

# JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

## 2010. november



MAGYAR NEMZETI BANK



**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL**  
2010. november

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank  
Felelős kiadó: dr. Simon András  
1850 Budapest, Szabadság tér 8-9.  
[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)  
ISSN 1585-020X (on-line)

*A Magyar Nemzeti Bankról szóló 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 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: változatlan 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, a Pénzügyi elemzések, valamint a Pénzügyi stabilitási területén készült, Csermely Ágnes igazgató általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Virág Barnabás, a Monetáris Stratégia és közgazdasági elemzés vezető elemzője irányította Várpalotai Viktor segítségével. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Baksay Gergely, Bauer Péter, Hoffmann Mihály, Hudecz András, Kiss Gábor, Kiss M. Norbert, Kiss Regina, Koroknai Péter, Kovács Mihály András, Krusper Balázs, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Martonosi Ádám, Nobilis Benedek, Pellényi Gábor, Pulai György, Rácz Olivér Miklós, Reppa Zoltán, Schindler István, Szemere Róbert, Szörfi Béla, Várhegyi Judit, Várnai Tímea. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttér munkájában 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 2010. november 15-i és november 29-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, a Pénzügyi elemzések, valamint a Pénzügyi stabilitási szakterületének véleményét tükrözik, és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

*A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2010. november 22-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.*



# Tartalom

<b>Összefoglaló</b>	7
<b>1. A makrogazdasági adatok értékelése</b>	13
1.1. Az élénk ázsiai kereslet hatása a közvetett csatornákon keresztül a magyar külső keresletben is meghatározó	14
1.2. Fordulatra utaló jelek a belföldi keresletben is	16
1.3. Továbbra is nettó megtakarító a magyar gazdaság	20
1.4. Növekvő aktivitás, erősödő foglalkoztatás	23
1.5. Élelmiszerárak törte meg az infláció csökkenő trendjét	27
<b>2. Pénzügyi piacok és hitelezés</b>	29
2.1. Erősödő aggodalmak jellemzik az eladósodott országok megítélését	29
2.2. A magánszektor hitelezésével a pénzügyi rendszer csak csekély mértékben támogatja a gazdaságot	35
<b>3. Inflációs és reálgazdasági kilátások</b>	39
3.1. Kiegyensúlyozottabb szerkezetű növekedésre számíthatunk	41
3.2. A laza munkapiac az adóintézkedések a mérsékeltebb bérdinamika irányába hatnak	51
3.3. Az élénkülő fogyasztás mellett jelentkező erős kínálati sokkok tartósan cél felett tartják az inflációt	53
3.4. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	57
3.5. Fokozatosan mérséklődő külső finanszírozási képesség várható	59
3.6. Az átmeneti nagymértékű bevételi intézkedésekkel érhetőek el a kormányzati hiánycélok	63
<b>A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2010</b>	70
<b>Függelék</b>	77





# Összefoglaló

**A belföldi kereslet élénkülésével az újabb kínálati sokkok tartósan cél fölötti inflációt okoznak**

Az októberi szinten (5,25%) rögzített jegybanki alapkamat és átlagos forint/euro árfolyam (274 forint/euro) feltételezése mellett előrejelzési horizontunkon tovább gyorsulhat a hazai növekedés. A növekedés forrása az erős exportbővülés mellett az élénkülő belföldi fogyasztás és néhány már bejelentett, nagy volumenű feldolgozóipari beruházás lehet. A háztartások fogyasztásának bővülését a javuló munkapiaci környezet és a kormányzat lakossági jövedelmeket élénkítő adóreformja okozza, miközben a vállalatok általános beruházási aktivitását a finanszírozási nehézségek és az adózási környezet növekvő kiszámíthatatlansága is érdemben visszavetheti.

A változatlanul laza munkaerő-piaci feltételek miatt jelentős bérgyorsulásra és így a munkapiacról érkező inflációs hatásokra nem számítunk, azonban a nyers élelmiszerek árának drasztikus emelkedése a költségek növekedésén keresztül a fogyasztói kosár egyre szélesebb körében árfelhajtó tényezőként jelentkezik majd. Mivel 2011 elejétől a kormányzati intézkedések inflációt emelő hatásai is fokozatosan megjelennek, a következő évben az átlagos inflációs ráta 4 százalék körül alakulhat.

A költségsokkok első körös hatásainak kifutásával az infláció várhatóan mérséklődni fog. Ugyanakkor az élénkülő belföldi fogyasztás mellett a negatív kibocsátási rés árleszorító hatásai egyre kevésbé érvényesülhetnek, így a kínálati sokkok okozta áremelkedés tovagűrűző hatásai továbbra is a 3 százalékos célt meghaladó inflációt eredményezhetnek a monetáris politika számára releváns időhorizonton.

**A nemzetközi befektetői hangulat változékony volt, a forintbefektetések kockázati megítélését elsősorban országspecifikus tényezők alakították**

A globális piaci hangulat alakulását az időszak nagyobb részében leginkább az amerikai jegybank újabb mennyiségi lazítására vonatkozó piaci várakozások határozták meg, ami a dollár gyengülését és a tőzsdeindexek emelkedését eredményezte. Az időszak végére azonban ismét felerősödtek a perifériális eurozóna-tagországok fiskális kilátásaival kapcsolatos aggodalmak, ami hozamfeláraik emelkedésében is tükröződött, és mérsékelte a kockázatos eszközök árának korábbi emelkedését.

A hazai eszközárak alakulásában a globális hangulat mellett országspecifikus tényezők is szerepet játszottak. Az időszak elején az IMF-fel való tárgyalások megszakadása kedvezőtlenül hatott hazánk megítélésére. Ezt követően azonban a költségvetési hiánycélok melletti kormányzati elköteleződés következtében egészen október közepéig a magyar eszközárak túlteljesítettek a régiós országokét. A második akcióterv bejelentése után hazánk relatív megítélése romlásnak indult.

A forint az időszak egészében a cseh koronához és a lengyel zlotyhoz hasonlóan némileg erősödött.

### A szigorú hitelkínálati feltételek hátráltatják a gazdasági kilábalást

A korábbiaknál lassabb ütemben, de 2010 harmadik negyedévében is folytatódott a magánszektor hitelezésének visszaesése. A vállalati hitelfeltételeket továbbra is szigorú kondíciók jellemzik, a hitelkínálat erősödésére utaló jeleket nem tapasztalunk. A hitelkereslet a reálgazdasági fellendülést követve elsősorban a külföldi piacokra termelő ágazatokban növekedhet, ami 2011-től a vállalati hitelezés lassú bővülését eredményezheti.

A lakossági szektorban a banki hitelezés a korábbi negyedévekhez hasonló mértékben tovább csökkent. A jelentős jövedelemadó-kiengedés, illetve a javuló foglalkoztatás következtében rövid távon a kereslet lassú élénkülésére számíthatunk. A növekvő keresletre a bankszektor – a romló portfólió-minőség és az ágazatot érintő jelentős különadók miatt – várhatóan csak késve reagál a kínálat bővítésével, így a lakossági hitelállomány csak 2011 közepétől emelkedhet ismét.

### Az erős exportbővülés mellett már az emelkedő foglalkoztatás is segítheti a gazdasági kilábalást

A harmadik negyedévben tovább folytatódott a magyar gazdaság lassú kilábalása. A növekedést változatlanul a német exportkonjunktúrára alapozó ipari értékesítések vezetik, ám az elmúlt negyedévben már néhány belföldre termelő ágazat teljesítményében is fordulatra utaló jelek mutatkoztak. A kiskereskedelmi ágazat értékesítési adatai alapján a lakosság fogyasztási célú kiadásait az idei év második felében enyhe emelkedés jellemezheti, amit döntően a háztartások foglalkoztatási helyzetének és jövedelmi kilátásainak javulása indokol. A szigorú hitelfeltételek miatt az alacsony kapacitáskihasználtsággal működő vállalati szektor beruházási hajlandósága továbbra is rendkívül visszafogott. Új beruházások jellemzően csak a feldolgozóiparban jelentkeznek.

A konjunktúra élénkülését követve a foglalkoztatásban is egyre markánsabb emelkedés bontakozott ki. A munkaerő iránti kereslet növekedése azonban szinte teljes egészében csak az exportáló ágazatok bővüléséhez köthető. A foglalkoztatás emelkedése mellett az aktivitás folytatódó bővülése is megfigyelhető, így a munkanélküliségben egyelőre nem érzékelhető fordulat. A laza munkaerőpiac bérleszorító hatása egyre markánsabb, így a versenyszféra béremelései historikusan alacsony értéket mutatnak.

### A beruházásokat veszélyeztető kockázatok ellenére gyorsuló és kiegyensúlyozottabb növekedésre számítunk

Előrejelzési horizontunkon az export várhatóan továbbra is közel két számjegyű bővülést mutat, amiben az ázsiai kereslet német exportkonjunktúráján keresztül érvényesülő hatása lehet meghatározó. Ezt a kapcsolatot fokozatosan tovább erősítheti a már bejelentett nagy autóiipari beruházások kivitelezése és aktiválása is. 2011-től a belföldi kereslet is dinamikusabban bővülhet, így a várható növekedési pálya kiegyensúlyozottabbá válik.

A belföldi kereslet bővülésében a lakosság fogyasztási kiadásainak gyorsulása és az említett nagyberuházások hatása lehet meghatározó. A háztartások fogyasztási kiadásait a nagyarányú személyijövedelemadó-kiengedés és a foglalkoztatás beinduló növekedése emeli. A magán-nyugdíjpénztári rendszer átalakításának a lakosság viselkedésére gyakorolt hatásai egyelőre kiszámíthatatlanok, így alappályánkban emiatt a háztartások fogyasztói-megtakarítói döntéseinek változására nem számítunk. Ugyanakkor az erősen eladósodott háztartások esetében a válság előtt felvett – döntően devizában denominált – hitelek továbbra is erős mérlegalkalmazkodási kényszert jelenthetnek, és az adókiengedésen keresztül jelentkező többletjövedelmek a fogyasztás mellett döntően a nettó megtakarítói pozíció javulásában is jelentkezhetnek.

A folyamatosan bővülő autóiipari kapacitások a teljes előrejelzési horizontunkon növelik a nemzetgazdasági beruházásokat, ám a befektetői klímát rontó ágazati különadók számos vállalatot beruházási tervei módosítására késztethetnek. A szigorú vállalati hitel-kondíciók mellett ez utóbbi hatás nagymértékben ellensúlyozhatja a bejelentett egyedi beruházások kedvező növekedési hatását.

2012-ben 4 százalék közelébe gyorsulhat a gazdasági növekedés. Ennek forrása a lakossági jövedelmeket érintő további adókiengedés és az addig befereződő autóiipari beruházások termelésének felfutásával ismét javuló külkereskedelmi egyenleg lehet.

**Az alacsony belföldi inflációs nyomás ellenére 4 százalék közelében rögzült az infláció**

A visszafogott keresleti környezetben szeptemberig az infláció fokozatos lassulását figyelhettük meg. Bár a munkapiac és a belföldi kereslet oldaláról érdemi inflációs hatásokat továbbra sem érzékelhettünk az elmúlt hónapokban, az éves fogyasztóiár-index tartósan a 2009. évi indirektadó-emelések előtti érték fölött alakult.

A nyári hónapok árfolyam-leértékelődésének inflációs hatása érdemben továbbra sem érzékelhető, azonban a nyers élelmiszerek árának egyre jelentősebb és egyre szélesebb körben megfigyelhető emelkedése számottevő inflációs tényezőként jelentkezik. Ez utóbbi hatás a következő hónapokban már a maginflációt is ismételten emelkedő pályára állíthatja. A tényinflációs folyamatokkal összhangban a lakosság inflációs várakozásai is a középtávú, 3 százalékos inflációs célt meghaladó szinten stagnáltak.

**A gyorsuló belföldi keresleti környezetben még visszafogott bérezés mellett is tartósan cél fölött maradhat az infláció**

Inflációs előrejelzésünk változása döntően az élénkülő belföldi fogyasztás, az egyes ágazatokat érintő különadó, a várhatóan visszafogottan alakuló bérnövekedés és az erősebb szinten rögzített árfolyamfeltevés hatásának eredője. Rövid távon a nyers élelmiszerek áremelkedésének begyűrűzése, az ágazati különadók fogyasztókra történő részleges áthárítása és a lakossági fogyasztás egyidejű emelkedése az infláció gyorsulását okozza, amit csak részben tompíthatnak a várhatóan visszafogottan alakuló bérköltségek. Az éves inflációs ráta 2011-ben 4 százalék körül alakul.

A jövő év végén a rövid távon jelentkező költségsokkok közvetlen inflációs hatásai fokozatosan kifutnak, így az infláció is újból mérséklődhet. A tovább élénkülő belföldi keresleti környezetben a fokozatosan csökkenő nagyságú negatív kibocsátási rés árleszorító hatása mérséklődik, így a költségsokkok tolvagyűrűző hatásait nem tudja teljes mértékben ellensúlyozni. Ezen hatások eredőjeként az éves inflációs ráta még az előrejelzési horizontunk végén is a cél fölött maradhat.

**Az ország külfölddel szembeni finanszírozási képessége tartósan megmarad**

Az élénk külső kereslet, illetve az autóiipari beruházások aktiválása által vezérelt exportnövekedés ellensúlyozhatja a belföldi kereslet fokozatos emelkedését, így a reálgazdasági egyenleg jelentős többlete várhatóan az elkövetkező években is fennmarad. A vállalatok javuló profitabilitása ugyanakkor a jövedelemegyenleg emelkedő hiányát vetíti előre. Ez összességében a külső finanszírozási képesség fokozatos csökkenését jelenti, ám a várhatóan a jövőben is nagymértékű EU-transzfer miatt az ország a teljes előrejelzési horizonton nettó megtakarítói pozícióban maradhat.

**A külső környezet és a kockázati megítélés változása jelentheti a legnagyobb növekedési kockázatokat**

Szakítva korábbi gyakorlatunkkal, a jelenlegi inflációs jelentésünktől kezdve az alternatív forgatókönyvek aggregált hatását nem a legyezőábra ferdeségében jelenítjük meg, hanem az alternatív scenáriókat külön-külön számszerűsítve mutatjuk be, miközben a legyezőábra csakis az alappálya körüli előrejelzési bizonytalanság nagyságát érzékelteti.

Az inflációs folyamatok tekintetében a legnagyobb kockázatot az inflációs várakozásoknak a középtávú célnál magasabb szinten történő rögzülése jelenti. Erre utaló jeleket már a legutóbbi inflációs várakozásokat mérő felmérések eredményeiben is tapasztaltunk. Az inflációs várakozások magas szinten való rögzülése növeli annak valószínűségét, hogy az inflációs pályában rövid távon megjelenő költségsokkok hosszabb távon is az árindex tartós emelkedését okozzák. E forgatókönyv bekövetkezése több mint 1 százalékponttal emelné a várható inflációs pályát.

Növekedési szempontból a legnagyobb bizonytalanságot az okozza, hogy a gazdaság szereplői hogyan fognak reagálni a költségvetési intézkedésekre. Egy kedvező nemzetközi konjunkturális és pénzügyi környezetben erőteljesebb lehet a növekedésélénkítő hatás, és gyorsabb lehet a foglalkoztatás bővülése is. Abban az esetben viszont, ha kedvezőtlenebb a nemzetközi környezet, és a hazai exporttal a növekedés is lelassul, megnő annak a kockázata, hogy a bizonytalanság és az emelkedő finanszírozási költségek beruházás-visszafogó hatása fog dominálni. Egy ilyen forgatókönyvben a növekedés már rövid távon is több mint 1 százalékponttal maradhat el az alappályánkban várttól.

**Strukturális, kiadásoldali intézkedések szükségessége a cél alatti hiánypálya hosszabb távú fenntarthatóságához**

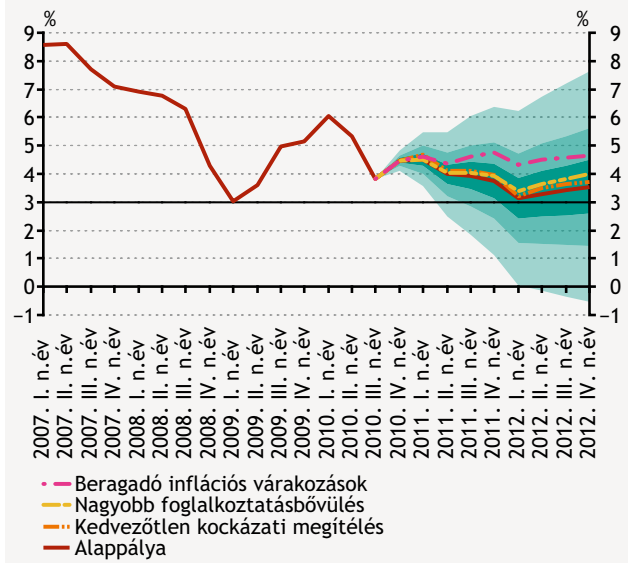
A parlament elé benyújtott kormányzati tervek bevételi oldalon jelentős változásokat mutatnak az elmúlt évtizedben megvalósított költségvetésekhez képest. Az elfogadott törvények az elkövetkező években a munka adóterhelésének jelentős csökkenését tartalmazzák, miközben az így kieső bevételeket részben néhány ágazat átmeneti megadóztatásából, részben a magánnyugdíjpénztári befizetések egészének és az ott felhalmozott vagyon egy részének költségvetésbe történő átcatornázásából biztosítják.

A kormányzat költségvetési intézkedései előrejelzési horizontunkon a korábban vártnál kedvezőbb hiánypályát biztosítanak. Az intézkedésekkel a következő években elérhetővé válnak a kormányzati hiánycélok. Az ESA-célok teljesítése ellenére azonban a költségvetés strukturális pozíciója az intézkedések hatására romlik, így további intézkedések hiányában a költségvetési egyenleg javulása hosszabb távon nem fenntartható.

**A költségvetési intézkedések munkapiaci hatásai élénkíthetik a potenciális növekedést, de a befektetésektől elvárt hozam emelkedése veszélyeztetheti a növekedési többletet**

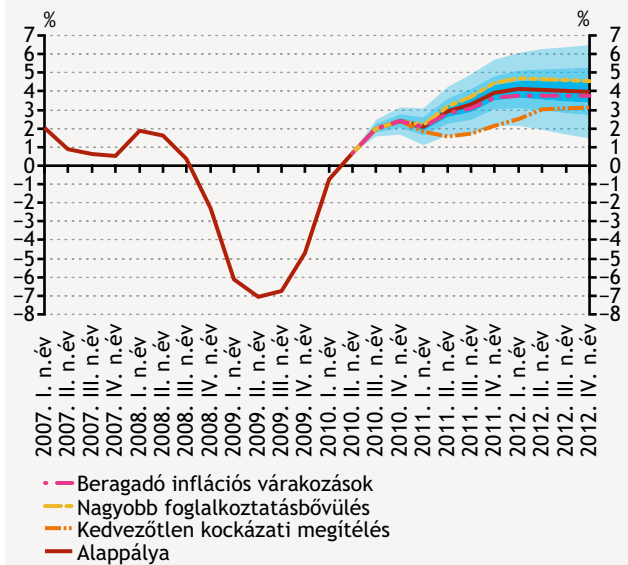
A személyijövedelemadó-rendszerben végrehajtott reform munkapiaci hatásai hosszabb távon kedvezően érintik a magyar gazdaság potenciális növekedését. A nagyobb növekedést döntően az adómérséklés munkaintenzitást növelő hatásai okozhatják, miközben a foglalkoztatás az ismert feltételek mellett csak kisebb mértékben emelkedhet. Ugyanakkor az szja-reform finanszírozására használt intézkedések akár tartósan is ronthatják a befektetői bizalmat, ami a munkapiaci oldalról jelentkező növekedési többlet érdemi részét felemésztheti. Emiatt előrejelzésünkben nem számítunk a potenciális növekedés számottevő javulására.

**Az inflációs előrejelzésünk alappályája, bizonytalansága és az alternatív forgatókönyvek hatása**



**A GDP-előrejelzésünk alappályája, bizonytalansága és az alternatív forgatókönyvek hatása**

(éves növekedés, szezonálisan igazított és kiegyensúlyozott adatok alapján)



**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.)

	2009	2010	2011	2012
	Tény	Előrejelzés		
<b>Infláció (éves átlag)</b>				
Maginfláció <sup>1</sup>	4,1	3,1	3,5	2,9
Fogyasztóiár-index	4,2	4,9	4,0	3,3
<b>Gazdasági növekedés</b>				
Külső kereslet (GDP alapon)	-4,2	2,1	1,9	2,0
Háztartások fogyasztási kiadása	-7,6	-3,0	2,8	4,0
Állóeszköz-felhalmozás	-6,5	-0,9	3,2	6,4
Belföldi felhasználás	-11,5	-1,5	2,5	3,5
Export	-9,1	14,5	10,5	9,8
Import	-15,4	12,5	10,7	9,7
GDP*	-6,7	1,1	3,1	4,0
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-0,5	1,3	0,3	0,1
Külső finanszírozási képesség	0,8	3,4	2,6	2,3
<b>Államháztartás<sup>2</sup></b>				
ESA-egyenleg	-4,4	-3,8	-2,7	-3,1
<b>Munkaerőpiac</b>				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	0,6	2,0	2,2	5,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság <sup>4</sup>	-2,5	0,1	0,5	0,4
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>5</sup>	4,4	3,9	4,4	5,6
Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>4</sup>	-3,8	-0,7	0,9	1,2
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>4,6</sup>	8,3	0,8	0,7	1,9
Lakossági reáljövedelem <sup>7</sup>	-5,8	-1,1	1,3	3,1

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

2 A GDP arányában. Alap-előrejelzésünkben nem számoltunk a felhalmozott adósságok átvállalásából adódó kockázatokkal.

3 Pénzforgalmi szemléletben

4 A KSH munkaerő-felmérése szerint.

5 Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.

6 A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

7 MNB-becslés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági jövedelmeket korrigáltuk a kötelező magán-nyugdíjpénztári befizetések miatti vagyonsértések hatásával.

\* Naptári hatással nem korrigált adatok.

# 1. A makrogazdasági adatok értékelése

## Munkaerő-piaci fordulat, 4 százalékon ragadó infláció

Az erős növekedést mutató nemzetközi kereskedelem továbbra is támogatja a hazai export termelését és azon keresztül a magyar GDP folytatódó növekedését. Bár a belföldre termelő szektorok kibocsátása változatlanul visszaesést mutat, ám néhány – jellemzően a lakosság fogyasztásához kötődő – szektor esetében már a várakozásainknál korábban jelentkező fordulat jeleit is tapasztalhatjuk. Ezzel összhangban, a dinamikus exportbővülés mellett a belföldi kereslet egyre kisebb mértékben fogja vissza a gazdasági kilábalást, így 2010 második felétől a növekedés szerkezete fokozatosan kiegyensúlyozottabbá vált.

A konjunktúra fordulatát késéssel követve az elmúlt negyedévekben már a foglalkoztatottak számának emelke-

dése is megfigyelhető. A munkapiaci fordulat egyelőre csak az exporthoz kötődő ágazatokra jellemző. A foglalkoztatás növekedése mellett az aktivitás is folyamatos bővülést mutat, így a munkakereslet élénkülése egyelőre a magas szinten alakuló munkanélküliségben fordulatot még nem eredményezhetett. A tartósan laza munkaerő-piaci feltételek bérleszorító hatása egyre nyilvánvalóbb, így a versenyszféra bérdinamikája az elmúlt hónapokban a magyar gazdaságban még nem tapasztalt alacsony szintre süllyedt.

Az inflációt az év eleje óta jellemző fokozatos lassulás az őszi hónapokban megtört. Bár a maginfláció historikusan is alacsony értéket jelez, a teljes árindexben már egyre markánsabban érzékelhető a nyári hónapokban jelentősen emelkedő nyers-élelmiszerárak inflációs hatása.

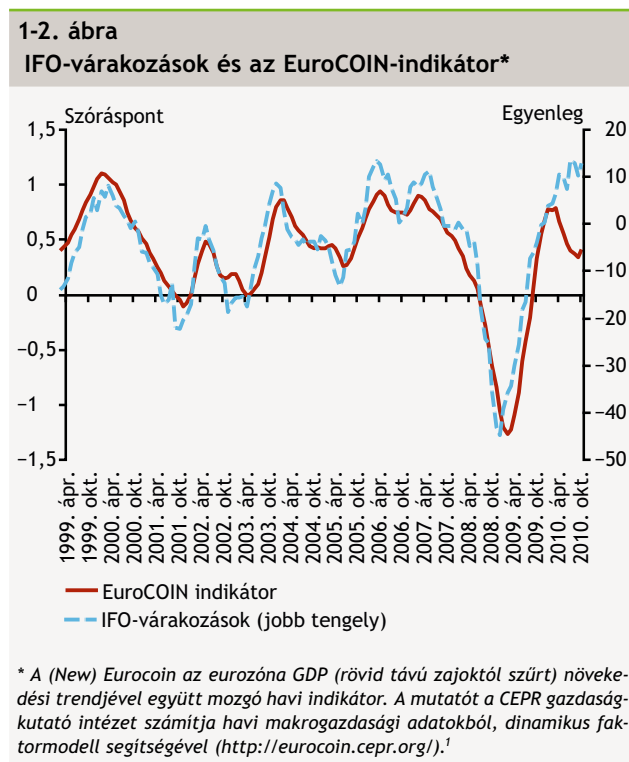
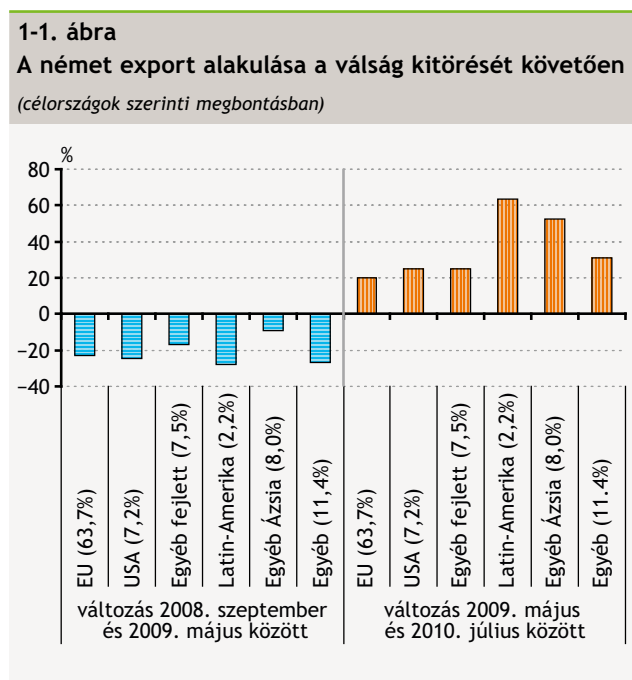
# 1.1. Az élénk ázsiai kereslet hatása a közvetett csatornákon keresztül a magyar külső keresletben is meghatározó

A fejlett gazdaságok belföldi keresletében érdemi fordulat változatlanul nem tapasztalható. A munkanélküliség a válságot követően makacsul magas szinten ragadt (egyetlen kivételt Németország jelent), miközben a válság időszakában alkalmazott gazdaságpolitikai gazdaságélénkítő eszközei és ezek hatásai egyre erősebb korlátokba (jelentős költségvetési hiány, növekvő államadósság, nulla közelébe süllyedő jegybanki alapkamatok) ütköznek. Ezzel összhangban – a készletek-ciklus fordulata által is támogatott – a kedvező első féléves adatokat követően a harmadik negyedévről rendelkezésre álló nemzetközi konjunktúramutatók az év második felében már a globális növekedés lassulására utalnak.

A fejlett gazdaságok lassulása ellenére az elmúlt időszakban a világkereskedelem és így külső keresletünk is dinamikusan bővült. A folyamat hátterében az erős belföldi keres-

letnövekedést mutató, ázsiai gazdaságokba irányuló tranzakciók meghatározóak. Bár hazánk exportjában az ázsiai gazdaságok súlya relatíve alacsony, a kedvező növekedési impulzusok a német exporton keresztül a magyar külső keresletben is jelentkeztek.

Rövid távon a folyamat folytatódására számíthatunk. A globális konjunktúrát a következő negyedévekben is csak lassú kilábalás jellemezheti, azonban a német export részesedése az élénk ázsiai keresletből várhatóan tovább emelkedhet. Erre utal, hogy a gyengülő európai növekedés ellenére a német ipari vállalatok kilátásait mérő konjunktúramutatók továbbra is tartósan a válság előtti szint fölött alakulnak.



<sup>1</sup> A módszertanról részletesebben lásd: Altissimo, F.-Cristadoro, R.-Forni, M.-Lippi, M.-Veronese, G. (2010): New Eurocoin: Tracking Economic Growth in Real Time, *Review of Economics and Statistics*, 92 (4) (November), 1024–1034.

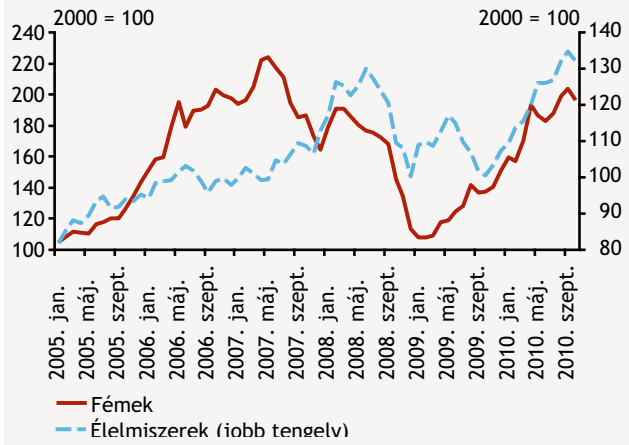


A nyersanyagárak jelentős mértékben emelkedtek – a 2008-as szabadadásukat követően – egyrészt a fejlődő országok hatalmas nyersanyagigénye, másrészt a fejlett gazdaságokban a már megvalósult és tervezett monetáris lazítás miatt kialakult inflációs félelmek miatt. Az árak emelkedése a nyersanyagok széles körében megfigyelhető folyamat. Éven belül a legnagyobb elmozdulás a nyersélelmiszer-árakat jellemezte, ahol az idei évben megfigyelt árnövekedés mértéke már a válság előtti 2007-es árrobbanással is összevethető. Bár a nyersanyagárak az elmúlt hónapokban már jelentősebb elmozdulást nem mutattak, a rövid távon várhatóan továbbra is erős ázsiai kereslet és a fejlett gazdaságokban változatlanul laza monetáris kondíciók miatt a következő negyedévekben is magas szinten rögzülhetnek. Ez a fogyasztói kosár termékeinek egyre szélesebb körében erősödő költségoldali árnyomást okozhat.

1-3. ábra

**Élelmiszerek és fémek világsági árának alakulása**

(2000 = 100, euróban kifejezve)



## 1.2. Fordulatra utaló jelek a belföldi keresletben is

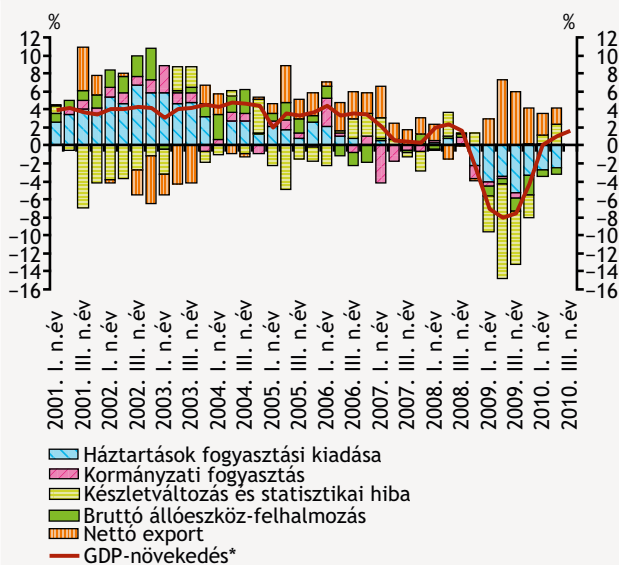
2010 első félévében továbbra is erős heterogenitás jellemezte a hazai növekedést. Exportértékesítéseink – elsősorban az erős beszállítói kapcsolatokon keresztül –, összhangban a kedvező német exportkonjunktúrával, dinamikus bővülést mutattak, miközben a belföldre termelő ágazatok teljesítményét általános visszaesés jellemezte. Ez utóbbi folyamat következtében éves GDP-növekedésünk változatlanul elmaradt a régiós versenytársak bővülésétől.

A harmadik negyedévről rendelkezésre álló havi információk alapján a világkereskedelem élénk bővüléséből a hazai exportszektor változatlanul profitál, miközben hosszú idő után már néhány belföldre termelő ágazat esetében is a kibocsátás fordulatára utaló jeleket figyelhattunk meg.

Az ipar termelése a harmadik negyedévben is lendületesen növekedett. A termelés növekedésében az exportértékesí-

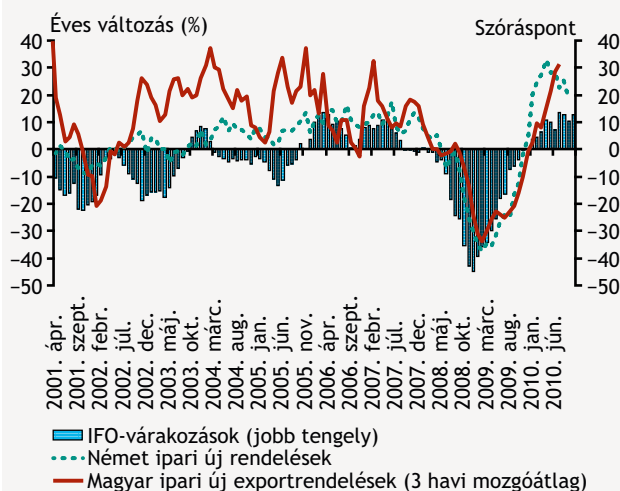
tések alakulása a meghatározó. Bár az elmúlt negyedévekben közvetlen ázsiai értékesítéseink is átlag feletti növekedést mutattak, az erős ázsiai keresletből továbbra is főleg a német exporton keresztül részesülünk. A német konjunktúrát jellemző indikátorok és a hazai új rendelések alapján az ipar exportértékesítéseit a következő hónapokban is erős, de dinamikájában az év első félévében tapasztalttól elmaradó növekedés jellemezheti. A német és a magyar export közötti kapcsolat a következő években megvalósuló – főleg az autóiipart érintő – nagyberuházásoknak köszönhetően tovább erősödhet.

**1-4. ábra**  
A fő felhasználás oldali tételek hozzájárulása a kibocsátáshoz\*  
(éves változás)



\* A GDP-növekedés ábrázolásához a KSH által a harmadik negyedévi előzetes adatközlés során publikált revidált adatokat használtuk fel, míg a részletek esetében csak a korábbi adatok álltak rendelkezésre.

**1-5. ábra**  
A német és magyar új rendelések, illetve az IFO bizalmi indikátor várakozási komponense

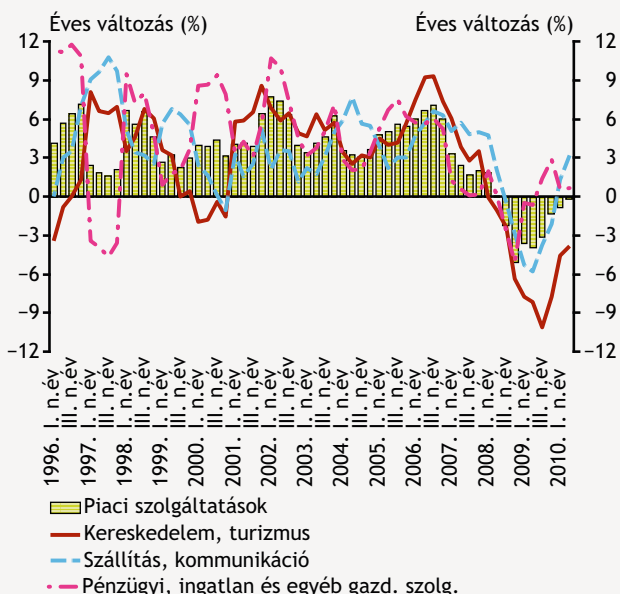


A szolgáltatóágazatok kibocsátását jelentős heterogenitás jellemzi. Az exportkonjunktúrához szorosan kapcsolódó szolgáltatóvállalatok (pl. szállítás és telekommunikációs üzletágban) kibocsátása az elmúlt év közepe óta fokozatosan emelkedik. Ezzel szemben a romló portfólióminőség, a visszafogott hitelaktivitás, az ágazatot sújtó különadó és a gyenge lakáspiaci konjunktúra egyre inkább visszaveti az elmúlt évben még növekedést mutató pénzügyi, ingatlan- és egyéb szolgáltatási ágazatokban működő vállalatok hozzáadott értékét.

