, amiben fontos szerepe volt az egy napos jegybanki FX-swap rendelkezésre állás aktívabb igénybevételének. Ezt a jegybank a partnerek számára fokozatosan kedvezőbbé váló árázással érte el. A kétoldali O/N FX-swap tender a hitelintézetek partnerlimit-problémáinak kiküszöbölését célozta, viszont ezen limitproblémák megszűnése, illetve a később bevezetett egyoldali eurolikviditást nyújtó FX-swap rendelkezésre állási eszköz piac közeli árázása azt eredményezte, hogy a kétoldali eszköz igénybevétele lényegében megszűnt. Ennek következtében a további fenntartása indokolatlanná vált, így az MNB az eszköz megszüntetése mellett döntött.

Márciusban az MNB új, hosszabb távú eurolikviditást nyújtó FX-swap eszközöket vezetett be. A szigorúbb feltételekhez kötött 6 hónapos tenderre hét bank jelentkezett, amelyekkel a jegybank bilaterális megállapodásokat kötött. Emellett meg-

hirdetésre került egy könnyebb feltételek mellett igénybe vehető, de némileg drágább 3 hónapos FX-swap tender is. A hosszabb futamidejű jegybanki FX-swap eszközök bevezetése és folyamatos meghirdetése szintén segítette az implikált forinthozamok emelkedését, aminek következtében a tavaszi hónapok során azok a hosszabb futamidőkön (3, 6, 12 hónap) is fokozatosan közel kerültek a referenciaként szolgáló megfelelő futamidejű piaci forint hozamokhoz. Bár a hosszabb futamidejű jegybanki FX-swap eszközök igénybevétele elmaradt az előre jelzett szinttől, ez nagyrészt a kedvezőbb likviditási helyzetre vezethető vissza, illetve szerepet játszhat benne, hogy ezekre az eszközökre végső lehetőségként tekintenek a piaci szereplők. Az egyhetes CHF/EUR tendert a bankok folyamatosan igénybe veszik, lényegében a korábban felvett összegek görgetése valósul meg. Egyéb eszköztár-módosításokkal együtt április végén az is bejelentésre került, hogy ezt az eszközt az érintett jegybankok legalább 2009 júliusáig fenntartják. Összességében a devizaswappiacon nem tapasztalható hasonló feszültség, mint korábban.

2-6. ábra

Az új, hosszabb futamidejű jegybanki FX-swap eszközök igénybevétele*



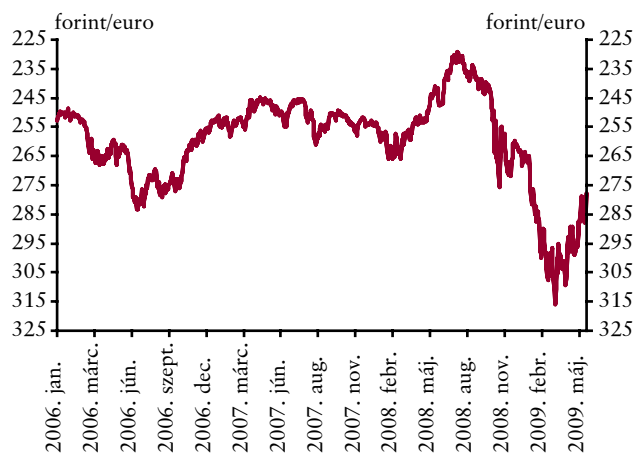
* Hónap végén, illetve 2009. május 20-án kintlévő állományok.

A forintárfolyam továbbra is magas volatilitás mellett nagyon tág intervallumban mozgott az időszak folyamán. A legutóbbi jelentés megjelenését követően folytatódott a forint leértékelődése, az árfolyam több gyengülési hullámban március elején historikus mélypontot ért el. A jegybank a gyengülésre határozott kommunikációval reagált, melynek során megerősítette, hogy minden rendelkezésére álló eszközzel kész fellépni a forint védelmében. Ennek keretében bejelentésre került, hogy a jegybank megkezdte az EU-források piacra vezetését, majd az azok összegéről szóló, rövid időn belül megjelent közlemény további támogatást nyújtott a forintnak. Ezt köve-

tően márciusban a 300 forint/euro szint környékén valamelyest stabilizálódott az árfolyam, megállt a leértékelődési trend, majd április folyamán a javuló nemzetközi hangulat és a növekvő kockázatvállalási hajlandóság nyomán számottevően felértékelődött a hazai fizetőeszköz, és május elejére a 280-as szint alá is tudott erősödni. Amint azonban több piaci szereplő is rámutatott, a folyamatok értékelésénél célszerű figyelembe venni, hogy a forint devizapiaci forgalom meglehetősen alacsony volt az elmúlt időszakban, az árfolyammozgások erősen illikvid piacon mentek végbe. Az opciós árjegyzésekben egyelőre nem látszódott az árfolyam-várakozások erős irányba tolódása.

2-7. ábra

A forint/euro árfolyam alakulása



Az állampapír-piacon március elején historikusan magas szintekre emelkedtek a másodpiaci hozamok, a likviditás rendkívül alacsony volt és erős eladási nyomás nehezdedt a piacra. Ezt követően a javuló piaci hangulatban a meginduló forint-erősödési hullám nyomán rendkívül intenzív hozamcsökkenés bontakozott ki a hozamgörbe teljes szakaszán, amelynek során április végére összességében az éven belüli lejáratokon 100-200 bázisponttal, a hozamgörbe középső részén pedig ennél is nagyobb mértékben, 190-370 bázisponttal estek a másodpiaci hozamok. Ez a hozamcsökkenés azonban nem teljesen kapcsolódott fundamentális tényezőkhöz. A kínálati oldalon jelen lévő feszültségek csökkentése érdekében ugyanis március közepén az ÁKK jelentős mértékű kötvény-visszavásárlási aukciókat hirdetett meg, ami némileg mesterségesen szorította lefelé a hozamokat. Az intézkedéssel az adósságkezelő az állampapírpiac normalizált működését nehezítő, részben rejtett túlkínálatot kívánja formalizált keretek között kivetni a piacról, másrésztől csökkenti az adósságállomány nagyságát is. A március közepi bejelentést követően május közepéig mintegy 480 milliárd forint névértékű, 2009–2012 között lejáró államkötvényt vásárolt vissza az ÁKK, amelynek a finanszírozását a nemzetközi hitelcsomagból valósítja meg. A másodpiac likviditása valamelyest javult, a forgalom eny-

hén emelkedett, a kamatswapspreadek – elsősorban a rövid lejáratokon – érdemben csökkentek, ugyanakkor likvid állampapírpiacról továbbra sem beszélhetünk.

Az elsődleges állampapír-piaci folyamatokkal kapcsolatban ki kell emelni, hogy megszűnt a kötvénykibocsátásokkal kapcsolatos bizonytalanság, az ÁKK április végétől visszatért a rendszeres államkötvény-aukciók meghirdetéséhez. Az új aukciós meghirdetés szerint az adósságkezelő a kezdeti időszakban kéthetente, kis mennyiségekben, három lejáraton (3, 5 és 10 év) hirdet meg kötvénykibocsátásokat. Emellett májustól rugalmasabb államkötvény értékesítési rendszer egészíti ki az aukciókat, ami lehetőséget teremt arra, hogy magas kereslet esetén az aukciót követően is államkötvényhez juthassanak a befektetők az aukciós átlaghozam mellett. Az elmúlt hónapokban megrendezett DKJ-aukciókat többnyire magas kereslet és csökkenő hozamok jellemezték, a jelentős túljelzés miatt az ÁKK több ízben meg tudta emelni a kibocsátott mennyiséget. Az aukciókon kialakult átlaghozamok fokozatosan közelítettek a másodpiaci hozamokhoz. Az adósságkezelő további intézkedéseit tekintve a visszavásárlási aukciók továbbra is folytatódnak, melyeket kötvény-csereaukciókkal is kiegészít az ÁKK. A visszavásárlási aukciókon fokozatosan csökkent a visszavásárolt kötvényállomány, a kezdeti mennyiségekhez (60–70 milliárd forint) képest az időszak végén már csak mérsékelt összegben (20–30 milliárd forint) fogadott be eladási ajánlatokat az ÁKK.

A külföldiek állampapír-állománya február vége óta 215 milliárd forinttal csökkent, amelyből mintegy 150 milliárd forintnyi nettó eladás kapcsolódott másodpiaci üzletkötéshez, 105 milliárd forint értékben járult hozzá DKJ-, illetve kötvénylejárathoz, miközben az aukciókon összesen 40 milliárd forint névértékben vásároltak hazai állampapírt a külföldi szereplők. A külföldiek portfóliójában bekövetkezett mérséklődés azonban a teljes kintlévő forint-állampapír-állomány jelentős csökkenése mellett ment végre, s eközben a külföldiek részesedése a teljes portfólióból szinten maradt az elmúlt hónapok folyamán. A lejárat szerkezet figyelembevétele alapján a külföldi szereplők elsősorban a rövid futamidejű papíron csökkentették az állományukat, miközben a hosszabb futamidőknél stagnálás, a leghosszabbakon pedig növekedés volt megfigyelhető. Ez a folyamat számottevő hosszabbodást eredményezett a nem rezidens szereplők állampapír-állományának hátralévő futamidejében.

A külföldiek nettó forint melletti pozíciója február vége óta mintegy 550 milliárd forinttal emelkedett, miközben a külföldiek nettó FX-swap állománya nagyságrendileg azonos mértékben csökkent. Ez arra enged következtetni, hogy a külföldi szereplők bár nem jelentek meg az állampapír piacon, a devizapiacra jelentős mértékben zárták forint elleni pozíciójukat illetve nyitottak forint melletti pozíciót. (Az év elejétől

egészen március elejéig jelentős mértékű forint elleni pozíciók épültek ki, a külföldiek nettó FX-swap állományának csökkenése nagyrészt ezek leépítéséhez köthető.)

Míg a belföldiek forwardállománya a korábbi években erőteljes együttmozgást mutatott a forintárfolyammal, az év elejétől kezdődően azonban változás állt be a kapcsolatban. Egyrészt egy szintbeli eltolódás következett be a két idősor viszonylatában, mivel a korábbiaktól eltérően az árfolyam gyengülését nem követte az állomány emelkedése. Ez arra utalhat, hogy a gazdasági szereplők árfolyam-várakozása tartósan megváltozott. Másrészt megváltozott a kapcsolat együtthatója, az árfolyamváltozás hatása szignifikánsan lecsökkent. Emögött az a jelenség állhat, hogy a bankok óvatosabb kockázati megközelítése és a vállalatok likviditási feszültségei miatt a korábbiaknál kisebb arányban fedezik árbevételüket.

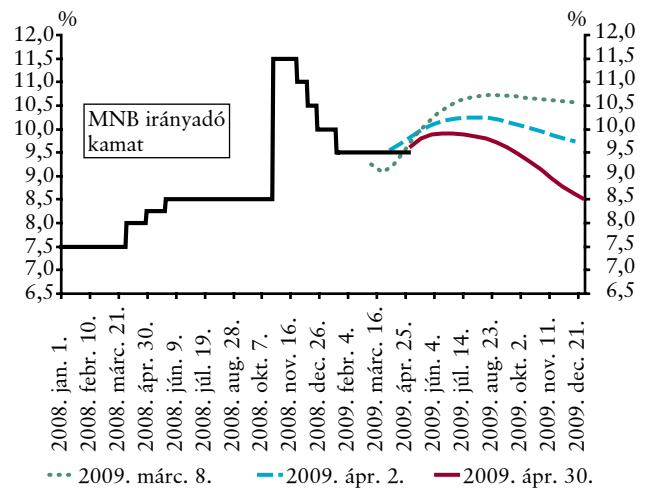
Magyarország 5 éves CDS-szpredje a tavalyi év végén kezdődött emelkedést követően hazánk folyamatosan romló kockázati megítélését tükrözve március 9-én historikus csúcson, 638 bázisponton tetőzött. A globális befektetői hangulatban és a régió megítélésében március közepén bekövetkezett fordulat Magyarország CDS-felárának mérséklődésében is megmutatkozott, ugyanakkor a felár csökkenésének mértéke elmaradt a korábban hasonló kockázatu országokétól. Bár május közepére számottevően, 320 bázispont körüli értékre mérséklődött a fizetésektelenség elleni biztosítás díja, összességében az elmúlt három hónap során Magyarország relatív pozíciója ebben a tekintetben romlott. Április végén több olyan ország (Bulgária, Románia, Oroszország) is lényegesen kedvezőbb kockázati megítélés alá esett, amelyek március elején még magasabb felárral rendelkeztek. Magyarország jelenleg Észtországgal került közel azonos szintre, miközben néhány hónapja még 100 bázispontot meghaladó volt a különbség.

Az MNB februárban nem folytatta az előző év novemberében megkezdett kamatcsökkentési ciklust, és az azóta lezajlott két kamatdöntő ülésén sem változtatott a jegybanki alapkamaton. A várt irányadó kamat pályájára vonatkozó várakozások – leginkább az árfolyam által befolyásolva – meglehetősen széles sávban mozogtak az elmúlt időszakban. Az egymást követő árfolyam-gyengülési hullámok nyomán februárban és márciusban egy nagymértékű kamatemelésre, illetve a kamat tartására egyaránt lehetséges forgatókönyvként tekintettek a piaci szereplők, az egyes scenáriókhoz rendelt valószínűségeket leginkább a várt árfolyam-alakulás befolyásolta. Miután a

március eleji mélypontot követően az árfolyam előbb a 300-as szint közelébe tért vissza, majd többszöri próbálkozás után a 280–290 forint/eurós sávba erősödött, a kamatemelési várakozások fokozatosan mérséklődtek, majd teljesen kiárazódtak. A 280-as árfolyamszint alá erősödés pedig azt vonta maga után, hogy a határidőskamatláb-jegyzésekben elkezdtek megjelenni a kamatcsökkentési várakozások. Az eszközárak alakulása alapján jelenleg néhány hónapos időtávon a kamat tartására számít a piac, 3-6 hónapos időtávon pedig egy enyhe mértékű kamatcsökkentés lehetősége kezd megjelenni a határidőskamatláb-jegyzésekben. A piaci árak alapján év végére 8,5, 2010 végére 7 százalékra csökkenhet a jegybanki alapkamat.

2-8. ábra

A kéthetes irányadó kamat pénzpiaci hozamok által implikált jövőbeli pályája



Bár a legutóbbi jelentés óta számottevő javulás következett be a hazai pénzügyi piacok funkcionalitásában, de a normális üzletmenetről továbbra sem beszélhetünk. A legtöbb piaci szegmens likviditása továbbra sem éri el az októberi turbulenciát megelőző időszakét, sőt egyes piacok (spot devizapiac, forint állampapírpiac) továbbra is alacsony likviditásúak maradtak. Ugyanakkor számottevően csökkent az egyes piaci szegmensek hozamszintjeinek inkonzisztenciája: a rövid lejáratú állampapír-piaci és fedezetlen bankközi piaci hozamok, az FRA-jegyzések és az FX-swap ügyletek alapján implikált forint hozamok az időszak végére relatíve közel kerültek egymáshoz, s egyaránt a kamatfolyosó által meghatározott sáv környezetében alakultak. A hozamok hatékonyabb orientálásában a jegybanki intézkedéseknek egyértelműen jelentős szerepe volt.

2.4. Erősödő reálárfolyam, csökkenő reálkamat, szigorodó hitelezési feltételek

A monetáris kondíciók alakulását tekintve továbbra is érvényes maradt, hogy a jelenlegi körülmények között a „hagyományos” mutatóknak számító reálárfolyam és reálkamat csak részben tükrözi a kondíciók szigorúságának mértékét. Miközben az érintett időszak során a reálkamat érdemben csökkent, a reálárfolyam egy jelentős leértékelődést követően azt meghaladó mértékben erősödött, a hitelezés nem ár jellegű tényezői továbbra is egyértelműen a kondíciók szigorodása irányába mutatnak.

Az előre tekintő reálkamat februárban és márciusban emelkedett, majd ezt követően áprilisban már meredek csökkenést mutatott. A mutató értékében a nominális hozamszint alakulása játszott a döntő szerepet: az időszak elején bekövetkezett emelkedést az egyéves állampapír-piaci hozamnak az enyhén emelkedő inflációs várakozásokat meghaladó, jelentős mértékű megugrása okozta. A később bekövetkezett kedvező állampapír-piaci fordulat nagymértékű hozameséssel járt együtt, amiben az optimizmusba forduló globális befektetői hangulat, a régió kockázati megítélésének javulása, és az ÁKK visszavásárlási aukcióinak hozamleszorító hatása egyaránt szerepet játszottak. Eközben az inflációs várakozások ismét enyhe mértékben emelkedtek, így mindkét tényező a reálkamat csökkenése irányába hatott. A mutató fél év után, az októberi turbulencia óta először csökkent ismét 6 százalék alá, azonban továbbra is a hosszú távú átlagos szint felett tartózkodik.

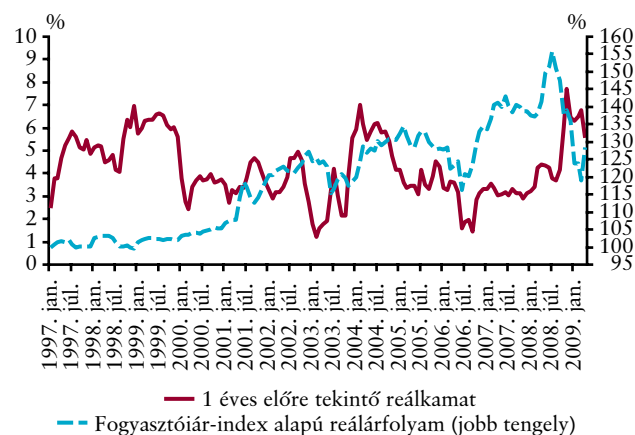
A reálárfolyam alakulásában a meghatározó szerepet a nominális forintárfolyam játssza, ami az év első hónapjaiban számottevően gyengült, azonban a március–április folyamán be-

következett erősödés túlkompenzálta ezt a hatást, így összességében reálfelértékelődés következett be. A hazai infláció mértéke az elmúlt hónapok során is meghaladta az eurozónában tapasztaltat, így a pozitív inflációs különbözet hatása február és március folyamán enyhén mérsékelte a reálárfolyam leértékelődését, míg áprilisban erősítette a reálfelértékelődést.

A hitelezési folyamatokban mutatkozó tendenciák továbbra is a monetáris kondíciók szigorúságát jelzik: a bankok hitelezési hajlandósága alacsony maradt, az ár- és nem árjellegű (például önrész, hitelfedezeti arány, megkövetelt hitelképességi szint) hitelezési feltételek tekintetében további szigorodás volt tapasztalható.