1-6. ábra

**A piaci szolgáltatások hozzáadott értékének éves növekedése**

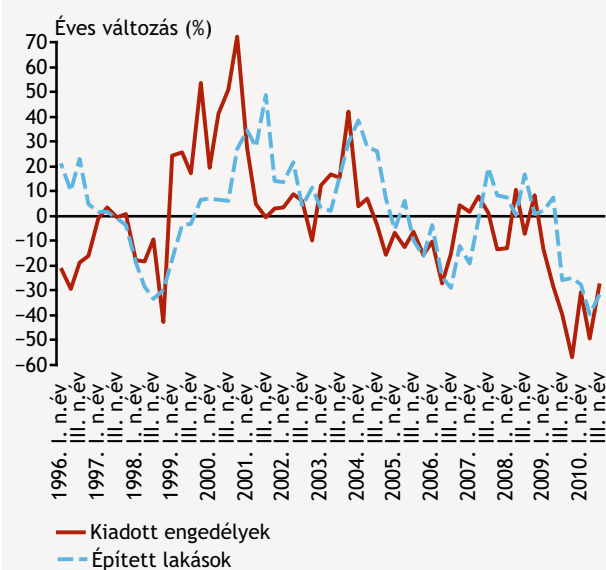
(a KSH szezonálisan igazított adatai alapján)



1-7. ábra

**A lakásépítési és használatbavételi engedélyek számának alakulása**

(éves indexek, szezonálisan igazított adatok alapján)



A belföldre értékesítő ágazatok közül a legnagyobb meglepetést a kereskedelem teljesítménye okozta. Az elmúlt hónapokban az ágazat értékesítései közel négyéves folyamatos visszaesést követően enyhe emelkedést mutattak. Az eladások bővülése különösen a tartós iparcikkek és az üzemanyag-értékesítések esetében volt számottevő. Előbbi a jövedelmi kilátások – a bizalmi indikátorok emelkedésében is jelentkező – javulása indokolhatja, míg utóbbi főleg a kormányzat és a közúti fuvarozók között kötött megállapodás<sup>2</sup> eredménye lehet. A kereskedelmi eladások fordulata várakozásainknál némileg hamarabb jelentkezett, ám az eladások érdemi növekedése várhatóan csak a háztartások folyó jövedelmeinek – 2011 elejére várt – jelentősebb bővülése mellett következhet be.

A kisebb súlyú ágazatok hozzáadott értéke tovább csökkent. A rendkívül kedvezőtlen időjárás miatti gyenge terméseredmények egyre szélesebb termékkörben jelentkeztek, így a mezőgazdaság hozzáadott értéke 2010-ben várhatóan jelentősen elmarad az előző két év átlag feletti teljesítményétől.

Az építőipar teljesítménye az idei évben a korábbi alacsony szintről is tovább mérséklődött. Ennek oka elsősorban az egyre romló lakáspiaci konjunktúra, míg új megrendeléseket csak az EU-forrásokból finanszírozott projektek jelentettek. Az ágazat teljesítményét a gyenge keresleti kilátá-

sok mellett az ágazat erősödő finanszírozási problémái is kedvezőtlenül érintik. Az új lakások piacán a kiadott építési és használatbavételi engedélyek a harmadik negyedévben is tovább csökkentek, így fordulatra legkorábban csak 2011 második felében számíthatunk. A gyenge lakáspiaci adatok ellenére az építőipar teljesítménye a nyári hónapokban enyhe emelkedést mutatott. A folyamat háttérében elsősorban az önkormányzati építkezések és felújítások állnak, ám az ágazat alacsony újszerződés-állománya mellett a termelésben érdemi fordulatra nem számíthatunk.

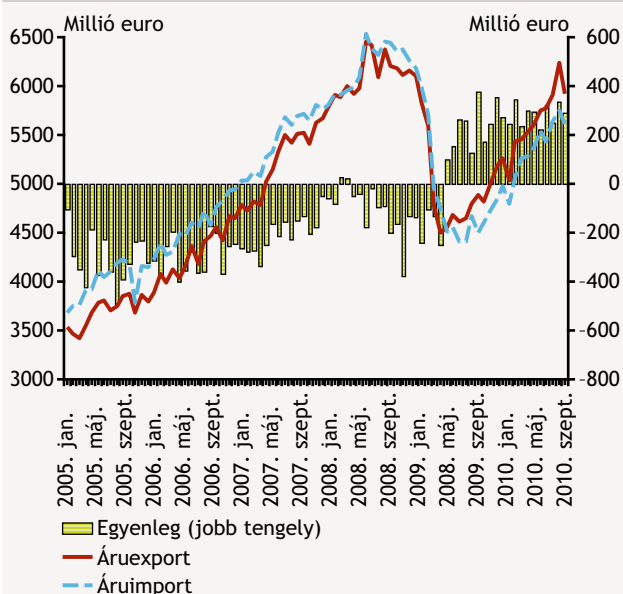
Az egyes ágazatok termelésében megfigyelt elmozdulások a gazdaságban jelentkező keresleti folyamatok változásaiban is egyértelműen megfigyelhetőek. A GDP lassú bővülését változatlanul a külső kereslethez szorosan kapcsolódó nettó export és készletváltozás növekedési hozzájárulása vezeti. Ugyanakkor a harmadik negyedévben már néhány belföldi keresleti komponensben is – a vártnál korábban jelentkező – fordulat következhet be, így az év második felétől már a belső konjunktúra is egyre kevésbé korlátozhatja a hazai kilábalást.

Az exportértékesítések az elmúlt hónapokban tovább emelkedtek, így szintben már megközelítették a válság előtt jellemző értéket. Az export importigénye a behozatalt is növelte, de a gyenge belföldi kereslet mellett a gazdaság külkereskedelmi egyenlege tartósan magas szinten stabili-

<sup>2</sup> A megállapodás értelmében 2010. július 1-jétől a közúti fuvarozók a hazai – jellemzően a régiós átlagnál magasabb árszint mellett működő – benzinkutakon tankolnak, amiért cserébe 2011 januárjától az ágazat szereplői kedvezményes jövedékiadó-szabályozás mellett vásárolhatnak üzemanyagot.

**1-8. ábra**  
A külkereskedelmi termékforgalom értéke és egyenlege

(szezónálisan igazított szintek, millió euro)



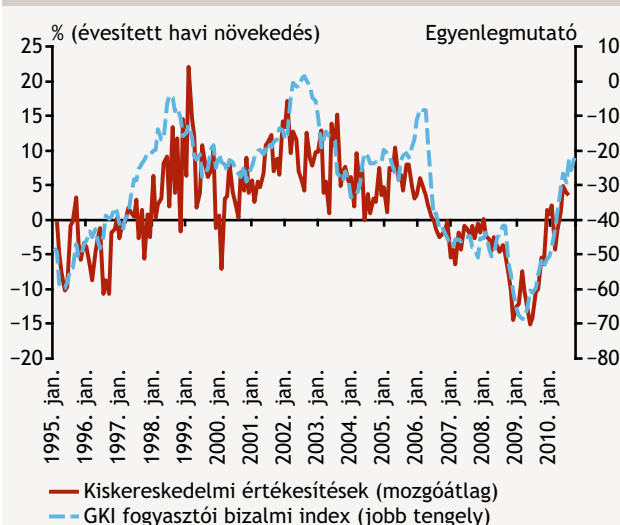
Megjegyzés: Az áruexportot korrigáltuk a speciális hónapok közötti csúszás és hiányzó tételek miatt, valamint az áfarezidensek tevékenységével. Az áruimportot korrigáltuk az EU-csatlakozás körüli előrehozott vásárlásokkal, a szintén 2004-ben jelentkező közvámraktárhattással, a Gripin- és Combino-beszerezések hatásaival, valamint az áfarezidensek tevékenységével.

zálódott. A lakossági fogyasztásban és a vállalati beruházásban – elsősorban a kecskeméti Mercedes-gyár felszerelése miatt – megfigyelhető lassú fordulat a következő negyedévekben az export-import olló fokozatos záródását okozhatja, ám az idei év második felében a nettó export növekedési hozzájárulása még ezen feltételek mellett is enyhén pozitív maradhat.

A nemzeti számla adatai szerint 2010 közepéig tovább csökkentek a háztartások fogyasztási kiadásai, ám a külkereskedelmi forgalom harmadik negyedéves adatai már a lakossági kereslet enyhe – várakozásainknál korábban jelentkező – fordulatára utalnak. A lakossági fogyasztást jellemző egyéb makrogazdasági mutatók meglehetősen vegyes, néhol egymással nehezen összeegyeztethető képet jeleznek a háztartások fogyasztási lehetőségeiről. A második negyedévben a szektor pénzügyi megtakarításai kiugró mértékben emelkedtek, miközben a lakossági hitelaktivitás az év egészében jelentős mértékben csökken. Az árfolyam nyár eleji leértékelődése a devizában eladósodott háztartások törlesztőterheit is érdemben emelte, ami a bérek

**1-9. ábra**  
A teljes külkereskedelmi forgalom volumenének havi növekedési üteme

(szezónálisan igazított adat, évesített havi index, MNB-igazítás)



folyamatos lassulásával a háztartások felhasználható jövedelmeit mérsékelte. Keresleti szempontból egyértelműen pozitív irányú elmozdulást az elmúlt negyedévekben csak a háztartások bizalmi indexeiben és foglalkoztatottsági mutatóiban láthattunk. Így értékelésünk szerint a külkereskedelmi adatokban a nyári hónapok óta megfigyelt pozitív változás döntően a munkapiaci helyzet és kilátások javulásához köthető.<sup>3</sup>

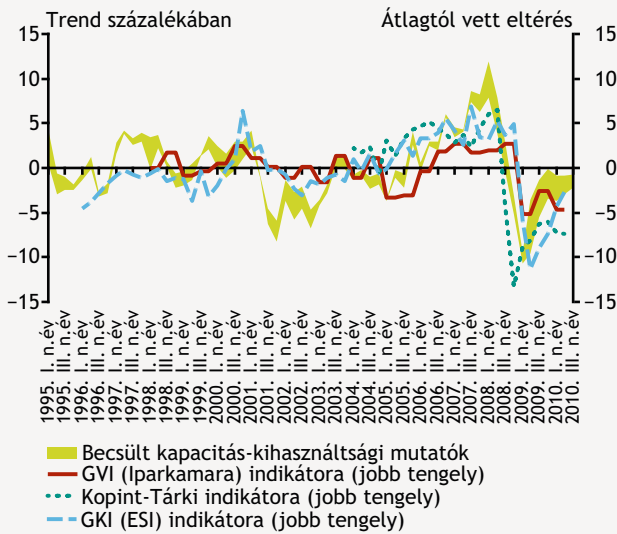
A nemzetgazdaság beruházási aktivitása 2010 első felében tovább csökkent. A beruházások csökkenése – néhány nagy egyedi beruházást megvalósító ágazattól eltekintve – általánosan jellemző volt. A feldolgozóipar kilenc negyedéves csökkenés után tudott újra beruházásbővülést felmutatni, ami elsősorban a kecskeméti Mercedes-gyár terv szerinti építésének köszönhető. Az építési jellegű beruházások korábbinál erőteljesebb visszaesése volt megfigyelhető, amelyet egyrészt az erősen zsugorodó lakáspiac, másrészt a központi költségvetési körhöz köthető infrastrukturális beruházások – parlamenti választások évében szokatlan – elmaradása okozott.

Bár a feldolgozóipari kapacitáskihasználtság szintje jelenleg már a historikus átlag közelében alakul, a változatlanul gyenge banki hitelaktivitás miatt rövid távon érdemi növekedést csak a már megkezdett (Mercedes, Hankook) beruházások folytatása és az újonnan bejelentett (Audi, Opel) nagy projektek jelenthetnek. A szolgáltatóágazatok beruhá-

<sup>3</sup> Ugyanakkor azt is fontos megemlítenünk, hogy a külkereskedelmi statisztikát jelentős egyedi, statisztikailag nem a lakosság fogyasztásához tartozó tételek is torzították. Ilyen lehetett pl. a közúti fuvarozók ismételt emelkedő üzemanyag-fogyasztása, illetve a rendőrség új gépjárműbeszerzései. Ezen hatások kiszűrésével a lakossági fogyasztásban érzékelt fordulat a külkereskedelmi adatokban megjelenőnél némileg visszafogottabb lehet.

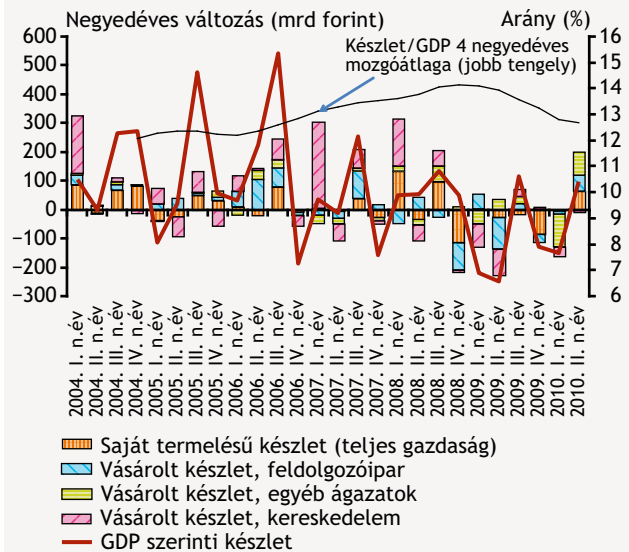
1-10. ábra

A kapacitás-kihasználtság alakulása a feldolgozóiparban



1-11. ábra

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



zási aktivitását a következő negyedévekben a feldolgozóiparénál gyengébb keresleti kilátások és a szigorú hitelfeltételek mellett a néhány ágazatot sújtó jelentős különadók is visszavethetik.

A külső konjunktúra élénkülésével párhuzamosan a második negyedévben a készletváltozás növekedési hozzájárulása is pozitív volt. A folyó áras készletstatisztikák alapján valószínűsíthető, hogy az exportra termelő ágazatokban (feldolgozóipar) a készletek újbóli feltöltése zajlik, miközben a kereskedelemben a visszafogott kereslet, a mezőgazdaságban pedig a gyenge terméseredmények miatt a készletek csökkenése lehet jellemző. A készletállomány szintje a közeljövő-

ben várhatóan nem fogja elérni a válságot megelőző szintet, mivel a bizonytalanabb konjunktúrakilátások és a szigorúbb finanszírozási feltételek a vállalatokat hatékonyabb készletgazdálkodásra ösztönözhetik. Ezzel összhangban a készletek változásából adódó növekedési hozzájárulás a kilátásos időszakban várhatóan érdemben elmaradhat a válság alatt ebből adódó növekedési veszteség mértékétől.

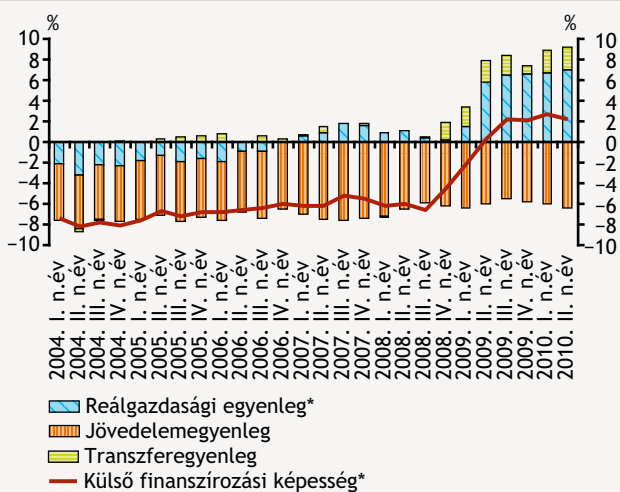
Az állam fogyasztási kiadásainak növekedési hozzájárulása – összhangban a szektor termelésoldali teljesítményével – enyhén pozitív volt, amit döntően az „Út a munkába” program keretében foglalkoztatottak létszámának növekedése indokolt.

## 1.3. Továbbra is nettó megtakarító a magyar gazdaság

2010 második negyedévében a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége kismértékben csökkent, azonban mértéke továbbra is jelentős, a GDP 2 százaléka körül alakul (1-12. ábra). A nettó megtakarítói pozíció enyhe mérséklődése elsősorban a jövedelemegyenleg hiányának folytatódó növekedéséhez köthető, miközben a reálgazdasági egyenleg többlete és a beáramló EU-transzfer továbbra is érdemben járult hozzá hazánk külső finanszírozási képességéhez.

**1-12. ábra**  
A külső finanszírozási képesség komponensei

(szezonálisan igazított, GDP-arányos értékek)



\* Az EU-csatlakozás miatt előrehozott import által okozott eltérés és az EU-csatlakozás következtében megszűnő vámraktárak, valamint a Gripen vadászgépek importnövelő hatásával korrigált adatok.

Megjegyzés: Az idősorok szezonális igazítása direkt igazítással készült, így a külső finanszírozási képesség komponenseinek összege nem feltétlenül egyezik meg a külső finanszírozási képesség igazított értékeivel.

A szezonálisan igazított reálgazdasági egyenleg többlete az előző negyedévi értéket enyhén meghaladva a GDP 7 százalékát tette ki. A transzferegyenleg többlete a második negyedévben is igen magas volt, amihez döntően az EU-források nagyobb beáramlása járult hozzá.

A jövedelemegyenleg hiánya 2009 vége óta emelkedik, ami lényegében a külföldi tulajdonú vállalatok becsült profitjának emelkedéséhez köthető.<sup>4</sup> 2009-ben a szokásosan az év első felében megszavazott osztalék jelentősen, közel 15 százalékkal csökkent az előző évhez képest. A 2010-es adatok ugyanakkor már arra utalnak, hogy a megszavazott osztalék nem csökkent tovább. Az adóssághoz köthető nettó kamatkiadás 2010 második negyedévében nem változott érdemben.

A továbbra is magas külső finanszírozási képesség úgy alakult ki, hogy az államháztartás finanszírozási igényének növekedését ellensúlyozta a magánszektor pénzügyi megtakarításának emelkedése. A magasabb költségvetési hiány kialakulásához egyaránt hozzájárultak az emelkedő kiadások (pl. kórházak, MÁV egyszeri támogatása, közsféra dolgozóinak keresetkiegészítése) és az alacsonyabb bevételek (járulékok csökkentése, szja-sávhatár szélesítése, a csökkenő fogyasztás miatt mérséklődő áfabevételek). Ezen tényezők jelentős része – valamint az EU-transzferek emelkedő felhasználása – ugyanakkor növelte a magánszektor jövedelmét, és így közvetve a vállalatok és a lakosság pénzügyi megtakarítását is.

A második negyedévben különösen a háztartási szektor finanszírozási képességének emelkedése volt számottevő mértékű, ami ugyanakkor nehezen magyarázható a lakossági jövedelem, valamint a fogyasztás alakulásával kapcsolatban rendelkezésünkre álló információkkal. Mivel bizonyos megtakarítási formákról (valutakészpénz, külföldi megtakarítások) hiányos adatokkal rendelkezünk, elképzelhetőnek tartjuk, hogy a követelések jelentős emelkedéséhez az is hozzájárulhatott, hogy a válság körüli bizonytalanság miatt eddig külföldön tartott megtakarítás egy részét hazahozták. 2010 második negyedévében ugyanakkor a nettó megtakarítások emelkedésében jelentős szerepe volt a pénzügyi vállalatoktól felvett hitelek nagymértékű csökkenésének is, amihez a szabályozási környezet változása mellett a forint árfolyamának számottevő mértékű gyengülése is hozzájárulhatott.

<sup>4</sup> A közvetlen tőkéhez kapcsolódó jövedelemáramlások adatai a fizetésimérleg-statisztikában becsléseken alapulnak. A becslést a következő év szeptemberében váltják fel a vállalati jelentéseken alapuló adatok.

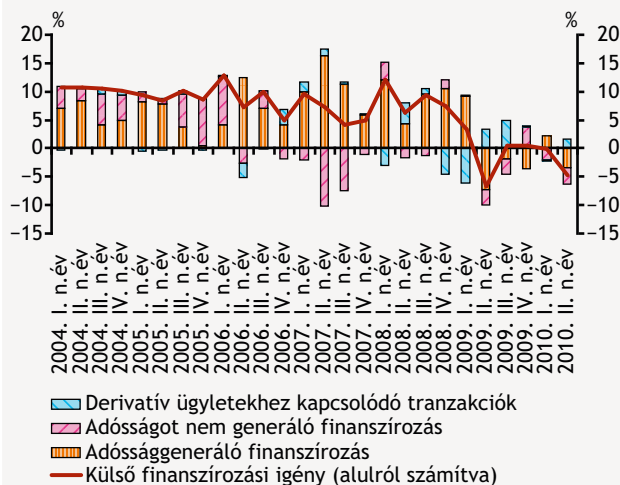
## Finanszírozási folyamatok

2010 második negyedében folytatódott a nettó közvetlen-tőke-kiáramlás, amiben – a rendszerint az ebben a negyedévben fizetett osztalékokkal összefüggésben – szezonális hatás is szerepet játszott. Szintén a nem adósság típusú források kiáramlása irányába hatott, hogy a második negyedévben a külföldiek csökkentették magyarországi portfóliójukban részvénybefektetéseiket. A friss működő tőke és a tulajdonosi hitelek esetében ugyanakkor további beáramlás történt.<sup>5</sup>

A jelentős mértékű nettó finanszírozási képességgel és a közvetlentőke-kivonással párhuzamosan a második negyedévben jelentős nagyságú adósságtípusú forráskiáramlás történt. A nettó adósság mérséklődése döntően az államháztartáshoz volt köthető, ami a devizatartalék EU-transzferek miatti növekedésére vezethető vissza. Emellett a bankrendszer külső adóssága is kismértékben csökkent a második negyedévben.

Az adósságtípusú források kiáramlása ellenére a nettó külső adósságráta – a forint árfolyamának gyengülése következtében – tovább emelkedett, és megközelítette a GDP 58 százalékát. Bár az euróban számított nominális adósság kismérték-

1-13. ábra  
Az egyes finanszírozási formák alakulása a GDP arányában



Megjegyzés: Az alulról számított finanszírozási igény megegyezik a külső finanszírozási igény és a fizetésimérleg-statisztika „tévedések és hiba” egyenlegének összegével.

ben csökkent, az árfolyamváltozások hatására gyakorlatilag minden adósság- és tartozásmutató tovább emelkedett – a bruttó külső adósság megközelítette a GDP 120 százalékát, a nettó külső tartozás pedig 115 százalékot tett ki.

### 1-1. keretes írás

#### A fizetési mérlegben történt revíziók hatása

A fizetésimérleg-statisztikában a korábbi gyakorlatnak megfelelően a szeptember végi publikációval a beérkezett vállalati jelentések alapján, illetve módszertani fejlesztések következtében jelentős revíziókra került sor. A folyó fizetési mérlegben a legnagyobb változást a szállítási költségek becslésének új módszertana (cif-fob paritás korrekció) okozta, aminek hatására évente 300-500 millió euróval növekedett a fizetési mérlegben és a GDP-ben elszámolt áruimport értéke, és ennek következtében hasonló mértékben csökkent a reálgazdasági egyenleg. Összességében a revíziók hatására 2004-től a folyó fizetési mérleg hiánya, illetve a külső finanszírozási igény minden évben a GDP 0,3–0,7 százalékának megfelelő mértékben emelkedett, azonban a változások nem érintették lényegesen a külső egyensúlyi folyamatok alakulását. Az alulról számított külső finanszírozási igényben nem volt ilyen szisztematikus a változás, azonban az adatok konzisztenciájának erősödésére utal, hogy a revíziók hatására az utóbbi évekre vonatkozóan jelentősen csökkent a fizetési mérleg „tévedések és kihagyások” sorának nagysága.

A revízió nagyobb mértékben érintette a finanszírozás szerkezetét és az állományi statisztikákat. A változás hátterében döntően az áll, hogy a kereskedelmi hitelekre 2008-tól a vállalati jelentéseken alapuló adatok állnak rendelkezésre, ami alapján az MNB újrabecslőte a 2004–2007-es időszak kereskedelmi hiteleinek követelés és tartozás adatait. Összességében a tulajdonosi hitelek nélkül vett bruttó adósság a 2004–2007 közötti időszakban a GDP 5-7 százalékával emelkedett, míg a 2008–2009-es adatok a korábbi adatközléshez képest csak kismértékben, átlagosan 0,5 százalékponttal emelkedtek. A nettó külső adósság a 2004–2007-es időszakban a GDP mintegy 3 százalékával emelkedett, 2008–2009-ben ugyanakkor mintegy 0,6 százalékponttal mérséklődött az előzetes adatokhoz képest.

Jelentős revíziót hozott a finanszírozási oldalban, hogy egy hazánkban tevékenykedő multinacionális vállalat éves jelentésében finanszírozási struktúrájának átalakítását jelentette. A struktúraváltás kapcsán a külföldi tulajdonos felértékelte a vállalat

<sup>5</sup> Mindez azonban nagyobb részben nem új beruházásokhoz, hanem a veszteségek kezeléséhez, azaz az eredménytartalékok feltöltéséhez köthető.

értékét, ezzel első lépésben emelkedett a közvetlentőke-tartozás állománya. Majd a részesedés jellegű tartozást jelentős részben tulajdonosi hitellel váltotta fel. Így a közvetlentőke-beáramlás szerkezete jelentősen változott: 2009 negyedik negyedévében a részesedés típusú tartozások jelentősen, 4,4 milliárd euróval csökkentek, a tulajdonosihitel-tartozás pedig 4,7 milliárd euróval emelkedett az előzetesen közölt adatokhoz képest. A fenti tranz-

akció elszámolásával a válság óta megfigyelt finanszírozási folyamatokról alkotható összkép változott: míg korábban azt tapasztaltuk, hogy a vállalatcsoporton belül jelentős forráskivonásra került sor a válság kitörése óta, most az ilyen típusú tartozások összességében jelentős növekedést mutatnak, és a nem adósság-generáló forráskiáramlás a „klasszikus” FDI esetében jelenik meg.

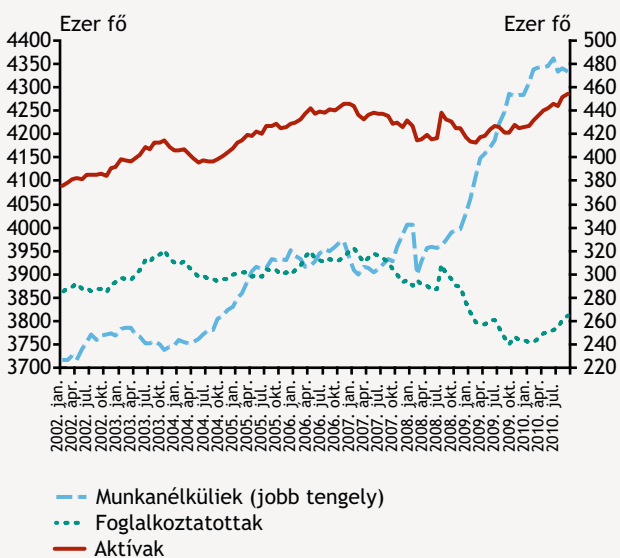


## 1.4. Növekvő aktivitás, erősödő foglalkoztatás

A konjunktúra fordulatát késéssel követve az év közepén a versenyszférában is fordulat következett be a foglalkoztatásban. A munkakereslet emelkedésével párhuzamosan a – döntően a nyugdíjba vonulás szabályozását szigorító kormányzati intézkedéseknek köszönhetően – a tavalyi év vége óta az aktivitás is folyamatosan emelkedik, így a foglalkoztatás bővülése egyelőre csak a munkanélküliség magas szinten történő stabilizálódását okozta.

**1-14. ábra**  
Foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban

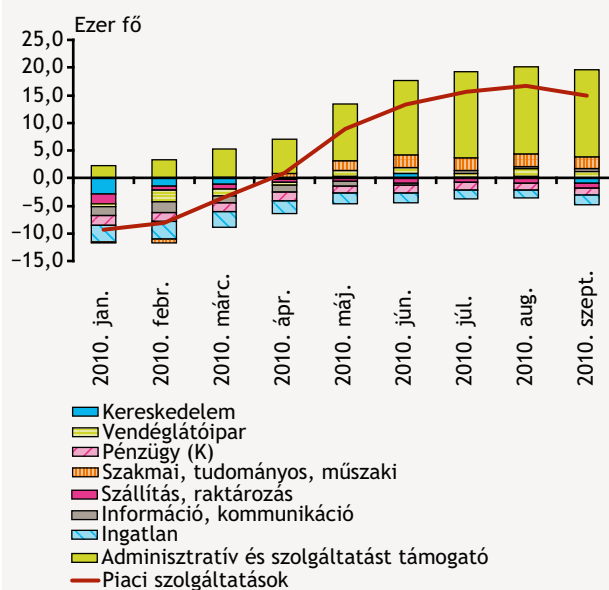
(szezónálisan igazított havi adatok alapján)



A versenyszféra létszámának bővülése statisztikailag mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatóágazatokban megfigyelhető. Ugyanakkor a munkaerő iránti kereslet élénkítése egyelőre szinte teljes egészében az exportáló vállalatok javuló termelésének köszönhető, miközben a belföldi keresletre értékesítő szektorokban továbbra is a munkaerő tartalékolása jellemző. Erre utal, hogy a szolgáltatóágazatok esetében az elmúlt fél év nettó létszámbővülése szinte teljes egészében a munkaerő-kölcsönző<sup>6</sup> tevékenységéhez

**1-15. ábra**  
A foglalkoztatottak számának alakulása a piaci szolgáltatóknál

(szezónálisan igazított havi intézményi adatok alapján 2009. december = 0)

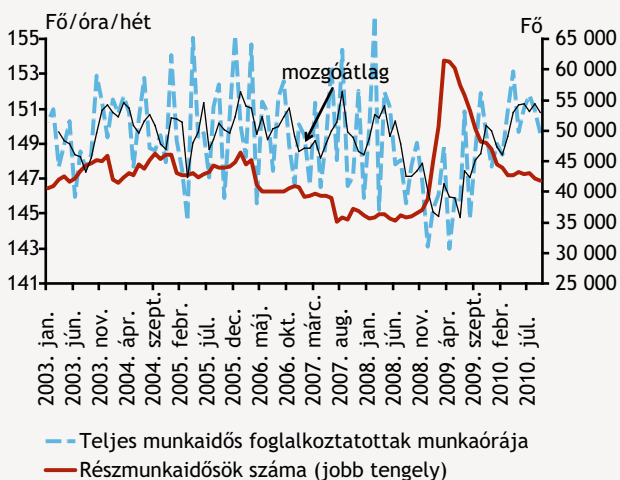


köthető; enélkül a piaci szolgáltatások létszáma – összhangban a munkaerő-felmérésből származó információkkal – érdemben nem változott. Azaz a szolgáltatószektorban megfigyelt létszámbővülés is egyértelműen a feldolgozóipari ágazatokhoz köthető. Az állami szféra létszáma az utóbbi hónapokban stagnált, amely összevág azzal az információkkal, hogy a közfoglalkoztatás mértéke a nyár elején érhetette el csúcspontját.

A konjunkturális és munkaerő-piaci fordulatot a feldolgozóipar egyéb foglalkoztatást jellemző mutatói is megerősítik. A termelés bővülésével párhuzamosan az elmúlt hónapokban mind a részmunkaidős foglalkoztatottak aránya, mind a ledolgozott órák száma a válság előtti szintnek megfelelő vagy afölötti értéken alakul. Ennek megfelelően az ágazatban a kereslet további élénkítése már csak új munkaerő felvételével lehet kielégíthető. Rövid távon a versenyszfé-

<sup>6</sup> A munkaerő-kölcsönző cégek – amelyek statisztikailag a szolgáltatószektor részét képezik, az általuk kikölcsönzött munkaerő ezen cégektől kapja a bérét – az elmúlt hónapokban jelentős számú, főleg alacsonyabb bérű fizikai foglalkoztatottat közvetítettek ki.

**1-16. ábra**  
A ledolgozott munkaórák és a részmunkaidős foglalkoztatottak száma a feldolgozóiparban

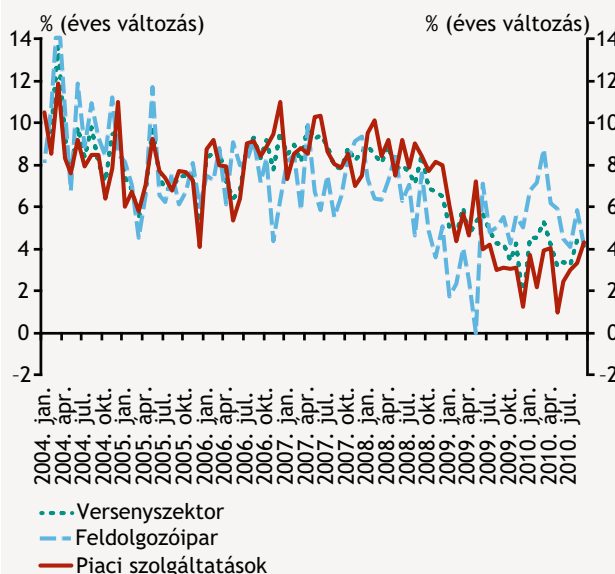


rában a foglalkoztatottság bővülését továbbra is az exportra termelő ágazatok vezethetik, miközben a piaci szolgáltatások esetében az ágazatban meglévő jelentősebb munkae-  
rő-tartalékoknak köszönhetően a kereslet élénkülése kez-  
detben várhatóan változatlan alkalmazotti létszám mellett  
jelentkezhet.

A laza munkaerő-piaci feltételek erős bérleszorító hatással bírnak. Ezzel összhangban a versenyszféra bérintexe a har-

**1-17. ábra**  
Bruttó átlagkeresetek a versenyszektorban

(éves index, szezonálisan igazított adatok)



madik negyedévben tovább lassult, és várkozásainktól is elmaradva historikusan alacsony, 3,5 százalékos körüli volt. Az eltérő konjunkturális környezet hatása a bérezésben továbbra is megfigyelhető. A gyorsabb termelékenységbő-  
vülést mutató feldolgozóipari ágazatok bérei érdemben a piaci szolgáltatóágazatoké fölött emelkedtek.

**1-2. keretes írás**  
**Alternatív mutatók a bérinfláció mérésére**

A versenyszféra bruttó átlagkereseteire vonatkozó adat mind időben, mind keresztmetszetben az egyik legnagyobb változé-  
konysággal rendelkező makrogazdasági indikátornak tekinthető. Ennek oka, hogy a privát szektor meglehetősen heterogén szak-  
ágazatokból áll össze, melyek különböző időpontokban állapítják meg a rendszeres béreket, fizetnek prémiumot vagy változtatnak munkavállalók létszámán és összetételén. A szezonális igazítás elvileg mérsékelné ezt a volatilitást, azonban az említett viselke-  
dés miatt a szezonális sem teljesen stabil. Ezen kívül a szezoná-  
lisan igazított adatok az újabb információk beérkezésével akár jelentős mértékben is revideálódhatnak. A volatilis bérintex, egy-egy hónapban látott kiugró értékek, valamint ezek revíziói összességében nemcsak a rövid távon várható béralakulás, hanem már az adott hónap alapfolyamatainak, illetve a bérek oldaláról érkező inflációs nyomás nagyságának megítélését is nehezítik. A probléma kezelésére a szakágazati bérek keresztmetszeti adataiból kívánunk hasznos információkat kinyerni, és ezek segítségével próbáljuk meg a kiugró értékeket kezelni. Az így képzett alterna-

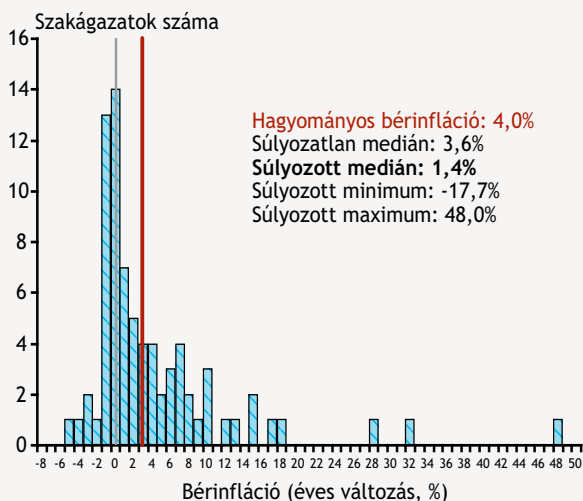
tív bérinflációs mutatóktól az alapfolyamatok jobb megragadásá-  
ra számíthatunk.<sup>7</sup>

A keresztmetszeti volatilitást jól szemlélteti az 1-18. ábra, amely a 79 szakágazat 2010 szeptemberének bérinflációs mutatóiból (a létszámösszetétel-változás hatásától tisztított bérintex) képzett hisztogram. Míg a szezonálisan igazított éves bérintex 4,1 száza-  
lék, a hagyományos bérinfláció 4 százalékos volt, jól látható, hogy a szakágazatok felében a bérek változása -1,0 és 2,0 százalékos között volt. Ennek következtében mind a súlyozatlan, mind a létszámmal súlyozott mediánérték a bérinflációnál alacsonyabb volt. Az átlagot azonban felfelé húzta, hogy 12 szakágazatban 10 százalékos feletti volt a bérinfláció.