2-9. ábra

A monetáris kondíciók alakulása*



* A reálárfolyammal a növekvő érték reálfelértékelődést jelöl.

2.5. Tovább mérséklődő banki hitelezés

Az elmúlt negyedévben tovább folytatódott a banki hitelezési aktivitás csökkenése, valamint a hitelkereslet mérséklődése. A reálgazdasági folyamatok lassuló hitelezést feltételeznek, azonban a hitelpálya a Lehman Brothers-csőd óta eltelt időszakban Magyarországon nagyobb mértékben esett vissza, mint azt önmagában a makrogazdasági folyamatok feltételeznék. A pénzügyi válságok tapasztalatai alapján a hitelezés hosszabb távon alacsony szinten maradhat, és csak lassú felívelés várható. A hitelkínálat visszafogása elsődlegesen a vállalati szektor esetében erősítheti fel a negatív folyamatokat, hozzájárulva a gazdasági növekedés visszaeséséhez.

2009 első negyedévében folytatódott a nem pénzügyi vállalati szektor hitelállományának csökkenése. A csökkenés a rövid lejáratú (éven belüli) hitelek körében nagyobb mértékű volt, mint a hosszú lejáratokon. A bankok ugyanakkor a hitelkereslet emelkedését jelezték a rövid lejáratú hitelek iránt. Mind ebből úgy tűnik, hogy a rövid lejáratú hitelek esetében a hitelkínálati tényezők is egyértelműen hozzájárultak a folyósítások visszaeséséhez.

Denomináció szerint vizsgálva, a csökkenés a forinthiteleknél jelentkezett, míg a devizahitelek felvétele mérséklődött, de pozitív maradt. A 2009. márciusi Hitelezési felmérésben részt vevő bankok a hitelkínálat jelentős szigorításáról számoltak be, amelynek indokaként nemcsak kizárólagosan kínálatoldali tényezők jelentek meg, hanem az ügyfelek hitelképesség-

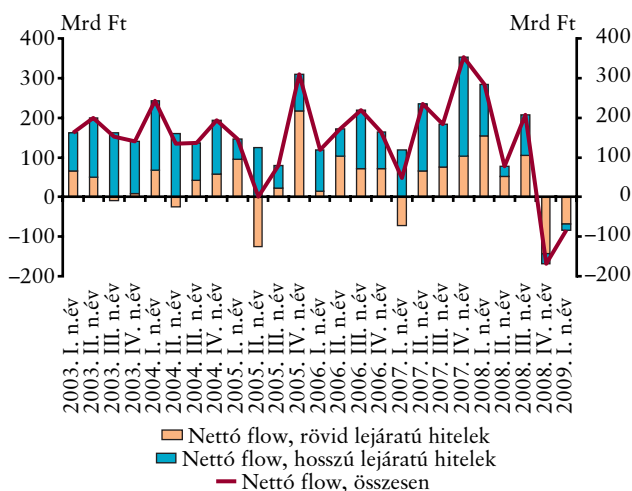
éhez köthető indokok is. A devizahitel továbbra is meghatározó jellegét támaszthatja alá egyrészt az a tény, hogy az új devizafolyósításokban domináns euro vállalati hitelek kamatlába mérséklődött, mivel az emelkedő felárak hatását túlkompenzálta a csökkenő EKB-alapkamattal. Másrészt, bár a kormányzati támogatással nyújtandó vállalati hitelek elsősorban forintban igényelhetők, ezek hatása az adatokban egyelőre nem érhető tetten, így vélhetőleg a következő negyedévekben jelentkezhet.

A háztartási hitelek esetében szintén folytatódott a hitelfelvétel 2008 novemberére óta tartó mérséklődése. A hitelfelvétel pozitív maradt 2009 első hónapjaiban, azonban visszatért a 2001-ben (tehát a lakossági hitelezés felfutása előtt) tapasztalt szintre. A fogyasztási célú hitelek csökkenése hirtelen és nagymértékű volt a devizahitelek drasztikus visszaesése miatt, amelyet kismértékben ellentételezett a forinthitelek csekély emelkedése. A lakáscélú hitelek esetében ugyanakkor fokozatos mérséklődés tapasztalható a nettó hitelkiáramlásban, devizális összetételét tekintve pedig a forinthitelek változatlan mértékű csökkenése mellett pozitív, de a korábbinál jelentősen alacsonyabb devizahitel-felvétel figyelhető meg. Összességében a banki hitelfelvételek további szigorítása és a hitelkereslet csökkenése tükröződik a nettó hitelfelvétel csökkenésében, míg az év első negyedévében tapasztalt gyenge árfolyam hatása nem tapasztalható erőteljesebb devizahitel felvételben.

2-10. ábra

A hazai bankszektor* vállalati hiteleinek nettó negyedéves növekménye

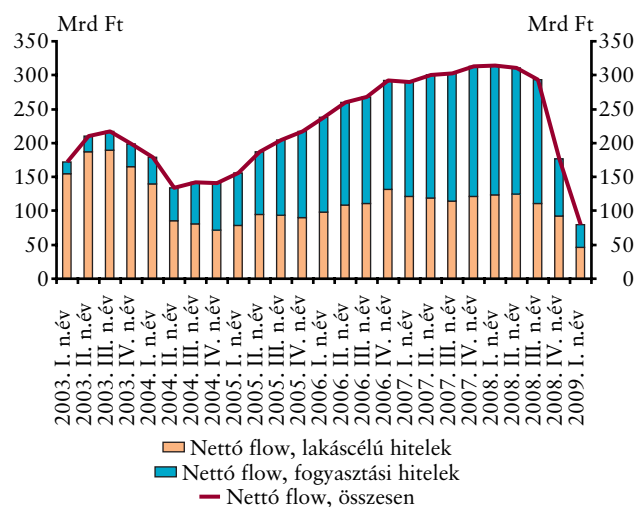
(szezonalisan igazított adatok)



* Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei.

2-11. ábra

A hazai bankszektor* háztartási hiteleinek nettó negyedéves növekménye



* Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei.

3. Inflációs és reálgazdasági kilátások





A magyar gazdaság a korábbi várakozásoknál mélyebb, a '90-es évek eleje óta nem tapasztalt, közel 7%-os recesszióval néz szembe idén. A közel három évre kitekintő előrejelzésünk alapján a kilábalás elhúzódó folyamat lesz: jövőre a gazdaság lassuló ütemű, de további visszaesésére számítunk, és csak 2011-ben kerül ismét pozitív tartományba a gazdasági fejlődés üteme. Szokásos alapfeltevéseink tartós érvényessége mel-

lett az infláció az árstabilitáshoz közeli szintről idén a második félévben az indirektadó-emelések miatt jelentősen emelkedhet. 2010 második félévétől ismét alacsony, a 3%-os cél alatti inflációt várunk előrejelzési horizontunk végéig. Ekkorra ugyanis az adóemelések közvetlen hatása kiesik az árindexből és a kereslet-visszaesés, valamint az adóátrendezések munkaköltséget csökkentő hatása válik meghatározóvá.⁶

3-1. keretes írás: Előrejelzésünk alapfeltevései

Az inflációs jelentések gyakorlatának megfelelően aktuális előrejelzésünkben is szabálylapú, rögzített feltevésekkel éltünk az alapkamat, a forint/euro árfolyam és az olajárak alakulására. Korábbi gyakorlatunknak megfelelően a publikálást megelőző hónap átlagos értékeit, jelen esetben az áprilisi átlagokat használtuk.

Az utolsó negyedévekkel összehasonlítva alapfeltevéseink nem változtak jelentősen az előző jelentéshez képest. Az alapkamat nem változott

az elmúlt negyedévben, értéke január óta 9,5%. A forint/euro és a dollár/euro árfolyam mintegy másfél százalékkal gyengébb, az olajárak euróban kifejezve kb. öt százalékkal magasabbak. Az olajárak 2008 második félévében megfigyelt meredek csökkenését lassú emelkedés követte az elmúlt hónapokban. Érdemes megjegyezni, hogy a meghosszabbított határidős árak szerint 2011-ig fennmarad az olajpálya pozitív meredeksége.

3-1. táblázat

Főbb alapfeltevéseink változása a februári jelentéshez képest*

	2009. február			2009. május			Változás februárhoz képest (%)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Jegybanki alapkamat (%)**	9,5	9,5	-	9,5	9,5	9,5	0,0	0,0	-
Forint/euro árfolyam	289,7	290,6	-	294,9	295,1	295,1	1,8	1,6	-
Dollár/euro árfolyam (cent)	129,7	129,5	-	131,5	131,9	131,9	1,3	1,9	-
Brent olajár (dollár/hordó)	49,4	57,9	-	52,0	62,2	67,4	5,2	7,4	-
Brent olajár (euro/hordó)	38,1	44,7	-	39,5	47,1	51,1	3,7	5,5	-
Brent olajár (forint/hordó)	11 047	12 983	-	11 662	13 904	15 077	5,6	7,1	-

* Éves átlagok, előretekintve a 2009. áprilisi átlagos árfolyama, illetve határidős olajpálya alapján.

** Év végi értékek a változatlan kamatszint alapfeltevéseink alapján, a februárhoz képest vett változás százalékpontban van.

⁶ A prognózisok május 20. nap végéig beérkezett információk alapján készültek el.

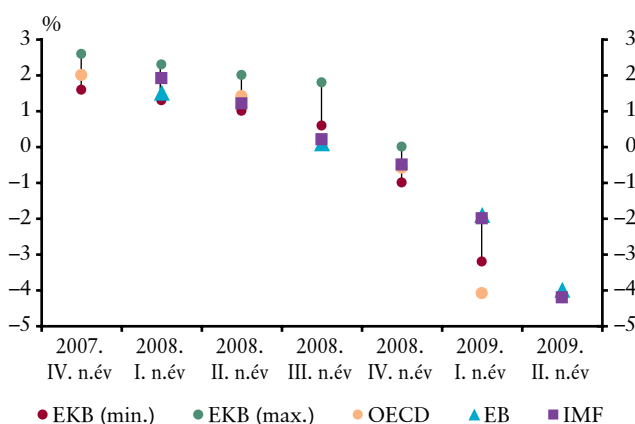
3.1. Mély visszaesés, fokozatos kilábalás 2010-től

A hazai és nemzetközi makrogazdasági előrejelzéseket tavaly ősztől a pénzügyi válság hatásai dominálják: a globális bizalomvesztés, a nemzetközi kereskedelmi forgalom, az ipari termelés zuhanása miatt a fejlett gazdaságokban is hónapról hónapra romlottak az idei évre vonatkozó kilátások (3-1. ábra).

3-1. ábra

Az euroövezet 2009-es növekedésére adott előrejelzések változása

(IMF, OECD, EKB, Európai Bizottság előrejelzései alapján)



Ugyanakkor, mint azt az első fejezetben már említettük, az elmúlt hónapok friss információi arra utalnak, hogy a széles körű gazdaságpolitikai beavatkozások pozitív hatásai kezdenek érzékelhetővé válni, a világgazdaság közelíthet a konjunktúraciklus alsó fordulópontjához. Így a várakozások szerint a korábban vártnál mélyebbről kezdődhet a kilábalás, de az év második felétől már érdemben csökkenhet a visszaesés üteme. A kedvező jelek a tényadatokban még kevésbé láthatóak, a gazdasági szereplők várakozásaiban, a főbb tőzsdék emelkedésében, a magyar kivitel szempontjából meghatározó euroövezeti – és különösen német – bizalmi indikátorokban azonban már tetten érhető.

Fontos azonban hozzátenni, hogy egyelőre indokolt a kedvező indikátorokat óvatosan kezelni. Egyrészt csak a korábbi hónapok egyirányú, lefelé mutató konjunkturális kockázataival szemben jelent elmozdulást a kitérő kockázatok megjelenése, de ebből önmagában még nem következik a világgazdaság válságból történő kilábalása. Másrészt a korábbi recessziók tapasztalatai alapján azok a visszaesések, amelyeket bankválságok okoznak, illetve amelyek több régióra terjednek ki, mélyebbek és hosszabbak az átlagosnál.⁷ A jelenlegi világ-

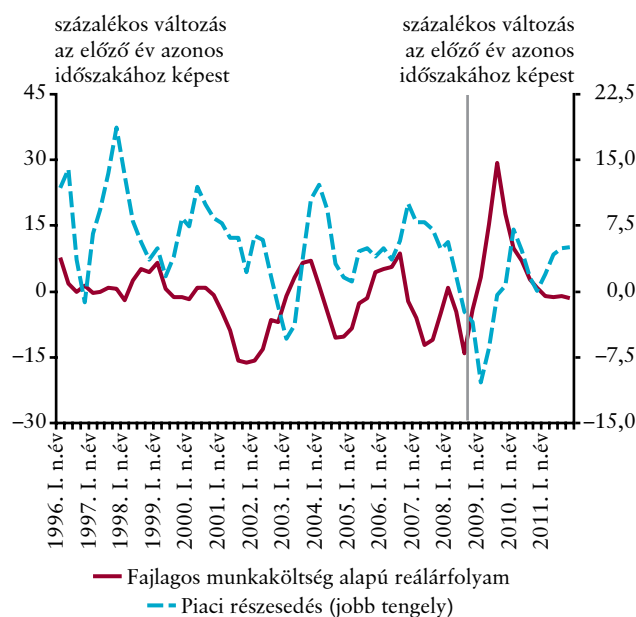
gazdasági recesszió mindkét jellemzővel bír, ezért a friss előrejelzések (pl. IMF, OECD, Európai Bizottság) csak lassú, 2010-ben kezdődő helyreállással számolnak.

A lassú konszolidációt indokolja továbbá a pénzügyi szektor „egészségét” övező bizonytalanságok fennmaradása, számos elemzés szerint csak jövőre, a valós veszteségek leírását követően várható a fejlett gazdaságokban a pénzügyi közvetítés normalizálódása.

E nemzetközi környezetben külső keresletünk az idei 11 százalékos visszaesést követően 2010 második felétől fokozatosan élénkülhet. A magyar exportszerkezetből adódóan a piaci részesedésünk alakulása prociklikus, azaz az exportcsökkenés még nagyobb mértékű, mint kereskedelmi partnereink visszaesése, 2009-ben e hatás lesz a meghatározó. A külső konjunktúra alakulásán túl a magyar kivitelre, piaci részesedésünkre jelentős hatást gyakorol a reálárfolyam változása is. Az elmúlt hónapok nominális árfolyamgyengülése miatt számottevően gyengültek a reálárfolyam-mutatók, és a kormányzati intézkedések, a munkaköltségek tervezett csökkentése alapján előrejelzési horizontunkon a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam tovább javulhat, hozzájárulva piaci része-

3-2. ábra

Reálárfolyam és piaci részesedés alakulása*



* A reálárfolyamnál a pozitív érték reálértékelődést jelöl.

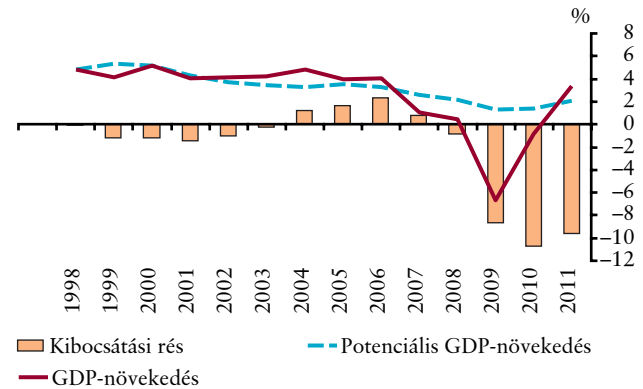
⁷ Lásd: „From Recession to Recovery: How Soon and How Strong?” In: *IMF World Economic Outlook April 2009: Crisis and Recovery*, International Monetary Fund, Washington D.C. (3. fejezet, 103–138. o.)

sedésünk növeléséhez. Előre tekintve tehát azt várjuk, hogy az idei mélypontot követően a hazai export növekedési üteme élenkülni fog a javuló külső konjunktúra és az erősödő költség-versenyképesség hatására.

A várhatóan javuló exportpiaci részesedés mellett, arra számítunk, hogy a teljes magyar gazdaság visszaesése 2009–2010-ben nagyobb lehet, mint a szomszédos országok átlaga vagy az EU egészében várt dekonjunktúra. A nagyobb visszaesést a belföldi folyamatok magyarázzák: a prociklikus fiskális politika, illetve a külső forrásokra ráutalt bankrendszer hitelezésének visszaesése. 2011-re ugyanakkor az előző évhez képest viszonylag erős pozitív korrekciót várunk a növekedésben, amit négy fő tényezővel magyarázunk. Egyrészt az erősödő versenyképesség következtében az exportpiaci részesedésünk az élenkülő külső konjunktúrában viszonylag erőteljes lehet. Másrészt 2011-re a költségvetés erős megszorító jellege már nem érvényesül, sőt a versenyképesség javulása miatt az élenkítő hatások válnak meghatározóvá. Harmadrészt a gazdaságban felhalmozódó felesleges kapacitások miatt az infláció is igen alacsony lehet. Ez utóbbi tényező az élenkülő külső kon-

3-3. ábra

Növekedési pálya, kibocsátási rés



junktúra mellett a reáljövedelmek erőteljes bővülését teszi lehetővé. Végezetül a válság előtti szintektől elmaradó, de várhatóan erősödő banki hitelezési aktivitás is támogatja a hosszú ideje táguló negatív kibocsátási rés (3-3. ábra) fokozatos záródását.

3-2. keretes írás: A kormányzati intézkedések és azok makrogazdasági hatásai

Az inflációs jelentés készítésekor az idei éven túlmenően nem állt a stáb rendelkezésére egy részletesen kidolgozott költségvetési törvénycsomag. Míg tehát 2009-re a hatályos költségvetésre, 2010-re a kormányzat válságkezelési terveire alapoztuk a prognózist, 2011-re vonatkozóan pedig technikai kivetítéseket végeztünk el. Mivel a februári jelentésben bemutatott kormányzati intézkedések az elmúlt hónapokban nem kerültek elfogadásra, így az intézkedéseket továbbra is a novemberi jelentésünkhöz képest számszerűsítjük. Jelentésünkben összességében a 3-2. táblázatban szereplő intézkedésekkel számoltunk.

Amint látható, kiadási oldalon az intézkedések alapvetően a lakosság-nak juttatott pénzügyi transfereken szigorítanak, de az intézkedések részét képezi az ártámogatások leépítése és a közalkalmazotti bérek befagyasztása is.

Az adóoldalon a változások iránya alapvetően egy adóátrendezés: az indirekt és vagyoadók emelése és egyes adómentességek megszüntetése finanszírozza a munkát terhelő adók (tb-terhek+szja) csökkentését, összességében azonban az adócsomag a teljes adóbevétel szempontjából közel semlegesnek tekinthető.

Makrogazdasági hatások

Mind a lakossági transferek visszafogása, mind az indirekt adók emelése a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét csökkenti, aminek következtében a lakosság fogyasztási és beruházási kiadásai eshetnek vissza. A munkát terhelő adók csökkentése ugyanakkor ceteris paribus javítja a vállalati szektor jövedelmezőségét. Azzal számolunk, hogy a vállalatok rövid távon a munkaköltségek csökkenését kb. 2/3 arányban historikusan igen alacsony szintű profitabilitásuk helyreállítására használják fel, s csak 1/3 arányban engedik át a többletjövedelmet a munkavállalóknak. Mivel a kiigazítás az első két évben rontja a növekedési kilátásokon, rövid távon rontja a munkahelyteremtést is, így érdemi foglalkoztatásnövekedés az alapesethez képest csak 2011-ben várható. A munkát terhelő adócsökkentése következtében előálló versenyképesség-javulás élenkíti a beruházásokat és az export jövedelmezőségét is. Ezek a hatások erőteljesen 2011-ben jelentkeznek, amikor a keresletszűkítő intézkedések és az indirekt adók emelése már nem sújtja a lakossági kiadások alakulását sem.

3-2. táblázat

A makropályában elszámolt intézkedések*

	2009	2010	2011
Kiadási oldal intézkedések (milliárd Ft-ban)			
Lakossági transferek	-166	-368	-437
Kormányzati fogyasztás	-63	-103	-103
Kormányzati beruházás	0	-160	-125
Természetbeni transferek	-50	-112	-112
Bérbefagyasztás	0	-70	-70
Egyéb	-57	-37	-37
Összesen	-336	-850	-884
Bevételi oldali intézkedések			
Munkáltatói bérterhek	-91	-300	-
Munkavállalói bérterhek	-41	-238	-
Tőkét terhelő adók	-2	-25	-
Fogyasztást terhelő adók	173	411	-
Vagyonadó+illeték+cafeteria	0	137	-
Nettó hatás összesen	39	-15	-

* A kiadáscsökkentő lépések viszonyítási alapja a kormány 2008. decemberi konvergenciajelentése, a bevételi oldali intézkedéseknél csak az adott évben belépő új intézkedéseket jeleztük.

Hogyan hatnak a költségvetési lépések a magyar gazdaság hosszú távú növekedésére?

A fiskális kiigazítá rövid és hosszú táv hatásairól a nemzetközi irodalomban is vita folyik. Attól függően, hogy a kiigazítások milyen szerkezetben valósulnak meg, a rövid és hosszú táv hatásokban lényeges különbségek lehetnek, illetve az is vitatott, hogy rövid távon feltétlenül visszafognák a gazdasági aktivitást. A fentiekre összefoglalót ad Horváth et al. (2006)⁸.

A kormány által bejelentett fiskális intézkedések kapcsán számavesszük az egyes lépések gazdasági hatásait, illetve egy becslést adunk a növekedési hatások mértékéről. A számításaink az MNB két modelljével végzett szimulációkon alapulnak. Az alábbi felsorolás tartalmazza a szimulációkban figyelembe vett intézkedéseket és hatásmechanizmusokat.

– Az sja és tb csökkentése miatti adóécsökkenés lehetőséget biztosít arra, hogy a növekedjen a foglalkoztatottság.

– Az áfa és jövedéki adó emelése viszont tartósan visszafogja a fogyasztást. Ezen túl kivált egy relatívár-átrendeződést: a hazai termékekhez

képest az exporttermékek relatíve olcsóbbá válnak, ami az exportot élénkíti.

– A pénzügyi transferek csökkentése már rövid távon is mérsékli a fogyasztást. Hosszabb távon azonban ösztönöz a munkavállalásra. A gyes, a gyed és a nyugdíj szabályainak megváltozása közvetlenül is növelik az aktivitást, rövid távú hatások ugyanakkor az intézkedések késleltetett életbelépése miatt elenyésző.

– Ha a kiigazítás sikeres, akkor további kedvező hatásként az csökkentheti az országkockázatot, az adósságot fenntartható pályára állítja, amely a tőkebeáramlásokra és a hazai beruházásokra élénkítőleg hat. A nemzetközi tapasztalatok szerint a munkapiaci szereplők koordinált viselkedése segíthet abban, hogy a vállalatok profitja kisebb mértékben essen, vállalva, hogy több munkahelyet tartanak meg. Így az esetleges elbocsátások/újrakezelések/betanítás költségei megtakaríthatók lehetnének. Ez utóbbi hatást azonban explicit módon nem vettük figyelembe számításaink során.

A fent bemutatott hatásmechanizmusok azonban csak abban az esetben jelentkeznek, ha a kiigazításra a szereplők egy tartós változásként tekintenek, amely a jövőben az elsődleges (munka- és tőke-) jövedel-

⁸ Horváth et al. (2006): Fiskális kiigazítások makrohatásai Magyarországon. *MNB-tanulmányok* 52.

mek adóterhelését jelentősen mérsékli. Ellenkező esetben azonban a rövid távú növekedési áldozatokat nem kompenzálja jövőbeli magasabb gazdasági növekedés.

Összességében, Engen–Skinner (1996)⁹ alapján azt feltételezve, hogy az intézkedések hatásai 10 éven keresztül egyenletesen jelentkeznek, akkor akár évi 0,4%-kal is emelkedhet a potenciális növekedés üteme, melynek fele származik a munkapiacot érintő intézkedések aktivitást és foglalkoztatottságot élénkítő hatásaiból. A fennmaradó rész pedig dön-

tően a tőkeállomány emelkedésének tudható be. Meg kell ugyanakkor jegyeznünk, hogy a foglalkoztatás és a gazdasági növekedés szempontjából a személyi jövedelemadó-intézkedések nem optimális szerkezetben történnek: azoknál a jövedelmi csoportoknál valósul meg a legerőteljesebb szja-kiengedés, ahol a legális munkakínálat rugalmassága viszonylag alacsony. Így az is megállapítható, hogy némileg más lefutású szja-rendszerrel (magasabb jövedelműeknél alacsonyabb, közepes jövedelműeknél magasabb marginális kulcsokkal) a növekedési hatás fokozató lenne.¹⁰

A hitelezés várt pályáját a korábbiaknál is borúlátóbban ítéljük meg. Ennek oka, hogy a nemzetközi tapasztalatok szerint egy pénzügyi válságot követően csak nagyon lassan, többéves stagnálást követően élénkül a hitelezési dinamika. Így még 2011-re is a válságot megelőző dinamikánál szignifikánsan lassabb hitelbővülésre számíthatunk. A kormányzati intézkedések hatásai közül – amint azt részletesen a fenti keretes írásban bemutattuk – rövid távon a keresletmegtörlesztés érvényesül a legerősebben. Középtávon (2011-től) azonban már az adóátrendezés kedvező hatása válhat dominánssá, ami elsősorban a munkapiacot keresztül jelenik majd meg.

Mindezen tényezők összességében az idei évre egy rendkívül mély, 7 százalékhoz közeli gazdasági visszaesést jeleznek, és az éves átlagos növekedés még 2010-ben is negatív lehet. 2011-ben azonban már élénk, a válságot megelőző évek átlagához közel lehet a növekedés.

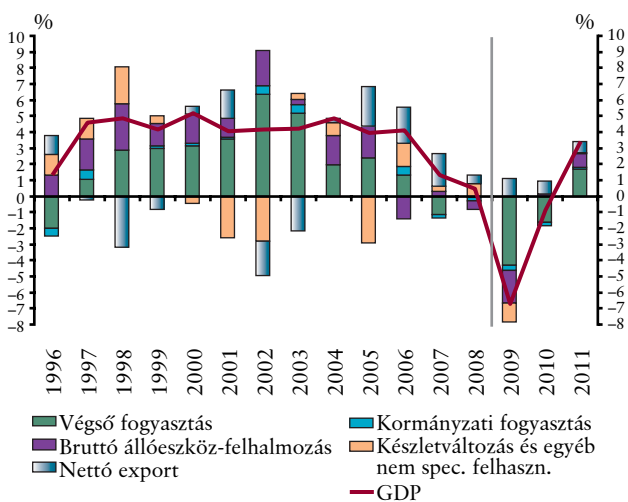
Az egyes szektorok növekedési hozzájárulásait vizsgálva megállapítható, hogy idén a nettó export kivételével minden tényező a visszaesés irányába mutat, és a hazai komponensek növekedése csak 2011-től várható.

A háztartások a munkapiaci alkalmazkodás, a kormányzati szigorítások, az átmeneti inflációemelkedés együttes hatásaként idén a rendelkezésre álló jövedelem jelentős csökkenésével szembesülnek. A következő évek háztartási viselkedését azonban nemcsak a jövedelemcsökkenés határozza meg, hanem változhat a korábbi évekhez képest a jövedelem és a fogyasztás kapcsolata is. Szemben az elmúlt évek hitelbőségével, előre tekintve azt várjuk, hogy a jövedelemcsökkenésnél nagyobb lesz a fogyasztás visszaesése. A háztartásoknak sokkal korlátozottabban lesz lehetőségük hitelfelvétel nélkül simítani a fogyasztásukat, a növekvő gazdasági bizonytalanság, az elbocsátásoktól való félelem miatt pedig az óvatossági megtakarítások is emelkedni fognak. Így 2009-ben és 2010-ben közel kétszer akkora mértékben esik vissza a fogyasztás, mint a rendelkezésre álló jövedelem. Mindez azt is jelenti, hogy a fogyasztási ráta a rendelkezésre álló jövedelem arányában előrejelzésünk szerint a 2007 végi csúcsponttól közel 6 százalékpontot csökkenhet 2010-ig, majd 2011-ben – egy enyhe növekedést követően – 87% körül stabilizálódhat. A háztartási beruházás esetében is jelentős visszaesést prognosztizálunk. Az idei visszaesést még némileg tompítja az I. félévben az állami lakástámogatások megszüntetése miatt előrehozott kereslet, de e hatás kifutását követően 2011-ig nem várunk korrekciót, így a – döntően lakáspiaci – lakossági beruházások szintje mintegy 30%-kal lehet alacsonyabb, mint az élénk hiteldinamikával jellemezhető 2007-es szint.

A beruházások nem csak a háztartási szektor esetében eshetnek meredeken. A vállalati szektor beruházásait egyaránt sújtják a borús külső kilátások és a finanszírozási nehézségek, va-

3-4. ábra

GDP-tételek növekedési hozzájárulása

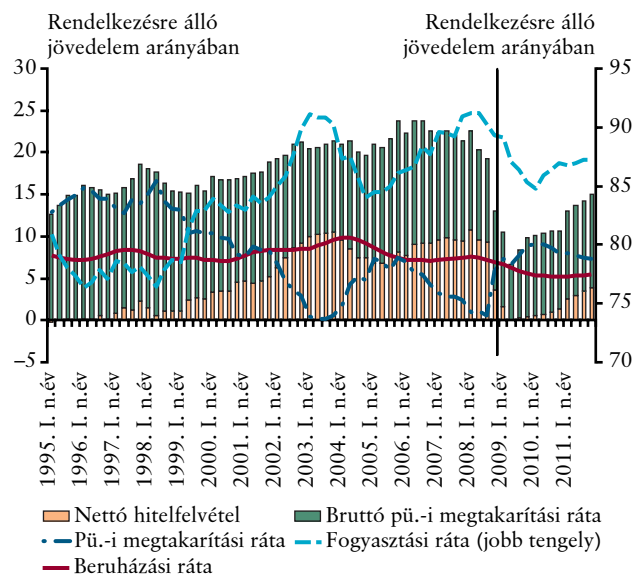


⁹ Lásd Enger–Skinner (1996): Taxation and Economic Growth. NBER Working papers 5826.

¹⁰ Lásd erről részletesen Kátay et al. (2009): Az alacsony aktivitás és foglalkoztatottság okai és következményei Magyarországon. MNB-tanulmányok, 79.

3-5. ábra

A lakossági jövedelmek felhasználása



lamint az általános gazdasági bizonytalanság emelkedése. Egy makrogazdasági szinten is jelentős egyedi beruházás mellett mind a vállalati, mind az állami szektor beruházásait élénkítheti az uniós fejlesztési források jobb kiaknázása. Összességé-

ben a beruházási dinamika idén a GDP-nél nagyobb, mintegy 10%-os visszaesést mutathat, jövő évtől szerény növekedést, 2011-ben pedig határozottabb élénkülést várunk.

A jelenlegi helyzetben, az alsó fordulópont környékén még nagy a bizonytalanság a hosszabb távú kilátásokat illetően. Mindazonáltal úgy látjuk, hogy a gazdasági visszaesés során olyan sok kapacitás szabadul fel, hogy a kedvezőbbre forduló nemzetközi környezetben 2011-től már egy erőteljes korrekció várható a kapacitáskihasználtságban, megalapozva a gazdaság 3 százalékos feletti növekedését. Ez az ütem historikusan még nem tekinthető magasnak, de a közgazdasági logikának megfelelően már lehetővé teszi, hogy meginduljon a 2007–2010 között felhalmozódó negatív kibocsátási rés bezárulása. A munkát terhelő adók csökkentése és a tartósan gyenge forintárfolyam együttesen az export-versenyképességet segítik, aminek következtében az élénkülő világgazdaságban exportpiaci részesedésünk bővülése viszonylag erőteljes lehet. Emellett, 2011-re a költségvetés erős megszorító jellege sem érvényesül már. A gazdaságban felhalmozódó felesleges kapacitások miatt pedig az infláció igen alacsony lehet, ami az élénkülő külső konjunktúra mellett a reáljövedelmek erőteljes bővülését teszi lehetővé. Végezetül a várhatóan erősödő banki hitelezési aktivitás is támogatja a hosszú ideje táguló negatív kibocsátási rés fokozatos záródását.

3.2. Markáns munkapiaci alkalmazkodás: jelentős elbocsátások, alacsony bérdinamika

A magyar gazdaságban a legnagyobb változásokat talán a munkapiacokon okozza a válság. A termelés, a hozzáadott érték visszaesése miatt olyan jelentős alkalmazkodási kényszerrel szembesülnek a vállalatok, hogy minden rendelkezésre álló munkapiaci csatornát igyekeznek majd a következő negyedévekben maximálisan kihasználni. A piaci folyamatokból adódó alkalmazkodási kényszerszert 2010-től tompíthatja a kormányzati elvonás csökkentése, de az idén életbe lépő intézkedések még csak kisebb mértékben járulnak hozzá a vállalati szektor jövedelmezőségi helyzetének megerősítéséhez.

A romló értékesítési kilátásokhoz a vállalatok elsősorban a foglalkoztatás és a bérezés visszafogásával próbálnak meg alkalmazkodni. Bár a kormányzati intézkedések következtében a munkaerő-kereslet és -kínálat fokozatosan élénkülhet, rövid távon az erőteljes recesszió kedvezőtlen hatásai dominálnak, így egyértelmű létszámbővülésre csak 2010 végétől, 2011 elejétől számíthatunk. Összességében úgy számolunk, hogy 2009–2010-ben nagyságrendileg 180 ezer fős elbocsátás várható, ami a teljes foglalkoztatotti létszám közel 5 százalékának felel meg. A munkaerő-felhasználás terén a létszámon kívül, kisebb mértékben a ledolgozott munkaórákban is tud alkalmazkodni a vállalati szektor.¹¹ A létszámalakulás időbeli lefutását tekintve az első negyedévekben várunk nagyobb arányú elbocsátásokat. Korábbi időszakokban megfigyelhető volt, hogy a létszámcsökkenést követően az elbocsátottaknak csak kb. a fele jelent meg munkanélküliként, és a másik fele elhagyta a munkapiacot, inaktívvá vált. Az első negyedéves létszámadatak ezzel szemben azt mutatják, hogy az elbocsátottak köre a korábbiaknál erősebben kötődik a munkapiachoz, így jórészt a munkanélküliek körét gyarapították. Előrejelzésünkben a korábbi, hosszabb ideig érvényes trendekkel szemben úgy számolunk, hogy az állásukat elvesztők kétharmada jelenik meg munkanélküliként, így a munkanélküliségi ráta előrejelzési horizontunkon 11 százalék fölé emelkedhet. Az állásukat elvesztők közül a korábbi években megfigyeltnél magasabb munkanélküli arányt magyarázhatja az a tény, hogy a jelenlegi foglalkoztatáscsökkenés mellett az állásukat elvesztők a legtöbb esetben elsődleges keresők, illetve olyanok akik hosszú ideje kötődnek a munkapiacoz.

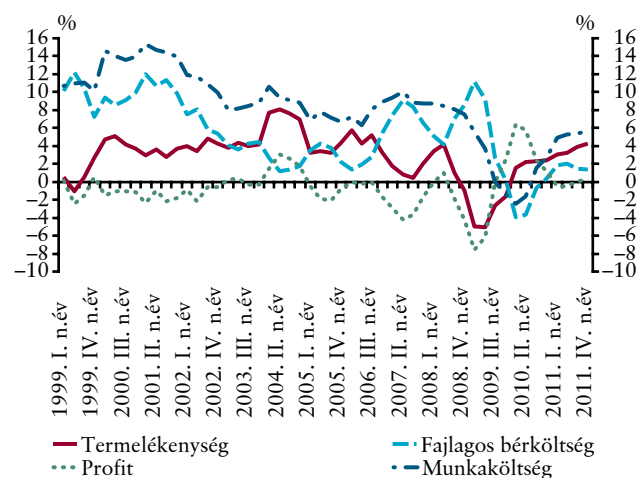
A bérdinamikát is a vállalatok romló profitabilitáshoz való alkalmazkodása határozza meg a következő években. Fontos különbség azonban a létszám-alkalmazkodással szem-

ben, hogy a nominális bérek merevsége miatt erős alsó korlátot jelent a bérbefagyasztás. Jelenleg úgy számolunk, hogy a versenyszektorban idén csak az áthúzódo hatások és a foglalkoztatottak összetételében bekövetkező változások miatt lesz pozitív a bérdinamika, vagyis a magánszektor egészében gyakorlatilag bérbefagyasztás fog érvényesülni. 2010–2011-ben is igen alacsony bérdinamikát várunk, de ekkor már a vállalati szektor helyzete – nem utolsósorban a járulékcskökkentések miatt – lehetővé fogja tenni a nominális bérek kismértékű emelését. A magas munkanélküliségi ráta miatti túlkínálat azonban korlátozni fogja a bérdinamika élénkülését.