Az alternatív mutatókat a 79 szakágazat szezonálisan igazított bruttó átlagkereseteinek felhasználásával számoljuk. Mivel a sze-  
zonálisan igazított hó/hó indexek rendkívül volatilisak maradnak, ezért év/év indexeket használunk. Az általunk generált mutatók a

<sup>7</sup> Az ismertetett módszert az árak esetében a rövid távú inflációs nyomás mérésére használjuk, erről a 2009. novemberi inflációs jelentés 1-2. keretes írásában, illetve egy rövidesen publikálásra kerülő MNB-tanulmányban részletesen írunk.

**1-18. ábra**  
Az egyes ágazatok bérinflációjának hisztogramja  
2010 szeptemberében



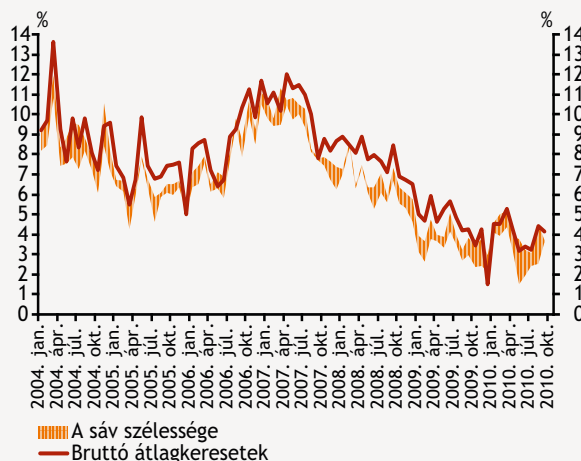
kiugró értékek kiszűrésében jól teljesítenek, így az éves index esetében jelentkező bázishatásokat is mérséklük. A szűrt adatok volatilitását és revízióját tovább mérsékeljük azáltal, hogy a teljes versenyszféra adatsorának előállításához nem az aktuális havi létszámot használtuk súlyként, hanem a fogyasztóiár-indexhez hasonlóan az adott szakágazat előző éves átlagos létszámát. Mivel ez a módszer kiszűri a létszámban, illetve annak összetételében bekövetkező változást, a mutatókra mint bérinflációs mutatókra tekinthetünk.

Összesen három mutatót vizsgáltunk, ezekből képeztünk – az inflációhoz hasonlóan – sávot, amely egyrészt a folyamatok bizonytalanságát is megjeleníti, másrészt a jelentősen sávon kívül eső hagyományos bérindeflexió esetén annak kiugró voltára hívja fel a figyelmet. A legegyszerűbb mutató a 79 ágazat szezonálisan igazított bérindeflexióinak mediánja. A mutató előnye egyszerű értelmezhetősége, valamint a kiugró értékekkel szembeni ellenállósága. Azonban még ennek volatilitása és revíziója is nagyban bizonyult a vizsgálatok során.

Az úgynevezett csonkolt átlag kiszámításához a szakágazatok béreinek éves indexeit minden időszakban sorba állítjuk, és a legkisebb, illetve legnagyobb néhány értéket levágjuk, majd a maradékot súlyozzuk össze aggregált indexé. A csonkolás mértéke, azaz hogy a bérindeflexiók eloszlásának aljáról és tetejéről mennyit vágunk le, előre rögzített és a súlyok (azaz a létszám) arányában meghatározott. Ez a mérték lehet *ad hoc* vagy valamilyen kritériumhoz kötött.

A harmadik mutató az ún. Edgeworth-súlyozású index. Ez esetben a súlyozott átlag úgy kerül kiszámításra, hogy a volatilisabb bérdinamikával rendelkező szakágazatok kisebb, míg a kevésbé

**1-19. ábra**  
Alternatív bérinflációs mutatóink alakulása  
(szezonálisan igazított havi adatok alapján)



volatilisnak nagyobb súlyt kapjanak. Ennek megfelelően az egyes szakágazatok létszámsúlyait az adott szakágazat elmúlt 24 hónapban mért bérdinamikája szórásának reciprokával szorozzuk. Ezt követően a módosított létszámsúlyokkal aggregáljuk össze a szakágazatokat a versenyszféra egészévé.

A fent ismertetett módszerekkel egy átlagosan 0,5-1,0 százalékpont széles sávot kapunk (1-19. ábra). A sávot az adott hónap legkisebb, illetve legnagyobb értékét felvevő mutatók határozzák meg. A sáv interpretálásához kiegészítésként a fent bemutatott, az adott hónap ágazatonkénti bérindeflexióiból képzett hisztogramot is felhasználjuk (1-18. ábra).

A három vizsgált mutató előnye ott mutatkozik meg, hogy a beérkező újabb adatok szezonális igazításának következtében az idősor múltja kevésbé revidálódik, mint az aggregált bruttó átlagkereset időszora, vagy például egy erős végponti bizonytalansággal rendelkező HP-trendsűrt adaté. A vizsgált mutatók közül a legkisebb revízióval az Edgeworth-index és a csonkolt átlag rendelkezik, és a medián revíziója is kisebb, mint a hagyományos bruttó átlagkereset időszoré. Mivel csak mérsékelten revidálódnak, a beérkező új adat megítélése hónapokkal később sem változik számottevően. A revíziós tulajdonsággal összefügg, hogy amennyiben egy beérkező adat markánsan eltér az előző hónapokban megfigyelttől, akkor – pusztán a hagyományos bérindeflexióra hagyatkozva – csak hónapokkal később tudjuk biztosan állítani, hogy a szóban forgó adat kiugró érték, vagy valóban megváltozott a dinamika. Az alternatív mutatókból képzett sáv viszont már valós időben segít a fenti dilemma tisztázásában.

Példaként említhetjük 2010 márciusát, amikor a beérkező szezonálisan igazított adatok 7 százalék közeli éves bérdinamikát

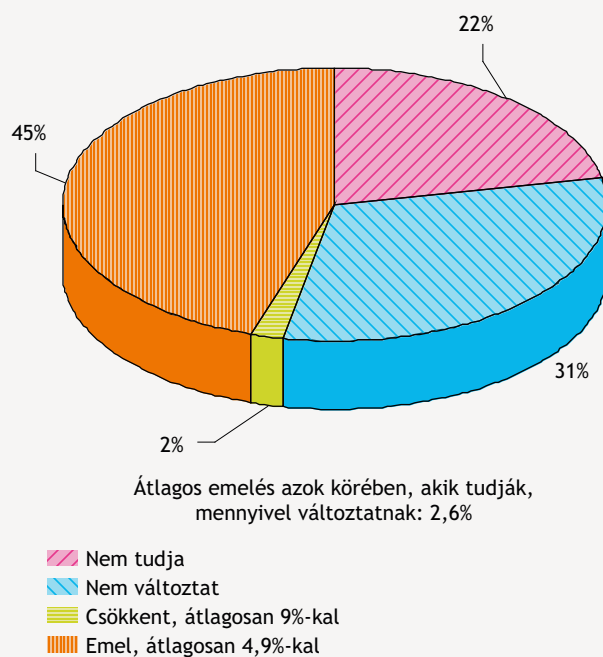
mutattak. Az alternatív mutatókból képzett sáv teteje ugyan megközelítette a 6 százalékot, viszont a sáv a korábbi hónapokhoz képest kiszélesedett, az alsó érték pedig 4 százalék körüli volt. Ebből arra következtettünk, hogy a márciusi magas bérimdex fel-

tehetően kiugró érték, amely a szakágazatoknak csak egy részét érinti. A következő hónapok megerősítették ezen feltevésünket: a márciusi bérimdex 5 százalék közelébe revideálódott, majd a következő hónapokban fokozatos lassulást mutatott az index.

A rövid távú kilátások tekintetében a legnagyobb bizonytalanságot a kormányzat személyijövedelemadó-rendszert érintő intézkedései jelentik. Az szja-rendszert érintő kormányzati intézkedéseknek köszönhetően a munkabérek adóterhelése átlagosan – különösen az átlagbér fölötti kategóriákban – számottevően csökken. A laza munkaerőpiaci feltételek mellett ez – különösen a magasabb bércategóriákban – lehetőséget biztosíthat egy továbbra is visszafogott bérmegállapodás kialakítására. Erre utalnak az elmúlt hónapokban a jövő évi béremelésekről végzett felmérések is. Ezek szerint a munkáltatók több mint 40 százaléka tervez béremelést 2011-ben, miközben a cégek közel harmada szerint a bérek befagyasztása lehet szükséges a működés további fenntartásának biztosításához. Ugyanakkor a válaszadók jelentős hányada – több mint ötöde – még bizonytalan a jövő évi bérterveket illetően, aminek hátterében az adótörvények változása miatti kivárás is állhat.

A nemzetgazdasági átlagbér alatti bércategóriákban a minimálbér-emelés hatása lehet meghatározó, így összességében a jövő évben a bérszállás enyhe szűkülésére számíthatunk.

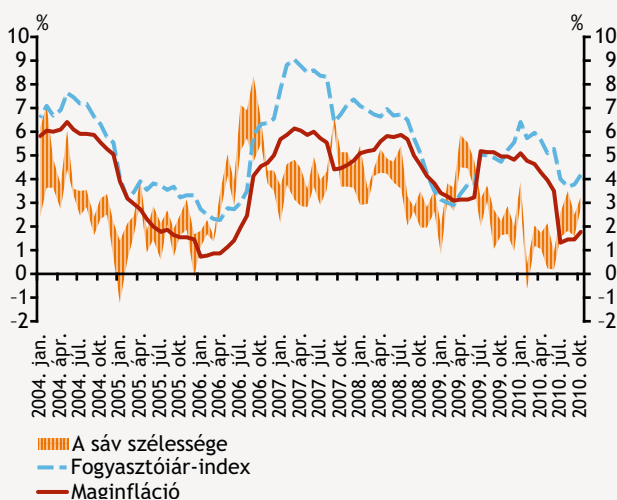
**1-20. ábra**  
Várható bérmódosítások 2011-ben a DGS GLOBAL októberi felmérése szerint



## 1.5. Élelmiszerársokk törte meg az infláció csökkenő trendjét

Az elmúlt hónapokban a historikusan alacsony szintre súlylyedő maginfláció ellenére megtört a hazai inflációt év eleje óta jellemző csökkenő tendencia. Az éves fogyasztóiár-index továbbra is meghaladva a középtávú inflációs célt, 4 százalék közeli szinten ragadt. A deflációs trend megtörése egyértelműen a nyers élelmiszerek árának nagymértékű és egyre szélesebb körben jelentkező emelkedéséhez köthető, miközben az év közepén tapasztalt árfolyam-leértékelődés hatása a fogyasztói árakban egyelőre várakozásainknál gyengébbnek bizonyult.

**1-21. ábra**  
A fogyasztóiár-index, a maginfláció és az inflációs alapfolyamatokat megragadó mutatóink alakulása

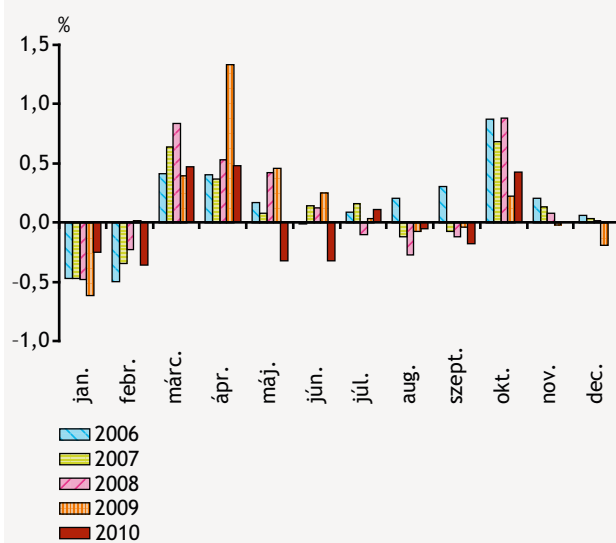


Az elmúlt évi indirektadó-emelések bázishatásának kifutásával a nyári hónapokban az éves infláció érdemi csökkenést mutatott. A gyenge belföldi kereslet árleszorító hatása a termékek széles körében érezhetővé vált, ami mind a maginflációban, mind az inflációs nyomást mérő mutatókban historikusan alacsony értékeket eredményezett. A gyenge keresletoldali inflációs hatások ellenére az infláció csökkenése az elmúlt hónapokban megtorpant, és az éves fogyasztói ráta – az indirektadó-emelések előtti szint fölött – ismét emelkedést mutatott.

Az elégtelen keresleti környezetben az árfolyam nyári hónapokban jellemző leértékelődése várakozásainktól

**1-22. ábra**  
Az iparcikkek árindexének havi szezonálisitása

(szezonálisan igazítatlan, áfaszűrt, havi változás)

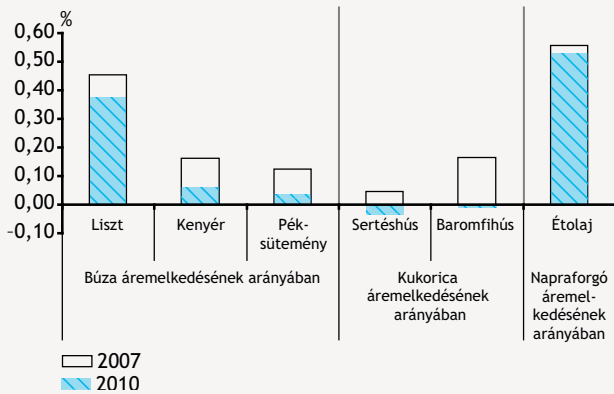


elmaradó inflációs hatásokat eredményezett. A leértékelődés áremelő hatása szinte valamennyi érintett termékkör (iparcikkek, feldolgozott élelmiszerek) esetében rendkívül visszafogottnak tekinthető, így feltételezhetjük, hogy a negatív kibocsátási rés mérsékelte a gyenge árfolyam fogyasztói árakba történő begyűrűzésének mértékét és sebességét. Ezt nemzetközi tapasztalatok is alátámasztják. A leértékelődés által leginkább érintett iparcikkárak esetében szeptemberig – július kivételével – szinte folyamatosan az árak mérséklődését tapasztalhattuk, míg az októberi áremelések is elmaradtak a múltban jellemző mértékektől.

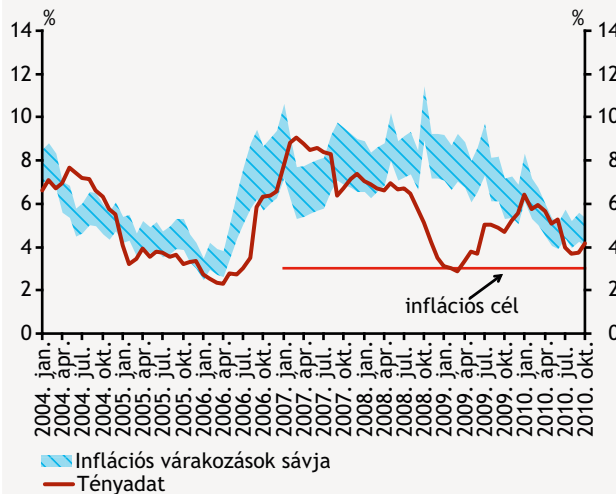
A feldolgozott élelmiszerek árszintje a nyár végéig – a válság kezdete óta eltelt időszakhoz hasonlóan – stabilan alakult. Ugyanakkor a termékkör árazását erősen meghatározó nyers élelmiszerek árában az elmúlt negyedévekben már drasztikus emelkedést láthattunk. A múltbeli tapasztalatok szerint a növekvő nyersanyagárakat a termelők rövid időn belül a feldolgozott termékek áraiban is érvényesítik. Ennek hatása – összehasonlítva pl. a 2007-es tapasztalatokkal – az idei évben egyelőre még visszafogottnak tekinthető. Ez alapján feltételezzük, hogy a nyersélelmiszerár-sokknak a

**1-23. ábra**  
**A mezőgazdasági árak begyűrzésének mértéke a fogyasztói árakba**

(változás június és október között 2007-ben és 2010-ben)



**1-24. ábra**  
**Az inflációs várakozások alakulása\***



\* MNB-becslés.

feldolgozott élelmiszerek árába történő beépülése nagyobb részben még előttünk álló folyamat, amit már a szeptemberi és októberi havi adatok is megerősítenek. Ennek megfelelően a maginfláció alakulását rövid távon döntően a feldolgozottélelmiszer-árak változása vezetheti.

Azoknak a termékeknek az árazásában, ahol költségoldali nyomás nem jelentkezett, az elégtelen belső kereslet árleszorító hatása erőteljesen érvényesült. Így a piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban továbbra is historikusan alacsony szinten maradt. Az alacsony lakossági fogyasztás, illetve az átárazás szezonálisitása alapján az idei év végéig inflációs fordulatot nem valószínűsítünk ebben a termékkörben.

A világpiacon energiaárakra jellemző, év eleji emelkedés ellenére a hazai – szabályozott körbe tartozó – árakban

inflációs hatás az elmúlt hónapokban nem volt érzékelhető. Ennek oka, hogy a kormányzat július elsejétől ármortatóriumot hirdetett, ami rövid távon megakadályozhatja az emelkedő nyersanyagáraknak a fogyasztói árakban való érvényesítését. Hasonló hatással bírt a gázár-támogatási rendszer év végéig történő meghosszabbítása is.

A háztartások inflációs várakozásaiban az elmúlt hónapokban megtört a közel másfél évig tartó kedvező tendencia. Felméréseink szerint az inflációs várakozások nyár eleje óta stabilan a középtávú inflációs cél fölötti 4-5 százalékos tartományban alakultak. Az inflációs várakozások csökkenő trendjének megtorpanása a középtávú inflációs kilátások szempontjából is kockázatot jelent.

## 2. Pénzügyi piacok és hitelezés

### 2.1. Erősödő aggodalmak jellemzik az eladósodott országok megítélését

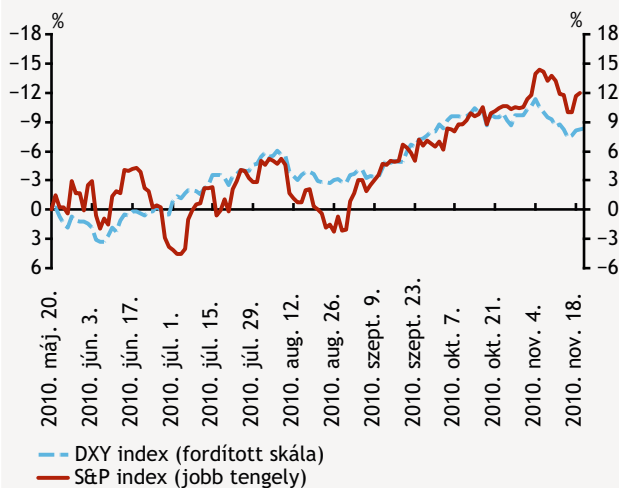
A legutóbbi jelentésünk óta eltelt 3 hónap során a globális piaci hangulat és így a fontosabb piaci mutatók alakulását az amerikai jegybank újabb mennyiségi lazításával kapcsolatos várakozások, majd az időszak vége felé egyre inkább az eurozóna országait övező – elsősorban Írország kapcsán felerősödő – aggodalmak határozták meg. Az amerikai monetáris élénkítés bejelentése a dollár számottevő gyengülését eredményezte. A kockázatos eszközök árainak alakulása tekintetében ugyanakkor nem lehet egységes tendenciáról beszélni. A piacok által egyre inkább biztosra vett újabb monetáris ösztönzés és a többségében kedvező vállalati gyorsjelentések kedvezőleg hatottak a részvénypiacokra. Szintén pozitívumnak tekinthető a legtöbb ország hitelkockázati felárának csökkenése, és ugyan kisebb mértékben, de a feltörekvő piaci devizák is némi felértékelődést mutattak. Az elmúlt hetekben viszont ismét felerősödtek a mediterrán országok adósságpályájával kapcsolatos aggodalmak, amelyek nemcsak ezen országok hozamfelárainak jelentős emelkedésében tükröződtek, hanem némileg mér-

sékelték a Fed gazdaságösztönző lépésének piaci árakra gyakorolt kedvező hatásait is.

A hazai kockázati megítélést a nemzetközi folyamatok mellett, döntően a várható költségvetéssel kapcsolatos információk mozgatták. A kormányzat hiánycélok melletti elköteleződése az elmúlt negyedév első felében javította kockázati megítélésünket, ami a kockázati felárak csökkenésében és a forint erősödésében is jelentkezett. A második kormányzati akcióterv kihirdetése, illetve a készülő 2011-es költségvetés betervezése óta kockázati megítélésünk fokozatosan romlott. A magán-nyugdíjpénztári rendszer átalakításával kapcsolatos hírek hatása a hosszú állampapírpiaci hozamok emelkedésében is érzékelhető.

**A Fed újabb mennyiségi lazítás mellett döntött, a fejlődő országok pedig különféle eszközökkel próbálják fékezni a tőkebeáramlást**

**2-1. ábra**  
A dollárfolyam legfontosabb devizákkal szembeni alakulását mutató DXY-index és az S&P részvényindex változása az elmúlt hat hónapban



Megjegyzés: A dollár index csökkenése a dollár leértékelődését jelenti.

A Fed második nagy volumenű mennyiségi lazítására vonatkozó várakozások fokozatosan épültek ki az időszak során. A jegybank a november eleji bejelentés szerint 2011. júniusig 600 milliárd dollárnyi állampapírt fog vásárolni, a lejáró 250-300 milliárd dollárnyi értékpapír-állomány újrabefektetésén túlmenően. A vártnál némileg nagyobb volumenű csomag bejelentése – átmenetileg – a dollár további gyengülését és a részvényárfolyamok emelkedését eredményezte. A mennyiségi lazítási program hatásosságáról ugyanakkor megoszlanak a vélemények, erre enged következtetni – számos távol-keleti és európai politikai kritikája mellett – több jegybankár és neves közgazdász közelmúltbeli nyilatkozata is.

Japán szintén a további gazdaságélénkítés útjára lépett: a kormány 55 milliárd dollárnak megfelelő összegű ösztönző csomagot jelentett be, a Bank of Japan pedig szeptemberben egy új, 6 hónapos hiteleszközt hirdetett meg, majd októberben egy – inkább szimbolikusnak tekinthető – kamatsökkentés (0,1-ről 0-0,1 százalék közti sávra) mellett

egy kb. 60 milliárd dollárnak megfelelő eszközvásárlási programot jelentett be.

Az amerikai mennyiségi lazítás növekvő valószínűségével és a dollár gyengülésével párhuzamosan a közelmúltban ismét egyre nagyobb figyelmet kapott a sajtóban „currency war”-ként, vagyis egyfajta leértékelési versenyként emlegetett jelenség. A mennyiségi lazítást folytató, várhatóan hosszú ideig nulla százalékos közeli kamatlábal rendelkező országok felől a tőke a magasabb kamatszinttel rendelkező fejlődő országok felé áramlik. Ezek egy része különféle adminisztratív intézkedésekkel próbálja gátolni a tőkeáramlást (Brazília, Dél-Korea és Thaiföld például nemrégiben kivetett, illetve megemelt adókkal sújtja a beáramló portfóliótőkét), a lényegében rögzített árfolyammal rendelkező országokra, leginkább Kínára, pedig egyre nagyobb külpolitikai nyomás nehezedik (elsősorban az USA és Európa részéről).

Mindezek fényében nem meglepő, hogy mind az IMF-közgyűlés, mind a G7 és G20 csúcstalálkozók egyik legfontosabb témája a devizaárfolyamok és a globális egyensúlytalanságok kérdése volt. A hivatalos közlemények ugyan az országok együttműködését ígérték, ez ideig nem szolgáltak semmiféle konkrét intézkedéssel. Kedvező jel ugyanakkor, hogy több feltörekvő piaci országban is sor került olyan jegybanki lépésre, amelyek árfolyamaik felértékelődésének lehetővé tétele irányába mutatnak.

## Az európai jegybankok egy része már inkább a szigorítás irányába látszik elmozdulni

Az Európai Központi Bank esetében, szemben a fenti két fejlett piaci jegybankkal (USA, Japán), nincs jele lazítási szándéknak, és néhány hónapos időtávon inkább a rendkívüli eszközök megszüntetése irányába mutató lépések várhatók. A központi bank a piaci várakozásoknak megfelelően nem változtatott irányadó kamatán az időszak során. A jegybankárok megítélése szerint a közelmúltban megjelent makroadatok – a korábbi várakozásokkal konzisztens módon – azt a képet erősítik, hogy a kilábalás üteme pozitív marad, visszafogott infláció mellett. Lefelé mutató kockázatot jelent ugyanakkor a nyersanyagárak emelkedése, az esetleges protekcionista lépések, valamint a globális egyensúlytalanságok kedvezőtlen alakulásának lehetősége. Az eszköztár tekintetében a jegybank egyelőre arról biztosította a piaci szereplőket, hogy korlátlan likviditást nyújtó tenderei legalább január közepéig életben maradnak. Kedvező jelnek tekinthető, hogy a szeptember vége előtt lejáráó hosszú tenderekből visszafizetett 225 milliárd euróból

mindössze 135 milliárdot görgettek tovább az eurozóna kereskedelmi bankjai, szemben a piac által várt 175-200 milliárd euróval. Ezzel a rendszerben lévő likviditási többlet számottevően csökkent, ami az euro pénzpiaci hozamok emelkedését eredményezte. A rendkívüli eszközök megszüntetésével kapcsolatban várhatóan a decemberi ülést követően ad majd iránymutatást a Kormányzótanács.

A perifériális országokkal kapcsolatos aggodalmak élenkülésével ismét sor került jegybanki állampapír-vásárlásokra.<sup>8</sup> A legutóbbi nyilatkozatok szerint ugyan a kamatemelések elvileg a rendkívüli eszközök megszüntetése előtt is elkezdődhetnek, az elemzők többsége jövő év végéig változatlan alapkamatra számít.

A Bank of England a várakozásoknak megfelelően nem változtatott alapkamatán, és a nem konvencionális intézkedésekkel kapcsolatban sem hozott nyilvánosságra új információt. Svédországban ugyan 25 bázisponttal (1 százalékra) emelkedett az irányadó kamat, ám mind a svéd, mind a norvég jegybank lefelé módosította kamatprognózisát, amely alapján a korábban vártnál lassabb ütemben várható szigorítás.

A régiós jegybankok monetáris politikai irányultsága inkább a szigorítás irányába látszik elmozdulni, jóllehet kamatemelés nem történt legutóbbi jelentésünk óta. Ez leginkább a lengyel jegybank esetében látható, ahol októberben már sor került a tartalékráta 3-ról 3,5 százalékra történő emelésére, novemberben azonban – a korábbi várakozások ellenére – nem volt kamatemelés a nagymértékű tőkebeáramlásnak és a zloty erősödésének köszönhetően. A cseh jegybank több döntéshozója szintén jelezte a kamatemelés szükségességének közeledtét.

## Újra felerősödtek az eurozóna perifériális országaival kapcsolatos félelmek

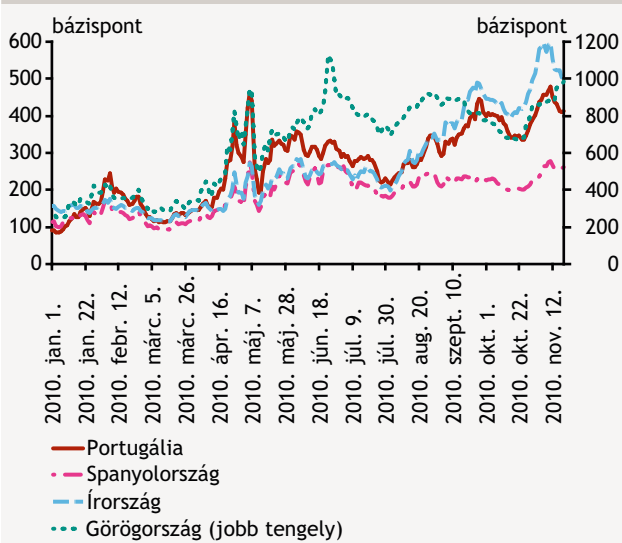
Az elmúlt hónapok során ismét felerősödött a befektetők aggodalma néhány perifériális eurozóna-tagország fiskális helyzetét illetően, ami a hozamfelárak emelkedésében is tükröződött. Ez nem folyamatos tendenciaként, hanem több hullámban következett be, és az időszak végéhez közeledve vált igazán intenzívvé. Szeptemberben mindössze az ír és a portugál hozamfelárban volt megfigyelhető számottevő (160-180 bp körüli) emelkedés; előbbi esetben a bankkonszolidáció költségvetésre nehezedő terhei nemcsak az országkockázati prémium emelkedésében tükröződtek, de az S&P le is minősítette a szigetország adósságát. Bár október első felében a perifériális országok felárának csökkenése volt

<sup>8</sup> Az európai segítségnyújtási mechanizmus létrehozása és a Görögországnak nyújtott EU/IMF hitelcsomag elfogadásának bejelentésével együtt még májusban közölte az EKB, hogy szükség esetén állampapír-vásárlásokat hajtanak végre a jegybankok, ennek volumene azonban csak tavasz végén volt jelentős.



2-2. ábra

A fiskális helyzetük alapján kockázatosabbnak tekintett eurozóna-tagországok CDS-felárának alakulása



megfigyelhető, az elmúlt hetek során ismét nagymértékű feláremelkedésre került sor. Az aggodalmak intenzívvé válása leginkább Írországhoz kapcsolódott, így az ország kénytelen volt az európai segítségnyújtási mechanizmuson keresztül hitelért folyamodni, jóllehet finanszírozása jövő év közepéig biztosított. A felárakra kedvezőtlen hatást gyakorolnak továbbá azok a félelmek, hogy előbb-utóbb Spanyolország és Portugália is ebbe a helyzetbe kerülhet. Előbbi ugyan Írországnál lényegesen kedvezőbb finanszírozási helyzetben van, a rendszerkockázat szempontjából nagyobb jelentőségűnek tekinthető.

A felárak emelkedéséhez hozzájárulhatott az is, hogy a jelenlegi közösségi segítségnyújtási mechanizmus működőképességébe vetett bizalomra kedvezőtlenül hatottak az új, szilárdabb törvényi felhatalmazáson nyugvó mechanizmus kidolgozása során kialakult nézeteltérések a tagállamok között. Az eurozóna vezetői végül úgy döntöttek, hogy az EU alapszerződésébe beépítik az új európai segítségnyújtási mechanizmust, amely magában foglalja a kritériumokat nem teljesítő országok szankcionálásának módját is. Ennek részletei várhatóan decemberig lesznek kidolgozva, hatályba pedig legkorábban csak 2013-ban, a májusban bejelentett mechanizmus lejártakor léphet.

## Az országspecifikus események is fontos szerepet játszottak a hazai eszközárak alakulásában

A hazai eszközárak alakulásában a globális hangulat mellett országspecifikus tényezők is fontos szerepet játszottak. Szeptember első felében a Nemzetközi Valutaalappal törté-

nő együttműködés folytatását elvető kormányzati kommunikáció erősen negatív hatással volt hazánk kockázati megítélésére. Ezt követően azonban a költségvetési hiánnyal kapcsolatos retorikai fordulat és a szigorú fiskális politika melletti többszöri szóbeli elköteleződés érdemi korrekciót eredményezett. Ebben szerepet játszhatott, hogy a piaci szereplők az újabb nyilatkozatok fényében bíztak a szükséges kiadáscsökkentő intézkedések önkormányzati választások utáni bejelentésében.

A következő fontos hazai esemény a kormány második akciótervének október közepi kihirdetése volt. Az intézkedések bejelentése napján még nem került sor negatív piaci reakcióra, másnap azonban már elkezdtek alulteljesíteni a hazai eszközök, és sorra jelentek meg az inkább kritikus hangvételű elemzői vélemények.

Újabb fontos hazai esemény volt a 2011. évi költségvetés sarokszámainak október végi bejelentése. A napvilágot látott elemzések a kormányzati intézkedésekkel kapcsolatban újfent arra hívták fel a figyelmet, hogy az intézkedések rövid távon ugyan kedvezőek a hiánycél teljesülése szempontjából, középtávon azonban kockázatot jelentenek a fiskális fenntarthatóság szempontjából, a nyugdíjpenztári rendszer átalakítása pedig csupán későbbre tolja az állam kötelezettségeit. Az IMF legutóbbi felülvizsgálatát követő megállapításaiban szintén hiányolja a strukturális, kiadáscsökkentő intézkedéseket, és arra figyelmeztet, hogy a lépések visszavethetik a befektetői bizalmat. Hasonlóan vélekedik az S&P hitelminősítő intézet is, amely nem változtatott ugyan a magyar szuverén kötvények besorolásán (megerősítette hazánk BBB- minősítését negatív kilátással), de közleményében arra hívta fel a figyelmet, hogy amennyiben a kormány nem áll elő hiteles középtávú fiskális programmal, az ország leminősítésére kerülhet sor. Az időszak utolsó napjaiban előtérbe került a Költségvetési Tanács forrásainak megvonása, mely kedvezőtlen visszhangot váltott ki az elemzők körében.

## Átmeneti javulást követően október közepétől ismét romlott a magyar kockázati megítélés

A magyar CDS- (credit default swap, az ország fizetéseképtelensége elleni biztosítás) felár az időszak során mintegy 20 bázisponttal mérséklődött. Ez kismértékben elmarad ugyan a hozzánk hasonló szinten álló, európai feltörekvő piaci országok (román, bolgár, horvát, lett, litván) felárának átlagos mérséklődésétől, azt mondhatjuk, hogy Magyarország relatív kockázati megítélése az időszak egészét tekintve nem változott számottevően. A szűkebb értelemben vett régiós versenytársak (Bulgária, Románia) felára viszont a magyarnál mintegy 20 bázisponttal nagyobb mértékben

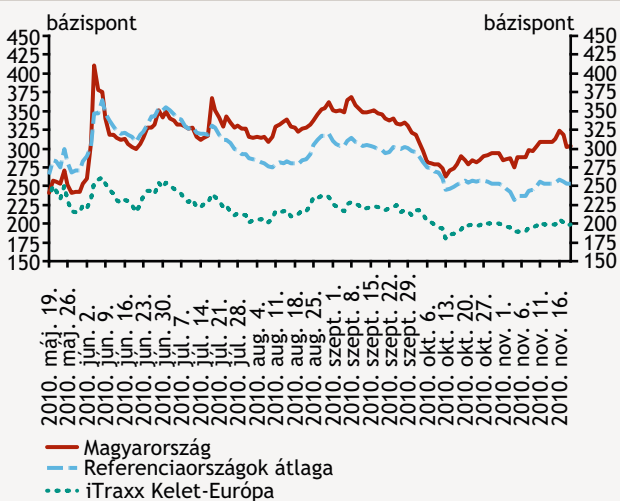
csökkent, így ezekhez az országokhoz képest látványosabban romlott hazánk pozíciója.

Pozíciónk időszakon belüli alakulását vizsgálva jól látszódnak az országspecifikus tényezők hatásai. Szeptember elejéig a magyar CDS-ár az átlagosnál nagyobb mértékben emelkedett, majd szeptember közepétől október elejéig lényegesen javult relatív pozíciónk. A második akcióterv október közepi bejelentése óta azonban a magyar felár ismét emelkedett a többi ország átlagához képest.

Ha megnézzük az eurozóna magyarhoz hasonló nagyságú CDS-felárral rendelkező országait (Írország, Portugália, Spanyolország), ennél kedvezőbb kép rajzolódik ki, ugyanis az ír és portugál felár jelentősen emelkedett az időszak során, miközben hazánké csökkenni tudott.