Mint az a 3-6. ábrán is látszik, a rendkívül szigorú munkapiaci alkalmazkodás ellenére is idén jelentős, a korábbi években nem tapasztalt méretű profitvesztéséget szenvedhet el a vállalati szektor. Jövőre azonban már lehetősége lesz a profitabilitás érdemi javítására – a javuló konjunktúra és a járulékcskökkentés alapján. Becsléseink szerint a járulékcskökkentésből fakadó megtakarításnak kb. az egyharmadát engedi át magasabb bruttó bérként és foglalkoztatásban a munkavállalóknak, tehát kétharmad a vállalati profitabilitásban fog lecsapódni. Összességében úgy látjuk, hogy a versenyszektorban a jövedelmezőség 2011-re közelítheti meg a pénzügyi válság előtti éveket jellemző szintet.

3-6. ábra

Versenyszféra fajlagos munkaköltségének összetevői



¹¹ A rendelkezésünkre álló adatok szerint tavaly ősz óta trendszerűen csökken az egy főre jutó ledolgozott munkaóra száma és ez a trend a közeljövőben is fennmaradhat. A havi adatok nagy volatilitása miatt azonban egyelőre csak óvatos következtetéseket lehet megfogalmazni a munkaórák további alakulását illetően.

3.3. Átmeneti, meredek inflációemelkedés az adóintézkedések miatt, cél alatti nettó infláció

Inflációs prognózisunk kiindulópontja a január–áprilisi időszak árstabilitásnak megfelelő, 3%-hoz közeli árindexei. Fontos azonban hozzátenni e kedvező képhez, hogy a globális gazdasági válság által generált, ellenkező irányú hatások eredményeként csökkent 3%-ra az infláció, és előre tekintve is jelentős maradnak mind a lefelé, mind a felfelé ható erők, növelve az előrejelzés bizonytalanságát.

A makrogazdasági folyamatokból fakadó inflációs hatásokon túl, februári jelentésünkhöz hasonlóan most is jelentősen befolyásolják az inflációs pálya lefutását a kormányzati intézkedések: egyrészt az új kormány által bejelentett adóemelések (áfa, jövedéki adó) közvetlen inflációs hatásán, másrészt – indirekt módon – a konjunktúrán, a munkát terhelő elvonások megváltoztatásán keresztül.

A forint/euro árfolyam 2008 nyara óta több mint 25%-ot gyengült, az árfolyamgyengülés hatása fokozatosan jelenik meg a fogyasztóiár-indexben. Becsléseink szerint egy árfolyamsokk teljes begyűrűzése mintegy 5-6 negyedév alatt zajlik le, így – a fix árfolyamos alapfeltevésünk szerint – a már bekövetkezett gyengülés 2009 végéig, 2010 elejéig fogja emelni az árszintet, fokozatosan lecsengő mértékben. Az árfolyamgyengülés hatását némileg ellensúlyozza a korábbi időszakoknál alacsonyabb importált infláció, ami a nemzetközi előrejelzések szerint a következő években is fennmaradhat.

Míg az árfolyam gyengülése közel azonos mértékben érintheti a maginflációt és a teljes árindexet, a kereslet-visszaesés hatása döntően a maginflációs tételeknél érvényesülhet. 2009–2010-re vonatkozó előrejelzéseinkben már hosszabb ideje számolunk a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatásával. E hatás a konjunktúrakilátások romlásával párhuzamosan egyre markánsabbá válhat, és jelenlegi előrejelzésünkben korábban nem látott nagyságrendű inflációmérséklő hatást várunk e forrásból. A modellekben könnyen megragadható – de a gyakorlatban nehezen mérhető kibocsátási rés mellett – több tényadat is alátámasztja a keresletszűkülés jelentős dezinflációs hatását. A piaci szolgáltatások hó/hó árindexei az első negyedévben jelentősen mérséklődtek a korábbi évekre jellemző stabilan magasabb értékekhez képest. Ezzel egybevágh, hogy az ipar belföldi értékesítési árindexei is visszafogottan alakultak az utóbbi hónapokban. További érvet szolgáltat a

markáns munkapiaci alkalmazkodás, a gyakorlatilag a teljes versenyszektorban megvalósuló bérfelfagyasztás, illetve a kormányzati bérek csökkenése.

A maginfláción kívüli tételek közül érdemes kiemelni az alacsonyabb olajárak áttételes hatásait. Egyrészt a hosszabb késleltetés miatt a gáz-, távhőárakban csak 2009 második félévében fog megjelenni az olajárak tavaly év végi meredek csökkenése. Másrészt a nemzetközi piacokon a villamos energia spot ára is szignifikánsan csökkent az elmúlt félévben, és előrejelzésünkben ezt a hatást is érvényesítettük a termelői költségek között.

Ahogy már említettük az inflációra nagy hatást fognak gyakorolni a kormányzati intézkedések a következő negyedévekben. Jelenlegi tudásunk szerint az árintézkedések hatásai döntő részben két nagyobb hullámban fognak jelentkezni: idén júliusban (áfa-, jövedékiadó-emelések) és 2010 januárjában (további jövedékiadó-emelés). Ezekon kívül számos további kormányzati intézkedés is jár majd – a szabályozott árakon keresztül – inflációs hatással.

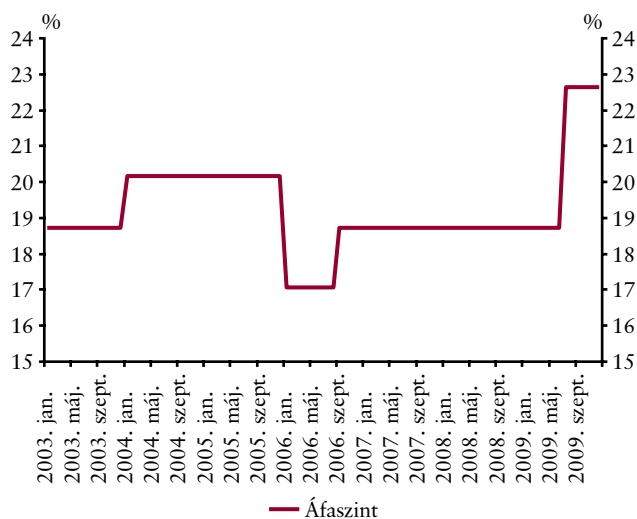
A tervezett kormányzati lépések az idei év közepétől leginkább két csatornán keresztül gyakorolnak jelentős hatást az inflációs pályára. A közvetlen hatás az áfa és a jövedéki adók emelésén keresztül jelentkezik. E tekintetben februárhoz hasonló módon számolunk, igaz a korábban feltételezettnél nagyságrendileg nagyobb lesz a júliusi áfa emelés. A fogyasztói kosár mintegy 85%-nak az áfakulcsa 20-ról 25%-ra emelkedik, míg a kosár kb. 8%-ának áfakulcsa 20-ról 18%-ra csökken. Technikai hatásként így 3,4%-os árszintemelkedés adódik, aminek becsléseink szerint közel 90 százaléka jelenik meg az árindexben a III. negyedévben. Az adóemelés mértékét jól mutatja, hogy a korábbi évek áfaemelésével összehasonlítva a mostani több mint kétszer akkora árszintemelkedést okoz, mint a 2004-es vagy a 2006-os, és a mostani emelés hatására az átlagos áfakulcs is közel kerül a 2004 előtti rezsim legmagasabb kulcsához.¹²

Az áfaemelésen túl a kétlépcsős jövedékiadó-emelés az árszintet 2009 júliusától, majd 2010 januárjától összességében mintegy 0,7 százalékkal emeli. Így az adóemelések teljes technikai hatása 4,1% lesz, ebből 3,7% fog 2009 július és decem-

¹² A korábbi áfaemelések tapasztalatai azt mutatják, hogy nem a teljes, technikai hatás jelent meg a fogyasztói árakban, hanem annak – az érintett tételek függvényében – mintegy 80-90 százaléka. Jelenleg a technikai hatásnál kisebb áthárítást indokol a recessziós gazdasági környezet, ennek ellene hat azonban az a tény, hogy a korábbiakkal szemben a termékek igen széles körét érinti az intézkedés, azaz nincs lehetőség érdemi fogyasztói helyettesítésre.

3-7. ábra

Fogyasztói kosár átlagos áfakulcsa 2003–2009



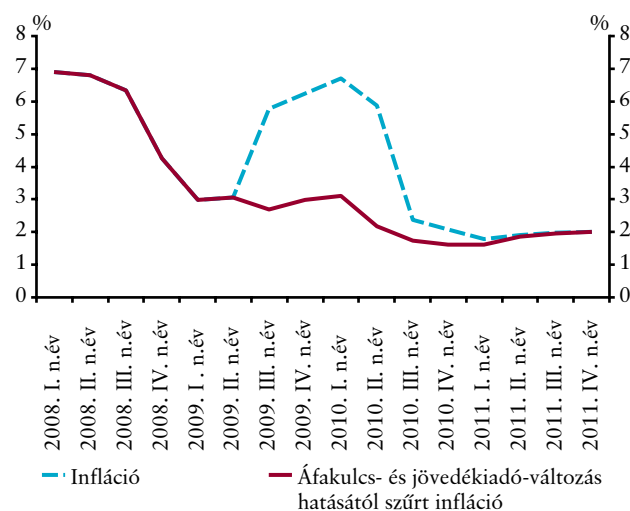
ber között megjelenni az árindexben, és újabb 0,4% lép be 2010 januárjában. A tényleges, közvetlen inflációs hatást – figyelembe véve a nem teljes áfaáthárítást – 3,7%-ra becsüljük, lásd a 3-3. táblázatot. A tényleges hatás esetében is igaz az, hogy nagyrészt 2009 III. negyedéve és 2010 III. negyedéve között jelenik majd meg a fogyasztóiár-indexben.

A nagyobb hatásokon túl a szabályozott árak esetében egyaránt számoltunk már hatályba lépett és még csak bejelentett intézkedésekkel is. Már hatályba lépett a gyógyszerártámogatások áprilisi csökkentése, illetve a gázár-kompenzáció átalakítása (árcsökkenés esetén a támogatotti körben a támogatás összege csökken, nem a fogyasztók által fizetendő díj). A már meghozott és hatályba lépett intézkedéseken túl a szabályozott árak körében a következő bejelentett intézkedéssel számolunk: a gázár-, távhőtámogatás további csökkentésével 2010-ben, illetve a távolsági utazások és a diákok étkezési támogatásának szűkítésével. A szabályozott árakat érintő intézkedések összességében az árszintet 0,8-0,9 százalékkal emelik, aminek nagyobb része 2010-ben fog megjelenni az árindexben.

Míg a kormányzati válságkezelési csomag közvetlenül jelentős mértékben emeli az inflációt, a csomag egyéb intézkedései ezt a hatást részben ellensúlyozni fogják. A háztartásokat érintő megszorítások (pénzügyi transzferek visszafogása, a magasabb inflációból fakadó reáljövedelem-csökkenés) a fogyasztási keresletet fogják majd vissza, és így meghatározó szerepet játszanak a kibocsátási rés további mélyülésében. Ezen túlmenően az adóátrendezés keretében érdemben (több mint 5 százalékponttal) csökkenni fognak a munkát terhelő elvonások, ami a munkapiacra az alacsonyabb fajlagos bérköltségeken keresztül tudja fékezni az áremelkedések ütemét. A fajlagos bérköltségek irányából érkező inflációs impulzus értékelésekor meg kell azonban jegyezni, hogy a már említett rendkívül alacsony bérdinamika, az erőteljes munkapiaci alkalmazkodás, illetve az adóátrendezés hatását tompítja, hogy a gazdasági válság miatt a versenyszektorban – és különösen a feldolgozóiparban – olyan mértékű a termelés visszaesése, hogy a fajlagos bérköltségek átmenetileg így is jelentősen emelked-

3-8. ábra

Fogyasztóiár-index előrejelzésünk*



* Az adószűrt árindex esetében az áfa- és jövedékiadó-emelésből nem a teljes technikai hatást, hanem csak a fogyasztóiár-indexbe várt begyűrtetés hatását vettük figyelembe.

3-3. táblázat

A kormányzati intézkedések közvetlen inflációs hatása

	2009	2010	összesen	Intézkedés időpontja
Áfa	1,45	1,55	3,00	2009. július
Jövedéki adó	0,10	0,60	0,70	2009. július és 2010. január
Szabályozott árak	0,29	0,53	0,82	több lépésben
Összesen	1,84	2,68	4,52	

nek az idei évben. Ezen összetett hatások fényében nem meglepő, hogy a jelenlegi makrogazdasági környezetben az inflációs előrejelzés szempontjából az egyik legnehezebben megragadható komponens a kereslet-visszaesés inflációfékező hatása. Modelljeinkre támaszkodva úgy látjuk, hogy a kormányzati csomag keresletszűkítő hatását is figyelembe véve teljes előrejelzési horizontunkon jelentős inflációmérséklő hatása lesz a fogyasztási keresletnek.

Mindezen hatások eredőjeként a II. negyedévben még árstabilitás közeli inflációt várunk, majd az év közepétől az adó-

emelések miatt közel 7%-ig emelkedhet az éves árindex. 2010 közepétől viszont – ahogy az adóemelések fokozatosan kikerülnek az árindexből – meredek csökkenést követően 2 százalék körül ingadozhat az árindex egészen 2011 végéig. Az éves átlagok tekintetében így idén 4,5%-ot várunk. 2010-ben – az éven belüli jelentős csökkenés ellenére – szintén a cél felett (4,3%), 2011-ben pedig a cél alatt (1,9%) lehet az éves átlagos infláció. Érdeemes még hozzátenni, hogy a maginflációban a teljes előrejelzési horizonton a fogyasztóiár-indexnél alacsonyabb értékeket várunk: a maginfláció 2010 második félévétől 1 és 2% között alakulhat.

3-4. táblázat

Inflációs előrejelzésünk részletei

	Súly	2008				2009				2010				2011			
		I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.	I.	II.	III.	IV.
Feldolgozatlan élelmiszer	5,9	13,8	11,3	2,1	-4,1	3,1	5,8	12,4	13,6	8,3	6,3	1,7	0,9	1,8	3,2	3,9	3,9
Járműüzemanyag és piaci energia	7,0	14,8	13,3	12,8	-1,3	-11,5	-10,7	-5,6	5,0	16,4	13,1	7,8	7,5	3,5	2,9	2,4	2,0
Szabályozott árak	15,9	9,0	7,1	8,7	10,1	8,1	7,9	8,9	6,6	6,3	6,0	3,0	3,6	3,7	4,2	4,0	3,8
Maginfláció	71,1	5,2	5,7	5,5	4,2	3,3	3,1	5,7	5,6	5,7	5,1	1,7	1,3	1,2	1,2	1,3	1,4
Fogyasztóiár-index	100,0	6,9	6,8	6,3	4,3	3,0	3,1	5,8	6,2	6,7	5,9	2,4	2,1	1,8	1,9	2,0	2,0
Éves átlag																	
Maginfláció					5,2				4,4				3,5				1,3
Fogyasztóiár-index					6,1				4,5				4,3				1,9

3.4. Felfelé mutató inflációs, lefelé mutató növekedési kockázatok

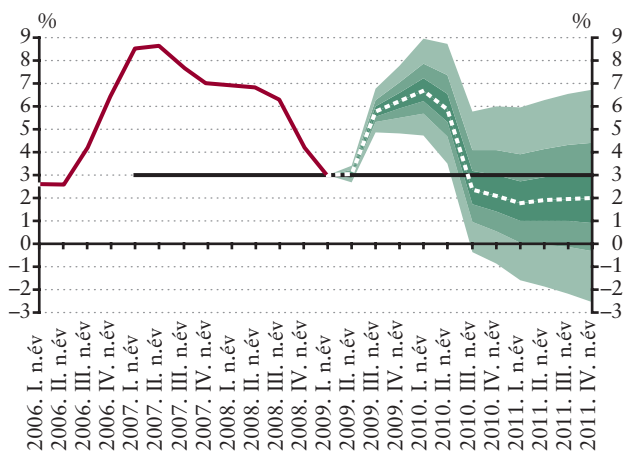
Előrejelzésünket övező főbb bizonytalanságokat a hitelaktivitással, a gazdaság potenciális kibocsátásával kapcsolatban látjuk.¹³

Az alappálya kapcsán már jeleztük, hogy korábbi várakozásainknál is alacsonyabb hitelezés várható mind a vállalati, mind a háztartási szektor esetében. Az elmúlt évtizedek nemzetközi tapasztalatai között nem példa nélküli, hogy egy pénzügyi válságot követően 3-4 éven keresztül negatív marad a hiteldinamika, még akkor is, ha eközben a gazdasági növekedés élénkülni tud. Magyar tapasztalatok hiányában a nemzetközi példák alapján nem elhanyagolható kockázata van annak, hogy 2011-ig sem élénkül a hitelezés. Ebben az esetben a GDP-dinamika teljes előrejelzési horizontunkon alacsonyabb lehet az alappályában szereplőnél, és a negatívabb kibocsátási rés az inflációt is mérsékelné.

A korábbiakban már említettük, hogy a pénzügyi válság következtében a bankrendszer hitelkínálata erőteljesen szűkül, ami a vállalati beruházások konjunktúra által indokoltnál erőteljes visszaesését okozza. Felmerül ugyanakkor, hogy a hitelkínálat visszaesése sok vállalat esetében a forgóeszköz-finanszírozást és a termelés fenntartását is nehezíti. Emiatt elképzelhető, hogy a magyar gazdaság termelőkapacitása, azaz a potenciális kibocsátás az alappályában feltételezettnél erőteljesebben mérséklődik. Ebben az esetben a gazdasági visszaesés az árupiacon nem párosul olyan mértékű túlkínálattal, mint amire alapesetben számítottunk. Ekkor a deflációs hatás is kisebb lehet, illetve a hosszú távú növekedési kilátások is kedvezőtelenebbek az alapesetben feltételezettnél. Összességében a fenti bizonytalanságok alapján az inflációt felfelé mutató, a gazdasági növekedést pedig a teljes horizonton lefelé mutató kockázatok övezik.

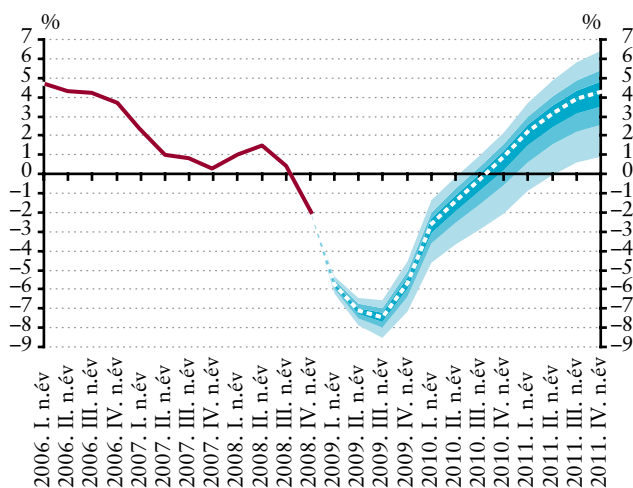
3-9. ábra

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



3-10. ábra

A GDP-előrejelzés legyezőábrája



¹³ Emellett a prognózis szempontjából igen jelentős kockázati tényező a külső konjunktúra és a nyersanyagárak várható alakulása. Mivel azonban ezekben a tételekben a kockázatok közel szimmetrikusnak látjuk így nem szerepelnek a legyezőábra készítéséhez használt scenáriók között. Az ábra készítésének technológiájából fakadóan azonban a múltbeli előrejelzési hibákon keresztül hatnak a legyezőábra szélességére.

3-5. táblázat**Előrejelzésünk változása 2009. februárhoz képest**

	2008	2009		2010		2011	
	Tény	Előrejelzés					
		Február	Aktuális	Február	Aktuális	Február	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ¹	5,2	4,2	4,4	2,5	3,5	–	1,3
Fogyasztóiár-index	6,1	3,7	4,5	2,8	4,3	–	1,9
Gazdasági növekedés							
Külső kereslet (GDP-alapon)	2,1	–1,2	–3,2	0,8	0,1	–	2,0
Háztartások fogyasztási kiadása	–0,7	–5,1	–8,0	–1,6	–2,9	–	2,9
Állóeszköz-felhalmozás	–2,6	–7,1	–10,3	–0,5	0,8	–	4,2
<i>Belföldi felhasználás</i>	<i>–0,1</i>	<i>–4,5</i>	<i>–7,9</i>	<i>–1,2</i>	<i>–1,7</i>	–	2,9
Export	4,6	–6,0	–15,1	4,8	3,0	–	8,7
Import	4,0	–7,1	–16,7	4,2	2,1	–	8,3
GDP*	0,5	–3,5	–6,7	–0,5	–0,9	–	3,4
Folyó fizetési mérleg hiánya²							
A GDP százalékában	8,4	3,9	4,1	4,5	4,0	–	3,3
Milliárd euróban	8,9	3,6	3,6	4,2	3,5	–	3,1
Külső finanszírozási igény²							
A GDP százalékában	7,4	2,1	2,0	1,7	1,4	–	0,2
Munkapiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	7,6	0,8	–0,3	6,5	2,1	–	4,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁴	–1,2	–2,0	–3,2	–1,8	–1,7	–	0,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁵	8,5 (8,0)	4,0	3,0	6,5	3,0	–	4,5
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁶	–1,1	–2,4	–4,0	–2,3	–2,1	–	0,9
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ⁶	6,2	6,4	5,7	2,0	–2,0	–	1,6
Lakossági reáljövedelem**	–1,4	–1,8	–4,3	–1,2	–1,6	–	1,8

¹ 2009 májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre.

² A 2004–2007-es időszakban a fizetési mérleg „Tévedések és hiba” sorának magas szintjéből fakadó bizonytalanság magasabb folyó fizetésimérleg-hiány és külső finanszírozási igény irányába mutat.

³ Pénzforgalmi szemléletben.

⁴ A KSH munkaerő felmérése szerint.

⁵ Az eredeti KSH-adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonális hatásától tisztított adatok szerepelnek.

⁶ A versenyszféra fajlagos munkaköltségére vonatkozó számítás a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonális hatásától szűrt bérmutatóval készült.

* A táblázatban a naptárnap-hatást is tartalmazó eredeti adatok szerepelnek.

** MNB-becslés.

3-6. táblázat

Előrejelzéseink más intézetek prognózaival összehasonlítva

	2007	2008	2009	2010	2011
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)					
MNB (2009. május)	8,0	6,1	4,5	4,3	1,9
Consensus Economics (2009. április) ¹	–	–	2,0 – 3,4 – 4,5	1,6 – 3,2 – 4,7	–
OECD (2008. november)	8,0	6,4	3,6	3,2	–
Európai Bizottság (2009. május)	7,9	6,0	4,4	4,1	–
IMF (2009. április)*	7,9	6,1	3,8	2,8	–
Reuters-felmérés (2009. április) ¹	–	–	2,2 – 3,7 – 4,9	2,5 – 3,6 – 5,8	1,9 – 2,9 – 4,0
GDP (éves növekedés, %)					
MNB (2009. május) ⁴	1,1	0,3	–6,7	–0,9	3,4
Consensus Economics (2009. április) ¹	–	–	(–7,5) – (–5,2) – (–3,5)	(–2,0) – (–0,4) – 0,5	–
OECD (2008. november)	1,1	1,4	–0,5	1,0	–
Európai Bizottság (2009. május)	1,1	0,5	–6,3	–0,3	–
IMF (2009. április)*	1,1	0,6	–3,3	–0,4	2,5
Reuters-felmérés (2009. április) ¹	–	–	(–7,5) – (–5,2) – (–4,0)	(–1,6) – 0,0 – 1,4	–
Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)					
MNB (2009. május)	6,5	8,4	4,1	4,0	3,3
OECD (2008. november)	6,5	6,1	6,1	5,4	–
Európai Bizottság (2009. május)	6,5	8,4	5,0	4,8	–
IMF (2009. április)*	6,5	7,8	3,9	3,4	–
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)					
MNB (2009. május)	5,0	3,4	3,9	4,5	4,3
Consensus Economics (2009. április) ¹	–	–	2,0 – 3,0 – 3,4	2,0 – 2,7 – 3,4	–
OECD (2008. november)	5,0	3,4	3,6	3,5	–
Európai Bizottság (2009. május)	4,9	3,4	3,4	3,9	–
IMF (2009. április)*	4,9	3,4	2,5	2,0	–
Reuters-felmérés (2009. április) ¹	–	–	2,7 – 3,1 – 5,0	2,5 – 2,8 – 3,3	–
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)					
MNB (2009. május)	8,2	5,5	–4,9	1,5	–
OECD (2008. november) ^{2,3}	6,1	4,0	1,3	3,7	–
Európai Bizottság (2009. május) ²	7,4	4,4	–1,8	1,3	–
IMF (2009. április) ²	6,4	3,3	0,8	–	–
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)					
MNB (2009. május)	8,5	4,2	–11,3	–0,3	4,4
OECD (2008. november) ^{2,3}		0,8	–4,5	0,0	–
Európai Bizottság (2009. május) ²	3,7	2,1	–4,1	0,2	–
IMF (2009. április) ²		2,1	–4,1	–0,2	2,2
Euroövezet GDP-növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)					
MNB (2009. május)	2,7	0,7	–4,1	–0,3	1,5
OECD (2008. november)	2,6	0,7	–4,1	–0,3	–
Európai Bizottság (2009. május)	2,7	0,8	–4,0	–0,1	–
IMF (2009. április)	2,7	0,9	–4,2	–0,4	–

Az MNB előrejelzései ún. feltételes előrejelzések; így közvetlenül nem mindig hasonlíthatók össze másokéval.

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

² MNB által számított értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Így a számok eltérhetnek a nevezett intézmények által közöltéktől.

³ Az OECD nem publikált Romániáról adatokat, így az OECD-előrejelzésünk nem veszi figyelembe Romániát.

⁴ Naptári hatást is tartalmazó adatok.

* Az adatok az IMF 2009 áprilisában közzétett, Magyarországra vonatkozó ország-jelentéséből származnak.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2009. január); European Commission Economic Forecasts, 2009. május; IMF World Economic Outlook (2009. április); Reuters-felmérés (2009. január); OECD Economic Outlook (2009. március).

4. Államháztartási és külső egyensúly





4.1. Az államháztartási egyenleg alakulása

2008-ban az államháztartás EDP-módszertan szerinti hiánya a februári ténybecslésünknek megfelelően a GDP 3,4 százaléka volt. A magán-nyugdíjpénztári korrekció hatását figyelembe véve, Magyarország 2008-ban már teljesíti a költségvetési deficitre vonatkozó maastrichti kritériumot, azonban a következő években ennél magasabb hiány szerepel a prognózisunkban. Előrejelzésünket két lényeges tényező változtatta érdemben a korábban gondoltakhoz képest. Egyrészt a kedvezőtlenebb makrogazdasági pálya, másrészt a kormány legfrissebben bejelentett – és még csak részben elfogadott – intézkedéscsomagja. A gazdasági visszaesés az adóbevételek mérséklésén keresztül számottevően rontja a költségvetési egyenleget 2009-ben és 2010-ben. Ezt a hatást a kiadások csökkentésével részben ellensúlyozza a kormány, de másik része megjelenik a várható költségvetési hiány emelkedésében.

A fokozatosan romló gazdasági kilátások miatt a 2009-ben szükséges költségvetési kiigazítás mértéke nagyobb lett, mint azt a februári előrejelzésünkben feltételeztük. A nagyobb gazdasági visszaesés önmagában a GDP több mint 1 százalékkal rontaná az egyenleget, és ebbe az irányba hat a kamatkidások enyhe emelkedése is. A februárhoz képest újonnan bejelentett kormányzati intézkedések a recesszió költségvetési hatásának kevesebb mint a felét kompenzálják, így 3,9 százalékos 2009-es ESA-deficitre számítunk a korábban szereplő 2,9 százalék helyett. Előrejelzésünk a GDP 0,3 százaléka megfelelő tartalékot foglal magában.

2010-ben a folytatódó gazdasági visszaesés és más, ettől független kiadási tételek¹⁴ emelkedése a hiányt ismét jelentősen növelné. A kormány a gazdasági visszaesés költségvetési hatásától elmaradó mértékben növelte februárhoz képest a tervezett kiadáscsökkentő intézkedések volumenét. A kormány el-

kötelezte magát amellet, hogy a 2010. évi hiány alacsonyabb legyen, mint a 2009-es. Ezzel szemben jelenlegi alappályánkban 4,5 százalékos deficitprognózis szerepel. Ennek oka, hogy a vállalt intézkedéseknek van egy olyan része, amely jelenleg nem teljesen kidolgozott, így előrejelzési szabályunk értelmében egyelőre nem tudjuk teljes egészében figyelembe venni. Ennek legnagyobb része az önkormányzatok támogatását érinti. A kormány által vállalt, de részleteiben még kidolgozásra váró, a GDP mintegy 0,7 százaléka megfelelő intézkedéscsomag elfogadásával elérhető a kitűzött hiánycsökkentés 2009-hez képest.

2011-re áthúzódik a nem teljesen részletezett intézkedésekhez kapcsolódó bizonytalanság. Alappályánkban 2010-hez képest változatlan költségvetési politika mellett is a GDP-arányos hiány csökkenésére számítunk, amit a fellendülő gazdasági növekedés miatt pozitívvá váló automatikus stabilizátor hatás okoz. A várható 4,3 százalékos hiány további csökkentéséhez új intézkedések szükségesek. Fontos megemlíteni, hogy a 2009-ben bejelentett intézkedések egy része strukturálisnak tekinthető (pl. 13. havi nyugdíj eltörlése, nyugdíjindexálás változása, korhatáremelés, családtámogatások átalakítása, ártámogatások leépítése), azaz hozzájárulhat a hosszabb távon is fenntartható fiskális politikához és segítheti a potenciális növekedés szintjének emelését.

A költségvetési kiigazítás teljes egészében a kiadások visszafogásával történik. Az adóintézkedések összességében elhanyagolható mértékben változtatják a bevételeket, bár az adónevek közötti átrendezés jelentős a munkát terhelő adóktól a fogyasztási adók irányába. A kiigazító és adóátrendezést okozó intézkedések eltérően érintik a lakossági és vállalati szektort. Előbbi rendelkezésre álló jövedelméből nagymértékű el-

4-1. táblázat

Az államháztartási egyenleg mutatói és az államadósság a GDP százalékában

	2008	2009	2010	2011
Pénzforgalmi (GFS-) egyenleg	-3,6	-4,4	-4,9	-4,3
Eredményzempléletű (ESA-) egyenleg	-3,4	-3,9	-4,5	-4,3
Elsődleges ESA-egyenleg	0,8	0,8	0,5	0,6
Kibővített (SNA-) egyenleg	-3,9	-5,3	-6,1	-4,7
Ciklikus komponens	0,6	-1,6	-2,7	-2,0
Államadósság	73,0	81,8–83,6	83,1–83,9	80,7

¹⁴ Az egyenként kisebb súlyú egyenlegrontó tételek együttvéve jelentősen rontják a költségvetési egyenleget. Ezek közé tartozik az önkormányzatok deficitjének emelkedése, a kamatkidások növekedése és néhány kiadási tétel, mint például az európai uniós befizetések és a magasabb infláció okozta többlet-nyugdíjkiadás.

vonást eredményez a lakossági transzferek csökkentése és egyes adónemek, elsősorban a fogyasztási adók emelése. Ezzel szemben a vállalatok adózás előtti jövedelmét a munkáltatói járulékok csökkentése és más adóváltozások nagyobb mértékben emelik, mint amennyivel a kormányzati fogyasztási és beruházási kereslet visszafogása csökkenti.

A jelenlegi hiányprognózis kedvezőtlenebb a februárban közöltnél, de a világgazdasági recesszió hatására szinte valamennyi európai országban drasztikusan nő a várható költségvetési hiány. Így Magyarország relatív pozíciója a költségvetési hiány nagysága szempontjából javul az Európai Unió tagországai között 2009-ben. Meg kell említeni, hogy egyes, korábban kedvezőbb költségvetési helyzetben lévő országok a gazdasági folyamatok egyenlegromló hatásán felül a fiskális politika gazdaságélénkítő lépéseivel is növelik a hiányt. Magyarországon ezzel szemben nemcsak élénkítésre nincs lehetőség, hanem az automatikus stabilizátorok érvényesülésének engedésére sem. A nemzetközi gyakorlattal szemben így Magyarország nem anticiklikus, hanem prociklikus gazdaságpolitikát folytat. A kiadáscsökkentés és az adóváltozások rövid távon csökkentik a GDP-t, de hosszú távon növelhetik a potenciális növekedési ütemet (részletesen lásd a 3-2. keretes írást).

A recesszió mértéke miatt érdemes kiemelt figyelmet fordítani az automatikus stabilizátorok költségvetési egyenleget rontó hatására és az ezzel korrigált egyenlegmutatókra. Ha az elsődleges ESA-egyenlegből levonjuk a gazdasági visszaesés hatását mutató ciklikus komponenst, és az így kapott korrigált egyenleg alakulását figyeljük, akkor 2009-ben erős, 2 százalé-

kos kiigazítás látszik az előző évhez képest, majd 2010-ben újabb 0,8 százalékos. 2010 a fordulópont, mert azt követően várhatóan a gazdasági növekedés üteme meghaladja majd a potenciális mértékét. Bár változatlan költségvetési politikát feltételezünk, 2011-ben a ciklikus hatástól szűrt egyenleg mégis romlik, aminek háttérben alapvetően az MNB 2010-es várható veszteségének megtérítése áll.¹⁵

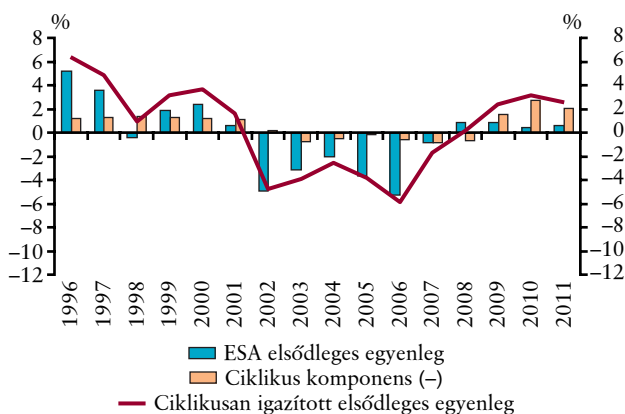
MORZSOLÓDÓ BEVÉTELEK

A költségvetési kiigazítás 2006–2007-es első hulláma jelentős részben támaszkodott bevételi oldali intézkedésekre, aminek következtében a főbb adóbevételek GDP-arányos mértéke emelkedett. Ezt egyrészt a megemelt adókulcsok, másrészt a gazdaság kifehéritésére tett erőfeszítések okozták. 2009-ben azonban a GDP-arányos adóbevételek összességében mérséklődnek részben a mély recesszió, részben az adóbevételek hatékonyságának romlása miatt. 2010-ben a további romlást a meghatározó adóalapok (keresettömeg és vásárolt fogyasztás) GDP-nél kedvezőtlenebb alakulása okozza. A nagyobb gazdasági visszaesés következtében valamennyi jelentős adóalap a korábban feltételezettnél jobban csökkenhet. A személyi jövedelemadót és a járulékokat meghatározó nominális keresettömeg a 2009-es visszaesése után várhatóan 2010-ben sem éri el a 2008-as szintjét. Ugyanez igaz a lakosság fogyasztási kiadásaira, ami az áfa- és jövedékiadó-bevételeket mérsékli. A kormányzati intézkedések ugyanakkor nagyságrendileg nem változtatnak az adóbevételek teljes összegén, bár a szerkezeti hatásuk jelentős. Összességében a GDP-arányos adóbevételek 2011-ben 2 százalékponttal alacsonyabbak lesznek a csúcsot jelentő 2008-hoz képest.

4-1. ábra

A ciklikus komponens és a ciklikusan igazított elsődleges ESA-egyenleg alakulása

(a GDP százalékában)*



* A ciklikus komponens mutató fordított skálán szerepel.

Az adóintézkedések a csekély költségvetési hatás mellett jelentős átrendezést okoznak az adónemek között. Csökken a munkát terhelő adók súlya, és emelkedik a fogyasztási, vagyoni típusú adóké, azaz a vállalatok terhei csökkennek a lakossági adók emelkedése mellett. A munkáltatók által fizetendő járulékok kulcsa idén a minimálbér kétszereséig 5 százalékponttal csökken, 2010-ben pedig az egész keresetre az alacsonyabb kulcs lesz érvényes. Ez a historikus csúcstól a 2006-os kulcsemelés előtti szintekre mérsékli a GDP-arányos járulékbefizetéseket. A tőkét terhelő adókat tekintve a társasági külföldadó eltörlése, a normál kulcs emelése, a kedvezmények szűkítése és más kisebb intézkedések összességükben enyhén csökkentik az adóterhetet.