2-3. ábra

A hazai és a referenciaként szolgáló 5 régiós ország átlagos 5 éves CDS-ára, valamint az iTraxx közép-európai kompozit index alakulása az elmúlt 6 hónapban

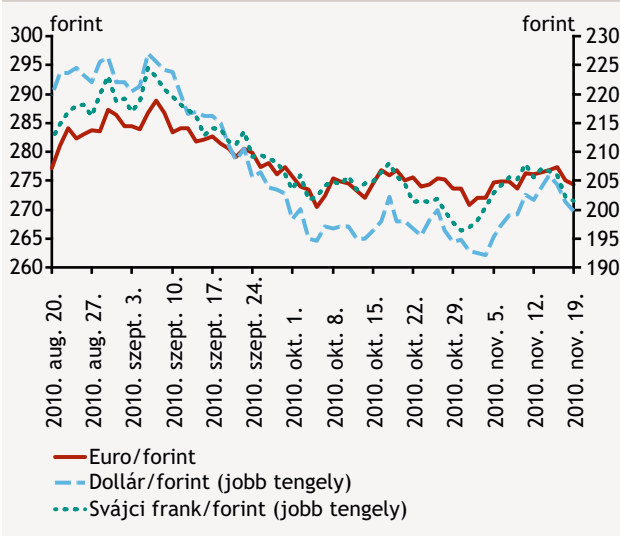


### A forint erősödése átlagosnak tekinthető a régióban

A forintárfolyam alakulásában, hasonlóan a CDS-hez, szintén jól tükröződnek a fenti országspecifikus tényezők. A forint szeptember elejéig tartó gyengülése kedvező globális piaci hangulat közepette következett be; ekkor a forint messze alulteljesítő volt a régió többi devizájával szemben, az időszak elejéhez képest mintegy 4 százalékkal, egészen 290 forint/euro szintig gyengült. Szeptember közepétől október elejéig viszont egyértelműen felülteljesítő volt a hazai deviza, és mintegy 6 százalékos erősödést követően egészen 270-ig süllyedt a forint/euro árfolyam. Október eleje után észrevehetőek voltak ugyan a hazai fejlemények hatásai, az árfolyammozgás mind abszolút,

2-4. ábra

A forint árfolyamának alakulása az euróval, a dollárral és a svájci frankkal szemben



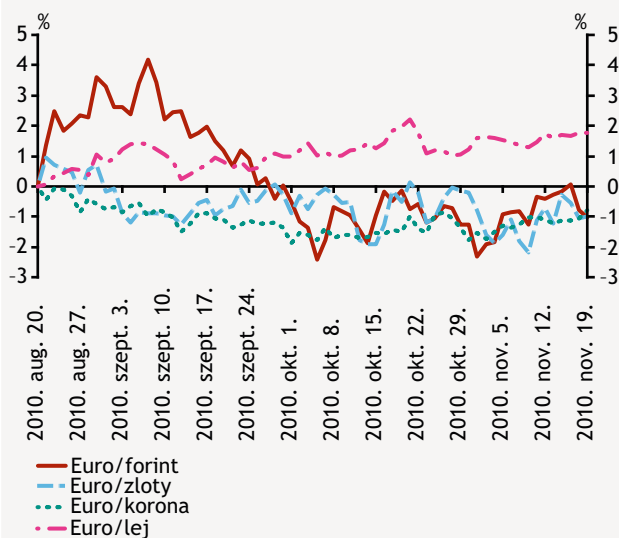
mind relatív értelemben mérsékeltebb volt, a forint/euro árfolyam a 270–278 forint/euro sávban ingadozott.

A svájci frank/forint árfolyam az időszak eleji 212 forint/frank szintről egészen 224-ig emelkedett szeptember első napjaiban, a frank is ekkor érte el történelmileg legerősebb szintjét az euróval szemben. Ezt követően a frank/forint árfolyam számottevően (13 százalékkal) csökkent november elejéig, mikor elérte az időszak alatti mélypontját (196 forint/frank). Ez a nagymértékű csökkenés egyaránt köszönhető volt az euróval szemben erősödő forintnak (október elejéig, párhuzamosan hazánk relatív megítélésének javulásával), valamint az euróval szemben gyengülő franknak. A frank gyengülésében a javuló globális hangulat mellett szerepet játszott, hogy a svájci jegybank (SNB) szeptember elején lefelé módosította növekedési prognózisát, amelyből a piaci szereplők arra következtettek, hogy nem fogja tolerálni a frank jelentős felértékelődését. A defláció elkerülésére vonatkozó erős szándék később is többször megjelent a jegybanki kommunikációban, ami szintén a svájci fizetőeszköz gyengülése irányába hatott. November eleje óta azonban mind a piaci hangulat romlása hatására gyengülő forint, mind az eurozónát övező félelmek felerősödése miatt gyengülő euro a frank/forint árfolyam emelkedését eredményezte, miközben a frank erősödését néhány szigorú hangvételi jegybanki nyilatkozat is segítette.

Az időszak egészében a forint teljesítménye hasonló a lengyel zlotyéhoz és a cseh koronáéhoz: mindhárom régiós deviza összességében 1 százalékos körüli mértékben erősödött az euróhoz képest. A forintnak az utóbbi hetekben támaszt nyújthattak azok a várakozások, miszerint az állami nyugdíjrendszerbe való visszalépést követően a portfóli-

2-5. ábra

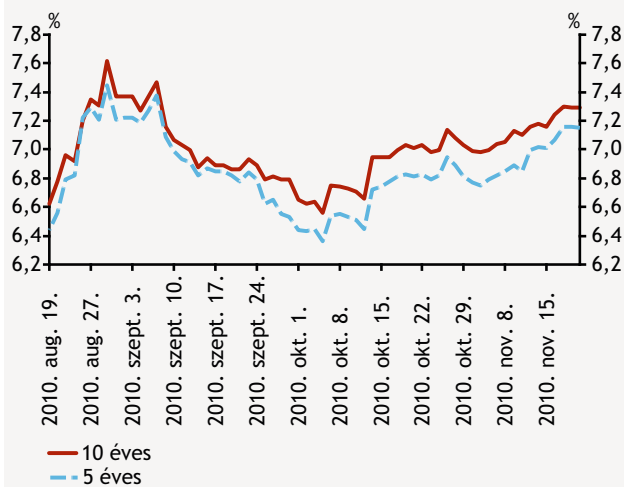
Közép-európai devizák euróval szembeni árfolyamának változása



Megjegyzés: A negatív érték az adott régiós deviza euróhoz képesti felértékelődését jelenti.

2-6. ábra

A hosszú állampapírhozamok alakulása az elmúlt 3 hónapban



óban lévő külföldi eszközök értékesítése keresletet teremtene a hazai devizára.

## A hosszú hozamok emelkedésében a nyugdíjpénztárakkal kapcsolatos intézkedések is szerepet játszhattak

A hosszú kötvényhozamok a fentiekhez hasonló pályát követték. Az időszak első napjaiban a hazai megítélés romlása intenzív hozamemelkedésben manifestálódott. Október elejéig a hozamok visszatértek ugyan az időszak eleji szintjükhöz, a kormányzati akcióterv bejelentése óta mintegy 60-70 bázispontos emelkedésre került sor. Ebben szerepet játszhattak a magánnyugdíjpénztárak kieső állampapírkeresletétől való befektetői félelmek is, melyeket először még csak a munkavállalói nyugdíjjárulékok állami pillérbe terelése, később pedig már a teljes nyugdíjrendszer átalakítása irányába mutató kormányzati bejelentések erősítettek.

Ami az előbbi hatását illeti, a jelenlegi portfóliószerkezet alapján az éves szinten 360 milliárd forintos nyugdíjpénztári befizetések felfüggesztése a 2011-es keresletet mintegy 190 milliárd forinttal csökkentené. Ennél jóval nagyobb volumenű hatással bír majd az állami rendszerbe visszalépők portfóliójának átadása, ennek mértéke azonban még nem ismert. Igaz, hogy ezek a tételek elvben csökkentik az állam finanszírozási igényét, így az állampapír-kínálatot is, a költségvetés ismertett sarokszámaiból egyelőre az látszik, hogy az állam a magán-nyugdíjpénztári járulékbefizetéseket és a visszalépésekből származó bevétel egy részét a kiadási olda-

lon felhasználja, ami csökkenti az ellentételező hatást. A nyugdíjpénztárak kieső kereslete – a kínálati oldal alakulásától függetlenül – nehezebben eladhatóvá teszi a hosszabb lejáratú papírokat. Ez növeli az elvárt likviditási prémiumot, ami szintén a hozamok emelkedése irányába hat.

Az állampapír-tulajdonosok szektorok szerinti bontásából arra lehet következtetni, hogy a kieső keresletet elsősorban a külföldiektől és a hitelintézetektől várhatjuk. Mivel a múltbéli turbulensebb piaci időszakokban azt tapasztaltuk, hogy a külföldi szereplők viselkedése válsághelyzetekben növeli a sokkok hatását, miközben a hazaiak tompítják azokat, így a külföldiek nagyobb részaránya által az állampapírpiac érzékenyebbé válhat, ami növeli az ország sérülékenységét. Aggodalomra adhat okot, hogy az S&P hitelminősítő intézetnél csupán egy kategóriával áll Magyarország a spekulatív kategória fölött, legutóbbi értékelésében pedig a leminősítés veszélyére figyelmeztetett az ügynökség, amennyiben a kormány nem áll elő hiteles középtávú fiskális tervvel. Ez a külföldiek jelentős államkötvény-eladásával járhatna, hiszen számos befektető szabályzatban rögzíti, hogy csupán olyan papírokat tarthat, amelyek mindhárom nagy hitelminősítő szerint befektetési kategóriába tartoznak. Ebben az esetben nehezebbé válhatna az államadósság finanszírozása, hiszen az eddig nagy részesedést birtokló szektorok közül csupán a hitelintézetek és a biztosítók, a kisebbek közül pedig a befektetési alapok tudnának keresletet támasztani a hirtelen felkínált mennyiséghez.

A kereslet szempontjából kedvező ugyanakkor, hogy az adócsökkentések következtében bővíthet a befektetési alapok által kezelt vagyon, bár ezt a hatást némileg csökkentheti az állami szféra bértömegcsökkentése. Szintén növelheti az állampapír-keresletet, hogy a lakossági megta-

karítások növekedése közvetett módon emelheti a pénzügyi vállalatok keresletét is. Érdekes ugyanakkor megjegyezni, hogy bár eddig a hitelintézetek állampapír-állományának változása szorosan együtt mozgott a mérlegfőösszegükkel, a pénzintézeti adó kedvezőtlen hatással lehet állampapír-keresletükre.

A legutóbbi jelentés óta a külföldi szereplők közel 300 milliárd forinttal növelték állampapír-állományukat. Ez az emelkedés viszonylag egyenletes volt, és még a hazai megítélés romlásával és a hozamemelkedéssel jellemezhető időszakok idején sem volt megfigyelhető a külföldiek nagy volumenű állampapír-eladása. Ebben vélhetően szerepet játszott, hogy az amerikai mennyiségi lazítás eredményeképp nagy mennyiségű tőke áramlik a fejlődő piacok felé, nemcsak hazánkba, így a növekvő kereslet nem feltétlenül kedvező országspecifikus tényezőnek tulajdonítható. Ez az emelkedő hozamokban is tükröződik.

## A monetáris kondíciók közül inkább a reálhozam mutatott némi emelkedést

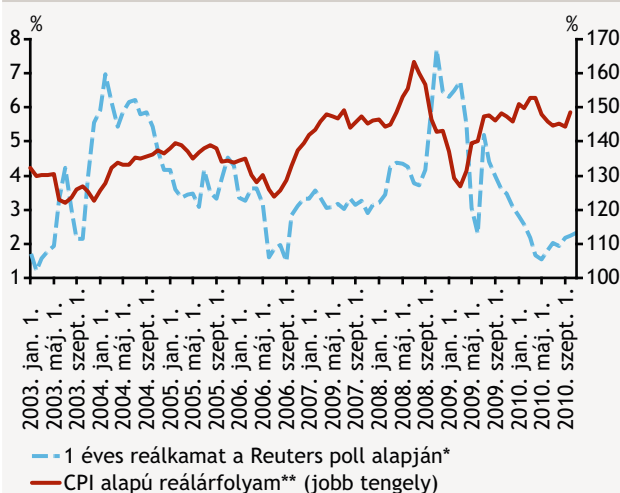
Az elkövetkező 1 évre várt reálhozam az előző jelentésünk óta némileg emelkedett. Ez annak volt köszönhető, hogy az 1 éves állampapírhozam az augusztusban jellemző 5,5 százalékos szintekről az elmúlt hónapok során 5,9 százalékos szintek közelébe emelkedett, miközben az inflációs várakozások nem emelkedtek jelentősen. A Reuters októberi felméréseinek konszenzusa alapján az elemzők 2011 átlagában továbbra is 3,5 százalékos áremelkedésre számítanak.

A nominális hozamemelkedés feltehetően egyszerre tükrözi a nyár végéhez képest megerősödött kamatemelési várakozásokat, valamint a fent említett kieső nyugdíjpénztári kereslet és likviditás – hosszabb lejáratokon is megfigyelhető – hatását. Ami a jegybanki alapkamatra vonatkozó várakozásokat illeti, az azokat leginkább tükröző határidős pénzügyi hozamokban jelentős emelkedés szeptember

elején volt megfigyelhető, a hazai eszközök leértékelődésével és relatív alulteljesítésével egy időben, melynek eredményeképp már fél éves időtávon is 100 bázisponttal magasabb alapkamatot áraztak. Az azóta végbement mérséklődés után ezek a hozamok jelenleg 30 bázisponttal állnak magasabban az augusztusi jelentést megelőző szinteknél. A jegyzések fél év távlatában mintegy 50 bázispontnyi kamatemeléssel konzisztensek, ugyanakkor az elemzők többsége 2011 első felében változatlan alapkamatra számít, az azt követő pálya tekintetében pedig meglehetősen heterogén képet mutatnak az előrejelzések.

A visszatekintő reálárfolyam tavasz utáni csökkenésében enyhe fordulat következett be októberben, ami inkább a nominális forinterősödésnek volt köszönhető.

**2-7. ábra**  
Az előretekintő reálkamatláb és a reálárfolyam alakulása



\* Az 1 éves zéróponthozam és a Reuters poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretekintő elemzői inflációs várakozások alapján.

\*\* Az árfolyam havi leértékelődése az euróhoz képest (2001. áprilisig a havi leértékelési ütem), korrigálva az adott hazai inflációs mutatóval és az EU harmonizált inflációjával (1997. jan. 1.=100%, a növekedés felértékelődést jelent).

## 2.2. A magánszektor hitelezésével a pénzügyi rendszer csak csekély mértékben támogatja a gazdaságot

2010 harmadik negyedévében tovább folytatódott a magánszektor hitelezésének visszaesése, bár üteme mérséklődött. A vállalati hitelek visszaesése számottevően lassult, miközben a hitelkínálati feltételek nem változtak. A reálgazdasági fellendülést követve a külföldi kereslet által húzott ágazatokban a hitelkereslet az elkövetkező negyedévekben nőhet, így a hitelezés 2011 első felében már emelkedésnek indulhat.

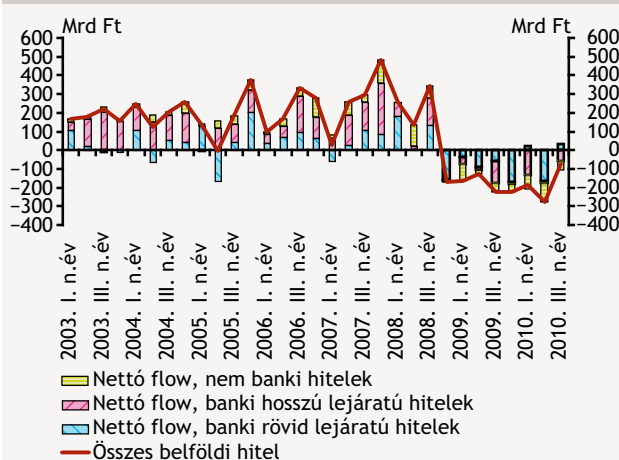
A lakossági hitelezésben a banki hitelezés a korábbi negyedévekhez hasonló mértékben csökkent. A visszaesésben ugyanakkor látható némi átrendeződés: a fogyasztási hitelek már nagyobb arányban járultak hozzá a visszaeséshez, mint a lakáscélú hitelek. A devizaalapú jelzáloghitelezés megszűnésével a forintalapú lakáshitelek növekednek, de ugyanez figyelhető meg a fogyasztási hiteleknél is. Mivel a lakossági hitelkereslet várhatóan csak igen lassan fog helyreállni, és a hitelkínálati korlátok sem fognak belátható időn belül enyhülni, nem számítunk arra, hogy 2011 első felében növekedésnek indulna a háztartási hitelezés.

### Továbbra is érezhetőek a szigorú a hitelkínálati korlátok a vállalati hitelezésben

A reálgazdasági kilábalás hatása már némileg észlelhető a vállalati hitelezésben is. Bár a belföldi vállalati hitelezés visszaesése folytatódott a harmadik negyedévben, a visszaesés üteme lassult. A negyedéves 73 milliárd forintos állománycsökkenés a válság kitörése óta a legkisebb visszaesés, ám ahogy a termelés fellendülése, úgy a hitelezés beindulása is igen törekeny lehet. A harmadik negyedévben a banki rövid lejáratú, jellemzően forgóeszközhiteltek nőttek, míg a hosszú lejáratú, jellemzően beruházási bankhitelek csökkentek. Ez egyfelől arra utal, hogy a vállalatok folyó termelésének finanszírozása – ha minimális mértékben is, de – javulhatott, ugyanakkor jelentősebb beruházások indításának még nincs jele.

2-8. ábra

A hazai bankszektor és pénzügyi közvetítők vállalati hiteleinek nettó negyedéves növekménye



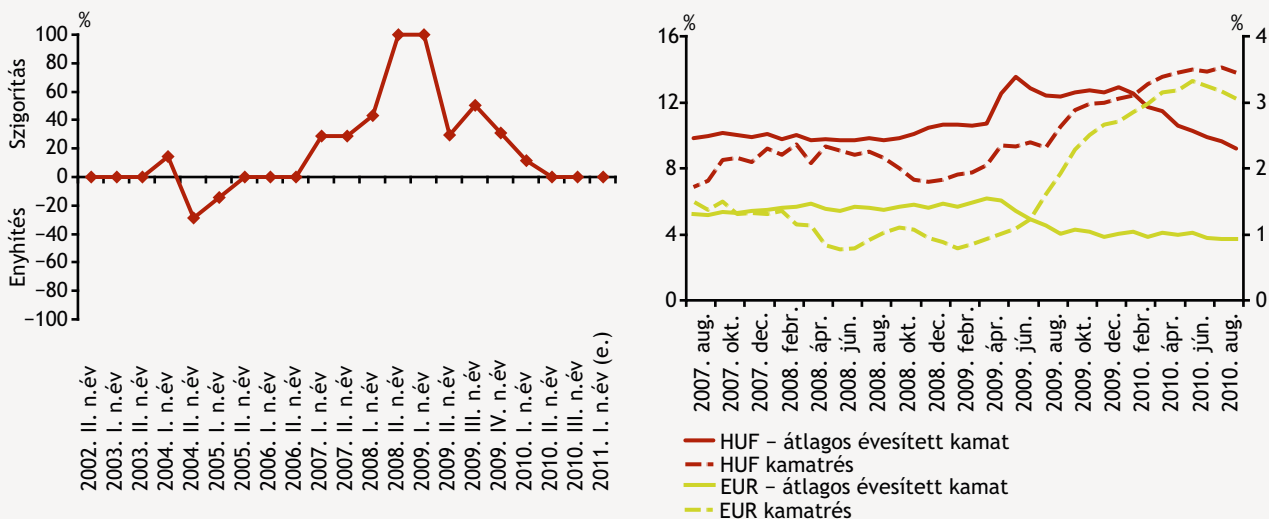
Megjegyzés: Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei. Szezonálisan nem igazított és árfolyamhatással görgetetten korrigált nettó hitelállomány-bővülés. A nem banki hitelek utolsó adatpontja becslés.  
Forrás: MNB.

A bankszektor hitelezésének kínálati korlátai továbbra is fennmaradtak. A *Hitelezési felmérés*<sup>9</sup> adatai alapján az év közepén lezárult ugyan egy csaknem négyéves szigorítási ciklus, de a nem árjellegű hitelezési feltételek enyhülése sem idén, sem a következő év első negyedévében nem várható. Ami az árjellegű tényezőket illeti, sem a vállalati forinthitelek átlagos kamatfelára<sup>10</sup>, sem a devizahitelek átlagos kamatfelára nem változott érdemben. A hitelkínálati korlátok tehát a harmadik negyedévben sem enyhültek. Bár a bankok egy része jelezte, hogy a verseny, illetve a piacrészesedési célok már némileg indokolnák a hitelezési feltételek enyhítését, a kockázatvállalási hajlandóság további csökkenése, és bizonyos esetekben a bank tőkepozíciójának romlása ellensúlyozza ezeket a tényezőket.

<sup>9</sup> Magyar Nemzeti Bank (2010): *Felmérés a hitelezési vezetők körében a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára*. 2010. november.  
URL: [http://www.mnb.hu/Penzugyi\\_stabilitas/publikaciok-tanulmanyok/hitelezesi-felmeres/mnbhu\\_hitelezesi\\_felmeres\\_201011](http://www.mnb.hu/Penzugyi_stabilitas/publikaciok-tanulmanyok/hitelezesi-felmeres/mnbhu_hitelezesi_felmeres_201011).

<sup>10</sup> Az új szerződések súlyozott átlagos vállalati hitelkamata és a háromhavi bankközi kamatláb közötti különbség.

**2-9. ábra**  
A hitelezési standardok és a vállalati hitelkamatok alakulása



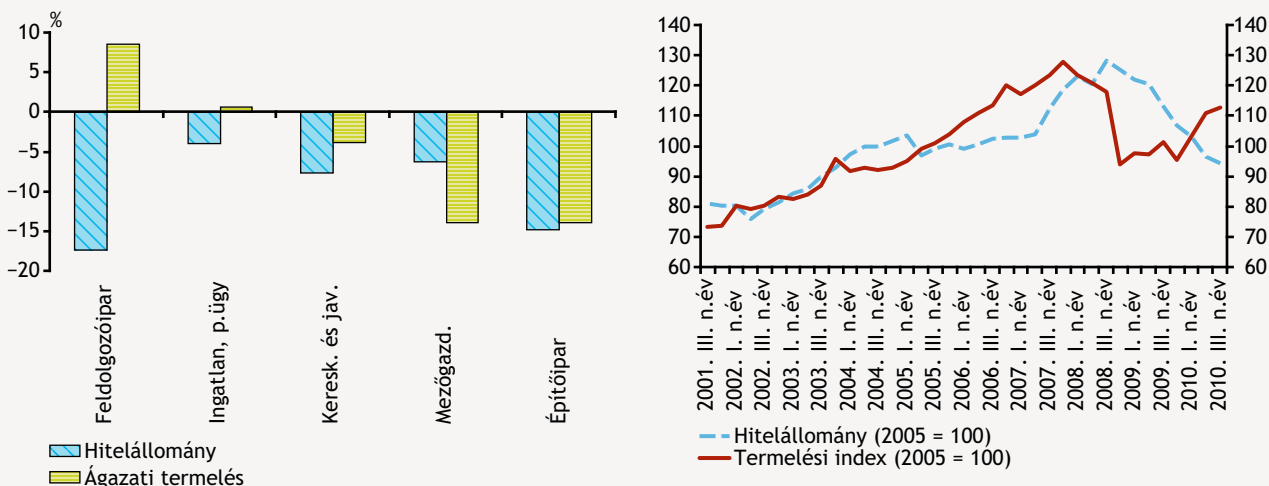
Megjegyzés: A szigorítást és az enyhítést jelző bankok arányának különbsége, a pozitív érték szigorításra, a negatív érték enyhítésre utal piaci részesedéssel súlyozva. A kamatfelár a háromhavi bankközi referenciakamattól való eltérést tükrözi.  
Forrás: MNB.

A nemzetgazdasági ágazatok közül a hitelezésben a legnagyobb visszaesés a feldolgozóipart érintette. A gazdasági kilábalást ugyanakkor éppen a feldolgozóipari termelés húzza. A múltban szoros kapcsolat volt megfigyelhető a feldolgozóipari termelés és az ágazat hitelállománya között. Sőt azt is megfigyelhetjük, hogy általában a hitelezés

követte a termelés alakulását. Az, hogy a vállalati hitelezés dinamikája általában követi a termelését, összhangban van mind a korábbi válságtapasztalatokkal<sup>11</sup>, mind pedig a jelenlegi nemzetközi folyamatokkal: a vállalati hitelezés az egész régióban késve követi a reálgazdasági fordulatot. A feldolgozóipari termelés további növekedése esetén ezért

**2-10. ábra**  
Az ágazati termelés és a hitelezés kapcsolata a feldolgozóiparban

(2010. második negyedév)



Megjegyzés: A második negyedéves ágazati termelés változása a megelőző év azonos időszakához viszonyítva, illetve a szektor hitelállományának éves növekedési üteme. Feldolgozóipari termelési volumenindex és a feldolgozóipari árfolyamszűrt hitelállomány.  
Forrás: MNB.

<sup>11</sup> A magánszektor hitelezésének és a bankválságok kapcsolatáról lásd részletesebben: Felcser Dániel-Körmendi Gyöngyi: Bankválságok nemzetközi tapasztalatai: kezelési eszközök és makrogazdasági következmények. MNB-szemle, 2010. június.  
URL: [http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbszemle/mnbhu\\_msz\\_201006](http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu_msz_201006).

számíthatunk arra, hogy a hitelezés beindulása is a küszöbön áll. Ezt a várakozást alátámasztja az is, hogy az MNB *Hitelezési felmérése*inek eredményei szerint a harmadik negyedévben a bankok is látnak javulást a feldolgozóipari portfólióiban, így ez lehet az az első jelentősebb ágazat, amelyben a hitelezés beindul.

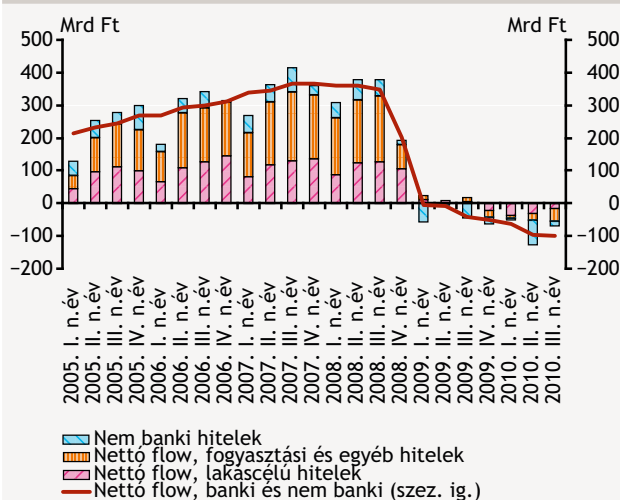
A vállalati hitelezés beindulására 2011 első felében számíthatunk. A hitelpiac aktivizálódását elsősorban attól várjuk, hogy a külső kereslet növekedésének hatására az exportáló vállalatok egyre fokozottabb kereslettel jelenhetnek meg a hitelpiacon. A javuló értékesítési adatok és a növekvő termelés ezeknek a vállalatoknak a hitelképességére és hitelhez jutására is kedvező hatással lehet (akár változatlan hitelkínálati feltételek mellett is). A hitelkereslet várható növekedése miatt tehát arra számíthatunk, hogy a vállalati hitelek állománya jövőre már emelkedhet. A hitelezés 2011-es beindulására nézve azonban kockázatot jelent, hogy az eurozóna gazdasági fellendülése egyelőre törekeny, valamint, hogyha a jövedelmezőség-, illetve a portfólióromlás miatt a bankrendszer további mérlegalkalmazkodásra kényszerül, akkor erősödhetnek a hitelkínálati korlátok, és a hitelekben belül feltételezhetően a magánszektor és ezen belül is elsősorban a vállalati szektor hiteleit fogják vissza.

### A háztartási hitelezés visszafogott, a devizaalapú jelzáloghitelezés visszaszorult

A háztartások – árfolyam-átértékelődések hatásától szűrt – hitelállománya a harmadik negyedévben az előző negyedévekhez hasonló mértékben csökkent. Negyedéves szinten mintegy 50 milliárd forinttal több hitelt törlesztettek a háztartások, mint amennyit felvettek. A korábbi tendenciához képest azonban változás, hogy a visszaesés nagyjából a fogyasztási hitelek csökkenésének tudható be, és csak kisebb részben a lakáscélú hitelek csökkenésének. A devizális megbontást vizsgálva az is kiderül, hogy a forintHITELEKEN belül a harmadik negyedévben nemcsak a fogyasztási hitelek nőttek, hanem a lakáscélú hitelek is növekedésnek indultak. A devizahiteleknél mindkét hiteltípus esetében gyorsult a visszaesés. Ez utóbbi főleg annak tudható be, hogy új devizahitelt szinte alig nyújtanak, miközben a fennálló állomány törlesztése az annuitásos konstrukciók miatt egyre gyorsul.

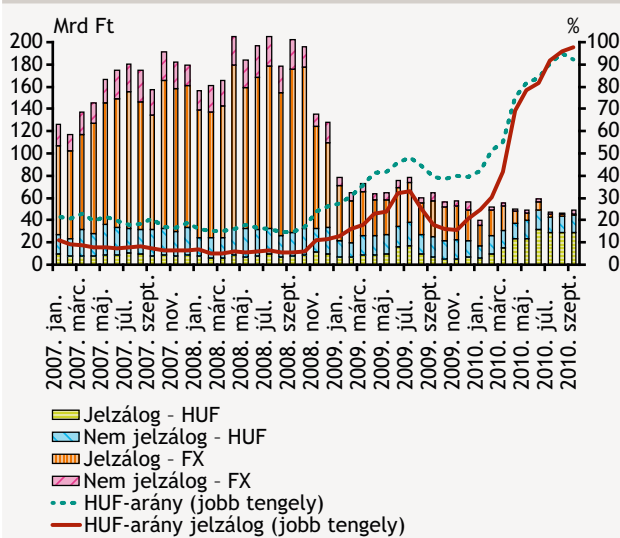
Az új szerződésű hitelekben belül a devizaalapú jelzáloghitelek – az augusztus 13-i hatállyal életbe lépő betiltásukat követően – gyakorlatilag eltűntek a piacról. A forintalapú jelzáloghitelek aránya ugyanakkor nem éri el a 100 százalékot, amire magyarázatot adhatnak a mégoly csekély volumenű kiváltások: ha például svájcifrank-alapú hitelt

**2-11. ábra**  
A hazai bankszektor és pénzügyi közvetítők háztartási hiteleinek nettó negyedéves növekménye



Megjegyzés: Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei, árfolyamhatással görgetetten korrigált nettó hitelállománybővülés. A nem banki hitelek utolsó adatpontja becslés.  
Forrás: MNB.

**2-12. ábra**  
Új szerződésű háztartási hitelek



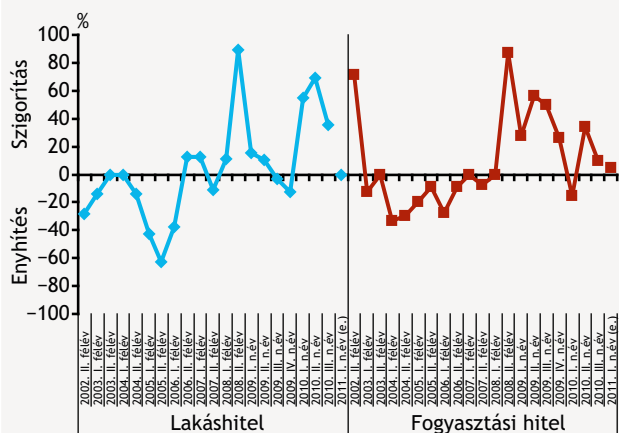
Megjegyzés: Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei. Szezonálisan nem igazított adatok.  
Forrás: MNB.

eurohitellel váltanak ki, az megjelenik a bruttó kibocsátásban, de nem sérti a devizaalapú hitelezés tilalmát. A forintalapú hitelek a nem jelzálogalapú hitelezésben is 90 százalék fölött maradtak.

Amint az a *Hitelezési felmérésből*<sup>12</sup> kiderült, a harmadik negyedévben a lakáshitelek piacán a bankok többsége szigo-

<sup>12</sup> Magyar Nemzeti Bank (2010): *Felmérés a hitelezési vezetők körében a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára*. 2010. november.

**2-13. ábra**  
**A hitelezési standardok és feltételek alakulása a lakossági szegmensben**



Megjegyzés: A szigorítást és az enyhítést jelző bankok arányának különbsége, a pozitív érték szigorításra, a negatív érték enyhítésre utal piaci részesedéssel súlyozva.

Forrás: MNB.

rított a hitelezési feltételeken, a fogyasztási hitelek piacán viszont csak kevesebben. Előbbi a szabályozói előírás átvezetése volt (a tiltást a szigorítás szélsőséges formájának tekinthetjük). További érdemi szigorításra a hitelezési vezetők nem számítanak az elkövetkező fél évben, de nem is tervezik enyhíteni a hitelezési feltételeket.

Várakozásunk szerint a lakossági hitelezés 2011 közepéig még nem fog élnékülni. Az aggregált hitelkereslet jelenleg is igen mérsékelt, és a lakossági hitelezés fellendülését keresleti oldalról erősen korlátozza a jelentős eladósodottság és az ebből származó elhúzódó alkalmazkodási folyamat. A másik keresletoldali korlátozó tényező, hogy a munkapiaci helyzet javulása csak fokozatos. A személyi jövedelemadót érintő változások ugyanakkor jövőre már élnékíthetik a hitelkeresletet, főleg az átlagnál magasabb jövedelemmel rendelkező többgyermekes családok részéről. Kínálati oldalról az idén életbe lépett hitelezési szabályozások (a körültekintő hitelezésről szóló kormányrendelet<sup>13</sup> és a devizaalapú jelzáloghitelezést betiltó törvény<sup>14</sup>) korlátozhatják a fellendülést, bár hosszú távon egészségesebb szerkezetű hitelezéshez vezethetnek. Kínálati oldalról ezenkívül még a bankadó hatásai is jelentősek lehetnek, amennyiben a bankok annak költségét a meglévő és az új lakossági ügyfelekre hárítják magasabb hitelkamatok formájában. (Sőt a devizahitelek eltűnésével az elérhető hitelkonstrukciók átlagos kamata is megemelkedett.) Ezek alapján azt tartjuk a leginkább valószínűnek, hogy a háztartási szegmensben hitelnövekedés leg hamarabb 2011 közepétől várható, és annak üteme csak rendkívül mérsékelt lehet.

<sup>13</sup> A 361/2009. (XII.30) kormányrendelet a körültekintő lakossági hitelezés feltételeiről és a hitelképesség vizsgálatáról. A rendelet legfontosabb intézkedései közé tartozik, hogy maximalizálta a lakossági jelzálog-, illetve gépjárműhitelek esetében az engedélyezhető hitel-fedezet értékeket (LTV – loan-to-value): forint-hitelek esetén 75 százalékban, euroalapú hiteleknek 60 százalékban, egyéb devizában kötött hiteleknek 45 százalékban. A szabályozás továbbá kötelező jelleggel előírja a bankoknak, hogy minden hitelkérelmező esetében – a havi jövedelmének arányában – hitelezhetőségi limiteket kell felállítania: az euroalapú hiteleknek a hitelezhetőségi limit 80 százalékáig nyújthat a bank hitelt, míg egyéb devizánál mindössze a 60 százalékáig.

<sup>14</sup> 2010. évi XC. törvény egyes gazdasági és pénzügyi tárgyú törvények megalkotásáról, illetve módosításáról. Ez a törvény 2010. augusztus 13-i hatállyal megtiltotta zálogjog ingatlanra történő földhivatali bejegyzését olyan esetekben, amikor a bejegyzés alapját szolgáltató követelés természetes személynek nyújtandó devizaalapú kölcsönből származik.



### 3. Inflációs és reálgazdasági kilátások

A magyar gazdaság recesszióból való kilábalása teljes előrejelzési horizontunkon folytatódhat. A 2010. augusztusi inflációs jelentés óta beérkezett információk arra utalnak, hogy a külső konjunktúra rövid távon a vártnál erőteljesebben támogathatja a növekedést. A belföldi kereslet pedig várakozásainknál hamarabb túljuthat mélypontján. Emellett egyes ismertté vált autóiipari nagyberuházási tervek is javítják konjunkturális kilátásainkat.

Az őszi bejelentett kormányzati intézkedések markánsan befolyásolhatják a vállalatok és a háztartások viselkedését, ezáltal kihatnak növekedési és inflációs kilátásainkra is. Az intézkedések számszerűsítését több tényező is nehezíti: egyrészt ezen döntések több esetben nagymértékűek, előzmény nélküliek, továbbá hatásaik gyakran egymással ellentétes irányba mutatnak. Másrészt növeli a bizonytalanságot, hogy több nagy horderejű intézkedésnek a pontos kifizetése még nem teljes mértékben ismert.