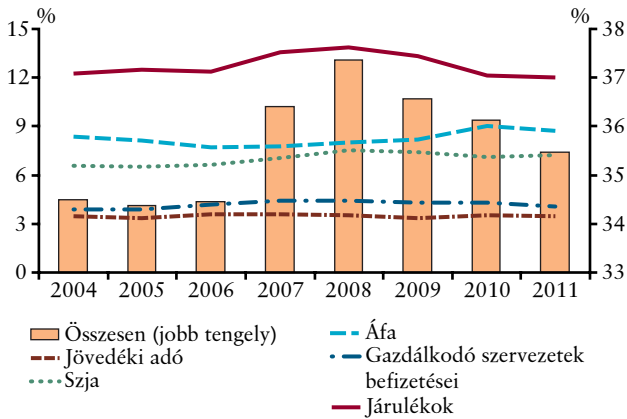
A lakosságot terhelő adók esetében nagyobb léptékű, és összességében az adóbefizetéseket növelő intézkedések születtek. A személyi jövedelemadó sávhatárának emelése, az adó-

¹⁵ Mivel az MNB vesztesége a kamatvesztéséből adódik, a tétel tekinthető lenne kamatjellegű kiadásnak is, a statisztikai módszertan szerint azonban a kiadás az elsődleges egyenlegben jelenik meg.

4-2. ábra

Az állami költségvetés adó- és járulékbevételeinek alakulása a GDP százalékában

(önkormányzatok nélkül)



kulcsok és a jóváírás változtatása 2009-ben kisebb, 2010-ben már nagymértékű, 200 milliárd forint fölötti adócsökkentést jelentenek. Ezzel szemben viszont több adónemen keresztül nagyobb mértékű tehernövelés is történik. Az áfa normál kulcsának 25 százalékra történő emelése már önmagában nagyobb hatású¹⁶, de jelentős a béren kívüli juttatások megadóztatása is. Az ingatlanadó alá eső vagyontárgyak körét, így a bevétel mértékét az eredeti tervekhez képest szűkítette a kormány. Az így kieső bevételeket ellensúlyozó terveknek csak azt a részét vettük figyelembe, amelyek mögött már konkrét elképzelések állnak.

ERŐTELJES KIIGAZÍTÁS AZ ELSŐDLEGES KIADÁSOKBAN

A recesszió elmélyülésének következtében a februárban bejelentett kiadáscsökkentő intézkedések mellett további lépések váltak szükségessé. Az áprilisban nyilvánosságra hozott program a korábbi 200 milliárd helyett 336 milliárdos szigorítást tartalmaz a 2009. évi kiadásokra vonatkozóan a 2008. decemberi konvergenciaprogramhoz képest, és 800 milliárd fölé emelkedett a csomag 2010. évi hatása. A kiadások visszafogása a lakossági transzfereket, valamint a kormányzati fogyasztást és beruházásokat érinti. 2009-ben döntő részben, 2010-ben pedig nagyjából a lakossági pénzbeli és természetbeni transzfereken keresztül érvényesül a szigorítás, azon belül is elsősorban a nyugdíjkiadásokhoz kapcsolódóan.

A nyugdíjkiadások az utóbbi években a leggyorsabban emelkedő kiadási tételek közé tartoztak, és súlyuknál fogva komoly problémát jelentett a finanszírozásuk. Éppen ezért az elfogadott intézkedések igen nagy része a nyugdíjkiadások rövid és hosszú távú fenntarthatóságát hivatott javítani. 2009-

ben és 2010-ben várhatóan még így is emelkednek az ilyen jellegű kiadások a GDP arányában, és csak 2011-ben következnek be csökkenés. Az intézkedések azonban mégis hatékonyak, ha a korábbi előrejelzésünkhöz viszonyítjuk őket, ugyanis a februári prognózishoz képest 2010-re több, mint 130 milliárd forinttal alacsonyabb nyugdíjkiadásokat várunk, és ez a megtakarítás a következő években enyhén emelkedni fog. Rövid távon a legnagyobb hatású változás a 13. havi nyugdíj megszüntetése, ami a korábbi tervekben sokkal korlátozottabban szerepelt, valamint a tervezett nyugdíjkorrekció elhagyása. A korhatáremelés, a nyugdíjindexálás változtatása és a korai nyugdíj szigorúbb számítása hosszabb távon fejtheti ki hatását. A nyugdíjintézkedések teszik ki a lakossági transzferek változásának több mint felét. Emellett a családi pótlék, a lakásépítési támogatások és egyes munkaerő-piaci kiadások csökkentése szerepel a tervekben.

A természetbeni transzferek csökkentése a gáz- és távhőtámogatás leépítésén, az iskolai étkezés alacsonyabb összegén és egyes egészségügyi kiadások mérséklésén keresztül történik. Ebből legnagyobb súlya a fűtési támogatások megszüntetésének van. Több intézkedés a kormányzati fogyasztás és beruházás visszafogásával mérsékli a hiányt, Ide tartozik a MÁV támogatásának csökkentése, a minisztériumoknál történő zárolások és a közszféra béreinek 2010. évi befagyasztása.

EMELKEDŐ KAMATKIADÁSOK

A nettó kamatkiadások csökkenő-stagnáló trendje 2008-ban megfordult, és az államadósság kamatterhe – elsősorban az emelkedő hozamok következtében – jelentősen nőtt. 2009-ben az államadósság megugrása és a GDP visszaesése következtében tovább emelkedik a GDP-arányos nettó kamatfizetés. 2010-ben is enyhe növekedés várható, azt követően viszont már megfordulhat a trend. Ennek fő oka, hogy megáll az adósság növekedése, és erősebben fogja éreztetni hatását az alacsonyabb kamatozású devizaadósság részarányának 2008–2009-ben történő növekedése.

Előrejelzésünkben 2009-re vonatkozóan az Államadósság Kezelő Központ finanszírozási tervéből indultunk ki. Bizonytalanságot okoz annak kérdése, hogy Magyarország teljes egészében igénybe fogja-e venni idén a nemzetközi szervezetektől lehívható hitelkeretet, azonban ez – a fel nem használt rész devizabetétben történő elhelyezése miatt – nem változtat jelentősen a nettó kamatkiadásokon. Mint azt a februári előrejelzésünkben is jeleztük, a nemzetközi hiteleken keresztül történő finanszírozás mérsékli a kamatkiadásokat ahhoz képest, mint ha az állam ugyanekkora értékű, de magasabb kamatozású forint állampapírokat bocsátott volna ki. Másfelől azonban az devizában történő eladósodás jelentős árfolyamkocká-

¹⁶ Természetesen az áfakulcs emelése nem kizárólag a lakosság felé történő szigorítás, hiszen egy kisebb részét a vállalkozások vállalják át.

zatot hordoz, ami az árfolyam esetleges gyengülése esetén nemcsak a kamatfizetések alkalmával, hanem a törlesztéskor is érvényesül. A következő két évre vonatkozóan feltételeztük, hogy a finanszírozási igényen felül lehívott, devizabetétben tartott hiteleket fokozatosan felhasználja az állam, azaz csökkenti a későbbi kötvénykibocsátási szükségletet. Emellett azzal számolunk, hogy az élénkülő kötvénykibocsátás 2010-ben fedezné a lejárató kötvénymennyiséget, 2011-ben pedig már a költségvetési hiányt is.¹⁷

A konszolidált államháztartást tekintve figyelembe kell venni az MNB kamateredményét is. Az államháztartás devizából történő finanszírozása jelentősen emeli a kéthetes MNB-kötvény állományát, és a magasabb állományra fizetett kamat rontja a jegybanki eredményt. Ezzel ellentétes hatású a realizált árfolyamnyereség és az ÁKK-val szembeni meglévő swap-állományból befolyt bevétel. Összességében 2009-ben egyensúly közeli jegybanki eredményt várunk, a következő évben pedig a GDP 0,5 százalékanak megfelelő hiányt, amely a következő költségvetési évben kerül elszámolásra.

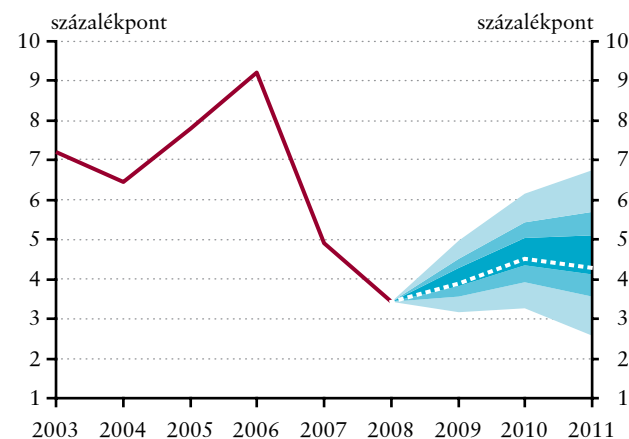
FELFELÉ MUTATÓ HIÁNYKOCKÁZAT

Alap-előrejelzésünk mellett elkészítettük a kockázatokat bemutató legyezőábrát is, amely szerint az alap-előrejelzésünk körüli kockázatok a teljes előrejelzési horizonton a nagyobb hiány kialakulásának irányába mutatnak. A hiány bizonytalansági eloszlását meghatározó két fő tényező közül a makrogazdasági pálya hatása a teljes előrejelzési horizonton közel szimmetrikus. Ezen belül a GDP nagymértékű, lefelé mutató aszimmetriáját a felfelé mutató inflációs kockázatok ellensúlyozzák, mert ez utóbbinak a bevételi oldalra gyakorolt hatása a GDP-énél jelentősebb.

Ebből következően az aszimmetria szinte teljes egészében a szakértői, főleg a kiadási oldal tételeire vonatkozó kockázatterzékelés következménye. Három tényezőt fontos kiemelni, amelyek a nagyobb hiány kialakulásának kockázatát növelik. Az egyik az európai uniós támogatással készülő beruházások társfinanszírozása, ahol fennáll a kockázata az előirányoztnál magasabb kifizetéseknek. A második a költségvetési szervek bérfeladásaihoz kapcsolódik, ahol a bérfeladások esetleges lazítása okoz felfelé mutató kockázatot. Harmadrészt, múltbéli tapasztalatok alapján elképzelhetőnek tartjuk, hogy sor kerül a következő években a nagy adósságot felhalmozott, finanszírozási gondokkal küzdő állami közlekedési vál-

4-3. ábra

A költségvetési legyezőábra



latok (MÁV, BKV) támogatására. További, 2011-et érintő egyedi kockázat, ha a négyes metró európai uniós támogatása nem éri el a várt szintet, és a kormányra vagy a fővárosi önkormányzatra hárul a különbözteként felmerülő forrás biztosítása.

HOSSZABB TÁVON CSÖKKENŐ ÁLLAMADÓSSÁG-RÁTA

2008 végére a nemzetközi szervezetektől felvett hitelek következtében a GDP-arányos adósságráta 73 százalékra ugrott. 2009-ben elsősorban a romló makrogazdasági környezet következtében az adósságráta a többletet mutató elsődleges egyenleg ellenére is tovább emelkedhet, megközelítve a 84 százalékot is. 2010-et követően azonban nagy valószínűséggel mérséklődés indul meg, és az adósságráta 2011-ben újra 80 százalék közelébe csökkenhet.

Előrejelzésünkben bizonytalanságot jelent az ÁKK finanszírozási stratégiája, ezért számításainkban két pályát is számszerűsítünk. Egyrészt számoltunk azzal, hogy az ÁKK a teljes nemzetközi hitelkeretet lehívja és a finanszírozásra fel nem használt részt devizabetét formájában az MNB-nél tartja (I. forgatókönyv), másrészt megvizsgáltuk azt a forgatókönyvet is, amikor az ÁKK csak az államháztartás finanszírozási igényének megfelelő mértékben veszi igénybe a nemzetközi hitelkeretet (II. forgatókönyv). Összességében az adósságráta – a finanszírozási stratégia függvényében – várhatóan 2009–2010-ben tetőzik, és 2011-ben már nagy valószínűséggel csökkenő

¹⁷ A kamatkidadások esetében kockázatot jelent, hogy az ÁKK esetlegesen nem konverzióval, hanem az MNB-vel kötött swapügyletekkel forintostaná a devizabetéteinek finanszírozásra fordítandó részét. A swapkötések esetén az MNB devizakamatot fizet az ÁKK-nak, az pedig forint kamatot az MNB-nek. A viszonylag magas kamatkülönbözetből ered az ÁKK swapokra fizetett nettó kamatkidása. Számításaink szerint a jelenleg fennálló swapállomány 2009-re a GDP 0,2-0,3, 2010-re a GDP mintegy 0,3 százalékaival növeli az állam nettó kamatkidását. A ténylegesen megvalósuló mértékeket azonban jelentős bizonytalanság terheli. Fontos viszont, hogy a konszolidált államháztartás szintjén a hatás nulla, mert ugyanez az összeg javítja az MNB eredményét. A költségvetési egyenleg szempontjából azonban nem szükségszerűen ez a hatás, mert az MNB esetleges pozitív eredménye az MNB eredménytartalékát növeli, és alapesetben nem javítja az államháztartás egyenlegét.

pályára áll. Az I. forgatókönyv mellett az adósságráta 2009-ben 83,5 százalék közelében tetőzik, majd ezen a szinten stagnál 2010-ben, míg a II. forgatókönyv esetében 2009-ben 82

százalék körüli, 2010-ben pedig 83 százalékos ráta várható. 2011-ben a devizabetétek fokozatos leépülése következtében a kétfajta adósságráta értéke 80,5 százalék körül összezár.

4-1. keretes írás: Fenntartható-e a magyar államadósságpálya?

Az inflációs előrejelzés időhorizontjáig tartó adósságprognózisunk mellett elkészítettünk egy szimulációt a GDP-arányos államadósság 2012 utáni, 2020-ig tartó hosszabb távú várható alakulásáról is. Szimulációinkban az adósságdinamikát meghatározó reálgazdasági és fiskális változókra a következő feltételezésekkel éltünk:

1. Az output gap fokozatosan záródik, 2018-ig még negatív, majd azt követően már kismértékben pozitív. A költségvetési kiigazítási csomag az intézkedések nélküli pályához viszonyított kissé nagyobb 2009–2010-es visszaesést követően a GDP gyorsabb növekedését eredményezi.
2. A hazai inflációra vonatkozóan 2012-től 3 százalékot, míg a külföldi inflációra 2 százalékot tételeztünk fel.
3. Az EUR/HUF árfolyamot nominálisan stabilnak vettük (mostani szintjén rögzített), azaz az inflációs különbséget miatt ez egy enyhe reálértékelődést jelent.
4. Az államadósság implicit reálkamatainak¹⁸ alakulására két forgatókönyvet vizsgáltunk meg. Egyrészt egy olyan pályát feltételeztünk, amelynek során az implicit reálkamat 2012-től visszaáll historikus, 2 százalék körüli szintjére. Másrészt szimuláltunk egy alternatív pályát is, amelyben a reálkamat hosszú távon magasabb, 4,5 százalékos szinten marad.
5. Az államháztartás ciklikusan igazított elsődleges egyenlege változatlan szinten marad 2012-től kezdődően, azaz azt feltételezzük, hogy a 2009-es intézkedéssorozatot követően nem történik változás a fiskális politikában. Az output gap feltételezett záródása így jelentős javulást eredményez a költségvetési egyenlegben¹⁹.
6. Szimulációinkban igyekeztünk figyelembe venni az állam kvázifiskális tevékenységét, illetve a nyugdíjrendszerben meglévő implicit adósság fokozatos explicitté válását is. Ennek keretében megpróbáltuk például számszerűsíteni az állami közlekedési vállalatok (MÁV, BKV) várható veszteségét, az MVM várható nyereségét, illetve a demográfiai folyamatokból adódó magasabb nyugdíjkifizetéseket. Ezeket a hatásokat 2012-től vettük figyelembe. Összességében a fenti hatások

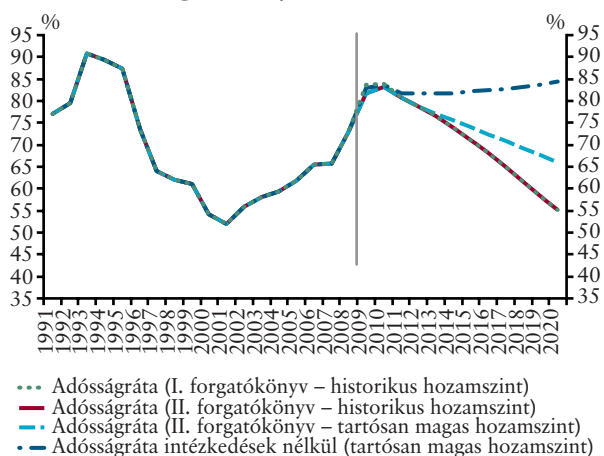
eredőjeként az adósságráta csak kismértékben, a GDP mintegy 2 százalékaival növekszik az időszak végére.

7. 2011–2012-ben finanszírozási forrást jelent az állam számára a 2009 folyamán kereskedelmi bankoknak (OTP, MFB, FHB, Eximbank) nyújtott állami hitelek törlesztése a bankok részéről. Ez hozzájárul az államadósság csökkentéséhez.
8. Az intézkedések nélküli pályában sem az idén áprilisban, sem a februárban közzétett intézkedéseket nem vettük figyelembe.

Szimulációink alapján az áprilisban bejelentett kiigazítási csomag elsősorban az elsődleges egyenleg kedvezőbb induló szintjén és a fokozatosan dinamizálódó gazdasági növekedésen keresztül jóval alacsonyabb adósságrát eredményez a vizsgált időszak végére, mint ami intézkedések nélkül kialakult volna. A bejelentett intézkedések és a javuló makrogazdasági környezet eredményeképpen az időszak végére várhatóan 55 százalék körüli adósságráta kialakulása valószínűsíthető.²⁰ Szi-

4-4. ábra

A GDP-arányos államadósság várható alakulása különböző forgatókönyvek mellett*



* A tartósan magas hozamszinttel készült szimuláció a nemzetközi hitelek leltívásának módjára a második forgatókönyvet tételezte fel.

¹⁸ Az implicit reálkamat alatt az adósság utáni reálkamat-kiadások adósságra vetített százalékos értékét értjük.

¹⁹ Szimulációinkban azt feltételeztük, hogy a költségvetési egyenleg 2012 után hasonló mértékben javul, mint ahogy az output gap záródik a potenciális szintjéhez, azaz a hiány a ciklikus komponens változásával megegyező mértékben változik.

²⁰ Az intézkedések nélküli pályában egyrészt alacsonyabb a gazdasági növekedés (mind az aktuális, mind a potenciális), másrészt ezzel párhuzamosan kedvezőtlenebb az elsődleges egyenleg mértéke is. Emellett természetesen valószínűsíthető, hogy kiigazítás nélkül a hozamszint is magasabb lehet. Ezért az intézkedések nélküli pályában esetében azt feltételeztük, hogy a reálkamatok nem térnek vissza historikus, 2 százalék körüli szintjükre, hanem 4,5 százalék körül maradnak. Ebben az esetben az adósságráta az intézkedések nélküli pályában nem csökken, hanem kezdetben stagnál, illetve középtávon újra emelkedésnek indulhat és a vizsgált időszak végére 85 százalék közelében alakulhat.

mulációkban azt is megvizsgáltuk, hogyan alakulna az adósságráta, ha a hozamok nem csökkennek vissza historikus szintjükre, hanem egy magasabb, 4,5 százalékos reálkamattal konzisztens szinten alakulnak. Ebben az esetben az adósságráta kevésbé mérséklődik és az időszak végére csak 65 százalék közelébe csökkenne.

Az alappályában az adósságráta 2011 és 2020 között várható közel 30 százalékpontos javulása túlnyomórészt az elsődleges egyenleg hatásának tudható be, miközben a reálgazdasági hatások is kismértékben hozzájárulnak a ráta mérséklődéséhez. A reálnövekedés több mint 20 százalékponttal javítja ugyan az adósságrát, azonban a reálkamat komponens 17 százalékpontnyit ront azon. A reálárfolyam hatása a szimulá-

ciónkban csekélynek mondható, azonban fontos megjegyezni, hogy ez alapvetően a stabil nominális árfolyamfeltevéseinkből adódik.²¹

A szimulációkban szereplő feltevések esetében két tényezőt érdemes még hangsúlyozni. Egyrészt számításainkban 2012-től a 2011-es 4 százalékos hiányszint volt a kiindulópont. Amennyiben további intézkedések történnek a hiányszint csökkentésére és a 3 százalékos maastrichti kritérium elérésére, akkor a kedvezőbb kiinduló helyzet javíthatja az adósságdinamikát. Másrészt, ha az ország kockázati megítélése hosszabb távon sem javul érdemben, és a hozamok hosszabb távon is a 4,5 százalékos szint felett alakulnak, abban az esetben nyilvánvalóan kedvezőtlenebb lehet az adósságráta alakulása.

²¹ Jelenleg az államadósság több mint 40 százaléka (a GDP több mint 30 százaléka) devizában denominált, ami azt jelenti, hogy egy 1 százalékpontos árfolyamváltozás kb. a GDP 0,3 százalékával változtatja az adósságráta mértékét.

4.2. Külső egyensúly alakulása

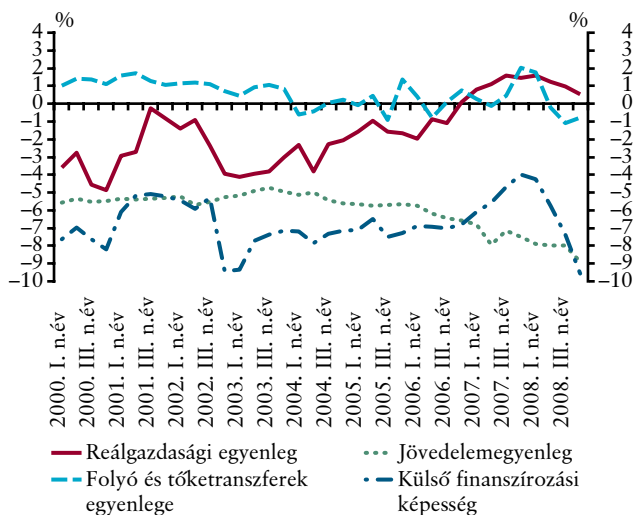
2008-ban a folyó fizetési és tőkemérleg összegeként adódó külső finanszírozási igény a GDP 7,4 százalékát tette ki, ami mintegy 2 százalékpontos növekedést jelent az előző évhez képest.²² A magyar gazdaság gyenge teljesítményét figyelembe véve meglepő egyensúlyromlás részben a külső környezet jelentős romlásával, részben az európai uniós átutalások időzítésével kapcsolatos egyedi hatással magyarázható.

A külső feltételek közül főbb exportpiacaink gazdasági visszaesését és a finanszírozási költségek emelkedését érdemes kiemelni. Egyrészt a külpiaacainkat is elérő recesszió következtében az ország exportteljesítménye az év közepétől lassulni kezdett, majd az utolsó negyedévben drasztikus visszaesést mutatott. Ezzel egyidejűleg a belföldi felhasználás zsugorodása az importkeresletben is érdemben éreztette hatását, azonban 2008 végéig a kivitel visszaesése dominált a külkereskedelmi mérleg alakulásában. Így az egyensúlyi szempontból meghatározó GDP-arányos áru- és szolgáltatásegyenleg fokozatosan csökkent 2008 során. Másrészt a külföldi forrásbevonás megnehezülése a finanszírozási költségek emelkedésén keresztül a jövedelemegyenleg alakulásában is tükröződött.

4-5. ábra

A külső finanszírozási igény komponensei

(szézonálisan igazított adatok, GDP arányában)



* Az oszdtalékmegszavazások időpontja rendszerint az év első felére esik. 2008-ban egy nagy magyar vállalat rendhagyó módon jelentős mennyiségű oszdtalékot szavazott meg júliusban, ami felborította a jövedelemegyenleg megszokott szezonálisitását. Az ábrázolt idősorban ezt a tényt visszakorrigáltuk a II. negyedévre.

A nettó jövedelemkiáramlás 2008-as növekedése ugyanis elsősorban az adósságjellegű tartozások kamatterheinek emelkedésére vezethető vissza. A fizetési mérleg adatai szerint a pénzügyi válság következményeként a belföldi gazdasági szereplők csak rövidebb futamidőn és magasabb kamat mellett tudták megújítani lejáró adósságukat.

A külső egyensúlyi mutatók 2008-as romlásához nagymértékben hozzájárult, hogy a folyó és tőkeátutalások között elszármolt EU-források érdemben csökkentek az előző évhez képest. Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy az uniós támogatások az átutalás időpontjában jelennek meg a fizetési mérlegben (pénzforgalmi szemlélet), ami jelentősen eltérhet a források tényleges felhasználásának időpontjától. Ez az elszámolási mód azt eredményezi, hogy egy-egy nagy összegű átutalás időzítése számottevő ingadozást vihet a kimutatott finanszírozási igénybe. 2008-ban például a felhasznált EU-transzferek növekedése ellenére az átutalások értéke csökkent – növelve ezzel a külső finanszírozási igényt. A forrásbeáramlás visszaesése ugyanakkor átmenetinek bizonyult, hiszen a 2009 első hónapjaiban átutalt EU-transzferek értéke már önmagában is lényegesen meghaladja a tavalyi év egészében befolyt összeget.

A 2008-as külső egyensúlyi folyamatok értékelésénél azt is fontos figyelembe venni, hogy a külföldi közvetlentőke-befektetések jövedelmére a statisztika technikai becslést alkalmaz, amely recessziós gazdasági környezetben felülbecsülheti a hiányt. A jövedelemegyenleg hiányának közel háromnegyede az FDI-hez kapcsolódó nettó jövedelem-kirámláshoz köthető, amelyet az első publikációban historikus profitabilitás alapján becsülnek. A historikus összefüggés a romló vállalati profitabilitás következtében felülbecsülheti a külföldi befektetések jövedelmét, és így a külső finanszírozási igényt.²³

A magánszektor fogyasztási-beruházási viselkedésének kényeszerű alkalmazkodása már a tavalyi év végén elindult, így 2009-ben a külső egyensúly rendkívül erőteljes javulására számíthatunk. A nettó hitelfelvétel visszaesése – a háztartások reáljövedelmének csökkenése ellenére is – a szektor pénzügyi megtakarításának nagymértékű emelkedését vetíti előre. A 2009 I. negyedévéig rendelkezésre álló információk már alátámasztják a lakossági megtakarítások trendjében beálló éles fordulatot. Ugyanakkor a vállalati szektor esetében is a finanszírozási igény markáns csökkenésére számíthatunk, amelyet a beruházások elhalasztása, a növekvő EU-transzferek és az

²² A KSH márciusban jelentősen módosította visszamenőlegesen a 2008-as külkereskedelmi adatokat. Ez a revízió szinte teljes mértékben megmagyarázza a februári inflációs jelentés 2008-as külső finanszírozási igény becslése (6,8 százalék) és a tényadat eltérését.

²³ A 2008-as évre vonatkozó becslést 2009 szeptemberében fogják felváltani a jelentett adatok.

4-2. táblázat

Az egyes szektorok GDP-arányos nettó finanszírozási képessége

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	Becslés						Előrejelzés		
I. Konsolidált államháztartás*	-8,3	-8,4	-9,4	-9,6	-5,9	-3,9	-5,4	-5,8	-4,5
II. Háztartások	0,2	2,4	4,4	3,3	1,7	1,2	5,1	5,4	4,7
Vállalatok és „hiba” (= A-I.-II.)	0,1	-2,3	-1,7	-0,7	-1,2	-4,3	-1,7	-1,0	-0,4
A) Külső finanszírozási képesség, „felülről” (=B+C)	-8,0	-8,3	-6,7	-6,9	-5,4	-7,4	-2,0	-1,4	-0,2
B) Folyó fizetési mérleg egyenlege	-8,0	-8,6	-7,5	-7,5	-6,5	-8,4	-4,1	-4,0	-3,3
– milliárd euróban	-5,9	-7,1	-6,7	-6,8	-6,6	-8,9	-3,6	-3,5	-3,1
C) Tőkemérleg egyenlege	0,0	0,3	0,8	0,6	1,1	1,1	2,2	2,7	3,2
D) Tévedések és hiba (NEO)**	0,3	-1,4	-1,8	-2,3	-1,6	-2,0	-2,4	-2,4	-2,2
Külső finanszírozási képesség „alulról” (=A+D)	-7,7	-9,7	-8,6	-9,3	-7,0	-9,4	-4,4	-3,7	-2,4

* A konsolidált államháztartás az állami költségvetésen kívül tartalmazza az önkormányzatokat, az ÁPV Zrt.-t, a kvázifiskális feladatokat ellátó intézményeket (MÁV, BKV), az MNB-t és az állam által kezdeményezett és irányított, ugyanakkor formálisan ún. PPP-konstrukcióban végrehajtott beruházásokat végző intézményeket.

** A fizetési mérleg „Tévedések és hiba” sorának előrejelzésénél az elmúlt négy negyedév kumulált értékének szinten maradását feltételeztük.

állami elvonás mérséklése indokolhat. Az államháztartás SNA szemléletű hiánya még az érdemi kiadáscsökkentő intézkedések ellenére is jelentősen emelkedhet, ám az ország GDP-arányos külső finanszírozási igénye így is több mint 5 százalékponttal csökkenhet az előző évhez képest.²⁴

A reálgazdasági alkalmazkodást kísérő külsőegyensúly-javulás elsősorban az importkereslet visszaesésén keresztül, az áru- és szolgáltatásnyereség többletének számottevő emelkedésében jelenhet meg. A legfrissebb havi áruforgalmi adatok már egyértelműen jelzik a külkereskedelmi mérleg javulását. A jövedelemnyereség esetében nem számítunk érdemi változásra, ám ez ellentétes hatások eredőjeként alakulhat ki. A recesszió

következtében a magyarországi közvetlentőke-befektetések jövedelme számottevően csökkenhet, míg a lejáró adósság átárazódása és a gyengébb árfolyam a külső adósság kamatterheinek további emelkedését valószínűsíti. Az EU-tól származó folyó és tőkefinanszírozások nagymértékben emelkedhetnek 2009-ben, amely szintén érdemben hozzájárulhat a külső finanszírozási igény csökkenéséhez.

2010–2011-ben a külső egyensúly további fokozatos javulását prognosztizáljuk. A munkát terhelő adók csökkentése erősíti az ország export versenyképességét, ami azt eredményezheti, hogy a külkereskedelmi többlet növekedése a belső felhasználás felívelő szakaszában is folytatódhat. A fizetési mérleg

4-3. táblázat

A GDP-arányos folyó fizetési mérleg szerkezete

(GDP arányában, százalék, ha másképpen nem jelezzük)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	Becslés						Előrejelzés		
1. Áru- és szolgáltatásnyereség	-3,8	-2,9	-1,2	-0,9	1,4	0,9	4,5	4,6	4,9
2. Jövedelemnyereség	-4,9	-5,2	-5,7	-6,2	-7,4	-8,1	-8,1	-7,9	-7,8
3. Viszonytalan folyó átutalások egyenlege	0,8	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-1,2	-0,6	-0,6	-0,3
I. Folyó fizetési mérleg egyenlege (1+2+3)	-8,0	-8,6	-7,5	-7,5	-6,5	-8,4	-4,1	-4,0	-3,3
Folyó fizetési mérleg egyenlege milliárd euróban	-5,9	-7,1	-6,7	-6,8	-6,6	-8,9	-3,6	-3,5	-3,1
II. Tőkemérleg egyenlege	0,0	0,3	0,8	0,6	1,1	1,1	2,1	2,6	3,1
Külső finanszírozási képesség (I+II)	-8,0	-8,3	-6,7	-6,9	-5,4	-7,4	-2,0	-1,4	-0,2

²⁴ Az SNA szemléletű hiány növekedésében jelentős szerepet játszanak a PPP-konstrukcióban megvalósuló M6-os autópálya kiadásai, amelyek a hivatalos ESA-számokban 2009-ben nem jelennek meg.

transzfer sorain megjelenő, EU-tól származó források emelkedése szintén elősegíti a külföldi finanszírozásra való ráutaltság csökkenését.

4.2.1. A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG HIÁNYÁNAK FINANSZÍROZÁSA

2008 egészét tekintve elmondható, hogy a fizetési mérleg finanszírozási szerkezete a befektetői megítélés szempontjából igen kedvezőtlenül alakult. 2008-ban az „alulról számított” külső finanszírozási igény 9,9 milliárd euróra emelkedett, amely a GDP 9,4 százalékának felel meg. A külföldi forrásbevonásnak kevesebb mint egy tizedét tették ki a nettó nem adósságeneráló tételek. A nagymértékű adósságjellegű forrásbevonás és az utolsó negyedévi árfolyamgyengülés következtében az ország nettó külső adóssága 2008 végén elérte a GDP 54 százalékát.

A nemzetközi pénzügyi válság Magyarországot 2008 októberében elérő hulláma a fizetési mérleg finanszírozási oldalán is markáns nyomot hagyott. A külső források beszűküléséhez való elkerülhetetlen alkalmazkodás rövid távon részben eszköz oldalon, vagyis a magánszektor külföldi követeléseinek

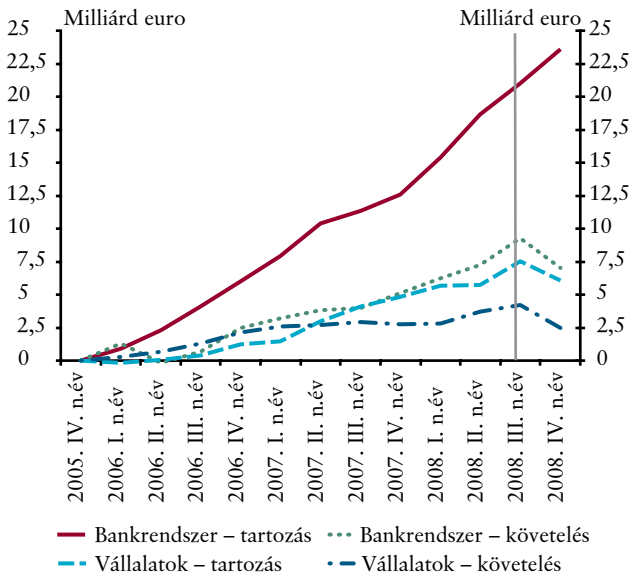
leépítésén keresztül valósult meg. Az elmúlt években például jelentős nem adósságeneráló tőkeáramlást figyelhettünk meg, amelyben fontos szerepet játszott a hazai intézményi befektetők portfóliójellegű részvényvásárlása. 2008 utolsó negyedében azonban számottevően visszaesett az ilyen formájú tőkekitétel. Az adósságjellegű instrumentumokat tekintve szintén a követelések csökkenése, azaz tőkevisszavonás volt jellemző mind a bankrendszer, mind a nem pénzügyi vállalatok esetében. Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy a bankrendszer – külföldi követeléseinek csökkentése mellett – jelentős mértékű új forrás bevonására is képes volt.

Érdemes még megjegyezni, hogy a IV. negyedévben a bankrendszer forrásigényét jelentősen növelték a külföldiekkel kötött derivatív ügyletekhez kapcsolódó tranzakciók. Ezek jelentős részét a forint/deviza swapok teszik ki, így a forintárfolyam jelentős kilengései idején általában együttmozgást tapasztalhatunk a nettó derivatív finanszírozás és az árfolyamváltozás között. 2008 utolsó negyedévében, a pénzpiaci feszültségek kiéleződésének idején a forint számottevően gyengült a fontosabb devizákkal szemben, ami a lezárt ügyleteken és a bekért fedezeteken (*margin call*) keresztül jelentősen csökkentette a pénzügyi mérleg egyenlegét.