A személyi jövedelemadót érintő változások hosszabb távon a munkakínálat növelésére ösztönzik a háztartásokat, mely önmagában a kibocsátás növekedése, valamint a bérek és az árak dinamikájának mérséklődése irányába hat. Rövid távon azonban a növekvő fogyasztási kereslet a növekedés

és az infláció élénkítése irányába mutat. Az szja-intézkedések növekedési hatásait tompíthatják az egyes ágazatokat terhelő különadók, amelyek a beruházások és a bérezés visszafogására ösztönözhetik az érintett vállalatokat. Emellett a különadók ronthatják az általános üzleti környezet kiszámíthatóságát is, ami hosszabb távon is korlátozhatja a beruházási aktivitást.

A novemberi előrejelzés az augusztusnál erősebb árfolyam feltételezése mellett készült, mely önmagában alacsonyabb inflációs pályát indokol. A laza munkaerőpiacon az szja-intézkedések elősegíthetik a bérdinamika tartós mérséklődését, ami szintén javítja a középtávú inflációs kilátásokat. Másfelől azonban az élénkülő konjunktúra mellett erős költségoldali sokkok mutatnak a magasabb infláció irányába. Ilyen tényező az élelmiszerárak további emelkedése, az ágazati különadók, valamint kisebb mértékben a minimálbér tervezett emelése.

Összességében növekedési várakozásaink mind 2011-re, mind 2012-re enyhén javultak, miközben a 2011. évi inflációs várakozásaink érdemben emelkedtek, és a monetáris politika számára releváns időtávon az infláció korábbi várakozásainkhoz hasonlóan változatlanul a 3 százalékos cél fölött alakulhat.

**3-1. keretes írás****Alapfeltevéseink változása**

Alapfeltevéseink mérsékeltebb inflációs pálya irányába változtak az augusztusi jelentéshez képest. Egyrészt a forint/euro árfolyam októberig érdemben erősödött. Az olaj dollárban kifejezett világszintű árának emelkedését ellensúlyozta a dollár leértékelődése az

euróval szemben, így a forintban kifejezett olajra vonatkozó várakozások is jelentősen mérséklődtek. Az alapkamat változatlanul 5,25 százalékos szinten áll.

**3-1. táblázat****Alapfeltevéseink változása augusztushoz képest\***

	2010. augusztus			2010. november			Változás augusztushoz képest (%)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Jegybanki alapkamat (%)**	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	0,0	0,0	0,0
Forint/euro árfolyam	277,6	283,8	283,8	275,0	274,5	274,5	-1,0	-3,3	-3,3
Dollár/euro árfolyam (cent)	130,3	127,7	127,7	133,5	138,9	138,9	2,4	8,8	8,8
Brent olajár (dollár/hordó)	76,7	79,7	82,4	78,8	85,8	88,5	2,7	7,7	7,4
Brent olajár (euro/hordó)	58,9	62,4	64,5	59,1	61,8	63,7	0,2	-1,0	-1,3
Brent olajár (forint/hordó)	16 370	17 714	18 318	16 242	16 959	17 483	-0,8	-4,3	-4,6

\* Éves átlagok, előretekintve a 2010. októberi átlagos árfolyam, illetve határidős olajárpálya alapján.

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

## 3.1. Kiegyensúlyozottabb szerkezetű növekedésre számíthatunk

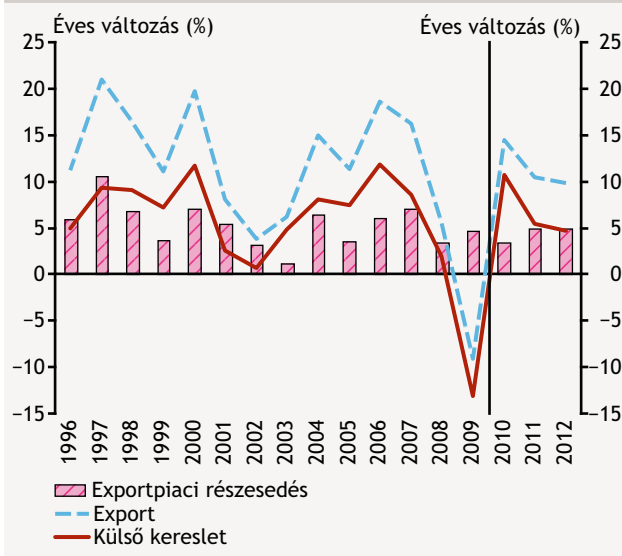
A konjunktúráról alkotott képünk leginkább az új költségvetési és adóintézkedések hatására változott. Az szja csökkentése a fogyasztáson keresztül előrejelzési horizontunkon élénkítheti a növekedést. Ugyanakkor az adókiengedés fedezetét egyszeri adók, illetve a felhalmozott nyugdíjvagygon költségvetésbe történő részleges átcsatornázása teremti meg, ami egyrészt kérdésessé teheti az adócsökkentés fenntarthatóságát, másrészt ronthatja a befektetői bizalmat, az üzleti környezetet, végső soron a beruházási aktivitást. Ennek kedvezőtlen hatásait előrejelzési horizontunkon a már bejelentett autóiipari nagyberuházások ellensúlyozzák.

A nemzetközi konjunktúráról alkotott középtávú képünk nem változott érdemben. 2011-től a készletfeltöltés kifutása és a felvevőpiacainkon bevezetett költségvetésihiány-csökkentő intézkedések hatására visszafogottabban bővíthet a külső kereslet. Ugyanakkor a beszállítói kapcsolatokon keresztül Magyarország is részesül a robusztus német exportbővülésből, amelynek motorja az ázsiai országok dinamikus növekvő kereslete. Továbbá előrejelzési horizontunk végén megkezdheti termelését a kecskeméti Mercedes-üzem, amelynek felfutása érdemben növelheti exportpiaci részesedésünket.

Az elmúlt hónapokban további autóiipari vállalkozások jelentettek be nagyszabású kapacitásbővítő terveket, melyek számottevően emelhetik a vállalati beruházások szintjét. Ugyanakkor a bejelentett kormányzati intézkedé-

3-1. ábra

Az exportpiaci részesedés alakulása



sek előrejelzési horizontunkon tompíthatják ezek kedvező hatását. Bár a társasági nyereségadó fokozatos csökkentése hosszabb távon javíthatja a vállaltok profitkilátásait, azonban a különadóval terhelt ágazatok beruházási aktivitása rövid távon érdemben csökkenhet, míg az intézkedések hatására a befektetői környezet is kedvezőtlenebbé válhat. Mivel utóbbi megítélése bizonytalan, ezért kockázati forgatókönyvekben is számoltunk a befektetői környezet nagyobb mértékű változásaival.

### 3-2. keretes írás

#### Az elmúlt időszakban bejelentett autóipari beruházások növekedési hatásának becslése

Aktuális beruházási előrejelzésünket több jelentős hatás alakítja. A kormányzati intézkedések összességében kedvezőtlenül érintetik a vállalatok beruházási hajlandóságát, illetve lehetőségét. Másfelől azonban több egyedi nagyberuházásra is számítunk, amelyek ezen hatásokat már rövid távon is kompenzálhatják. Keretes írásunkban a rendelkezésre álló sajtóinformációkra támaszkodva igyekszünk becslést adni e fejlesztések várható növekedési hatásaira. Ezek előrejelzési horizontunkon elsősorban a beruházási aktivitáson keresztül jelentkeznek. Hosszabb távon azonban az új kapacitások a termelés, illetve az export szintjét és végeredményben a potenciális kibocsátást is emelik.

A gazdasági válságból való kilábalás időszakában számos cég gondolja át stratégiáját. Sok esetben figyelhetjük meg a termelés áthelyezését olyan országokba, ahol a működési költségek alacsonyabbak. Így a vállalat jövedelmezősége még visszafogott kereslet mellett is javítható. E folyamat Magyarországot kedvezően érintheti, hiszen a hazai bérköltség elmarad a nyugat-európaival. Sőt a válság kezdete óta meghozott kormányzati intézkedések tovább csökkentették a hazai munkaerő relatív árát. Előrejelzési horizontunkon több olyan nagyberuházás kerül megvalósításra, melyek a hazai autóipari kapacitásokat bővítik, részben eddig Nyugat-Európában végzett termelési folyamatok áttelepítésével.

A beruházások sorát a Mercedes kezdte meg, amely 2009 óta építi Kecskemét mellett gyárát. Emellett a Hankook folyamatosan bővíti gumiabroncsüzemét, aminek eredményeképpen a korábbi termelési volumen négyszeresét is előállíthatják itthon. Augusztusi előrejelzésünk óta jelentette be az Audi, hogy számottevően bővíti és kiszélesíti termelési tevékenységét Győrben. Végül a General Motors szentgotthárdi üzemében a korábbi termékpalettát megújítva, jelentős kutatás-fejlesztést és új motortípusok gyártását tervezi hazánkban.

A közvetlen beruházások összértéke négy év alatt megközelíti a 670 milliárd forintot, ami a magyar gazdaságban egy év alatt képződő vállalati beruházáshoz mérve lényeges, több mint 20 százalékos képviselő tétel. Az érintett vállalatok az elmúlt években a hazai export mintegy 7-10 százalékát adhatták, ugyanakkor a versenyszféra foglalkoztatásán belüli részarányuk mindössze 0,2 százalékos volt. A jellemzően feldolgozóiparban működő vállalatok termelékenysége rendkívül magas, ám a termelés hozzáadott értéke a nagy importigény miatt relatíve alacsony.

Hosszabb távon az új autóipari kapacitások átadásával jelentősen nőhet a járműgyártás termelése. Ez cseh és szlovák tapasztalatok alapján érdemben hozzájárulhat a hozzáadott érték bővüléséhez. Csehországban 2005-ben, illetve 2008-ban, Szlovákiában pedig 2007-ben kezdtek termelni új autógyárak, összesen 500-500 ezer autó/év kapacitással. A gyárnyitást követő években dinamikusan bővült az autóipar hozzáadott értéke, ami a GDP növekedését is jelentősen élénkítette. Ugyanakkor a 2008-ban kezdődő globális recesszió megtörte az autóipar növekedését, és a szektor csökkenő kibocsátása meghatározó szerepet játszott a gazdasági visszaesésben.

A nemzetközi tapasztalatok alapján Magyarországon is két hatással számolhatunk. Egyrészt az új gyárak üzembe állásával gyorsulhat a növekedés. Másrészt hosszabb távon a gazdasági növekedés érzékenyebbé válhat a nemzetközi üzleti ciklusokra – pozitív és negatív irányban egyaránt.

A rövid távú – előrejelzési horizontunkon jelentkező – növekedési hatások esetében elsősorban a beruházásból adódó többletkereslet dominál. A beruházási volumen addicionális növekedési hatásainak számszerűsítésénél azonban érdemes figyelembe venni, hogy a cégek beruházásaikhoz számottevő állami támogatásban részesül-

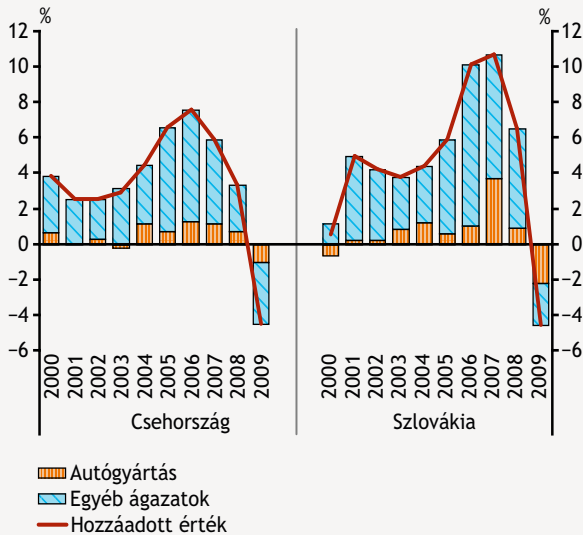
#### 3-2. táblázat

##### A feldolgozóiparban realizálódó nagy beruházások fontosabb paraméterei

Cég	Beruházási összeg (Mrd Ft)	Beruházás időtartama	Termelés tervezett kezdete	Tervezett létszámbővítés (fő)	2008. évi részesedés*	
					Hozzáadott értékből	Exportból
Mercedes	220	2010–2011	2012	2500	-	-
Audi	247	2010–2013	2013	1800	1,2%	6,8%
GM	137	2011–2012	2013	900	0,1%	0,1%
Hankook	63	2010–2011	2012	600	n. a.	n. a.
<b>Összesen</b>	<b>668</b>			<b>5800</b>		

\* Ecostat Top100 (2008) vállalati rangsor adatai alapján.

**3-2. ábra**  
Az autóipar hozzájárulása a hozzáadott érték növekedéséhez Csehországban és Szlovákiában



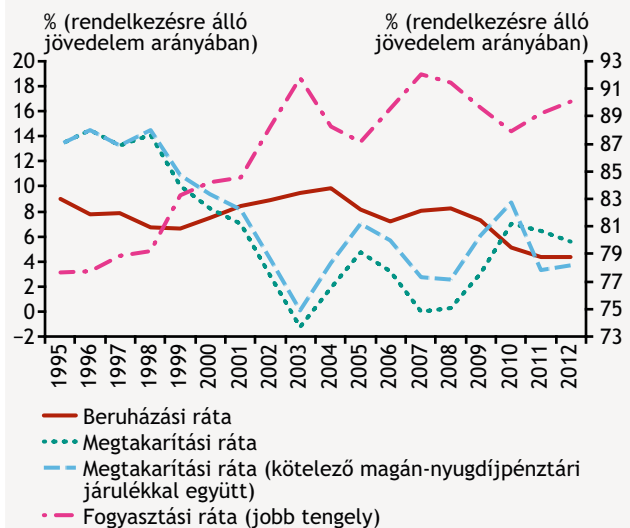
nek. Továbbá a már itt lévő üzemek esetében a beruházások egy része valószínűleg a kapacitások bővítése nélkül is megvalósult volna. Ezért a beruházási hatások számszerűsítésekor nem számoltunk teljes adicionalitással, becslésünk csupán 50 százalékos többlethatást tartalmaz. Figyelembe véve ezen beruházások magas importtartalmát, a kapacitások kiépítéséből a következő két évben várható növekedési hatás kb. 0,2-0,3 százalékpont lehet.

A termelési hatás számszerűsítéséhez két becslést is elvégeztünk: egyrészt az ismert létszám-bővítési tervekből indultunk ki, másrészt rendelkezésünkre állt információ az új kapacitások várható volumenéről is. Ebből, valamint múltbeli egységértékek alapján megbecsültük az értékesítés várható növekedését. A hozzáadott érték változását a járműipar hatékonysági mutatóiból kiindulva számítottuk. Figyelembe vettük, hogy az új üzemek termelékenysége az átlagosnál nagyobb lehet, mert összeszerelés helyett teljes spektrumú gyártást végeznek. Végül a beszállítói kapcsolatokon keresztül realizálódó hatásokat a 2005. évi ágazati kapcsolatok mérlege segítségével számszerűsítettük. Összességében az új kapacitások közvetlenül kb. 1-1,5 százalékkal emelhetik a nemzetgazdasági hozzáadott érték szintjét, míg a beszállítói kapcsolatok révén további 0,5 százalékkal nőhet a hozzáadott érték.

A 1,5-2 százalékkal magasabb kibocsátási szintet a gazdaság nem azonnal éri el. A 2006-ban megnyitott szlovákiai autógyárak termelési adatai alapján valószínűsíthető, hogy az átadást követő második évben érhetik el a teljes kapacitáskihasználtságot az üzemek. Ezért azzal számolhatunk, hogy 2012-2014 között évi 0,4-0,5 százalékponttal emelkedhet a gazdaság növekedési üteme az új beruházásoknak köszönhetően – a kapacitások 100 százalékát 3 éves időtávon elérve. E növekedési többlet nagyságrendileg összemérhető a 2000-es évek csehországi autóipari beruházásainak hatásával. A realizált többletkapacitásoknak köszönhetően a potenciális kibocsátás szintje is hasonló mértékben emelkedhet.

A személyijövedelemadó-rendszer átalakítása révén jelentős többletjövedelem áramlik a háztartások felé. Ennek kereslet-élénkítő hatását azonban a közszférában várható leépítések és bérfelfagyasztás részben ellensúlyozza. Az adóintézkedések hatására többnyire a magasabb jövedelmű és családok háztartások jövedelme emelkedik. Az előbbieket fogyasztási hajlandósága az átlagosnál alacsonyabb, viszont a családok a számukra nyújtott adókedvezmények az átlagnál nagyobb arányban költhetik el. Ez utóbbihoz hasonló hatásra számíthatunk a béren kívüli juttatások alacsonyabb adóztatásának hatására is. Összességében a háztartások fogyasztási rátája előrejelzési horizontunkon enyhén emelkedhet, amit döntően a javuló foglalkoztatási helyzet támogathat. A fogyasztási hányad emelkedése ellenére várhatóan a megtakarítási ráta<sup>15</sup> is tartósan a válság előtt jellemző szint fölött marad. Ennek oka döntően az szja-intézkedések által érintett átlag fölötti jövedelemmel rendelkező háztartások magasabb megtakarítási hajlandósága. A várhatóan továbbra is szigorú hitelfeltételek mellett a háztartások beruházási aktivitása teljes előrejelzési horizontunkon alacsony maradhat.

**3-3. ábra**  
Lakossági jövedelmek felhasználása\*



\* Hagyományos megtakarítási rátánkban a háztartások nettó pénzügyi megtakarításait a magánnyugdíjpénztárakba kötelezően befizetett járulékok nélkül vettük figyelembe.

<sup>15</sup> A statisztikailag kimutatott pénzügyi megtakarításokat a magán-nyugdíjpénztári befizetések befagyasztása, illetve az állami nyugdíjpillérbe történő visszalépések miatti vagyonkorrekció is jelentősen csökkenti. Így a pénzügyi számlák alapján mért megtakarítási ráta előrejelzési horizontunkon jelentős romlást mutathat.

## 3-3. keretes írás

## Az elfogadott személyi jövedelemadóztatást érintő intézkedések hatása a lakossági jövedelmekre és a háztartások fogyasztási-megtakarítási viselkedésére

A személyi jövedelemadóztatás rendszerében bekövetkező változás (a bruttó bérek változatlanóságát feltételezve) – az szja-tábla módosulása és a családi adókedvezmények bevezetése következtében – körülbelül 370 milliárd forinttal növeli a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét. Az adóintézkedések azonban nem egyformán érintik a különböző jövedelmű és családi helyzetű munkavállalókat. Ráadásul különböző jövedelmi szintek mellett jelentősen eltérő fogyasztási-megtakarítási viselkedést figyelhetünk meg, így az adókiengedés várható növekedési hatásainak megítélése a lakossági viselkedés – általánosan alkalmazottnál – dezaggregáltabb elemzésével végezhető el.

A háztartások reakciójára vonatkozó számításainkat a lakosság fogyasztási-megtakarítási viselkedését mikroszinten vizsgáló háztartási költségvetési felvételre alapoztuk. A felmérés legutolsó publikus eredményei (KSH, Háztartás-statisztikai Évkönyv) a 2005-ös év adatait dolgozzák fel. Bár azóta 5 év telt el, a kiadványból számított fontosabb mutatószámok jelenleg is aktuálisak

lehetnek. Ennek oka, hogy 2005-ben már kifutott az államilag támogatott lakáshitel-program, ugyanakkor a válság előtti években gyors eladósodást okozó devizahitelezés még nem volt jelentős. Ennek megfelelően a háztartásokat összességében jellemző fogyasztási-megtakarítási hányadok az aktuálisan megfigyelttel hasonló szinteket mutattak, így megfelelő kiindulási alapot jelenhetnek jelen elemzésünkhöz is.

A parlament által megszavazott adómódosítások elsősorban a gyermekekkel nevelő családok és a – korábban régiós összehasonlításban kiugróan magas adóterheléssel rendelkező – magasabb keresetű munkavállalók adóterheit csökkentik érzékelhetően. Ezzel szemben a gyermekkel nem rendelkező munkavállalók és az alacsonyabb jövedelmű háztartások terhelése – elsősorban a munkavállalói járulék 0,5 százalékpontos emelése és az adójóváírás szigorítása miatt – enyhén emelkedik. Összességében 2011-ben az adóreform a lakosság közel 40 százaléka esetében változatlan bruttó bérek mellett is a nettó bérek emelkedését okozza.

## 3-3. táblázat

A személyijövedelemadó-rendszer változásának hatásai a háztartások jövedelmeire gyerekszám és jövedelemkategóriák szerint<sup>\*,\*\*</sup>

(a bruttó jövedelmek változatlanóságát feltételeztük)

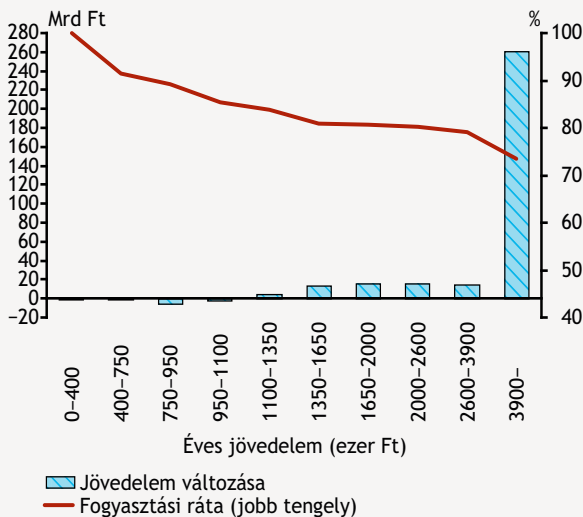
2011	Alsó	2	3	4	5	6	7	8	9	Felső	Összesen
0	220	210	228	238	237	227	242	240	245	226	2 314
gyerek	-83	-240	-1 946	-2 416	-2 304	-2 104	-1 921	-3 057	-4 125	41 160	2 149
1	73	94	73	67	87	94	89	81	84	79	822
gyerek	-83	-240	-77	2 542	5 977	8 118	8 385	7 212	6 487	54 933	9 305
2	76	41	69	69	55	55	44	55	48	71	583
gyerek	-83	-240	-77	2 542	5 977	10 928	16 411	17 481	17 098	68 706	14 551
3 vagy több	28	51	27	23	18	20	22	21	19	20	249
gyerek	-83	-240	-77	2 542	5 977	10 928	16 513	24 947	48 491	155 778	21 446
Összesen	397	397	397	397	397	397	397	397	397	397	3 967
	-83	-240	-1 155	-448	1 049	2 812	3 411	3 339	3 185	54 795	6 666

Ezer fő	Ft/hó	***: Az alsó két decilisben a nyugdíjjárulék 10%-ra emelésének következtében nem számottevő, havi 50-250 forint adófizetési kötelezettség keletkezik	Roszsabbul jár:	41,8%
			Nem változik***:	20,0%
			Jobban jár:	38,2%

\* Számításainkat az KSH által készített 2008-as Háztartási Költségvetési Felvétel és APEH-adatok alapján készítettük. Az adatbázisok összekapcsolásánál a Költségvetési Tanács eredményeit<sup>16</sup> használtuk fel.

\*\* Eredményeink az intézkedések hatásait egyes csoportok esetében közelítőleg jelenítik meg, az szja-intézkedések makroszinten megjelenő jövedelmi hatása némileg meghaladhatja a táblázatból számítható aggregált értéket.

<sup>16</sup> Bővebben: A Magyar Köztársaság Költségvetési Tanácsának becslése „Az adó- és járuléktörvények, a számviteli törvény és a könyvvizsgálói kamarai törvény, valamint az európai közösségi jogharmonizációs kötelezettségek teljesítését célzó adó- és vámjogi tárgyú törvények módosításáról” szóló T/1376. számú törvényjavaslat költségvetési hatásairól című elemzésben.

**3-4. ábra**
**A fogyasztási ráta alakulása és az adóintézkedések hatása a háztartások egyes jövedelemdeciliseiben**


Az adóterhelés a háztartások közel 20 százaléka esetében nem változik, míg a munkavállalók 40 százaléka esetében az adó- és járulékelvonás enyhén emelkedik.

A lakosság egyes jövedelemdeciliseiben jelentkező eltérő jövedelmehatások mellett, a háztartások fogyasztási-megtakarítási<sup>17</sup> döntései is meglehetősen nagy eltéréseket mutatnak. Ezzel összhangban az intézkedés hatására rövid távon jelentkező keresleti hatás is meglehetősen heterogén lehet, a nettó jövedelem szintjétől és változásától függően. Míg a legalsó jövedelmi decilisben a teljes jövedelmet elfogyasztják, a fogyasztási ráta a magasabb jövedelmek esetében fokozatosan csökken, és a jövedelem egyre nagyobb részéből megtakarítás képződik.

A fogyasztási-megtakarítási viselkedést változatlan feltételezve, a múltbeli tapasztalatokból azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a négy legalacsonyabb jövedelmi decilisbe tartozó háztartások fogyasztása – a bruttó bérek változatlansága mellett – várhatóan némileg mérséklődik, miközben az egyébként is csekély megtakarításaik nem változnak. Az ezt követő decilisekben egészen a kilencedikig a fogyasztás már némileg élénkülhet, miközben a megtakarítások összességében néhány milliárd forinttal emelkedhetnek. A teljes gazdaság szintjén is érzékelhető fogyasztásbővülést lényegében a legfelső decilis jövedelmi helyzetében bekövetkező pozitív változás okozza. Összességében a háztartások a többletjövedelem több mint kétharmadát várhatóan elfogyasztják. A megtakarítások esetében várakozásaink szerint a pénzügyi megtakarítás lehet domináns. Ennek oka, a rövid távon

várhatóan továbbra is szigorú hitelfeltételek, illetve a válság előtti évek átlagánál lényegesen magasabb munkanélküliség lehet, ami a megtakarításra szánt jövedelmeket a pénzügyi instrumentumok irányába terelheti.

Fontos azonban megemlítenünk, hogy az átlagos múltbeli viselkedésből levezetett feltevések mellett számos egyéb tényező is jelentkezhet, ami módosíthatja kapott eredményeinket.

Az *alacsonyabb* fogyasztási hatás irányába hathat:

- Az óvatossági megfontolások különösen erősek lehetnek a hitellel, azon belül is főleg a devizában denominált hitellel rendelkező háztartások esetében. A forint/svájci frank árfolyam gyengülése és a hitelköltségek emelkedése miatt az elmúlt években a háztartások törlesztőterhei jelentősen emelkedtek, ami számos esetben a visszafizetések átütemezéséhez is vezetett. Ezen háztartások a többletjövedelmeket nagyobb valószínűséggel a fennálló hitelek törlesztésére és/vagy előtörlesztésére használhatják.
- A magán-nyugdíjpénztári befizetések átmeneti befagyasztása és a rendszer várható átalakítása szintén a megtakarítási hajlandóság emelkedése irányába hathat. Ez abban az esetben következhet be, amennyiben a háztartások úgy értékelik, hogy a magán-nyugdíjpénztári rendszer átalakítása hosszú távon számukra tartós vagyonszerveséget okozhat, amit már a jelenben is megtakarításaik növelésével kompenzálhatnak. Ezt erősítheti, ha az adókiengedést csak ideiglenesnek tekintik a háztartások, azt gondolván, hogy a kormányzat a nyugdíjbefizetéseket elkölti, és a jövőben a kieső bevételek pótlására adóemelésre kényszerül.

Nagyobb fogyasztási hatást okozhat:

- Ha a háztartások az adóintézkedéseket tartósnak tekintik, amely a gazdaság potenciális kibocsátását is emeli, akkor ez már rövid távon is erősebb fogyasztási reakciót eredményezhet. Ennek oka, hogy a háztartások a hosszabb távon is pozitív jövedelmi kilátásaik hatására már a jelenben növelik fogyasztásukat. Hasonló jelenséget az EU-csatlakozásunk előtt is megfigyelhettünk, amikor a hosszabb távú jövedelemvárakozások javulása azonnali fogyasztásnövekedést eredményezett.
- Az adókiengedés jelentős része a családi adókedvezményeken keresztül történik. Feltételezhetjük, hogy a többgyermekes családok átlagos fogyasztási hányada magasabb, így az itt képződő többletjövedelem nagy része fogyasztásként is megjelenik.

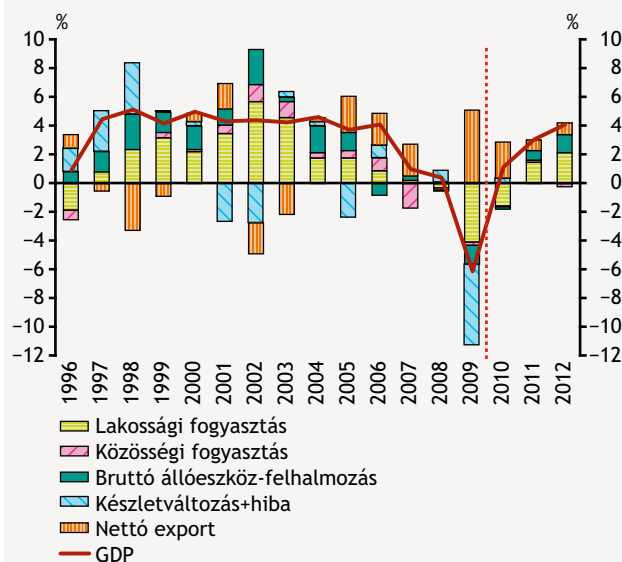
<sup>17</sup> A megtakarítást adott időszaki rendelkezésre álló jövedelem fogyasztásra el nem költött részeként definiáljuk. Ennek formája lehet pénzügyi megtakarítás és/vagy reáleszközbe történő beruházás (jellemzően lakásberuházás).

Össességében, bár becsléseinket jelentős bizonytalanságok övezik, alappályánkban feltételezzük, hogy a személyijövedelemadórendszeren keresztül megvalósuló kiengedés nagyjából 70 százaléka várhatóan fogyasztásként realizálódik. A múltban megfigyelt-

től érdemben eltérő fogyasztási-megtakarítási viselkedésre, és emiatt a fogyasztási hányad emelkedésére ezen többletjövedelmekkel kapcsolatban nem számítunk.

A fogyasztási kereslet jövő évi élénkülésével a nettó export növekedési hatása is csökkenhet. 2012-től a Mercedes-gyár exportértékesítésének felfutása ismét növekvő exportimport olló nyílását eredményezheti, miközben a belföldi kereslet korábbi várakozásainknál erőteljesebb élénkülésének köszönhetően a növekedés szerkezete is kiegyensúlyozottabbá válik. Össességében 2011-ben 3 százalék, 2012-ben 4 százalék körüli növekedésre számítunk. A kereslet élénkülése ellenére teljes előrejelzési horizontunkon negatív marad a kibocsátási rés.

3-5. ábra  
A GDP-növekedés szerkezete



### 3-4. keretes írás

#### A bejelentett kormányzati intézkedések potenciális GDP-re gyakorolt hatása

Keretes írásunkban a 2011-es költségvetésnek a potenciális GDP növekedésére gyakorolt hatását számszerűsítjük. Bár augusztusi jelentésünkben már közzétettünk egy elemzést az egykulcsos adórendszer várható makrogazdasági hatásairól<sup>18</sup>, akkor a részletek ismeretének hiánya miatt elsősorban kvalitatív megállapításokra hagyatkoztunk.

Korábbi elemzéseinkben többször felhívtuk a figyelmet arra, hogy a magyar gazdaság potenciális növekedése az elmúlt évtizedben gyorsuló ütemben maradt el a régió többi országának teljesítményétől, aminek elsődleges okait a termelés inputpiacain jelentkező problémákban kell keresnünk. A magas munkát terhelő adóék és a bőkezű szociális ellátórendszer következtében a hazai munkaerő-piaci aktivitás az elmúlt években a régióban messze a legalacsonyabb lett, miközben a makrogazdasági stabilitás hiánya a magyar befektetések kockázati felárát emelte, tartósan alacsony

beruházási rátát eredményezve. Korábbi eredményeink szerint a munkaerőpiacon jelen lévő problémák a régiós tapasztalatoknál lényegesen jelentősebb torzulásokat okoznak, mint a tőkepiacon meglévők.<sup>19</sup> Bár az elmúlt másfél év folyamán a munkapiaci ösztönzők szempontjából történtek kedvező irányú változások (a munkát terhelő adóék csökkentése, egyéb aktivitási ösztönzők erősítése), az ösztönzők vonatkozásában még mindig hátrányban állunk régiós versenytársainkhoz képest. Az elmúlt évek stabilizációs csomagjai után a magyarországi befektetések régióhoz viszonyított kockázati felára némileg csökkent, azonban még mindig igen magas, ami továbbra is a gyors tőkefelhalmozást hátráltató tényező.

Az előbbieket tükrében pozitív tények tekinthető, hogy a kormányzat az adórendszer reformjába kezdett. Kockázatos és a beruházási klímára kedvezőtlen hatású lehet azonban, hogy 2011-

<sup>18</sup> Lásd az augusztusi jelentés 3-3-as keretes írását.

<sup>19</sup> Lásd például: Magyar Nemzeti Bank (2010): *Elemzés a konvergenciafolyamatokról*. 2010. május.



3-4. táblázat

## A potenciális GDP intézkedések számszerűsítésénél elszámolt adóváltozások

	2011	Hosszú táv
Szja-rendszer	16%-os kulcs a szuperbruttó bérre, családi kedvezmény, adójóváírás a 2011-es költségvetési törvény szerint, 10%-os nyugdíjjárulék	16%-os kulcs a bruttó bérre, családi kedvezmény 2011-es reálértéken, a 2011-es adójóváírás fele megmarad, 10%-os nyugdíjjárulék
Tőkejövedelmek adója	16%	16%
Társasági adó	10% (500 millió Ft-ig)	10% (kivéve a pénzügyi szektort ahol 30%)
Ágazati különadók	340 Mrd Ft szektorális különadó	GDP 0,5%-ának megfelelő (tartalmazza a pénzügyi szektor 30%-os tányá-kulcsát)

ben a 2010-es rendszerhez képest vett, több mint 600 milliárd forintos adókiengedés forrását részben átmeneti bevételek képezik: ágazati különadók kivetése és a magán-nyugdíjpénztári megtakarítások felhasználása. Mindezek következtében az szja- és a tányá-kulcsok csökkentését részben adóátrendezésnek (szektorális adók), részben fedezetlen adókiengedésnek tekinthetjük. Hosszabb távon a kiengedés egy részét – a kormányzati kommunikáció szerint – finanszírozhatja az ágazati különadók 2011-esnél alacsonyabb szintjének fennmaradása. A hosszú távú szektorális adók – amelyeknek feltevéseink szerint részét képezi a 30%-os pénzügyi szektort érintő tányá-kulcs is – azonban tartósan kedvezőtlen befektetői klímát, a gazdasági szereplők számára szűkös hitellehetőségeket és magas hitelfelárakat okozhatnak.

A hosszú távú növekedési hatások számításához a 2011-es költségvetéshez kapcsolódó jogszabályokból indultunk ki, a hosszabb távú adórendszer irányát illetően azonban feltevésekkel is élünk, mindezeket a 3-4. táblázatban foglaljuk röviden össze.

Amennyiben az adócsomag növekedési hatásait kívánjuk számba venni, azt érdemes áttekintnünk, hogy miként hat az a termel-

si tényezők felhalmozására és a termelékenység (TFP) várható alakulására. Ez utóbbi alakulását az előbbi részpiacokon lezajló változások eredőjeként próbáljuk meg levezetni.