4-6. ábra

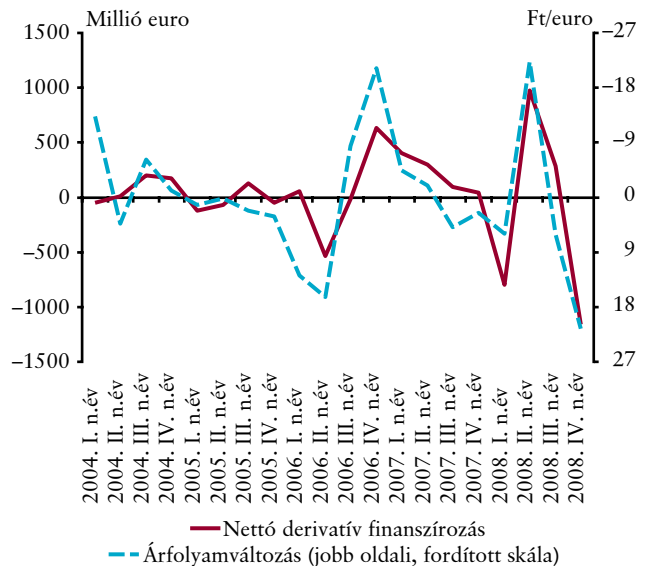
A magánszektor külföldi adósságjellegű tartozásainak és követeléseinek alakulása

(kumulált flow adatok)



4-7. ábra

A pénzügyi derivatívák soron elszámolt tartozások és követelések egyenlege és az árfolyamváltozás



A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2009

1998. november

Az MNB eszköztárának változása	23
Bérinfláció – átlagbér-növekedés	62
Bénnövekedés és infláció	63
A nemzetközi pénzügyi válságok hatása Magyarországra	85

1999. március

A határidős devizapiacok és a kereskedelmi bankok portfólióátrendezésének hatása a forintkeresletre	20
A regisztrált munkanélküliségi ráta emelkedése	34

1999. június

Új csoportosítás a fogyasztóiár-index elemzéséhez	14
Áremelés a telefonszolgáltatásban	18
Saját termelésű készletek változásának előrejelzése	32
A közszolgálati körben az 1999-re áthúzódó tavalyi, nem rendszeres kifizetések egy lehetséges korrekciója	39
Miért tér el a vámstatisztika- és a fizetésimérleg-alapú kereskedelmi mérleg?	44

1999. szeptember

Az infláció tendenciáját tükröző mutatók	14
Fogyasztóiár-index: megélhetési költségek vagy az inflációs folyamat mérőszáma?	18
A tranzakciós pénzkereslet alakulása a dél-európai országokban	28
Miért használunk negyedéves adatokat a külkereskedelem értékelésénél?	37
A demográfiai folyamatok hatása a munkapiaci mutatókra	41
Mi állhat a meglepő foglalkoztatásbővülés hátterében?	42
Jól értelmezzük-e a bérinflációt?	45

1999. december

Maginfláció: az MNB és a KSH által számított mutatók összehasonlítása	18
Saját tulajdonú lakások árindexe: szolgáltatás vagy iparcikk?	20
A bankok határidős tevékenysége	26

2000. március

Bázishatás a 12 havi árindexben – a benzinárak esete	19
A kormány antiinflációs programja a regulált körben januárban bekövetkezett és 2000-ben várható árintézkedések tükrében	21
A kosárváltás hatása a hazai termelők versenyképességére	51

2000. június

Hogyan mérjük az euroövezethez vett inflációs konvergenciát?	14
Az euroövezettel szembeni inflációs konvergencia termékkörönként	15
A jegybanki eszköztár változásai	23
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	26
A külső konjunktúra egyidejű jelzőszáma	39
Az MNB bérinflációs mutatójának számításáról	47

2000. szeptember

A monetáris kondíciók számításának háttere	20
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	25

2000. december

Az iparcikkek és a piaci árazású szolgáltatások besorolásával kapcsolatos módszertani változás	25
A reálkamat különféle számítási módjairól	27
A jegybanki eszköztár változásai	28
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000. szeptember–novemberi időszakban	31
A hazai feldolgozóipari óraszámok nemzetközi összehasonlításban	53
Összetételhatás a feldolgozóipari áralapú reálárfolyamban	57

2001. március

A bankok devizapiaci tevékenysége a 2000. december–2001. februári időszakban	30
Az effektív munkaerő-tartalékok becslése	50

2001. augusztus

A monetáris politika új rendszere	35
Előrejelzéseink módszertana	37
Az árfolyamváltozások inflációs hatása	38

2001. november

A fiskális politika hatása a gazdasági növekedésre és egyensúlyra 2001–2002-ben	39
A május–augusztusi időszak permanens forintárfolyamának becslése	41
A Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány készítésének menete	41

2002. február

A GDP-adatok revíziójának hatása az előrejelzésünkre	50
A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának előrejelzési módszere	52
Lehet-e szerepe a készletek vizsgálatának a konjunktúraelemzésben?	53

2002. augusztus

Az árfolyamváltozások hatása a belföldi árakra – modellszámítások	49
Milyen viszonyban áll egymással a gazdasági felzárkózás és maastrichti inflációs követelmények? Egy nemzetközi összehasonlító elemzés eredményei	50
Hogyan készítenek inflációs előrejelzést a kelet-közép-európai jegybankok?	51
Emelkedhetnek-e az EU-csatlakozástól a hazai élelmiszerárak?	52
Mire használhatók a magyar gazdasági adatok?	53
Az euro bevezetésének gazdasági következményei	54

2002. november

Mit mutatnak a vállalati bérváltozások?	44
Várható-e a 2002-es GDP-adatok felülvizsgálata?	45

2003. február

A 2003. januári spekulatív támadás és előzményei	39
A fiskális politika makrogazdasági hatásai – modellszámítások	43
Mekkora lehetett a monetáris politika szerepe a dezinflációban?	46
Mit mutatnak a cseh és lengyel dezinflációs tapasztalatok?	48
A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban	50
Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávzéselésítés után?	52
„Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok” – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról	53

2003. május

Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása	77
A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása	79

2003. augusztus

Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak?	71
A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei	76
Kibocsátásirés-becslések Magyarországra	78

2003. november

Új adatközlés a 2002-es GDP-re	75
Kérdések és válaszok az újrabefektetett jövedelmek elszámolása témában	77
Becslés a hazai tőkeállomány alakulására	80

2004. február

A 2003-ra vonatkozó inflációs előrejelzések teljesítményének főbb tényezői	73
A fogyasztáslassulás dezinflációs hatásai	76
A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai	78
Az 1999-es indirektadó-emelések tapasztalatai Szlovákiában	80
Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása	84

2004. május

A Negyedéves Előrejelző Modellről	80
Kamategyenleg: pénzforgalmi vagy eredményszemléletű számítás?	82
Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás az ipari konjunktúra élénkülésében	85
A változatlan adótartalmú fogyasztóiár-indexről	89
Új módszer a minimálbér-emelés statisztikai torzító hatásának korrekciójára	92
Mit mutat a legyezőábra?	96

2004. augusztus*

Változás a jelentés szerkezetében	53
Tartós lesz-e a feldolgozóipari termelékenység gyors növekedése?	70
Naptári hatások a reálgazdasági idősorokban	71
Hogyan hat a gazdasági ciklus az államháztartás egyenlegére?	75
Az olaj világgpiaciár-alakulásának hatásai a magyar gazdaságra	77
Mekkora lehet az infláció optimális szintje Magyarországon?	82
Kamatdöntések ütemezése a nemzetközi jegybanki gyakorlatban	83

2004. november*

A PPP-megoldásokról makrogazdasági szempontból	65
Kérdések a lakossági viselkedés vizsgálatában 2004 I. félévében	67
Hogyan hatnak a makrogazdasági hírek a pénzpiacra?	71
Kamatátgyűrűzés Magyarországon	74
Miért lesz várhatóan magasabb a költségvetési törvényben rögzítettnél az állami költségvetés pénzforgalmi kamatkiadása 2004-ben?	76

2005. február*

A 2004 decemberére adott inflációs előrejelzéseink teljesítményének értékelése	79
Az euro bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika	85
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: kommunikációs árak alakulása	86
Hogyan hat a kamatpolitika a gazdasági növekedésre és az inflációra? Becslés VAR-modellel	91

2005. május*

Milyen tényezők állhatnak a munkanélküliség elmúlt időszakos emelkedésének hátterében?	81
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: tartós iparcikkek	86

* Csak a nem állandó jellegű elemzéseket jelezzük itt.

Az EU-csatlakozás rövid távú hatásai – élelmiszerek	91
Gazdasági fluktuációk Kelet-Közép-Európában	96
A Gripen-szerződés hatása a 2006–2007-es makrogazdasági adatokra	99
2005. augusztus	
<i>Keretes írások:</i>	
Bizonytalanság a GDP alakulásában	23
Feltevésünk és az alappálya törékenysége	34
Egyes, nemrég bejelentett jövőbeli kormányzati intézkedések hatása előrejelzésünkre	37
A GDP-adatrevíziók hatása	44
A Gripen-vadászgépek beszerzésének hatása előrejelzésünkre	45
A költségvetési szerek és fejezetek kiadási prognózisának kockázata	53
Kérdőjelek az import és a külső egyensúly alakulásában	58
<i>Aktuális kérdések:</i>	
A 2006-os áfacsökkentés makrogazdasági hatásai	60
Hogyan becsülhető a tervezett minimálbéremelés hatása?	64
2005. november	
A német konjunktúra kérdőjelei	16
FISIM-revízió: új módszertan – érdemben revideálódó GDP-adatok	21
Feltevésünk	34
A jelzáloghitelekhez kapcsolódó állami kamattámogatások kifizetésének késleltetése	50
2006. május	
A külső kereslet élénküléséről	21
Mennyire nagy a 2006-os minimálbér-sokk?	29
Mennyire jelent meg az áfacsökkentés a fogyasztói árakban?	31
A feldolgozatlan élelmiszerek 2006. év eleji áremelkedéséről	34
Feltevésünk	39
Az árfolyamváltozás inflációs hatásait övező bizonytalanságok	39
A nyugdíjreform költségeinek költségvetési számbavétele	53
2006. augusztus <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Augusztus havi előrejelzésünk feltevései	15
A háztartások 2007–2008. évi lehetséges fogyasztási viselkedéséről	18
Fiskális intézkedések elsődleges inflációs hatása	23
2006. november	
Mely tényezők nehezítették az inflációs alapfolyamat mérését az elmúlt negyedévben?	32
November havi előrejelzésünk feltevései	41
A kockázatkezelés eszköze: egyensúlyi tartalék képzése	56
A fizetésimérleg-statisztikában végrehajtott revíziók	58
2007. február <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
A nemzeti számlákban végrehajtott módszertani és adatrevíziók hatásai	7
A januári inflációs adat értékelése	12
A szabályozott árak várt alakulása	16
2007. május	
Mennyire kedvező a magyar exportteljesítmény régiós összevetésben?	20
A KSH által publikált bruttó átlagkereset-indextől a konjunktúrafolyamatokat tükröző trendmutató bérig	26
Kérdőíves felmérés a vállalati bérezési magatartásról	29
Mekkora volt az első negyedéves trendinfláció?	30

Feltevéseink	35
Előrejelzésünk során alkalmazott feltevések	49
Fiskális legyezőábra elkészítésének módszere	53
2007. augusztus <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Hogyan becsüljük a valós bérdinamikát?	17
A mezőgazdasági termelői árakra vonatkozó feltevésünk változásának hatása előrejelzésünkre	30
2007. november	
Lejtmenetben az építőipar	10
A béralakulás alapfolyamatait megragadó trendmutatóról	26
Mi magyarázhatja a szolgáltatások tartósan magas inflációját	36
Az amerikai jelzálogpiaci válság, és annak lehetséges hatásai a pénzügyi stabilitásra	42
Kibocsátási és fogyasztási rés	51
Előrejelzésünk változása az augusztusi jelentéshez képest	56
Milyen tényezők állnak a 2007-es ESA-deficit-prognózisunk változásának hátterében?	68
2008. február <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az OÉT-megállapodások hatása a béralakulásra	16
2008. május	
A bért statisztikát érintő néhány módszertani kérdésről	20
Mi állhat a nemzetközi nyersanyagárak emelkedése mögött?	25
Kibocsátási rés és potenciális növekedés Magyarországon – aktuális eredményeink	38
Feltevéseink	41
Kockázati pályák alkalmazása a nemzetközi gyakorlatban	44
2008. augusztus <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Hogyan alakult a lakossági reáljövedelem 2008 elején?	13
Néhány gondolat a 2008-as bért statisztika és a fehéredés összefüggéseiről	17
Mennyire nőttek a szabad munkaerő-piaci kapacitások az elmúlt időszakban?	19
Alapfeltevéseink változása	27
Miként reagál a magyar gazdaság a nominális árfolyam erősödésére? Szimulációk a NEM-modellel	28
Miért nem láttuk az infláció erőteljes mérséklődését 2007 eleje óta, azaz hat-e a gazdaság lassulása az inflációs folyamatokra?	31
2008. november	
Alapfeltevéseink	32
2009. február <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Előrejelzésünk alapfeltevései	33
A kormányzati intézkedések makrogazdasági hatása	34
2009. május <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Előrejelzésünk alapfeltevései	37
A kormányzati intézkedések és azok makrogazdasági hatásai	39
Fenntartható-e a magyar államadósságpálya?	57

Függelék

MNB-TANULMÁNYOK SOROZAT 2007–2008 (MAGYAR NYELVEN)

Az MNB-tanulmányok (angol nyelven MNB Occasional Papers) sorozat elsősorban jegybanki szakterületekhez kapcsolódó gyakorlati jellegű (alkalmazott) kutatásokat mutat be; adott témákban létező elméleteket, nemzetközi eredményeket összegez; valamint a jegybanki döntéshozatal megértését segítő elemzéseket közöl.

MNB-tanulmányok 61. P. KISS GÁBOR (2007): Kín vagy kincs? Az inflációs meglepetés rövid távú hatása az államháztartásra – Magyarország esete

MNB-tanulmányok 63. TANAI ESZTER (2007): A devizaügyletek kiegyenlítési kockázatának kezelése Magyarországon (II. jelentés)

MNB-tanulmányok 64. CSÁVÁS CSABA–VARGA LÓRÁNT–BALOGH CSABA (2007): A forint-kamatswappiac jellemzői és a swapszpredek mozgatórugói

MNB-tanulmányok 65. KREKÓ JUDIT–P. KISS GÁBOR (2007): Adóelkerülés és a magyar adórendszer

MNB-tanulmányok 66. EPPICH GYŐZŐ–LŐRINCZ SZABOLCS (2007): Három módszer a bérstatisztika fehéredés okozta torzítottságának becslésére

MNB-tanulmányok 69. BALÁS TAMÁS–MÓRÉ CSABA (2007): Likviditási kockázat a magyar bankrendszerben

MNB-tanulmányok 71. KOMÁROMI ANDRÁS (2008): A monetáris aggregátumok szerepe a monetáris politikában

MNB-tanulmányok 72. FISCHER ÉVA–KÓCZÁN GERGELY (2008): Rendkívüli hatósági intézkedések és tanulságaik a jelzálogpiaci válság kapcsán

MNB-tanulmányok 74. BALOGH CSABA–KÓCZÁN GERGELY (2008): Állampapírok másodpiaci kereskedési infrastruktúrája

MNB-tanulmányok 78. VARGA LÓRÁNT (2008): A magyar szuverén CDS-szpredek információtartalma

MNB-tanulmányok 79. KÁTAY GÁBOR (szerk., 2009): Az alacsony aktivitás és foglalkoztatottság okai és következményei Magyarországon

MNB OCCASIONAL PAPERS 2007–2008 (ANGOL NYELVEN)

Occasional Papers 59. HORNOK, CECÍLIA–ZOLTÁN M. JAKAB–MÁTÉ BARNABÁS TÓTH (2007): Adjustment of global imbalances: Illustrative scenarios for Hungary

Occasional Papers 60. BENK, SZILÁRD–ZOLTÁN M. JAKAB–MIHÁLY ANDRÁS KOVÁCS–BALÁZS PÁRKÁNYI–ZOLTÁN REPPA–GÁBOR VADAS (2007): The Hungarian Quarterly Projection Model (NEM)

Occasional Papers 61. P. KISS, GÁBOR (2007): Pain or Gain? Short-term Budgetary Effects of Surprise Inflation – the Case of Hungary

Occasional Papers 62. KOPITS, GEORGE (2007): Fiscal Responsibility Framework: International Experience and Implications for Hungary

Occasional Papers 66. EPPICH, GYŐZŐ–SZABOLCS LŐRINCZ (2007): Three methods to estimate the whitening-related distortion of the wage statistics

Occasional Papers 67. ZSÁMBOKI, BALÁZS (2007): Basel II and financial stability: An investigation of sensitivity and cyclicity of capital requirements based on QIS 5

Occasional Papers 68. VADAS, GÁBOR (2007): Wealth Portfolio of Hungarian Households – Urban legends and Facts

Occasional Papers 70. HOLLÓ, DÁNIEL–MÓNIKA PAPP (2007): Assessing household credit risk: evidence from a household survey

Occasional Papers 73. REPPA, ZOLTÁN (2008): Estimating yield curves from swap, BUBOR and FRA data (előkészületben)

Occasional Papers 75. LUBLÓY, ÁGNES–ESZTER TANAI (2008): Operational Disruption and the Hungarian Real Time Gross Settlement System (VIBER) (VIBER)

Occasional Papers 76. KIRÁLY, JÚLIA–MÁRTON NAGY–VIKTOR E. SZABÓ (2008): Contagion and the beginning of the crisis – pre-Lehman period

Occasional Papers 77. HORVÁTH HEDVIG–SZALAI ZOLTÁN (2008): Labour market institutions in Hungary with a focus on wage and employment flexibility

Occasional Papers 78. LÓRÁNT VARGA: The information content of Hungarian sovereign CDS spreads

MNB WORKING PAPERS SOROZAT 2007–2008 (CSAK ANGOL NYELVEN)

Az MNB Working Papers sorozat a jegybankban folyó elméleti jellegű kutatások eredményeit publikálja, általában új, önálló tudományos eredményeket mutat be. A sorozat 2005-től csak angol nyelven jelenik meg.

WP 2007/1. MOLNÁR, JÓZSEF–MÁRTON NAGY–CSILLA HORVÁTH: A Structural Empirical Analysis of Retail Banking Competition: the Case of Hungary

WP 2007/2. BENCZÚR, PÉTER–ISTVÁN KÓNYA: Convergence, capital accumulation and the nominal exchange rate

WP 2007/3. VONNÁK, BALÁZS: The Hungarian Monetary Transmission Mechanism: an Assessment

WP 2007/4. JIN-CHUAN DUAN–ANDRÁS FÜLÖP: How Frequently Does the Stock Price Jump? – An Analysis of High-Frequency Data with Microstructure Noises

WP 2007/5. BENK, SZILÁRD–MAX GILLMAN–MICHAL KEJAK: Money Velocity in an Endogenous Growth Business Cycle with Credit Shocks

WP 2007/6. ERHART, SZILÁRD–JOSE-LUIS VASQUEZ-PAZ: Optimal monetary policy committee size: Theory and cross country evidence

WP 2008/1. NASZÓDI, ANNA: Are the exchange rates of EMU candidate countries anchored by their expected euro locking rates?

WP 2008/2. VALENTINYI-ENDRÉSZ, MARIANNA–ZOLTÁN VÁSÁRY: Macro stress testing with sector specific bankruptcy models

WP 2008/3. CSABA CSÁVÁS: Density forecast evaluation and the effect of risk-neutral central moments on the currency risk premium: tests based on EUR/HUF option-implied densities

WP 2008/4. CSAJBÓK, ATTILA: The use of staff policy recommendations in central banks

WP 2008/5. CAMPOLMI, ALESSIA: Oil price shocks: Demand vs Supply in a two-country model

WP 2008/6. KÁTAY, GÁBOR–ZOLTÁN WOLF: Driving Factors of Growth in Hungary – a Decomposition Exercise

WP 2008/7. BAKOS, PÉTER–PÉTER BENCZÚR–DÓRA BENEDEK: The Elasticity of Taxable Income: Estimates and Flat Tax Predictions Using the Hungarian Tax Changes in 2005

WP 2008/8. KÁTAY, GÁBOR: Do Firms Provide Wage Insurance Against Shocks? – Evidence from Hungary

WP 2008/9. JAKAB M., ZOLTÁN –BALÁZS VILÁGI: An estimated DSGE model of the Hungarian economy

Jelentés az infláció alakulásáról

2009. május

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