## Hogyan változnak a munkapiaci ösztönzők?

Mint azt korábbi írásunkban már említettük, az adórendszerbeli változások munkapiaci hatása elsősorban az átlagos és a marginális adóé alakulásától függ. Az előbbi meghatározó a munkapiaci ki- és belépés (extenzív határ), míg az utóbbi a munkaintenzitás és a termelékenység (intenzív határ) alakulása szempontjából. Az átlagos és marginális adóékre vett rugalmasság mértéke eltérő a különféle jövedelmi szegmensekben (lásd 3-5. táblázat). Nemzetközi és hazai tapasztalatok alapján<sup>20</sup> megállapíthatjuk, hogy két olyan szegmens van, ahol a munkakínálat érzékenyen reagál az adóváltozásokra. Az alacsony jövedelmű családoknál elsősorban az átlagos adóékre vett érzékenység magas, és a munkapiaci ki- és belépést, azaz a foglalkoztatás alakulását befolyásolja. Az átlag feletti, de nem kiugróan magas jövedelmek pedig a marginális adóékre igen érzékenyek, és annak alakulása az effektív munkát, azaz a munkaintenzitást és a termelékenységet befolyásolja.<sup>21</sup>

3-5. táblázat

## Az adócsökkentés hatása a munkapiaci ösztönzők szempontjából

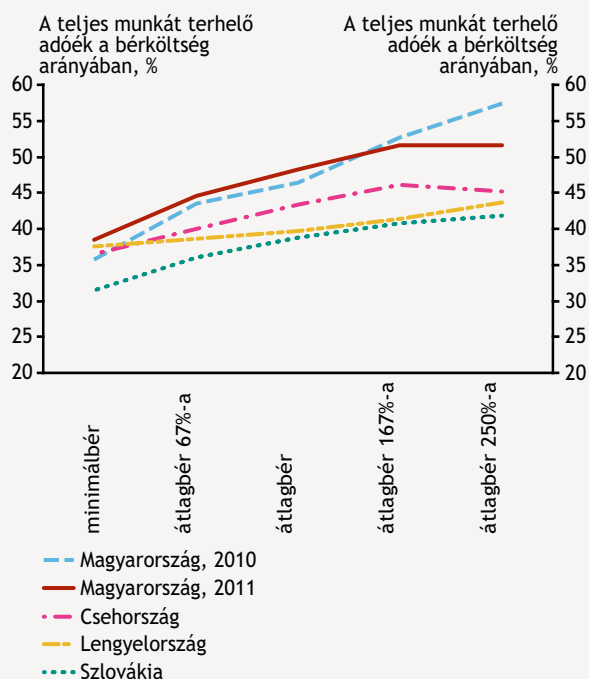
	Alacsony jövedelmű családok	Átlagos jövedelmű családok	Átlag feletti jövedelmű családok	Magas jövedelmű családok
Átlagos adóé hatása a foglalkoztatás bővülésére	magas	alacsony	alacsony	alacsony
Marginális adóé hatása a munkaintenzitás növekedésére*	alacsony	alacsony	magas	alacsony

\* A munkaintenzitásra hat az átlagos adóé változása is (jövedelmi hatás), mégpedig a marginális adóváltozástól (helyettesítési hatás) ellentétes előjellel, azaz esetünkben csökkentőleg. Leszámítva azonban a nagyon magas jövedelmi szinteket, a helyettesítési hatás nagyobb, mint a jövedelmi hatás, azaz az adócsökkentés összességében pozitívan hat a munkaintenzitásra.

<sup>20</sup> Lásd Bakos et al. (2008): The Elasticity of Taxable Income. [Az adóköteles jövedelem rugalmassága]. MNB Working Papers, 2008/7.

<sup>21</sup> A táblázatban alapvetően az elsődleges keresőkre vonatkozó hatásokkal foglalkozunk. A nagyon magas jövedelmű családoknál a másodlagos keresők esetében az adócsökkentés összességében lehet foglalkoztatás-visszafogó hatású. Ennek oka, hogy az adócsökkentés miatt az elsődleges kereső nettó jövedelme olyan mértékben emelkedik, hogy a másodlagos kereső számára a család szempontjából jobban megéri több időt a családra áldozni.

**3-6. ábra**  
**Az átlagos adóék alakulása a visegrádi országokkal összevetve 2011-ben\***



\* Az adatok az alkalmazottakra vonatkoznak.  
 Forrás: OECD, APEH-adatok.

A 3-3. táblázatban röviden összefoglaltuk, hogy a 2011-es adótörvények hatására az egyes jövedelmi csoportokban, illetve a cs-

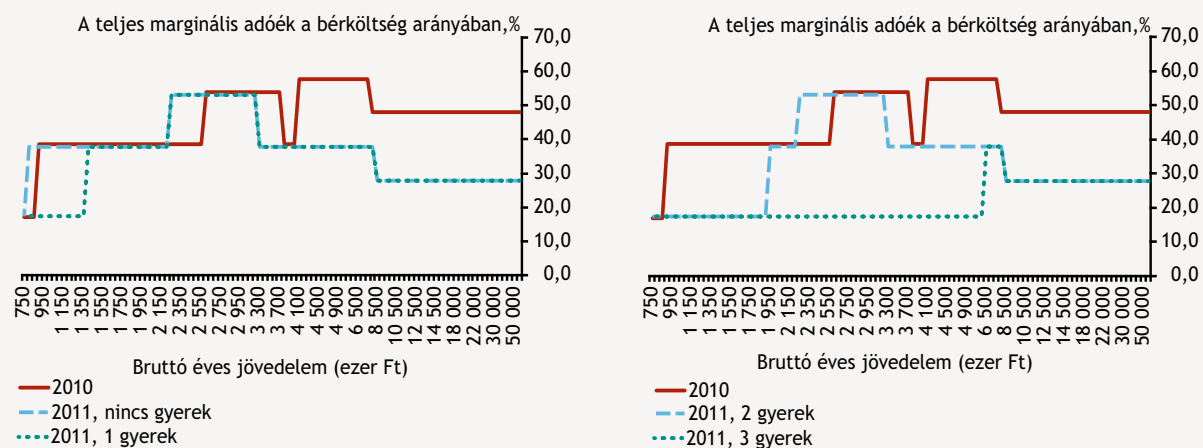
ládi helyzet függvényében hogyan alakulnak a nettó keresetek, amit az átlagos adóék változása határoz meg. Látható, hogy az adóintézkedések meglehetősen egyenlőtlenül érintik az egyes jövedelmi, illetve különféle gyerekszámmal rendelkező családokat. Általánosságban megállapítható, hogy az alsó jövedelmi decilisekben a szereplők inkább rosszabbul járnak, a nettó jövedelem csökkenésének mértéke azonban legfeljebb 1-2000 forintot tesz ki havonta. Az átlag feletti jövedelmeknél viszont jelentősebb a jövedelemtöbblet, különösen a családosok esetében.

Az intézkedések hatására az adórendszer progresszivitásának mértéke közeledik a visegrádi országokra jellemző mintához, azaz csökken a jelentős adóéktöbblet az átlag feletti jövedelmi szinteken, míg némileg emelkedik az adóék, az átlag alatti jövedelmeknél.

Ami a marginális adóráták lefutását illeti, látható, hogy míg az átlag alatti jövedelmeknél érdemben nem változik, az átlag feletti jövedelmeknél jelentősen csökken a marginális terhelés.

Ha a fenti eredményeket kvalitatív módon próbáljuk meg összegezni, azt kapjuk, hogy az átlagos adóék az arra érzékeny csoportokban nem változik érdemben, míg a marginális adóék az arra érzékeny csoportokban jelentősen csökken. Azaz, hasonlóan augusztusi jelentésünkhöz, többlet-GDP-növekedést az átlagosnál magasabb jövedelmű, képzetesebb munkaerő magasabb munkaintenzitásától és termelékenységétől, illetve a gazdaság kifehéredésétől várhatunk.<sup>22</sup> A gazdaság fehéredése erősödhet a szja-rendszer egyéb

**3-7. ábra**  
**A marginális adóék lefutása a jövedelem és a gyerekszám függvényében a 2011-es adórendszerben**



<sup>22</sup> Elemzéseink szerint a nemzetközi összehasonlításban magas adóék nemcsak a foglalkoztatás, hanem a termelékenység szempontjából is komoly problémákat okoz. Különösen igaz lehet ez a megállapítás az átlag feletti jövedelemmel rendelkező, képzett munkaerő vonatkozásában. A képzetesebb munkaerő béreinek aluljelentése ugyanis gátolja a középvállalati réteg kialakulását, mivel a dinamikus fejlődő cégeknek nem éri meg kisvállalkozásokból stabil munkaerő-állománnyal rendelkező középvállalattá fejlődni. A jelentős középvállalati réteg hiánya ugyanakkor gátja a fejlettebb (elsősorban külföldi tulajdonú) és fejletlenebb hazai vállalkozások közötti technológiai transzfernek, lassítva így a TFP növekedését. Lásd erről a 2010-es *Elemzés a konvergenciafolyamatokról* című kiadvány 3-2. fejezetét.

elemeinek 16%-os kulccsal történő összhangba hozásával is. Több-letfoglalkoztatás viszont csak annyiban keletkezhet, amennyiben feltételezhető, hogy a képzett és képzetlen munkaerő nem tökéletes helyettesítők, azaz a többlet-GDP-növekedés új munkahelyeket is generál a képzetlen foglalkoztatottak körében.

### Hogyan hat a csomag a beruházásokra?

Az szja-rendszerrel tehát ceteris paribus pozitív növekedési hatásokat várunk, a többlet-GDP realizálásához azonban többletberuházásokra is szükség van. A beruházások szempontjából azonban a csomag már nem nevezhető élénkítő jellegűnek, sőt összességében inkább a kedvezőtlen elemek dominálnak.<sup>23</sup>

Bár a társasági adó kulcsa 2013-ra egységesen 10%-ra csökkenhet, a különadók kivétele 2012-ig aggregált szinten inkább az effektív társasági adó emelkedését okozza. Hosszabb távon pedig a különadó – a kormányzati nyilatkozatok alapján feltételezve, hogy ennek fele tartós marad – nagyjából a felét emeli vissza a 2013-tól érvényes 10%-os kulcs adócsökkentő hatásának.

A gazdasági növekedés és a beruházások jövőbeli alakulása szempontjából különösen kockázatos a bankszektorra kivetett, hosszú távon érvényes 30%-os nyereségadó. Ez a nemzetközi összevetésben kiugróan magas teher ugyanis azt okozza, hogy a pénzügyi válságon túli időszakban sem várható, hogy a bankszektor hatékonyan finanszírozza a vállalati és lakossági szektorokat. A bankszektorra kivetett különadó emeli a hitelintézetek tőke- és így finanszírozási költségét, és hátrányosan érintheti a külföldi tulajdonú bankokat az anyabankok forrásallokációs döntéseinél. Emellett a bankszektor tőkehelyzetének tartós romlása a hitelfelárak tartós emelkedésében is tükröződhet majd.

Ezen túlmenően azonban számolnunk kell azzal is, hogy a különadók kivételének módja (annak visszamenőleges hatálya, átmeneti jellegének kérdésessége), a magán-nyugdíjpénztári megtakarítások felhasználása, az szja- és tánya-csökkentés átmeneti bevételekkel való finanszírozása önmagában is a befektetői bizalom romlását, és így a magyar eszközöktől elvárt kockázati felárak emelkedését okozhatja majd. Azaz, míg az szja-rendszerből származhatna többlet-GDP és némi pozitív foglalkoztatási hatás is, kérdés, hogy a többlet-GDP előállításához szükséges többletberuházás előáll-e.

### A hatások számszerűsítése egy kis általános egyensúlyi modellel

A kormányzati intézkedések hosszú távú makrogazdasági hatását egy kis általános egyensúlyi modellel számszerűsítettük. A modell aggregált szinten számol a különféle jövedelmi csoportok extenzív és intenzív munkakínálati rugalmasságával és a tőkeköltség megváltozásának a beruházási viselkedésre való hatásával, illetve végső soron mindezek hatásával a növekedésre.<sup>24</sup>

Szimulációkban alapvetően azoknak az intézkedéseknek a hatását számszerűsítettük, amelyek a hosszú távú növekedés szempontjából relevánsak lehetnek.

- Ami a munkapiacra ható intézkedéseket illeti, itt két intézkedéscsomagot számszerűsítettünk. Egyrészt – a 3-5. táblázat alapján – az szja-rendszer hosszú távú irányát a munkakeresletre és a munkakínálatra. Másrészt, a gyes-gyed 3 évre való visszaállításának hatását is, amely a hosszú távú aktivitási rátát mérsékelheti.<sup>25</sup>

- Ami a tőkeköltség alakulását illeti, itt is két lépésben jártunk el. Azt feltételeztük – a kormányzati nyilatkozatokkal összhangban –, hogy a szektorális különadók 2012-es szintjének a fele megmarad hosszú távon. Ezen túlmenően feltételezhető – az eddig elmondottakból következően –, hogy az intézkedések összességében emelik a beruházások kockázati prémiumát, illetve a hitelfelárakat, ami a vállalati tőkeköltségre kedvezőtlenül hathat. Mivel ez utóbbi hatást illetően meglehetősen nagy a bizonytalanság, ezért itt nem maradtunk egyetlen forgatókönyvnél, hanem azt illusztráltuk, hogy a kockázati felárak növekedése miként mérsékelheti a szja- és tánya-rendszer átalakításából adódó többletnövekedést.

A 3-6. táblázatban látható, hogy a kockázati felárak változatlan-sága esetén az adórendszer átalakítása a GDP szintjében 3%-nak megfelelő többletet okozhatna. Azaz feltételezve, hogy az intézkedések hatása 10 év alatt, egyenletesen érvényesül, évi 0,3% többletnövekedéssel számolhatunk az elkövetkező években. Ebben a scenárióban tehát azzal számoltunk, hogy az szja-rendszer és a gyes-gyed átalakítása mellett, a tánya a GDP fél százalékának megfelelően mérséklődik. Nem számolunk azonban a kockázati felárak emelkedésével.

<sup>23</sup> Változatlan tőkeköltségek esetén a többletberuházás megjön pusztán abból, hogy az adócsökkentéssel a munkakínálat növekedése miatt a bruttó bér ceteris paribus csökken, ami többletmunkaerő-felvétele és a lecsökkent tőke-munka arány emelésére készíti a vállalatokat. A kockázati felárak emelkedése azonban megdrágítja a tőkét, és így elmaradhatnak a szükséges beruházások.

<sup>24</sup> A modell struktúrájának, illetve kalibrálásának leírása megtalálható Scharle et al. (2010): A magyar adórendszer hatékonysága. *MNB-tanulmányok* 88.

<sup>25</sup> A rendelkezésre álló részletes információk híján nem tudtunk számszerűsíteni több, a hosszú távú aktivitást és foglalkoztatást érintő törvényjavaslatot: a nők 40 éves nyugdíjba vonulására, szociális transzferek szigorítására és a rugalmas foglalkoztatási formák támogatására vonatkozó intézkedési terveket.

Figyelembe véve azonban a mértékében bizonytalan, de előjelében valószínűsíthető kockázatfelár-emelkedést, látható, hogy az adóreformból származó növekedési többlet fokozatosan olvad. A kockázati felárak tartós, 150 bázispontos, illetve a feletti emelkedése pedig negatívba fordítja a GDP-hatások előjelét.

Azt is érdemes megfigyelnünk, hogy a többletnövekedés még a legkedvezőbb GDP-szenárióban is viszonylag csekély foglalkoztatás-többlettel jár. A korábbiakban már elmondottaknak megfelelően ennek az az elsődleges oka, hogy az adóék a munkapiaci ki- és belépés szempontjából érzékeny csoportokban nem

csökken, inkább némileg emelkedik. Emellett fontos hangsúlyozni, hogy az alacsonyabb potenciális GDP-t eredményező szenáriókban a nettó bérek csökkenése hosszú távon elinflálódik. Ennek oka, hogy az egyensúlyi bruttó bérek az eredeti adókiengedés méreténél nagyobb arányban csökkennek a tőkeállomány jelentős visszaesése miatt. Azaz, a kockázati felárak tartós és jelentős emelkedése esetén az adókiengedés csak átmenetileg juttatja többletjövedelemhez a munkavállalókat.

A novemberi jelentésünk alappályájában a kockázati felárak bizonytalansága miatt azt feltételeztük, hogy az intézkedések érdemben nem változtatják a potenciális GDP-t.

### 3-6. táblázat

#### Az adócsomag hosszú távú makrogazdasági hatása eltérő kockázatiprémium-változások mellett\*

Kockázati felárak változása	Bruttó bér	Létszám	Munkaintenzitás/ Termelékenység	Tőke	GDP
0 bp	0,3%	0,4%	3,3%	4,0%	3,5%
50 bp	-1,2%	0,3%	3,3%	0,9%	2,4%
100 bp	-2,7%	0,2%	3,3%	-2,2%	1,2%
150 bp	-4,2%	0,1%	3,3%	-5,3%	0,1%
200 bp	-5,7%	0,0%	3,3%	-8,4%	-1,1%

\* A hatás a változók szintjére értendő.

## 3.2. A laza munkapiacra az adóintézkedések a mérsékeltebb bérdinamika irányába hatnak

Az augusztusi inflációs jelentés óta beérkezett munkapiaci adatok azt mutatják, hogy bár várakozásainknál hamarabb és erőteljesebben indult meg a foglalkoztatás bővülése a magánszektorban, a tartósan magas munkanélküliség mellett a bérdinamika tovább mérséklődött, ami a várakozásainknál magasabb foglalkoztatási és mérsékeltebb bérpályát vetít előre a következő negyedévekre. Előrejelzési horizontunkon a javuló konjunktúra a foglalkoztatás és a bérek erősödő növekedését indokolná. Az szja-rendszer átalakítása fékezheti a bérdinamikát, és a munka relatív árának csökkentésén keresztül a termelés munkaintenzitását növelheti. A bérek növekedését korlátozza az is, hogy a különadók formájában jelentkező költségsokk további alkalmazkodási kényszert teremtenek, elsősorban a szolgáltatászektorban. Ezáltal a munkapiaci folyamatok ágazati heterogenitása is tovább erősödhet.

Az élénkülő konjunktúra elsősorban a feldolgozóipari foglalkoztatást bővítheti. A szolgáltatászektorban a recesszió idején jellemzőbb volt a munkaerő-tartalékolás, ami a fellendülés kezdetén mérsékli az új munkaerő iránti igényt.

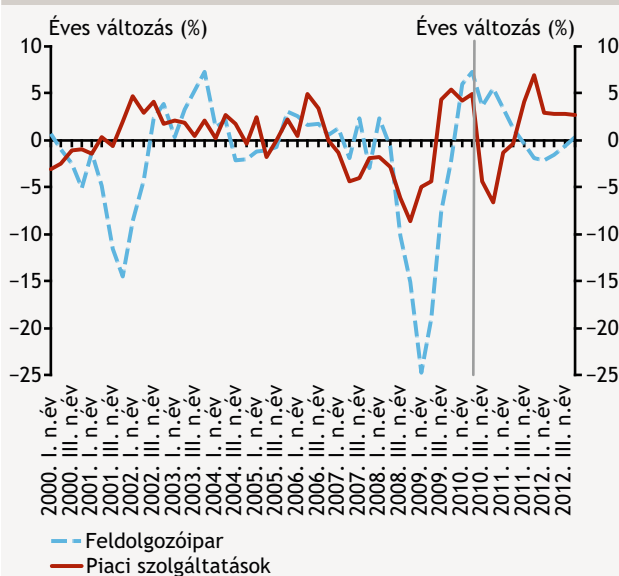
Ráadásul a nagy létszámú kereskedelmi szektorban a különadók is rontják a vállalati profithelyzetet, ami a létszám-bővítés gátja lehet. Míg a versenyszférában alkalmazottak száma folyamatosan bővíthet, addig 2011-től az állami foglalkoztatottak számának csökkenésével számolunk.

A növekvő nemzetgazdasági foglalkoztatás ellenére csak lassan mérséklődhet a munkanélküliségi ráta, mert az elmúlt évek kormányzati intézkedései, valamint az szja-rendszer egyes változásai az aktivitás fokozatos emelkedése irányába hatnak. Így teljes előrejelzési horizontunkon laza munkapiaci környezettel számolunk, amely tartósan mérsékelheti a bérek dinamikáját is.

A 2011. évi bérezést a kormányzati intézkedések több csatornán keresztül érintik. A legfontosabb hatással az szja-rendszer átalakítása bír. A munkavállalók a bruttó kereset-tömeg növekvő hányadát kapják kézhez, elsősorban a magasabb jövedelmi kategóriákban. Ez megteremti a lehetőségét annak, hogy a bruttó keresetnövekedés visszafogott maradjon, segítve a vállalati szektor jövedelmezőségének

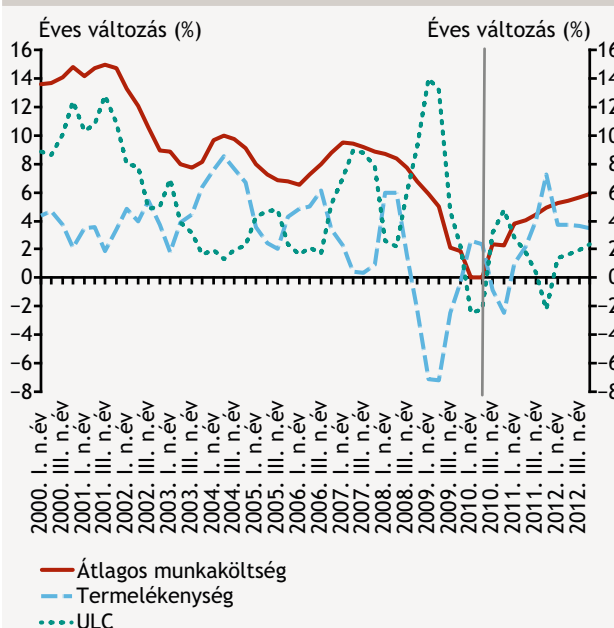
3-8. ábra

A vállalati jövedelmezőség alakulása



3-9. ábra

A fajlagos bérköltség és összetevőinek alakulása a versenyszférában



helyreállítását. Ezért előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy 2011-től a bruttó bérek dinamikája mérséklődhet, miközben a nettó keresetek élénkülnek.

A visszafogottabb bérezés irányába hatnak a vállalatokat érő költségsokkok is. A különadók okozta profitromláshoz a vállalatok a béremelések korlátozásával is alkalmazkodhatnak, elsősorban a szolgáltatászektorban. Az adóváltozásokat kísérő minimálbér-emelés emeli az alacsonyabb keresetűek foglalkoztatásának költségét, amit a vállalatok a

magasabb keresetűek béremeléseinek visszafogásán keresztül is kompenzálhatnak.

A laza munkapiaci feltételek és a tartósan visszafogott bérezés alappályánkban csekély inflációs nyomást eredményeznek a munkapiac oldaláról. Ugyanakkor kockázatot jelent, hogy a középtávú célnál magasabb szinten beragadó inflációs várakozások mellett a bérek dinamikája is magasabb lehet az előrejelzésben bemutatottnál.

### 3.3. Az élénkülő fogyasztás mellett jelentkező erős kínálati sokkok tartósan cél felett tartják az inflációt

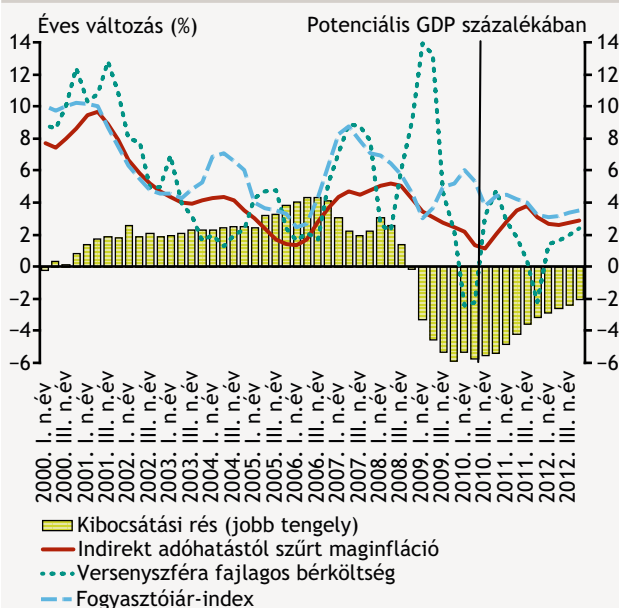
Előrejelzésünk alappályájában az infláció a monetáris politika számára releváns időtávon a 3 százalékos cél felett marad. A negatív kibocsátási rés, a laza munkapiaci körülmények miatt visszafogott bérezés és az augusztusi előrejelzésünk óta erősödő árfolyam az alacsonyabb infláció irányába mutat (3-10. ábra). Ugyanakkor a már rövid távon is jelentkező markáns kínálati sokkok az inflációs pálya emelkedése irányába hatnak. A monetáris politika számára e környezetben az jelenti a fő kihívást, hogy megfékezze a kínálati sokkok második körös hatásait. Mivel e sokkok több negyedéven keresztül éreztetik hatásukat, ezért fennáll a veszélye, hogy a bérekbe beépülve tartós inflációs nyomás alakul ki. Ennek kockázatát növeli, hogy az inflációs várakozások továbbra sem horgonyoztak a 3 százalékos cél körül.

A kibocsátási rés teljes előrejelzési horizontunkon negatív. A belső kereslet helyreállításáról alkotott képünk az augusztusi inflációs jelentés óta kismértékben javult. A kormány-

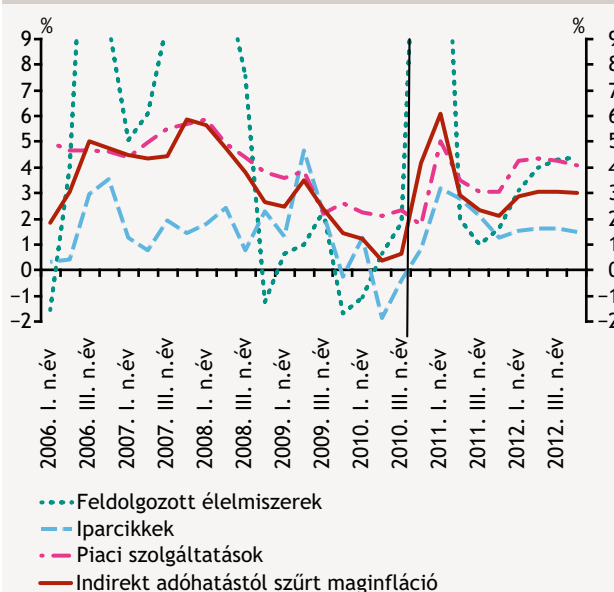
zati intézkedések élénkítik ugyan a háztartások fogyasztását, ezt a kormányzati fogyasztási kiadások csökkenése ellensúlyozza. Bár a feldolgozóiparban már megközelíti a válság előtti szintet a kapacitáskihasználtság, előrejelzési horizontunkon számottevő új kapacitások kiépülésével is számolunk. A szolgáltatószektorban változatlanul jelentős szabad kapacitásokat érzékelünk, amit a szektor foglalkoztatási folyamatai is alátámasztanak.

A munkapiac oldaláról érkező inflációs nyomás visszafogott maradhat. A foglalkoztatás mérsékelt bővülése mellett az aktivitás tartósan növekszik, ezért előrejelzési horizontunkon laza munkapiaci feltételekre számítunk. Ezzel összhangban a termelékenység fokozatos javulása mellett is mérsékelt maradhat a bérnövekedés. Az alacsony bérdinamikát az szja-rendszer átalakítása is elősegítheti, mivel az átlag fölötti bérkategóriákban alacsonyabb béremelések mellett is megvalósítható a nettó bérek kívánt növekedése. Mindezek eredményeként a fajlagos bérköltség növekedési

**3-10. ábra**  
Az infláció és az inflációt meghatározó legfontosabb makrogazdasági változók várható alakulása



**3-11. ábra**  
A maginflációs folyamatok várható alakulása  
(szezonálisan igazított, évesített negyedéves növekedés)



üteme előrejelzésünk alappályájában historikus összehasonlításban alacsony marad.

Ugyanakkor a gazdaságot ért kedvezőtlen kínálati sokkok már rövid távon az infláció gyorsulását eredményezhetik. A mezőgazdasági árak korábbi várakozásainknál nagyobb mértékben és tartósabban nőhetnek, és a feldolgozott élelmiszerek áraiba is erőteljesebben gyűrűzhetnek át 2010 végén és 2011 elején. Az élelmiszerárak emelkedésének mértéke és tartóssága hasonló lehet a 2007-ben tapasztaltéhoz.

Az ágazati különadók szintén áremelési nyomással járhatnak 2011-ben. Különösen a gyengébb jövedelmezőségű kereskedelmi szektor esetében valószínűsíthető, hogy a vállalatok a fogyasztókra is áthárítják a kivetett adók egy részét. Így a különadók 2011-ben érdemben emelhetik a

szolgáltatások inflációját. Hasonló okokból az iparcikkek inflációja is gyorsulhat 2011-ben, annak ellenére, hogy aktuális forint/euro árfolyamfeltevéseink korábbi feltevéseinél erősebb pályát mutat.

Előrejelzésünkben több, erőteljesebb és lassabb lecsengésű kínálati sokkal számolunk, mint az augusztusi inflációs jelentésben. Így erősödhet annak kockázata, hogy a magasabb inflációs környezet beépül a bérezésbe, és ezáltal a monetáris politika időhorizontján érdemi inflációs nyomás alakul ki a munkapiac oldaláról. Ennek esélyét növeli, hogy az inflációs várakozások továbbra sem horgonyoztak a 3 százalékos középtávú cél körül. Ezért előrejelzésünkben olyan kockázati pályát is felvázolunk, amelyben a magasan ragadt inflációs várakozások miatti gyorsabb nominálisbérnövekedés magasabb inflációhoz vezet, elsősorban 2012-ben.

### 3-5. keretes írás

#### A szektorspecifikus különadók rövid távú makrogazdasági hatásai

A szektorspecifikus különadókat a távközlési, energia- és a kereskedelmi szektorra vetette ki a kormányzat, 3 éves időtartamig, a 2010–2012 közötti időszakra. A kormányzati kommunikáció alapján azonban valószínűsíthető, hogy ezek egy része érvényben maradhat ezután is, pontos mértéke azonban nem ismert. A különadó éves mértékét, valamint az egyes szektorok különböző pénzügyi mutatóit a 3-7. táblázat mutatja. Figyelembe véve, hogy az adó csökkenti a társaságiadó-alapot, a három szektor által ténylegesen befizetendő addicionális összeg összesen 130 milliárd forint évente.

Ezek az adók egyösszegű (*lump sum*) adónak tekinthetők, hiszen mértéküket lényegében összegszerűen határozták meg, a vállalatok döntései (ár, bér, létszám, beruházás) nem befolyásolják.

A szokásos közgazdasági elméleti modellek szerint az egyösszegű adók nem okoznak változást a vállalatok viselkedésében (azaz nem torzító adók). Így az adók egy az egyben a profitot csökkentik. Ennek az az oka, hogy ezekben a modellekben feltételezzük, hogy a vállalatok optimálisan határozták meg árakat, béreiket és beruházásaikat, és így profitjukat maximalizálták. Árdöntéseiket a határköltségekre, béröntéseiket a határtermelékenységre, beruházási döntéseiket pedig a pótlólagos beruházások hozamának jelenértéke alapján határozzák meg, amit az egyösszegű adó befizetése nem befolyásol. Ugyanis az egyösszegű adó befizetése után is profitmaximumban maradnak – amely azonban természetesen kisebb, mint adó nélkül lenne –, így nincs okuk viselkedésük megváltoztatására.

Több oka is lehet azonban, amiért a valóságban mégis megváltoztathatják döntéseiket a vállalatok a különadó hatására. Az adók bevezetése növelheti a beruházási környezet bizonytalanságát, ami megemelheti a beruházások elvárt hozamát – ekkor a vállalatok a beruházások visszafogásával reagálhatnak. Szintén a beruházások csökkentése irányába hat, hogy az adó befizetésével kevesebb saját forrás marad beruházások megvalósítására, a külső forrás bevonása pedig rendszerint költségesebb. Továbbá a vállalatok esetleg nem tekintik az adókat átmenetinek, hanem hosszú távon is arra számíthatnak, hogy a profitábilis vagy nagy árbevételű ágazatokat különadókkal sújtják. Ekkor viselkedésüket megváltoztathatják, és a beruházások mellett az árakban és a bérekben is reagálhatnak. A különadók vállalati viselkedést megváltoztató hatása mellett szól az is, hogy ez a sokk egy szektor több vállalatát is érinti, és a versenytársak ismerik egymás különadó-terhelését, ami koordináló szerepet tölthet be, és elősegítheti az adó árakba való áthárítását. Végül az elméleti modellekkel szemben a vállalatok esetleg nem határköltség alapján áraznak, hanem egyszerű hüvelykujj-szabályok szerint, például egy fix profitrátát céloznak. Ebben az esetben is lehet viselkedési hatása a különadóknak.

A fentiek figyelembevételével, előrejelzésünk elkészítésekor azzal számoltunk, hogy a vállalatok a növekvő adóterhelésre az árak emelésével, a bér és létszám csökkentésével, illetve a beruházások elhalasztásával reagálhatnak. Az, hogy melyik szektor hogyan reagál, meglehetősen különböző lehet, figyelembe véve a szektorális profithelyzetet, a szektorok bértömegét, a



**3-7. táblázat**

**A szektorspecifikus különadók mértéke és az érintett szektorok főbb pénzügyi mutatói**

Ágazat (TEÁOR-kód)	Különadó (Mrd Ft)	Árbevétel (Mrd Ft)	Adózás előtti eredmény (Mrd Ft)	Befizetett nyereségadó (Mrd Ft)	Összes személyi költség (Mrd Ft)	Béreköltség (Mrd Ft)	Összes létszám (fő)	Bruttó átlagbér (Ft)	2009-es ágazati beruházás folyó áron (Mrd Ft)
Energetika (35)	70	4 820	201	30	172	105,2	25 091	345 560	205,2
Kiskereskedelem (47)	30	5 670	-31,6	10,5	498	262,7	233 653	139 414	137,6
Telekom. (61)	61	1 160	53,9	8,1	159	88	17 916	453 714	131,6

*Megjegyzés: Az energetika esetében a törvény nem TEÁOR-kód alapján rendelkezik az érintett vállalatok köréről, ezt a különféle statisztikák számítása során nem tudtuk figyelembe venni.*

korábban tervezett beruházások mennyiségét, valamint a verseny erősségét.

Valamennyi hatás – magasabb infláció, alacsonyabb beruházás, visszafogott bértörvény – rövid távon visszafogja a gazdasági növekedést.

Amennyiben feltételezzük, hogy a cégek az adót 100%-ban áthárítják a fogyasztókra, az több mint 1 százalékos árszint- és inflációs emelkedést okozhatna. Várakozásaink szerint azonban a várható inflációs hatás ennél lényegesen kisebb lehet. A legmagasabb áthárítási arány a kereskedelem területén jelentkezhet.

Ennek oka egyrészt, hogy ezen ágazat már az előző évben is veszteséget termelt, így profitja átmenetileg sem ad lehetőséget az adó lenyelésére. Másrészt a munkabéreköltségekre való továbbhárítást akadályozhatja, hogy a szektor átlagos munkabérei érdemben elmaradnak a nemzetgazdasági átlagtól, így a foglalkoztatottak számára az új jövedelemadó-intézkedések nem jelentenek adókiengedést. Alacsonyabb inflációs hatásra számíthatunk az energetika és a telekommunikációs ágazatok esetében. Itt a megnövekedett adóterhelést várhatóan nagyobb mértékben beruházási aktivitás visszafogásával és a béreköltségek lefaragásával kompenzálhatják a vállalatok. Ez utóbbi hatás valószínűségét növeli, hogy az

ágazati átlagbérek jelentősen meghaladják a nemzetgazdasági átlagot, így az szja-intézkedések változatlan nominális bérek mellett is érdemi nettó béremelkedést okozhatnak. Számításaink szerint a nominális bruttó bérek befagyasztása és a prémiumok visszavágása mintegy évi 10 milliárd forinttal járulhat hozzá az adóteher kifizetéséhez, ami a bérindexet 0,2 százalékponttal csökkenti.

A beruházási hatások becslésénél úgy számoltunk, mintha a szektorális különadó a tőkére kivetett adó lenne. Ez az effektív adókulcs 1 százalékpontos emelkedését okozza, ami a tőkeköltséget 26 bázisponttal emelné. Mivel tőkeintenzív ágazatokról van szó, ez a beruházásaik jelentős, évi 40 milliárd forintos csökkenését okozná évente. Figyelembe véve azonban, hogy 2010-ben már nincs módjuk a különadóra reagálni, feltételezzük, hogy a beruházások csökkenése 2011-ben és 2012-ben lesz magasabb. Így a szektorok beruházásának 60 milliárd forintos csökkenésével számolunk a következő két évben (ez az ágazatok beruházásainak valamivel kevesebb, mint 15 százaléka, míg a nemzetgazdasági beruházások 0,9 százaléka).

A tőkeköltség emelkedéséből az árak növekedésére is becslést adhatunk, ez 2011–2012-ben a fogyasztói árszínvonalat 0,3 százalékkal emelné, ami a 2011-es infláció emelkedését okozza. Azaz ez mintegy 1/3-os átlagos áthárítási arányt jelenthetne.

**3-8. táblázat**

**Szektorális különadók hatásai a beruházásokra, inflációra és bérré**

	Szektorális különadók közvetlen hatása			Közvetett hatás (bizonytalanabbá váló befektetési környezet)
	Beruházások (Mrd Ft)	Infláció (százalékpont)	Bérek (százalékpont)	Beruházások (Mrd Ft)
2010	0	0	0	0
2011	-60	0,3	-0,2	-80
2012	-60	0,2	0	-120

Az utóbbi hetek információi alapján azonban nagy a valószínűsége annak, hogy ezek a különadók akár tartóssá is válhatnak. Ilyenkor a vállalatok kevésbé lehetnek hajlandók lenyelni a különadóból eredő profitvesztéseket. Ezért feltételezhető, hogy az áthárítás is nagyobb mértékű és hosszabb időre elhúzódó lehet. Ez alapján azt gondoljuk, hogy a teljes, több mint 1 százalékpontos áthárításhoz képest ezen hatás fele jelenhet meg a fogyasztói árakban. Ebből a nagyobb rész (0,3 százalékpont) 2011-ben, a kisebb rész (0,2 százalékpont) pedig 2012-ben valósulhat meg.

Az adó azon hányadát, amelyet a fenti módokon nem tudnak áthárítani vagy megtakarítani, a profitban kénytelenek lenyelni

az érintett szektorok. Ez leginkább az idei évi profitot rontja, összhangban azzal a feltételezésünkkel, hogy idén az érintett szektorok már nem tudnak a különadóra érdemben reagálni.

A közvetlen következményeken túl számolunk a bizonytalanabbá váló befektetési környezet hatásaival is. Ez az érintett szektorokon kívül a teljes nemzetgazdaságban a beruházások alacsonyabb szintjét indokolja. Emiatt a beruházások előrejelzését összességében további 200 milliárd forinttal mérsékeljük az előrejelzési horizonton, ezen belül 2011-ben 80 milliárd, 2012-ben 120 milliárd forint csökkenéssel számoltunk.

A maginfláción kívüli tételekre vonatkozó inflációs várakozásaink rövid távon a nyersélelmiszer-árak gyors növekedése miatt emelkedtek. A nyersélelmiszerárak emelkedése a 2011-es új termékek megjelenésével várhatóan nem folytatódik hasonló ütemben, ami az éves indexekben látványos bázishatást okozhat. Alapfeltevéseink változása előrejelzési horizontunkon a szabályozott árak mérsékelt emelkedése irányába hat. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy a gázár-támogatási rendszer – korábbi feltevéseinkkel ellentétben – nem szűnik meg, így ez a feltevés várhatóan szintén a kisebb emelkedés irányába mutat.

Az inflációs előrejelzésünk alappályájában – rögzített árfolyam és kamatszint feltételezése mellett – teljes előrejelzési horizontunkon a 3 százalékos inflációs cél felett marad. Bár a negatív kibocsátási rés, a laza munkapiaci környezet és az erősebb árfolyam összességében alacsonyabb inflációs pályát indokolna, erőteljes kínálati sokkok emelik az infláció mértékét. E sokkok hatása több negyedéven keresztül érvényesül. Továbbá az inflációs várakozások horgonyzott-ságának hiánya növeli a második körös inflációs hatások tartós kialakulásának kockázatát.

### 3 9. táblázat

#### Inflációs előrejelzésünk időbeli lefutása

	Súly	2010. I. n.év	2010. II. n.év	2010. III. n.év	2010. IV. n.év	2011. I. n.év	2011. II. n.év	2011. III. n.év	2011. IV. n.év	2012. I. n.év	2012. II. n.év	2012. III. n.év	2012. IV. n.év
Feldolgozatlan élelmiszer	5,8	1,1	-2,7	12,6	16,3	13,7	8,1	1,8	1,3	0,6	3,2	5,0	5,4
Járműüzemanyag és piaci energia	7,6	21,3	20,8	14,4	13,9	5,5	1,1	1,1	2,4	3,3	3,4	3,1	2,8
Szabályozott árak	16,7	6,5	8,0	6,0	5,6	6,7	5,8	5,9	6,6	5,9	5,7	5,2	4,9
Maginfláció	70,0	4,8	3,9	1,5	2,2	3,1	3,6	4,0	3,5	2,7	2,7	2,9	3,2
Fogyasztóiár-index	100,0	6,0	5,3	3,8	4,4	4,5	4,0	3,9	3,8	3,1	3,3	3,4	3,5

## 3.4. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

Az aktuális inflációs jelentéstől módosítottunk az előrejelzést övező kockázatok megjelenítésén. Korábbi jelentéseinkben az alternatív forgatókönyvekben kidolgozott kockázati pályákat a stáb értékítéletének megfelelően láttuk el valószínűségekkel, és az így készített legyezőábra ferdesége jelezte a stáb konszenzusos kockázati megítélését. Az aktuális jelentésben csak az alternatív forgatókönyveink pontos számszerűsítéseit mutatjuk be, miközben az alappálya köré rajzolt legyezőábra szimmetrikus, és az előrejelzés – múltbeli becsült hibákon alapuló – bizonytalanságát jelzi.

Az alappálya mellett három, az előrejelzésünkre jelentős hatással bíró kockázati pálya várható hatásait számszerűsítettük.

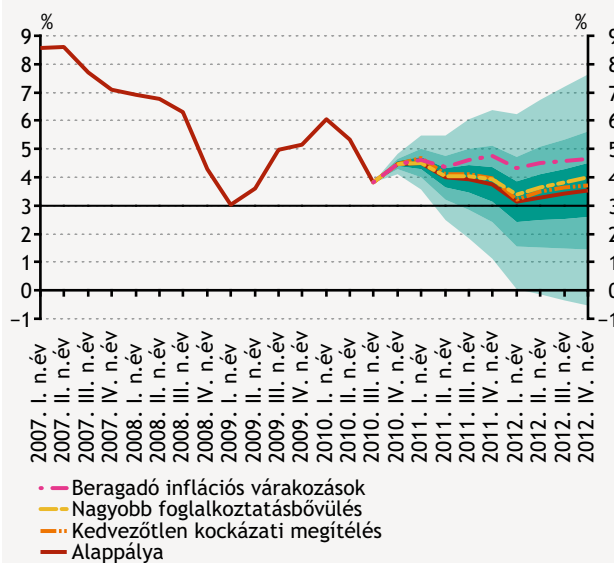
Az inflációs várakozások csökkenése az elmúlt hónapokban lelassult, és továbbra is jelentősen meghaladja a középtávú inflációs cél mértékét. A jelenség hátterében a kedvezőtlen hazai inflációs múlt és a magyar inflációt jelenleg is magasán tartó jelentős egyedi sokkok állhatnak. Bár a recessziós gazdasági környezetben a rövid távú inflációs nyomást mérő mutatóink fokozatos lassulást mutatnak, az indirektadó-intézkedések, a szabályozottár-emelések és a világgazdasági energiaár-növekedés miatt az éves inflációs ráta jelenleg is érdemben meghaladja a középtávú inflációs célt. Tekintve, hogy a magyar infláció a rendszerváltás óta huzamosabb ideig még nem tartózkodott a 3%-os inflációs cél közelében, bizonytalan lehet annak megítélése, hogy egy újbóli növekedési fázisba lépő gazdaságban a kitűzött inflációs cél milyen mértékben tudja orientálni a gazdasági szereplők árazási és bérezési döntéseit. Ez a kockázati pálya érdemi felfelé mutató kockázatokra mutat rá az inflációs alappályában, hatása a GDP-pályára azonban közel semleges.

Második forgatókönyvünk annak hatásait mutatja be, ha a foglalkoztatás várakozásainknál gyorsabban tér vissza a válság előtt jellemző szinthez. Ennek oka egyrészt lehet a kormány gazdasági csomagjának vártnál kedvezőbb munkakinálattai hatása, másrészt a munka relatív árának csökkenésével és a belföldi kereslet élénkülésével párhuzamosan a korábban munkaerő-tartalékolást végző ágazatokban is gyorsabb foglalkoztatásbővülés lehet. Amennyiben a befek-

etők úgy ítélik meg, hogy a személyi jövedelemadó és a társasági adózás terén végbement kedvező változások ellensúlyozzák a szektorális adók kedvezőtlen hatásait, a befektetések kockázati prémiuma is javulhat (ellentétben az alappályával, ahol a kockázati prémiumok emelkedésére számítunk). Az elérhető munkaerő bővülése így a beruházások további élénkülését eredményezheti. A kedvezőbb munkaerő-piaci helyzet következtében jelentős mértékben megnövekedhet a háztartások fogyasztása is. Ez a forgatókönyv a GDP-alappályánkban foglaltnál gyorsabb bővülést vetít előre. A magasabb foglalkoztatás ugyanakkor a bértömeg jelentős növekedését, ennek révén pedig az infláció gyorsulását eredményezheti.

Harmadik kockázati forgatókönyvünk a magyar gazdaság kockázati megítélésének romlása. Ennek forrása részben a világgazdaság kilábalását övező veszélyek realizálódása lehet, amit a költségvetés fenntarthatóságával kapcsolatos kockázatok és a külső finanszírozási költségek emelkedése is felerősíthetnek. Ezen szcenáriónak már rövid távon is

**3-12. ábra**  
Az inflációs előrejelzésünk alappályája, bizonytalansága és az alternatív forgatókönyvek hatása

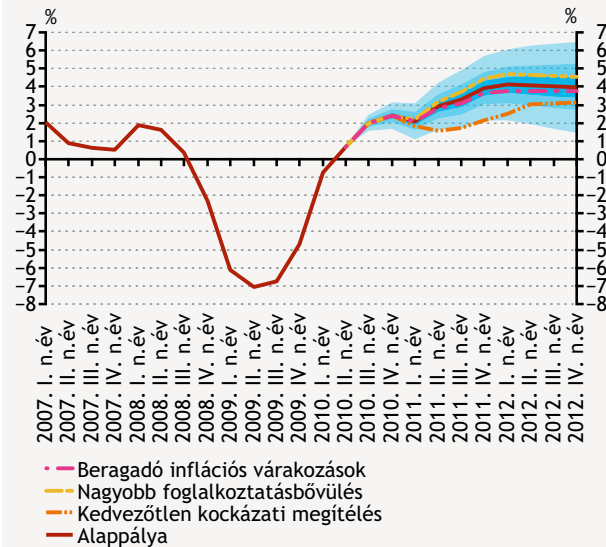


jelentős növekedési hatásai lehetnek. A külső környezet romlása az exportot mérsékli, míg a kockázati megítélés romlása a vállalatok tőkeköltségét emeli, szigorítja a vállalati és lakossági hitelfeltételeket, összességében jelentősen csökkentve a fogyasztási és beruházási aktivitást. A növekedés már 2011-ben mintegy 1,5-2 százalékponttal maradhat el az alappályában felvázolttól. A kockázati prémium emelkedése az árfolyam leértékelődésében is jelentkezhet, ami tovább erősítené a rövid távon jelentkező inflációs nyomást. Ennek hatását a belföldi kereslet lassulása, illetve az importált infláció mérséklődése csak részben ellensúlyozhatja, ami az alappályában vártnál némileg magasabb inflációs pálya kialakulását eredményezhetné.

3-13. ábra

**A GDP-előrejelzésünk alappályája, bizonytalansága és az alternatív forgatókönyvek hatása**

(éves változás, szezonálisan igazított és kiegyensúlyozott adatok alapján)



## 3.5. Fokozatosan mérséklődő külső finanszírozási képesség várható

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége az egész előrejelzési horizonton jelentős mértékű lehet, ugyanakkor nagysága a jövedelemegyenleg hiányának növekedése miatt fokozatosan csökkenhet. A külfölddel szembeni megtakarítói pozíció dinamikája eltér az előző prognózisunktól, ami elsősorban a különadók profitkivített befolyásoló hatásához köthető. A külkereskedelmi folyamatokról beérkezett adatok a korábban vártnál kedvezőbb külső egyensúlyi pályát vetítenének előre, azonban ezt a hatást a fizetési mérlegben végrehajtott módszertani váltások és a jövedelemadó-csökkenés keresletnövelő hatása nagyjából ellensúlyozza.

Az elkövetkező években várhatóan fennmarad a reálgazdasági egyenleg jelentős mértékű többlete, ami elsősorban a külső kereslet vezérelte exportnövekedéshez köthető. Az emelkedő beruházás- és fogyasztásbővülés importnövelő hatását 2012-től ellensúlyozhatja az autóiipari beruházások nyomán meginduló termelés nettó exportot javító hatása.

A 2008–2009-es visszaesést követően 2010-től már fokozatosan javulhat a vállalatok profitabilitása, ami a jövedelemegyenleg folyamatosan emelkedő hiányát vetíti előre. Ezzel ellentétes hatása van a kivetett vállalati különadóknak, amelyek 2010-ben nagymértékben csökkentik a külföldi tulajdonú vállalatok profitját. Ezért ezen vállalatok profit-

kiutalása mérséklődhet, ami a jövedelemegyenleg kisebb hiányát eredményezi. Az elkövetkező években ugyanakkor arra számíthatunk, hogy a vállalatok a bérek visszafogásával, illetve az árak emelésével ellensúlyozzák a különadók profitrontó hatását, így 2011-től a különadók már nem csökkentik a jövedelemegyenleg hiányát. Emellett a jelenlegi euro és forint hozamgörbék 2011-től az adóssággeneráló eszközök után fizetett nettó kamatkidadások lassú emelkedését valószínűsítik. A tőkemérleg többlete – a jelentős mértékű EU-transzfer beáramlása következtében – az elkövetkező években is jelentős mértékben járul hozzá a külső finanszírozási képesség fennmaradásához.

Előrejelzési horizontunkon a magánszektor pénzügyi megtakarítása bőven ellensúlyozza az államháztartás SNA-típusú finanszírozási igényét. A jövedelemadó-csökkenés elsősorban a magasabb jövedelmű, és ezért nagyobb megtakarítási hányaddal rendelkező háztartások rendelkezésre álló jövedelmét növeli, azonban a háztartások fogyasztásának gyorsuló növekedése fokozatosan mérséklődő lakossági megtakarítást valószínűsít. 2011–2012-ben emellett a nyugdíjpénztárral kapcsolatos intézkedések (részletesebben lásd a költségvetési részt) is csökkentik a szektor finanszírozási képességét, amely így jelentős mértékben visszaesik a következő két évben (3-11. táblázat). 2011-ben a nyugdíjpénztári tagdíjak

### 3-10. táblázat

#### A külső finanszírozási képesség szerkezete

(GDP arányában, százalék, ha másképpen nem jelezzük)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	Tény/Előzetes tény						Előrejelzés		
1. Áru- és szolgáltatásegyenleg	-3,2	-1,6	-1,4	0,9	0,4	5,1	6,8	6,8	7,0
2. Jövedelemegyenleg	-5,2	-5,7	-5,9	-7,3	-7,2	-5,9	-5,4	-6,2	-6,7
3. Viszonzatlan folyó átutalások egyenlege	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	0,4	0,0	-0,2	-0,2
<i>I. Folyó fizetési mérleg egyenlege (1+2+3)</i>	-8,6	-7,6	-7,6	-6,9	-7,4	-0,5	1,3	0,3	0,1
<i>Folyó fizetési mérleg egyenlege milliárd euróban</i>	-7,1	-6,7	-6,8	-7,0	-7,8	-0,4	1,3	0,3	0,1
<i>II. Tőkemérleg egyenlege</i>	0,1	0,7	0,8	0,7	1,0	1,3	2,0	2,3	2,3
<b>Külső finanszírozási képesség (I+II)</b>	<b>-8,5</b>	<b>-6,9</b>	<b>-6,8</b>	<b>-6,2</b>	<b>-6,4</b>	<b>0,8</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>

## 3-11. táblázat

## A háztartási szektor nettó finanszírozási képességének alakulása

(a GDP arányában)

	2010	2011	2012
Alapfolyamatokat mutató nettó finanszírozási képesség	5,4	4,9	4,4
- A magánnyugdíj-járulékok befizetések felfüggesztésének hatása	0,3	1,1	-
- Az átlépők járulékbefizetésének kiesése miatti hatás	-	-	0,4
= SNA-hiánnyal konzisztens nettó finanszírozási képesség	5,1	3,8	4,0
- Az átlépők miatti vagyonyhatás*	0,1	1,9	1,8
<b>= Nettó finanszírozási képesség a pénzügyi számlákban</b>	<b>5,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>

\* Tartalmazza a 2009 végén történt átlépések miatti áthúzóó vagyonyhatást is.

átutalásának felfüggesztése a GDP több mint 1 százalékaival csökkenti a lakosság nettó pénzügyi megtakarítását. Még ennél is nagyobb hatása van az állami nyugdíjrendszerbe való visszalépés lehetőségének: a 2011-es költségvetésen alapuló feltételezésünk szerint összesen a tagok közel 40 százaléka lép vissza az állami rendszerbe, 2011-ben és 2012-ben egyenlő arányban. Ennek hatására a háztartási szektor pénzügyi megtakarítása mindkét évben a GDP közel 2 százalékaival csökkenhet korábbi prognózisunkhoz képest. Ez a hatás ugyanakkor – a hiány átmeneti csökkentése miatt – nem jelenik meg az államháztartás SNA-szemléletű mutatójában, így a háztartások SNA-hiánnyal konzisztens finanszírozási képességében sem jelenítjük meg.

A társasági adó kedvezményes kulcsának kiterjesztése, a kedvező külső kereslet és a várhatóan továbbra is magas EU-transzfer az elkövetkező időszakban is magas vállalati finanszírozási képességet valószínűsít. A bankadó a hitelezés vélhető visszafogásán keresztül járulhat hozzá a magán-szektor magas pénzügyi megtakarításának fennmaradásához. A 2012-től érdemben élénkülő beruházás a vállalatok pénzügyi megtakarításának csökkenéséhez vezethet, amivel párhuzamosan az ország külső finanszírozási képessége is tovább mérséklődik.

## 3-12. táblázat

## Az egyes szektorok GDP-arányos nettó finanszírozási képessége

(a GDP arányában)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	Tény/Előzetes tény						Előrejelzés		
I. Kibővített államháztartás*	-7,6	-8,9	-9,1	-5,4	-3,3	-4,2	-4,3	-4,7	-5,0
II. Háztartások**	2,3	4,3	3,3	1,6	1,5	3,5	5,1	3,8	4,0
Vállalatok és „hiba” (= A - I. - II. )	-3,2	-2,3	-1,0	-2,3	-4,6	1,6	2,6	3,6	3,3
A. Külső finanszírozási képesség, „felülről”(= B + C )	-8,5	-6,9	-6,8	-6,2	-6,4	0,8	3,4	2,6	2,3
B. Folyó fizetési mérleg egyenlege	-8,6	-7,6	-7,6	-6,9	-7,4	-0,5	1,3	0,3	0,1
C. Tőkemérleg egyenlege	0,1	0,7	0,8	0,7	1,0	1,3	2,0	2,3	2,3
D. Tévedések és hiba (NEO)***	-2,0	-2,2	-1,9	-0,3	-2,4	-0,2	-1,3	-1,2	-1,1
Külső finanszírozási képesség „alulról” (= A + D)	-10,5	-9,1	-8,8	-6,5	-8,8	0,6	2,1	1,4	1,2

\* A kibővített államháztartásba az állami költségvetésen túl az önkormányzatok, az ÁPV Zrt., a kvázifiskális feladatokat ellátó intézmények (MÁV, BKV), az MNB és az állami kezdeményezésű, de formálisan PPP-konstrukciójú beruházásokat végző intézmények tartoznak. Az állam finanszírozási igényének előrejelzése nem számol stabilitási és kamatkockázati tartalékkal.

\*\* Az államháztartás SNA-hiányával konzisztens finanszírozási képesség, ami – annak átmeneti hatása miatt – nem veszi figyelembe a nyugdíjpénztári átlépők miatti vagyonyvesztést. A háztartások hivatalos finanszírozási képessége ennél jóval kisebb lehet (lásd 3-11. táblázat).

\*\*\* A fizetési mérleg „tévedések és hiba” sorának előrejelzésénél a négy negyedéves kumulált érték szinten maradását feltételeztük.

3-13. táblázat							
Előrejelzésünk változása augusztushoz képest							
	2009	2010		2011		2012	
		Előrejelzés					
	Tény	Augusztus	Aktuális	Augusztus	Aktuális	Augusztus	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)</b>							
Maginfláció <sup>1</sup>	4,1	3,0	3,1	2,5	3,5	2,9	2,9
Fogyasztóiár-index	4,2	4,7	4,9	3,5	4,0	3,4	3,3
<b>Gazdasági növekedés</b>							
Külső kereslet (GDP-alapon)	-4,2	1,7	2,1	1,8	1,9	2,0	2,0
Háztartások fogyasztási kiadása	-7,6	-3,5	-3,0	2,2	2,8	3,6	4,0
Kormányzat végső fogyasztásai	-1,2	-0,1	-0,1	1,5	0,9	0,9	-1,1
Állóeszköz-felhalmozás	-6,5	1,0	-0,9	2,8	3,2	5,3	6,4
Belföldi felhasználás	-11,5	-0,9	-1,5	2,2	2,5	3,4	3,5
Export	-9,1	11,6	14,5	7,5	10,5	9,5	9,8
Import	-15,4	10,4	12,5	7,2	10,7	9,7	9,7
GDP*	-6,7	0,9	1,1	2,8	3,1	3,8	4,0
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-0,5	0,7	1,3	0,9	0,3	0,1	0,1
Külső finanszírozási képesség	0,8	2,9	3,4	3,3	2,6	2,3	2,3
<b>Államháztartás<sup>2</sup></b>							
ESA-egyenleg	-4,4	-4,3	-3,8	-4,1	-2,7	-3,7	-3,1
<b>Munkapiac</b>							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	0,6	2,7	2,0	4,4	2,2	5,4	5,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság <sup>4</sup>	-2,5	-0,3	0,1	0,4	0,5	0,6	0,4
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>5</sup>	4,4	4,2	3,9	4,6	4,4	5,6	5,6
Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>4</sup>	-3,8	-1,5	-0,7	0,3	0,9	0,8	1,2
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>4,6</sup>	8,3	-1,9	0,8	1,7	0,7	2,7	1,9
Lakossági reáljövedelem <sup>7</sup>	-5,8	-2,7	-1,1	1,9	1,3	3,0	3,1

<sup>1</sup> 2009 májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre.  
<sup>2</sup> A GDP arányában. Alap-előrejelzésünkben nem számoltunk a felhalmozott adósságok átvállalásából adódó kockázatokkal.  
<sup>3</sup> Pénzforgalmi szemléletben.  
<sup>4</sup> A KSH munkaerő felmérése szerint.  
<sup>5</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.  
<sup>6</sup> A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.  
<sup>7</sup> MNB-becslés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági jövedelmeket korrigáltuk a kötelező magán-nyugdíjpénztári befizetések miatti vagyonyváltozások hatásával.  
 \* Naptári hatással nem korrigált adatok.

## 3-14. táblázat

## Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2010	2011	2012
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>			
MNB (2010. november)	4,9	4,0	3,3
Költségvetési Tanács (2010 november)	4,8	3,7	3,1
Consensus Economics (2010. október) <sup>1</sup>	4,5 – 4,8 – 4,9	2,5 – 3,3 – 4,0	–
Európai Bizottság (2010. május)	4,6	2,8	–
IMF (2010. október)	4,7	3,3	3,0
OECD (2010. november)	4,9	2,9	3,1
Reuters-felmérés (2010. november) <sup>1</sup>	4,7 – 4,8 – 5,1	3,0 – 3,6 – 4,0	2,7 – 3,1 – 3,8
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2010. november) <sup>4</sup>	1,1	3,1	4,0
Költségvetési Tanács (2010 november)	0,9	2,8	3,3
Consensus Economics (2010. november) <sup>1</sup>	0,5 – 1,0 – 1,2	1,5 – 2,4 – 3,0	–
Európai Bizottság (2010. május)	0,0	2,8	–
IMF (2010. október)	0,6	2,0	3,0
OECD (2010. november)	1,1	2,5	3,1
Reuters-felmérés (2010. november) <sup>1</sup>	0,8 – 1,0 – 1,4	1,8 – 2,6 – 3,0	–
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP %-ában)</b>			
MNB (2010. november)	1,3	0,3	0,1
Európai Bizottság (2010. május)	-0,2	-0,3	–
IMF (2010. október)	0,5	0,7	-0,7
OECD (2010. november)	-0,3	-1,1	–
<b>Államháztartás egyenlege (ESA-95 szerint, a GDP %-ában)</b>			
MNB (2010. november) <sup>6</sup>	-3,8	-2,7	-3,1
Költségvetési Tanács (2010 november)	-3,7	-2,4	–
Consensus Economics (2010. november) <sup>1</sup>	(-3,0)–(-3,9)–(-5,0)	(-2,3)–(-3,1)–(-4,0)	–
Európai Bizottság (2010 május)	-4,1	-4,0	–
IMF (2010. október)	-4,2	-4,5	-5,2
OECD (2010. november)	-4,2	-3,1	-2,9
Reuters-felmérés (2010. november) <sup>1</sup>	(-3,8)–(-3,8)–(-4,1)	(-2,5)–(-2,9)–(-3,2)	–
<b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2010. november)	10,7	5,4	4,6
Európai Bizottság (2010. május) <sup>2</sup>	4,5	5,1	–
IMF (2010. október)	9,9	5,1	–
OECD (2010. november) <sup>2,3</sup>	10,8	6,7	5,2
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2010. november)	2,1	1,9	2,0
Európai Bizottság (2010. május) <sup>2</sup>	1,4	2,0	–
IMF (2010. október) <sup>2</sup>	2,2	2,1	2,5
OECD (2010. november) <sup>2,3</sup>	2,7	2,3	2,4
<b>Euroövezet GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2010. november) <sup>5</sup>	1,6	1,4	1,5
Európai Bizottság (2010. május)	0,9	1,5	–
IMF (2010. október)	1,7	1,5	1,8
OECD (2010. november)	1,7	1,7	2,0

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

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

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

<sup>3</sup> Az OECD nem publikál Romániáról adatokat, így az OECD-előrejelzésünk nem veszi figyelembe Romániát.

<sup>4</sup> Naptári hatással nem korrigált adatok.

<sup>5</sup> MNB által rendszeresen megfigyelt eurozóna-tagokból képzett aggregátum.

<sup>6</sup> Alap-előrejelzésünkben nem számoltunk a felhalmozott adósságok átvállalásából adódó kockázatokkal.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2010. november); European Commission Economic Forecasts (2010. május); IMF World Economic Outlook (2010. október); Reuters-felmérés (2010. november); OECD Economic Outlook No. 88 (2010. november).



## 3.6. Az átmeneti nagymértékű bevételi intézkedésekkel érhetőek el a kormányzati hiánycélok

Az őszi folyamán bejelentett kormányzati intézkedések alapvetően rajzolták át a költségvetési pályát. A 2. gazdasági akcióterv és a költségvetési törvényjavaslat nagymértékű átmeneti bevételnövelő intézkedések révén biztosítja 2010–2011-ben az éves költségvetési célok elérését, így az ESA-szemléletű költségvetési hiány eddigi legalacsonyabb szintjét érheti el. Az átmeneti bevételnövelés mellett azonban olyan tartós intézkedések is születtek, amelyek önmagukban a költségvetési hiány növekedését eredményeznék az adóbevételek csökkenése, illetve a kiadások emelkedése révén. A jelentős átmeneti bevételeket tehát összességében három módon használja fel a költségvetés: egyrészt a költségvetési hiány csökkentésére, másrészt az adócsökkentő intézkedések kompenzálására, harmadrészt az augusztusban feltételezettnél magasabb kiadások fedezésére.

Az átmeneti intézkedések<sup>26</sup> nélkül számított strukturális hiány jelentősen emelkedik augusztusi előrejelzésünkhöz képest – elsősorban a személyi jövedelemadó csökkentésének következtében. Az átmeneti intézkedések miatt az ESA-típusú költségvetési hiány 2011–2012-ben a GDP 4 százaléka körüli strukturális szintje alá kerül, hosszú távon azonban további intézkedések nélkül e magasabb hiányszint felé konvergálhat.

A költségvetési politikából eredő fiskális impulzus 2011-ben élénkítő, 2012-ben pedig szűkítő irányú. Azért alakul a fiskális impulzus az ESA-hiány változásával ellentétesen, mert utóbbi jelentős részét a magán-nyugdíjpénztári rendszerhez kapcsolódó intézkedések okozzák, amelyek viszont nincsenek hatással az államháztartáson kívüli szektorok rendelkezésre álló jövedelmére. A 2011-es élénkítő fiskális impulzust a személyi jövedelemadó és a társasági adó csökkentése okozza. 2012-ben azonban a csökkenő kiadások és a gazdaság ciklikus helyzetének javulásából származó magasabb adóbevételek az előző évvel ellentétes irányú fiskális impulzust fejtenek ki a gazdaságra.

2010-ben a költségvetési alapfolyamatok némileg kedvezőtlenebbül alakulnak a 2010. augusztusi inflációs jelentésben szereplő várakozásunknál. A beérkező adatok önmagukban az augusztusban várt 4,3 százalékos ESA-hiánynál a GDP mintegy fél százalékaival magasabb deficit felé mutatnak. Az augusztusi inflációs jelentés óta eltelt időszakban elsősorban a társaságiadó-bevételek maradtak el prognózisunkhoz képest, illetve a költségvetési szerveknél továbbra sem kezdődött meg a nominális kiadások leszorítása, így ezekre vonatkozó előrejelzésünket a magasabb hiány irányába módosítottuk. Az ágazati különadók és a magán-nyugdíjpénztári járulékok átmeneti költségvetési elszámolása ezzel szemben a GDP mintegy 1 százalékaival javítja a költségvetés egyenlegét, így az ESA-hiány a GDP 3,8 százaléka körül alakulhat.

2011-ben a GDP 2,7 százaléka csökkenhet az ESA-szemléletű költségvetési hiány, amelyet leginkább két, ellentétes költségvetési hatású intézkedés befolyásol. Életbe lép a személyijövedelemadó-rendszeren keresztül történő nagymértékű és tartós adókiengedés, amelynél azonban erősebb a magán-nyugdíjpénztári rendszerrel kapcsolatos intézkedések átmeneti egyenlegjavító hatása. Utóbbinak egyik része a magán-nyugdíjpénztári járulékok átcsatornázása, másik része az állami nyugdíjrendszerbe való visszalépéshez kapcsolódó egyszerű tőkebevétel. A magán-nyugdíjpénztári átlépők számára vonatkozó feltételezés, illetve ennek statisztikai elszámolása jelentős mértékben befolyásolhatja a 2011–2012. évi hiány- és adósságprognózist.

2012-ben az ESA-hiány a GDP 3,0 százaléka körül alakulhat. A hiány emelkedésének oka, hogy a magánnyugdíjpénztárban maradó járuléka már nem kerül a költségvetésbe, másrészt úgy számolunk, hogy a pénzügyi különadó mértéke a felére csökken. A személyijövedelemadó-rendszerben kiengedést jelent az adóalap törvénybe foglalt további csökkentése, amit ellensúlyoz az adójóváírás részle-

<sup>26</sup> Átmeneti intézkedésnek tekintjük az ágazati és pénzügyi különadók hosszú távon várható szintje feletti részét, a magánnyugdíjpénztárban maradó tagok járulékaikat ideiglenes költségvetési elszámolását és a magánnyugdíjpénztári tagok állami nyugdíjrendszerbe történő visszalépéséből származó költségvetési tőkebevételt.

## 3-15. táblázat

## Az államháztartás egyenlegmutatóinak alakulása

(a GDP százalékában)

	2009	2010	2011	2012
1. ESA-egyenleg	-4,4	-3,8	-2,7	-3,1
2. ESA- és kiegészített (SNA-) hiány közötti különbség*	0,2	-0,5	-2,0	-1,9
3. Ciklikus komponens	-1,5	-2,1	-1,6	-1,4
4. Ciklikusan igazított kiegészített (SNA-) egyenleg (1+2-3)	-2,7	-2,2	-3,1	-3,6
5. Ciklikusan igazított kiegészített (SNA-) egyenleg átmeneti adó- és járulékkintézkedések nélkül**	-2,7	-2,9	-4,3	-3,8
memo: elsődleges ESA-egyenleg	0,1	0,2	1,1	0,6
memo: magán-nyugdíjpénztári intézkedésekkel korrigált elsődleges kiegészített (SNA-) egyenleg	0,2	-0,6	-2,2	-1,3

\* Főbb korrekciók: magán-nyugdíjpénztári átlépések vagyongatása, PPP-beruházások, kvázifiskális tevékenység.

\*\* Átmeneti intézkedések: ágazati és pénzügyi különadók hosszú távon várható szintje feletti rész, a magánnyugdíjpénztárban maradó tagok járulékaiknak ideiglenes költségvetési elszámolása.

teiben nem ismert, de előrejelzésünkben feltételezett szigorítása. A hiánynövelő hatásokat a gazdaság ciklikus helyzetének javulása és a kiadások korlátozott emelkedésére vonatkozó feltételezésünk nagyrészt ellensúlyozza.

A csökkenő ESA-hiány és a magasabb gazdasági növekedés hozzájárul a bruttó államadósság GDP-arányos szintjének gyorsabb csökkenéséhez. 2010-ben az államadósság a GDP 79 százaléka körül tetőzhet, majd 2012-re 75 százalékra süllyedhet.

### Az átmeneti intézkedésektől tisztított strukturális pozíció enyhén romlik

Elemzéseinkben rendszeresen használjuk a ciklikusan igazított kiegészített (SNA-) egyenleget a költségvetés strukturális hiányának bemutatásához. A hagyományos strukturális egyenleg mellett ezúttal az átmeneti intézkedésektől tisztított strukturális egyenleget is bemutatjuk, mert a jelenlegi helyzetben fontossá válhat az aktuális strukturális hiány és annak átmeneti hatásoktól tisztított szintje közötti különbség. A két mutató közötti eltérést az jelenti, hogy utóbbiban nem szerepel a járulékok ideiglenes átcsatornázása, valamint az ágazati különadók és a bankadó hosszú távon várható szintje feletti részének nettó egyenlegjavító hatása.<sup>27</sup>

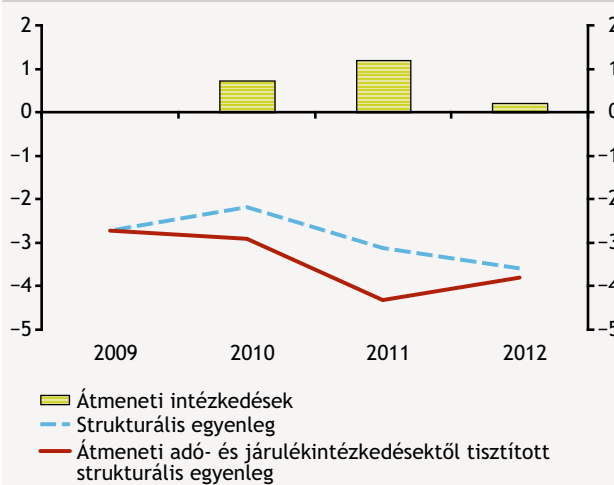
Az átmeneti intézkedésektől tisztított strukturális hiány 2011–2012-ben számottevően magasabb az augusztusi inflációs jelentésben várt pályához képest, amelyből 1 százalékpontot a személyi jövedelemadó csökkentése okoz, a fennmaradó részt pedig a korábban feltételezettnél magasabb kiadások. A strukturális hiánymutató 2010-ről 2011-re a személyi jövedelemadó-rendszer átalakítása következtében ugrik fel 4,3 százalékra. 2012-ben kisebb javulást okoz a

kiadások mérsékelt növekedésére vonatkozó technikai feltételezésünk. Az ESA-hiány 2012. évi növekedése azért nem tükröződik ebben a mutatóban, mert azt az átmeneti intézkedések egy részének megszűnése okozza, amelyeket itt egyik évben sem vettünk figyelembe. Az átmeneti intézkedésektől tisztított strukturális hiány GDP 4 százaléka körüli szintje jelzi, hogy a deklaráltan átmeneti intézkedések kifizetésével és a negatív gazdasági ciklus megszűnésével hová tartana az ESA-típusú hiány. Így annak érdekében, hogy 2012 után is megfeleljen a költségvetés a maastrichti kritériumnak, újabb lépésekre lesz szükség, különösen, ha figyelembe vesszük a társasági adó 2013-ra tervezett csökkentését.

3-14. ábra

#### A strukturális egyenleg alakulása és az átmeneti bevételek teljes korrekciójával kapott strukturális egyenleg

(a GDP százalékában)



<sup>27</sup> A magán-nyugdíjpénztári átlépések vagyongatásából eredő bevétel a hagyományos strukturális mutatóban egyértelműen egyszeri jellege miatt sem szerepel.

A következő években a fiskális impulzus, azaz a költségvetési politika hatása a többi szektor rendelkezésre álló jövedelmére, többször is ellentétes irányban változik azzal, amit az ESA-hiány alakulása sugall. Ennek oka, hogy az ESA-hiányt jelentősen befolyásoló két intézkedés, a magánnyugdíjpénztári tagok állami rendszerbe való átlépéséből fakadó vagyonhatás és a magánnyugdíjpénztári járulékok ideiglenes átcsatornázása nincsen közvetlen hatással a magánszektor rendelkezésre álló jövedelmére. Sem a felhalmozott megtakarítások, sem a járulékok nem tartoznak a háztartások szabadon felhasználható vagyona és jövedelme közé. A fiskális impulzus számításakor ezért a magánnyugdíjpénztári intézkedésekkel korrigált elsődleges kiegészített (SNA-) egyenlegről érdemes kiindulni, amelynek változása utal a költségvetési politika többi szektor – szabadon felhasználható – rendelkezésre álló jövedelmére gyakorolt hatására.

A 2011-es fiskális impulzus a csökkenő ESA-hiány ellenére gazdaságélénkítő irányú, és körülbelül a GDP 1,5 százalékával egyezik meg. A magánszektor rendelkezésre álló jövedelmének növekedését a személyi jövedelemadó csökkentése és a társasági adó kedvezményes kulcsának kiterjesztése okozza. A különadók megléte a 2011-es fiskális impulzust nem befolyásolja, mert azok már 2010-ben is léteznek. 2012-ben a fiskális impulzus szintén ellentétes irányú azzal, amire az ESA-hiány változása utal, mert a nagyobb hiányt a magánnyugdíjpénztári járulékok költségvetési elszámolásának részleges megszűnése okozza. A magánnyugdíjpénztárakkal kapcsolatos intézkedésektől megszürt fiskális impulzus ellentétes irányú változását a bevételek gazdasági

növekedésből fakadó emelkedése és a kiadások korlátozott emelkedésére tett feltételezésünk eredményezi.

### A bevételek az intézkedések hatására átmenetileg jelentősen emelkednek

A költségvetés bevételeinek alakulását elsősorban az befolyásolja, hogy a tartós adókiengedések melletti hiánycsökkentést átmeneti bevételi intézkedésekkel kívánja elérni a költségvetés. Az átmeneti bevétel jelentős része tőkebevétel, ezért az adócentralizáció mértékét nem befolyásolja. Az enélkül számított konszolidált bevétel is magasabb 2010–2011-ben a korábban gondoltnál a különadók bevezetése és a járulékcsoportosítás miatt, de ezek részleges megszűnésével 2012-ben az intézkedések előtt számított szintre csökkenhetnek a bevételek. Összességében 2010 és 2012 között a GDP 3 százalékával csökkenhetnek az államháztartás magánnyugdíjpénztári tőkebevételek nélkül számított konszolidált bevételei.

Szintén fontos, de az intézkedésekhez képest szerényebb a 2010-es ciklikus mélypontot követő gazdasági élénkülés bevételnövelő hatása. 2010-ben a ciklikus hatás az előző évhez képest 0,6 százalékkal csökkentette a bevételeket, 2011–2012-ben viszont a fellendülésből eredő ciklikus többletbevétel évente a GDP 0,5 és 0,2 százalékára tehető. A kormányzati intézkedések gazdaságélénkítő hatása következtében a korábban gondoltnál gyorsabban tér vissza potenciális szintjére a kibocsátás, így a növekedés költségvetési hatása 2011-ben erősebb korábbi előrejelzésünkhöz képest.

#### 3-16. táblázat

##### A főbb kormányzati intézkedések költségvetési hatása

(a GDP százalékában)

	2010	2011	2012
1. Ágazati különadók átmeneti részének nettó hatása*	0,5	0,5	0,2
2. Magánnyugdíjpénztári járulékok ideiglenes átcsatornázása	0,2	0,7	0,0
3. Magánnyugdíjpénztári átlépések vagyonhatása	0,0	1,9	1,7
<b>I. Átmeneti bevételi intézkedések (1+2+3)</b>	<b>0,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,0</b>
4. Ágazati különadók tartós részének nettó hatása*	0,5	0,5	0,5
5. Személyi jövedelemadó-változások	0,0	-1,0	-1,1
6. Társasági adó kedvezményes kulcsának kiterjesztése	-0,3	-0,5	-0,5
7. Magánnyugdíjpénztári átlépések járulékhátása	0,1	0,4	0,4
8. Járulékemelés	0,0	0,1	0,1
9. Jövedéki adó emelése	0,0	0,1	0,1
<b>II. Tartós bevételi intézkedések (4+...+9)</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>
<b>III. Kiadások tartós emelkedése</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,0</b>
<b>IV. Összesen (I+II+III)</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>0,6</b>

\* Az ágazati különadók és a bankadó felét tartósan feltételezve.

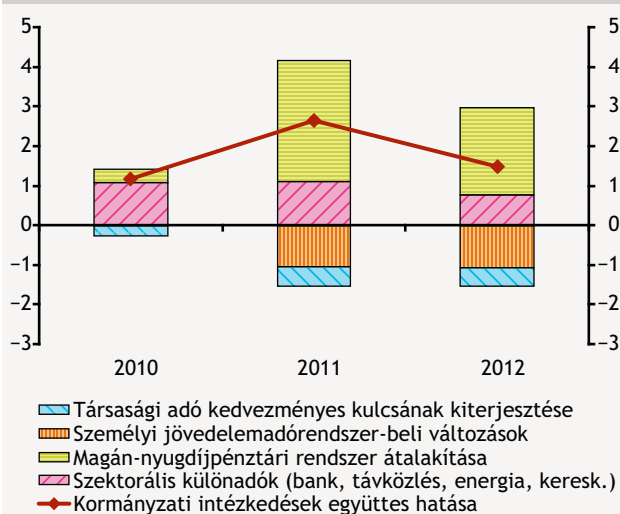
A személyi és társasági jövedelemadókat érintették a legjelentősebb tartós hatású intézkedések. A személyi jövedelemadó-rendszer több éven át tartó átalakításának költségvetési hatása már 2011-ben közel teljes egészében jelentkezik (az ebből származó bevétel a GDP 1 százalékával csökken), a későbbiekben csak enyhén nő a kiengedés. Ennek oka, hogy 2011-ben az adótábla átalakítását és a családi adóalap-kezdmény bevezetését csak kis részben ellensúlyozza az adójóváírás csökkentése, azonban 2012-ben az adójóváírás feltételezett további mérséklése lényegében ellentételezi a szuperbruttó adóalapról való fokozatos visszatérést a bruttó adóalapra. Az adójóváírás esetében törvényi szabályozás hiányában feltételeztük, hogy 2012-ben mértéke a felére csökken. Az adórendszer másik tartós változását a társasági adó kedvezményes kulcsának kiterjesztése (és 2013-tól a normál adókulcs 10 százalékra való mérséklése) jelenti. Kisebb összegű, de tartós hatású intézkedés a járulékok fél százalékpontos emelése. A jövedékiadó-emelés a GDP kevesebb mint 0,1 százalékával javítja az egyenleget.

A jövedelemadó-terhelést mérséklő intézkedésekkel szemben más bevételek számottevő, de részben csak rövid távon érvényesülő növelése biztosítja a hiánycél elérését. Legnagyobb hatásúak a magán-nyugdíjpénztári rendszert érintő lépések. Ezen belül három hatást különböztethetünk meg: (1) a magán-nyugdíjpénztári járulékok átcsatornázását a költségvetésbe, ami 2010-et és 2011-et érinti, (2) a magán-nyugdíjpénztári tagok állami rendszerbe való visszalépéséből származó egyszeri vagyonhatást, ami 2011-ben és 2012-ben jelentkezik és (3) a visszalépőktől származó folyamatos járulékbetételt, ami 2011-től tartósan érvényesül. Előrejelzésünkben a költségvetési törvényjavaslat alapján 530 milliárd forint tökebetételt számoltunk el 2011-ben, ami a magán-nyugdíjpénztári tagok 19 százalékának átlépésével konzisztens. Feltételeztük továbbá, hogy az év végi átjelentkezések adminisztrációja 2012-ben zárul be, és 2012-ben szintén 530 milliárd forint betételt eredményez (a feltételezések részletesebb leírása a 3-7. keretes írásban található).

A pénzügyi vállalkozásokat, energiaszolgáltatókat, távközlési vállalkozásokat és kereskedelmi láncokat érintő szektorális különadók 2010–2011-ben a GDP 1 százalékával javítják az egyenleget, amennyiben figyelembe vesszük

**3-15. ábra**  
A jelentősebb bevétel oldali kormányzati intézkedések költségvetési hatása

(a GDP százalékában)



társasági adót csökkentő hatásukat, 2012-ben pedig kisebb mértékben, mert feltételezésünk szerint a bankadó a felére csökken.

A kormány költségvetési programjának a hosszú távú fenntarthatóság szempontjából meghatározó eleme a nyugdíjpénztári rendszer tervezett átalakítása, a magán-nyugdíjpénztári járulékok átmeneti elvonása és a társadalombiztosítási pillérbe történő visszalépés lehetővé tétele. A népesség várható csökkenése és az időskorúak számának jelentős növekedése következtében a nyugdíjrendszerrel kapcsolatos döntések hosszú távú hatásait nem lehet figyelmen kívül hagyni. Ebből a szempontból nemcsak a jelenlegi statisztikákban is látható államadósság, hanem a most még rejtett, de idővel explicitté váló jövőbeli kötelezettségek mértéke is számít. Ha a magánnyugdíjpénztárakból átutalt bevételt a költségvetés a lényegében változatlan szerkezetű folyó kiadásainak finanszírozására használja, akkor az explicit adósság csökkenése érdemben elmarad a nyugdíjrendszerből fakadó teljes jövőbeni kötelezettség emelkedésétől, a nyugdíjrendszer és a költségvetés fenntarthatóságának romlását okozva. Hosszú távon a nyugdíjkiadások várható növekedésével az explicit adósságszint elérheti, majd meghaladhatja az eddigi, vegyes rendszerben várható szintjét.

**3-6. keretes írás****Összehasonlítás a költségvetési törvényjavaslattal**

A 2011. évi ESA-hiány előrejelzésünkben a GDP 0,25 százalékával alacsonyabb a költségvetési törvényjavaslatban szereplő érték-nél. Az eltérő makropályából és effektív adókulcsból adódóan magasabb adóbevételeket várunk, ezt kiegészíti, hogy a tb-járu-lék később bejelentett 0,5 százalékpontos emelésének hatása

feltételezhetően nem jelent meg a költségvetési törvényjavaslat-ban. Ezzel szemben az önkormányzatok hiánya és az eredmény-szemléletű korrekciók kissé kedvezőtlenebbek előrejelzésünkben a törvényjavaslatban szereplő értékeknél.

**3-17. táblázat****Előrejelzésünk eltérése a költségvetési törvénytől***(a GDP százalékában)*

	2011
Adó- és járulékbévételek	0,5
Önkormányzatok egyenlege	-0,1
Kamatkiadás	-0,1
Összesen	0,3

**3-7. keretes írás****A magán-nyugdíjpénztári átlépők vagyongatásához tartozó technikai feltételezésünk**

A magánnyugdíjpénztárak mintegy 3 millió tag 2842 milliárd forint értékű vagyonát kezelik. A kormány lehetővé tenné a pénztárta-goknak, hogy 2011. december 31-ig visszalépjenek azt állami nyugdíjrendszerbe, és további 90 nap áll rendelkezésre a kérel-mek feldolgozására. A visszalépő pénztártagok felhalmozott megtakarítása a költségvetésben az ESA-módszertan szerint a portfólió átutalásának évében bevételként jelenik meg, tehát az átlépések csökkentik a költségvetési hiányt. Ennek következtében a költségvetési előrejelzés szempontjából igen fontos az átlépé-sek arányára és a hozzájuk kapcsolódó portfólió összegére, vala-mint az átlépés időzítésére vonatkozó feltételezés. Az átlépések aránya előre nem jelezhető<sup>28</sup>, ezért technikai feltételezésként elfogadtuk a 2011. évi költségvetési törvényjavaslatban szereplő bevételeket, ami a tagok ötödének átlépésével<sup>29</sup> konzisztens. Feltételezzük továbbá, hogy még egyszer ennyi átlépési kérelem 2012 elején kerül feldolgozásra, így összességében közel 40 szá-

zalékos lenne a visszalépés. 2011-ben és 2012-ben tehát 530-530 milliárd forint portfólióátadásból származó bevételt vettünk figyelembe. Ismereteink szerint az uniós statisztikai módszertan nem tenné lehetővé a visszalépők vagyonának egy költségvetésen kívüli alapon történő elszámolását, a visszalépések tehát csak a kérelem elfogadásának időpontjában, 2011-ben és 2012-ben javítanák a költségvetési hiányt.

A magán-nyugdíjpénztári rendszerrel kapcsolatos intézkedések-hez jelentős bizonytalanságok kapcsolódnak a költségvetési hiányra gyakorolt hatásuk szempontjából. Az átlépések mértéke, az átvitt portfólió összege és az esetleges további intézkedések mellett mindezek költségvetési elszámolása is bizonytalan mind az ESA-hiány tekintetében, mind az EDP-eljárás során történő értékelés kapcsán.

<sup>28</sup> 2009-ben az érintett korosztály 60 százaléka élt a visszalépés lehetőségével, de akkor a visszalépők egyértelműen kedvezőbb helyzetbe kerültek, most pedig igen magas az ehhez kapcsolódó bizonytalanság.

<sup>29</sup> Előrejelzésünk készítésekor még nem ismertük a kormányzat nyugdíjrendszerrel kapcsolatos részletesebb terveit. Ennek lehetséges hatásairól a 3-8. keretes írásban írtunk bővebben.

## A korábban feltételezettnél magasabbak lesznek a kiadások

Annak következtében, hogy a hiánycélt ideiglenes bevételek révén éri el a kormányzat, rövid távon megszűnt a kiadási oldalon korábban szükségesnek látszó alkalmazkodási igény. Korábbi feltételezésünkhöz képest 2010-ben a GDP 0,4 százalékával, 2011–2012-ben a GDP 1 százalékával magasabb konszolidált kiadási szintre számítunk. A 2010–2012 közötti csökkenő trend azonban fennmarad, 2012-ben 2010-hez képest a GDP 2,5 százalékával kisebb kiadási szint alakulhat ki. A költségvetés strukturális helyzete szempontjából hátrányos, hogy az átmeneti bevételeket részben a korábbi pályához képest magasabb kiadások fedezésére fordítják. A kiadások szerkezetét befolyásoló intézkedések nem szerepelnek a költségvetési törvényjavaslatban, pedig már középtávon szükségesek lehetnek strukturális átalakítások a kiadási oldalon is.

2011-ben a személyi jellegű kiadásokra tervezett összeg némileg csökken, de ez a szigorítás enyhébb, mint a bejelentett létszámcsökkentés alapján várt hatás. A dologi és beruházási kiadások, valamint a vállalatok folyó támogatása emelkedhet jövőre az idei évhez képest. Összességében az

állam működési kiadásai és a nagy ellátórendszerekhez kapcsolódó kiadások területén nem látható érdemi átalakítás. A kamatkidadások előrejelzésünk szerint GDP-arányosan csökkennek, amihez elsősorban a csökkenő adósságpálya járul hozzá. 2012-re vonatkozóan nem ismertek további intézkedések és a törvényjavaslat sem tartalmaz részletes kitékintést, így előrejelzésünk technikai feltételeken nyugszik. Ezek alapján 2012-ben az állami bérkiadások növekedése megegyezik a versenyszféra várt bérfejlesztésével, az egyedi tényezők által nem befolyásolt kiadások pedig reálértéken a potenciális gazdasági növekedés ütemével emelkednek. Mindez a GDP arányában csökkenő kiadásokat eredményez.

Továbbra is fennmaradhatnak a múltban erőteljesen jelentkező és a költségvetést időről időre megterhelő kvázifiskális tevékenységből származó feszültségek. Nem látszik elmozdulás az állami tulajdonú közlekedési vállalatok hatékonyabb gazdálkodása felé, így később is szükséges lehet a folyamatosan felhalmozódó adósságok átvállalása, illetve egyéb állami beavatkozás. A következő években azonban az ESA-hiány a hiánycélok figyelembevételével nem nyújt elegendő mozgásteret ezen vállalatok konszolidálására, előrejelzési horizontunkon túl pedig a mozgáster várhatóan tovább szűkül addicionális intézkedések nélkül.

### 3-8. keretes írás

#### A nyugdíjrendszer tervezett átalakításának lehetséges költségvetési hatásai

A kormányzatnak a nyugdíjrendszer átalakításával kapcsolatos tervei elemzéseinkhez használt információs bázisunk lezárásáig nem voltak ismertek. Ezért előrejelzésünkben a várható hatások becslésekor technikai feltevéssel éltünk. Az elmúlt héten egyre több részlet vált ismertté a várható változásokkal kapcsolatban. Ennek hatásait alappályánkba már nem tudtuk beépíteni, de a lehetséges költségvetési hatásokat az alábbi keretes írásban foglaltuk össze.

A kormány 2010. november végi javaslata értelmében a magánnyugdíjpénztári tagok visszaléphetnek az állami nyugdíjrendszerbe, azonban aki marad a vegyes rendszerben, az a későbbiekben egyáltalán nem részesül állami nyugdíjjáradéokban. Ez a javaslat véleményünk szerint igen erős ösztönzést jelent a visszalépésre, a végső arány közel lehet a 100 százalékhoz. Ennek alapján, amennyiben a kormány javaslatát a parlament elfogadja, akkor az alappályánkban figyelembe vett bevételeken túlmenően egyrészt számottevően magasabbak lesznek az egyszeri tőkebevételek 2011-ben, másrészt tartósan nőnek az állami járulékbételek, harmadrészt pedig a csökkenő államadósság mérséklődő kamatkidadásokkal párosul.

Mivel az átlépésre kijelölt határidő 2011. január vége, ezért a jelenleg érvényes statisztikai szabályok értelmében a tőkebevétel teljes egészében a 2011-es költségvetési egyenleget fogja érinteni. A 2010 harmadik negyedévének végén mintegy 3000 milliárd forintnyi magán-nyugdíjpénztári vagyonszámlolása következtében 2011-ben az államháztartás ESA-szemléletű egyenlege kb. a GDP 6,5 százalékának megfelelő többletet mutatna.

2012-ben alappályánkhoz képest változást jelent, hogy vagyonszámlolással már nem számolhatunk, azonban az állami nyugdíjjárulékbételek – közel teljes visszalépést feltételezve – tartósan magasabbak lehetnek, miközben az alacsonyabb államadósság következtében, 2011-hez hasonlóan a csökkenő kamatkidadások is javíthatják a hiányt. A három hatás eredőjeként – a számottevő egyszeri vagyonszámlolás kiesésével – 2012-ben az ESA-egyenleg a GDP 3,5 százaléka körüli hiányt mutathat.

A strukturális hiánymutatónkat 2011 vonatkozásában a vagyonszámlolás nem érinti, hiszen ez a mutató éppen az átmeneti hatások kiszűrését szolgálja, azonban a tartósan magasabb járulékbételek és az alacsonyabb kamatkidadások mind 2011-ben, mind 2012-

ben több mint 1 százalékponttal javíthatják a strukturális mutatókat alappályánkhöz képest.

A rövid távú hatások mellett érdemes újra hangsúlyozni, hogy hosszabb távon a közel teljes visszalépés a nyugdíjrendszer fenntarthatósága szempontjából mindenképpen kedvezőtlen fejlemény, ugyanis az implicit államadósság jelentős emelkedését jelenti.

A kormányzati javaslat az államháztartás pozíciója mellett nyilvánvalóan hatással van a háztartások megtakarításaira is. Azon túl, hogy a nyugdíjrendszerbeli változások a hosszú távú megtakarítási hajlandóságot is befolyásolhatják, a statisztikai elszámolások következtében jelentősen változhat a lakosság kimutatott pénzügyi megtakarítása is. 2011-ben a nyugdíjpénztári vagyon

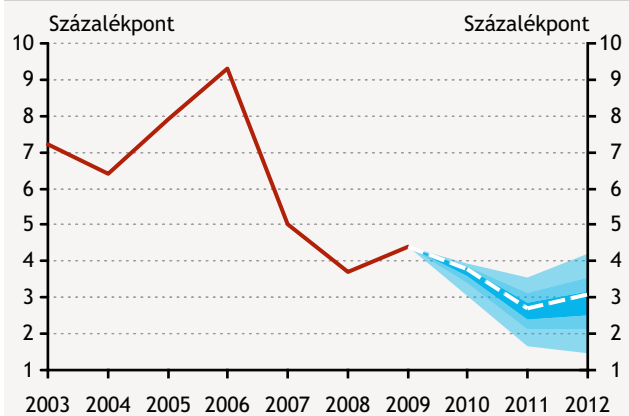
átírányítása miatt éves szinten mintegy 3000 milliárd forinttal csökken a lakosság pénzügyi megtakarítása, így szektor finanszírozási igénye a GDP 7 százaléka körül alakulhat. A jelentős egyseri hatás mellett a kieső magánnyugdíj-befizetések miatt a pénzügyi megtakarítások tartósan alacsonyabbak lehetnek, a lakosság finanszírozási képessége éves szinten körülbelül a GDP 0,8 százalékaival csökkenhet. 2012-ben ugyanakkor a vagyonhatás kiesése miatt a statisztikákban megjelenő nettó finanszírozási képesség mintegy 1 százalékponttal magasabb lehet az alappályánkhöz képest.

Természetesen a javaslattal kapcsolatban továbbra is hangsúlyoznunk kell a statisztikai elszámolás fontosságát, ugyanis ilyen mértékű tranzakciók kezelésére nincs nemzetközi precedens.

### A szokásos bevételekhez és kiadásokhoz kapcsolódó kockázatok a kissé alacsonyabb hiány felé mutatnak

A költségvetési hiány alap-előrejelzése körüli kockázatok a kissé alacsonyabb hiány kialakulásának adnak nagyobb valószínűséget. A makrogazdasági pálya kockázati eloszlása az új előrejelzési szabály értelmében szimmetrikus, így az előrejelzést teljes egészében a szakértői kockázatérzelet befolyásolja. A kockázatérzelet nem tartalmazza a magán-nyugdíjpénztári intézkedésekhez kapcsolódó bevételek mértékének nagyfokú bizonytalanságát, e bevételek statisztikai elszámolásának kérdéseit és az esetleges adósságvállalásokat. A legyezőábra tehát a költségvetés szokásos folyó bevételeinek és kiadásainak kockázatait tükrözi, és mind a bevételek, mind a kiadások kismértékben az alacsonyabb hiány irányába mutatnak.

3-16. ábra  
Költségvetési legyezőábra



# A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2010

## 1998. november

Az MNB eszköztárának változása	23
Bérinfláció – átlagbér-növekedés	62
Bérnövekedés 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**

Az alap-előrejelzés feltevései	31
A monetáris politika új rendszere	35
Előrejelzéseink módszertana	37
Az árfolyamváltozások inflációs hatása	38

**2001. november**

Az alap-előrejelzés feltevései	35
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**

Az alap-előrejelzés feltevései	45
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 alap-előrejelzés feltevései	15
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**

Az alap-előrejelzés feltevései	14
Mit mutatnak a vállalati bérváltozások?	44
Várható-e a 2002-es GDP-adatok felülvizsgálata?	45

**2003. február**

Az alap-előrejelzés feltevései	12
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 sávszélesítés után?	52
„Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok” – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról	53
<b>2003. május</b>	
Az alap-előrejelzés feltevései	20
Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása	77
A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása	79
<b>2003. augusztus</b>	
Az alap-előrejelzés feltevései	20
Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak?	71
A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei	76
Kibocsátásirés-becslések Magyarországra	78
<b>2003. november</b>	
Az aktuális és az augusztusi jelentés főbb feltevései	21
Új adatközlés a 2002-es GDP-re	75
Kérdések és válaszok az újrabefektetett jövedelmek elszámolása témában	77
Becslés a hazai tőkeállomány alakulására	80
<b>2004. február</b>	
Az aktuális és a novemberi jelentés főbb feltevései	34
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
<b>2004. május</b>	
Alapfelvetéseink összefoglaló táblázata	26
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
<b>2004. augusztus</b>	
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink	45
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 világpiacon alakulásának hatásai a magyar gazdaságra	77
Mekkora lehet az infláció optimális szintje Magyarországon?	82
Kamatdöntések ütemezése a nemzetközi jegybanki gyakorlatban	83
<b>2004. november</b>	
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink	42
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 rögzítetténél az állami költségvetés pénzforgalmi kamatkiaadása 2004-ben?	76
<b>2005. február</b>	
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink	53
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
<b>2005. május</b>	
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink	53
Milyen tényezők állhatnak a munkanélküliség elmúlt időszakos emelkedésének hátterében?	81
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: tartós iparcikkek	86
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
<b>2005. augusztus</b>	
<i>Keretes írások:</i>	
Bizonytalanság a GDP alakulásában	23
Feltevéseink és az alappálya törekenysége	34
Egyes, nemrég bejelentett jövőbeli kormányzati intézkedések hatása előrejelzésünkre	37
A GDP-adatrevíziók hatása	44
A Gripen-vadászgépek beszerzésének hatása előrejelzésünkre	45
A költségvetési szervek 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
<b>2005. november</b>	
A német konjunktúra kérdőjelei	16
FISIM-revizió: új módszertan – érdemben revideálódó GDP-adatok	21
Feltevéseink	34
A jelzáloghitelekhez kapcsolódó állami kamattámogatások kifizetésének késleltetése	50
<b>2006. május</b>	
A külső kereslet élénküléséről	21
Mennyire nagy a 2006-os minimálbérsokk?	29
Mennyire jelent meg az áfacsökkentés a fogyasztói árakban?	31
A feldolgozatlan élelmiszerek 2006. év eleji áremelkedéséről	34
Feltevéseink	39
Az árfolyamváltozás inflációs hatásait övező bizonytalanságok	39
A nyugdíjreform költségeinek költségvetési számbavétele	53
<b>2006. augusztus (csak elektronikus formában jelent meg)</b>	
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** *(csak elektronikus formában jelent meg)*

A nemzeti számlákban végrehajtott módszertani és adatrevíziók hatásai	7
A januári inflációs adat értékelése	12
Főbb feltevéseink változása a novemberi jelentéshez képest	15
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** *(csak elektronikus formában jelent meg)*

Hogyan becsüljük a valós bérdinamikát?	17
Főbb feltevéseink változása a májusi jelentéshez képest	20
A mezőgazdasági termelői árakra vonatkozó feltevéseink 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** *(csak elektronikus formában jelent meg)*

Az OÉT-megállapodások hatása a béralakulásra	16
Alapfeltevéseink változása	22

**2008. május**

A bérstatisztikát 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** *(csak elektronikus formában jelent meg)*

Hogyan alakult a lakossági reáljövedelem 2008 elején?	13
Néhány gondolat a 2008-as bérstatisztika 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-moddal	28

Miért nem láttuk az infláció erőteljes mérséklődését 2007 eleje óta, azaz hat-e a gazdaság lassulása az inflációs folyamatokra?	31
<b>2008. november</b>	
Alapfeltevéseink	32
<b>2009. február</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Előrejelzésünk alapfeltevései	33
A kormányzati intézkedések makrogazdasági hatása	34
<b>2009. május</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Előrejelzésünk alapfeltevései	37
A kormányzati intézkedések és azok makrogazdasági hatásai	39
Fenntartható-e a magyar államadósságpálya?	57
<b>2009. augusztus</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az érzékelt és a várt infláció számszerűsítése	24
Előrejelzésünk alapfeltevései	41
Potenciális kibocsátás felülvizsgálata	43
<b>2009. november</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
A nemzetgazdasági készletek alakulásáról	20
Trendinflációs mutatók	25
Alapfeltevéseink változása	43
Mutatók a kapacitáskihasználtság mérésére	46
Az OÉT-bérajánlások orientáló szerepe	50
Az előrejelzésünk változásának főbb mozgatórugói	60
A fizetés mérlegben történt revíziók hatása	65
<b>2010. február</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az európai roncsautóprogramok hatása a hazai és európai ipari termelésre	17
Nemzetiszámla-revíziók	22
Munkaerő-tartalékolás a válság idején	26
Alapfeltevéseink változása	45
A súlyváltás hatása az éves inflációra	50
<b>2010. június</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az euro effektív árfolyamának lehetséges hatásai a hazai konjunktúrára	16
A lakosság fogyasztási-megtakarítási viselkedésének fontosabb meghatározó tényezői a válság időszakában	21
A nyugdíjpenztári szabályozásváltozás hatása a lakosság és az államháztartás pénzügyi pozíciójára	25
Az előrejelzésünkben használt új makroökonometriai modell (DELPHI)	45
Alapfeltevéseink változása	46
Revíziók a magyar gazdaság potenciális növekedésének előrejelzési horizontunkon várható alakulásában	48
Az alkalmazott olajárfeltevésünk előrejelzési tulajdonságai	55
<b>2010. augusztus</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az európai költségvetési konszolidációs lépések várható hatásai külkereskedelmi partnereink növekedésére	16
Mi állhat a feldolgozóipari bérek év eleji gyorsulása mögött?	25
Alapfeltevéseink változása	43
A 29 pontos kormányzati intézkedéscsomag hatásai előrejelzésünkben	45
Az egykulcsos adórendszer várható makrogazdasági hatása	47
A kormányzati intézkedéscsomag elszámolása, előrejelzési szabályaink	60
Aktuális előrejelzésünk összehasonlítása a 2010-es költségvetési törvénnyel és 2010. májusi prognózisunkkal	64

**2010. november** *(csak elektronikus formában jelent meg)*

A fizetési mérlegben történt revíziók hatása	21
Alternatív mutatók a bérinfláció mérésére	24
Alapfeltevéseink változása	40
Az elmúlt időszakban bejelentett autóiipari beruházások növekedési hatásának becslése	42
Az elfogadott személyi jövedelemadózást érintő intézkedések hatása a lakossági jövedelmekre és a háztartások fogyasztási-megtakarítási viselkedésére	44
A bejelentett kormányzati intézkedések potenciális GDP-re gyakorolt hatása	46
A szektorspecifikus különadók rövid távú makrogazdasági hatásai	54
Összehasonlítás a költségvetési törvényjavaslattal	67
A magán-nyugdíjpénztári átlépők vagyonghathasághoz tartozó technikai feltételezésünk	67
A nyugdíjrendszer tervezett átalakításának lehetséges költségvetési hatásai	68

# Függelék

## MNB-TANULMÁNYOK SOROZAT 2007–2010 (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.*

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

**MT 63.** TANAI ESZTER (2007): A devizaügyletek kiegyenlítési kockázatának kezelése Magyarországon (II. jelentés)

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

**MT 65.** KREKÓ JUDIT–P. KISS GÁBOR (2007): Adóelkerülés és a magyar adórendszer

**MT 66.** EPPICH GYÖZŐ–LŐRINCZ SZABOLCS (2007): Három módszer a bérstatisztika fehéredés okozta torzítottságának becslésére

**MT 69.** BALÁS TAMÁS–MÓRÉ CSABA (2007): Likviditási kockázat a magyar bankrendszerben

**MT 71.** KOMÁROMI ANDRÁS (2008): A monetáris aggregátumok szerepe a monetáris politikában

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

**MT 74.** BALOGH CSABA–KÓCZÁN GERGELY (2008): Állampapírok másodpiaci kereskedési infrastruktúrája

**MT 78.** VARGA LÓRÁNT (2008): A magyar szuverén CDS-szpredek információtartalma

**MT 79.** KÁTAY GÁBOR (szerk., 2009): Az alacsony aktivitás és foglalkoztatottság okai és következményei Magyarországon

**MT 81.** MUNKÁCSI ZSUZSA (2009): A kelet-közép-európai országok exportszerkezete és exportspecializációja

**MT 82.** BAUER PÉTER–GÁBRIEL PÉTER (2009): Inflációs perzisztencia a traded és a nontraded szektorban

**MT 83.** DR. TURJÁN ANIKÓ (2009): Postai pénzforgalmi szolgáltatások Magyarországon

**MT 84.** HELMECZI ISTVÁN (2010): A magyarországi pénzforgalom térképe

**MT 85.** DIVÉKI ÉVA–KESZY-HARMATH ZOLTÁNNÉ–HELMECZI ISTVÁN (2010): Innovatív fizetési megoldások

**MT 86.** OLASZ HENRIETTA–KÓCZÁN GERGELY (2010): Értékpapír-elszámolás és letétkezelés Magyarországon

**MT 88.** SCHARLE ÁGOTA–BENCZÜR PÉTER–KÁTAY GÁBOR–VÁRADI BALÁZS (2010): Hogyan növelhető az adórendszer hatékonysága?

**MT 89.** BANAI ÁDÁM–KIRÁLY JÚLIA–VÁRHEGYI ÉVA (2010): A rendszerváltás 20 évének egy egyedi fejezete: külföldi bankok dominanciája a kelet-közép-európai régióban, különös tekintettel Magyarországra

**MT 90.** PÁLES JUDIT–KUTI ZSOLT–CSÁVÁS CSABA (2010): A devizaswappok szerepe a hazai bankrendszerben és a swappiac válság alatti működésének vizsgálata

## MNB OCCASIONAL PAPERS 2007–2010 (angol nyelven)

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

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

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

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

**OP 66.** EPPICH, GYÖZŐ-SZABOLCS LŐRINCZ (2007): Three methods to estimate the whitening-related distortion of the wage statistics

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

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

**OP 70.** HOLLÓ, DÁNIEL-MÓNICA PAPP (2007): Assessing household credit risk: evidence from a household survey

**OP 73.** REPPA, ZOLTÁN (2008): Estimating yield curves from swap, BUBOR and FRA data

**OP 75.** LUBLÓY, ÁGNES-TANAI ESZTER (2008): Operational Disruption and the Hungarian Real Time Gross Settlement System (VIBER)

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

**OP 77.** HORVÁTH, HEDVIG-SZALAI ZOLTÁN (2008): Labour market institutions in Hungary with a focus on wage and employment flexibility

**OP 78.** VARGA, LÓRÁNT (2009): The information content of Hungarian sovereign CDS spreads

**OP 80.** BODNÁR, KATALIN (2009): Exchange rate exposure of Hungarian enterprises – results of a survey

**OP 81.** MUNKÁCSI, ZSUZSA (2009): Export structure and export specialisation in Central and Eastern European countries

**OP 87.** ATTILA CSAJBÓK-ANDRÁS HUDECZ-BÁLINT TAMÁSI (2010): Foreign currency borrowing of households in new EU member states

## MNB WORKING PAPERS SOROZAT 2007–2010 (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.** BENCZÜR, 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.** CSÁVÁS, CSABA: 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 BENCZÜR-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



- WP 2009/1.** REPPA, ZOLTÁN: A joint macroeconomic-yield curve model for Hungary
- WP 2009/2.** TONIN, MIRCO: Minimum wage and tax evasion: theory and evidence
- WP 2009/3.** FRÖMMELE, MICHAEL-NORBERT KISS M.-KLÁRA PINTÉR: Macroeconomic announcements, communication and order flow on the Hungarian foreign exchange market
- WP 2009/4.** PRADES, ELVIRA-KATRIN RABITSCH: Capital liberalization and the US external imbalance
- WP 2009/5.** KÁTAY, GÁBOR-BENEDEK NOBILIS: Driving Forces Behind Changes in the Aggregate Labour Force Participation in Hungary
- WP 2010/1.** VONNÁK, BALÁZS: Risk premium shocks, monetary policy and exchange rate pass-through in the Czech Republic, Hungary and Poland
- WP 2010/2.** REIFF, ÁDÁM: Firm-level adjustment costs and aggregate investment dynamics – Estimation on Hungarian data
- WP 2010/3.** KARÁDI, PÉTER-ÁDÁM REIFF: Inflation asymmetry, menu costs and aggregation bias – A further case for state dependent pricing
- WP 2010/4.** JAKAB M., ZOLTÁN-HENRIK KUCSERA-KATALIN SZILÁGYI-BALÁZS VILÁGI: Optimal simple monetary policy rules and welfare in a DSGE Model for Hungary
- WP 2010/5.** RABITSCH, KATRIN: The role of financial market structure and the trade elasticity for monetary policy in open economies
- WP 2010/6.** ALESSIA CAMPOLMI-HARALD FADINGER- CHIARA FORLATI: Trade policy: home market effect versus terms of trade externality
- WP 2010/7.** REZESSY, ANDRÁS: Analysing currency risk premia in the Czech Republic, Hungary, Poland and Slovakia
- WP 2010/8.** BOKOR, LÁSZLÓ: Optimality criteria of hybrid inflation-price level targeting
- WP 2010/9.** PHILIP DU CAJU-GÁBOR KÁTAY-ANA LAMO-DAPHNE NICOLITSAS-STEVEN POELHEKKE: Inter-industry wage differentials in EU countries: what do cross-country time varying data add to the picture?
- WP 2010/10.** YULIYA LOVCHA-ALEJANDRO PEREZ-LABORDA: Is exchange rate – customer order flow relationship linear? Evidence from the Hungarian FX market
- WP 2010/11.** JAKAB M., ZOLTÁN-ÉVA KAPONYA: A Structural vector autoregressive (SvaR) Model for the Hungarian labour market
- WP 2010/12.** GÁBRIEL, PÉTER: Household inflation expectations and inflation dynamics



**JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL**

2010. november

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

