



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS  
AZ INFLÁCIÓ  
ALAKULÁSÁRÓL**

**2010. FEBRUÁR**



# **Jelentés az infláció alakulásáról**

**2010. február**



**Kiadja: Magyar Nemzeti Bank**  
**Felelős kiadó: Hevesi Nóra**  
**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, valamint a Pénzügyi elemzések és a Pénzügyi stabilitás területén készült, Csermely Ágnes igazgató általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Virág Barnabás, a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés vezető elemzője irányította, Hoffmann Mihály és Bauer Péter segítségével. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Antal Judit, Bauer Péter, Bodnár Katalin, Hoffmann Mihály, Horváth Ágnes, Hudecz András, Kiss Gábor, Kocsis Zsolt, Krusper Balázs, Lénárt-Odorán Rita, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Martonosi Ádám, Nobilis Benedek, Pellényi Gábor, Rácz Olivér Miklós, Reppa Zoltán, Schindler István, Szemere Róbert, Szörfi Béla, Várhegyi Judit, Várnai Tímea. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés és a Pénzügyi elemzések szakterület további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól, amely a 2010. február 8-i és február 22-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, valamint a Pénzügyi elemzések szakterületének véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.



# Tartalom

<b>Összefoglaló</b>	7
<b>1. A makrogazdasági adatok értékelése</b>	13
1.1. Átmeneti hatások segítették a külső konjunktúra élénkülését	17
1.2. Az élénkülő külső konjunktúra tompította a hazai GDP visszaesését	20
1.3. A munkapiaci alkalmazkodás következtében nem romlott tovább a vállalatok profithelyzete	25
1.4. A trendmutatók továbbra is alacsony inflációs környezetre utalnak	29
<b>2. Pénzügyi piacok és hitelezés</b>	31
2.1. Ingadozó hangulat a globális pénzügyi piacokon	33
2.2. Enyhülő monetáris kondíciók, szigorú hitelezési standardok	38
2.3. A hitelezési aktivitás visszaesése a vártnál nagyobb, a fordulópont kitolódik	39
<b>3. Inflációs és reálgazdasági kilátások</b>	43
3.1. Továbbra is a csökkenő belföldi kereslet hátráltatja a hazai kilábalást	46
3.2. Tartósan magas szinten maradó munkanélküliségre számítunk	49
3.3. 2011-től cél alá süllyedhet az éves infláció	50
3.4. Inflációs és növekedési kockázatok	53
3.5. Az államháztartási egyenleg alakulása	56
3.6. A külső egyensúly alakulása	60
<b>4. Függelék: A 2009-re vonatkozó inflációs előrejelzéseink értékelése</b>	63
<b>A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2010</b>	68
<b>Függelék</b>	74





# Összefoglaló

**A kedvezőbb külső környezet a magyar gazdasági kilábalást is felgyorsítja, ám a belföldi kereslet visszaesése korábbi várakozásainknál is erőteljesebb lehet**

A novemberi inflációs jelentés óta eltelt időszakban folytatódott a globális gazdasági és pénzügyi környezet stabilizálódása. A kedvezőbb külső környezet támogatja a hazai gazdaság kilábalását a recesszióból. Ugyanakkor a hitelezés bővülése 2010-ben is visszafogott maradhat, fokozva a kényszerűen prociklikus gazdaságpolitika keresletszűkítő hatásait. A belföldi kereslet további csökkenése miatt a magyar gazdaság várhatóan csak késéssel követi a globális fellendülést. Érzékelhető GDP-bővülésre változatlanul csak 2011-től számítunk.

A visszafogott keresleti környezet továbbra is erős árleszorító hatással bír, ami 2011-ben a középtávú inflációs célnál alacsonyabb inflációs ráta kialakulásához vezethet. A folyamatot segítheti, hogy a historikusan magas szintre emelkedő munkanélküliség várhatóan a bérdöntésekre is egyre erősebb fegyelmező erővel hat. Ugyanakkor a globális fellendüléssel együtt járó élelmiszer- és nyersanyagár-emelkedés, valamint a szabályozott árak lassabb mérséklődése lassíthatja a dezinflációs folyamatot.

A növekedés szerkezetében jelentkező heterogenitás a külső egyensúlyi pozíció tartós javulását okozhatja. Így a korábbi években gyors külső eladósodást mutató magyar gazdaság működése – 2009-hez hasonlóan – a következő években érdemi nettó külső forrásbevonás nélkül is finanszírozható válik.

**Óvatosabbá vált a nemzetközi befektetői környezet**

Az elmúlt hónapokban óvatosabbá vált a nemzetközi befektetői környezet, a kockázatos eszközök árdinamikája lassult. A likviditást és kockázatértékelést mérő legfontosabb pénzügyi indikátorok a Lehman-csődöt megelőző hónapok szintjein tartózkodnak, amelyek továbbra is kedvezőtlenebbek, mint a válság – 2007. augusztusi – kezdete előtt jellemző értékek. A görög államadóssággal kapcsolatos problémák ismételten felhívták a befektetők figyelmét a gyors állami eladósodás és az adósságpályák fenntarthatóságának kockázataira. A hazai pénzügyi folyamatokat döntően a globális hangulat változása mozgatta. A gazdaság egyensúlyi pozícióinak jelentős javulása mérsékelte hazánk sebezhetőségét, de a magas adósság szint és a gyenge konjunkturális mutatók változatlanul kockázatot jelentenek.

**Továbbra is szigorú feltételek jellemzik a hazai hitelezési környezetet, későbbre várható a fordulat a hitelezésben**

Továbbra sem tapasztalunk fordulatra utaló jeleket a pénzügyi közvetítőrendszer aktivitásában. Az elmúlt negyedévben a szektor hitel/betét mutatójának mérséklődése lelassult, így a bankrendszer mérlegeinek kiigazítása várakozásainknál hosszabb folyamat lehet. A hitelezés élénkülését keresleti és kínálati tényezők is gátolják. A vállalatok és a háztartások esetében a csökkenő belföldi kereslet, az emelkedő munkanélküliség, a magas csődráta és a megnövekedett hitelköltségek is visszafogják a keresletet. A bankrendszer hitelkínálatának visszafogása a vállalatok irányába többnyire a nem árjellegű tényezők, a háztartások esetében pedig jellemzően az árjellegű tényezők szigorításában jelentkezik. A hazai hitelaktivitásban a korábban 2010 elejére várt fordulat az év második feléig is kitolódhat, tovább szűkítve a főbb belföldi jövedelemtulajdonosok fogyasztását és beruházását.

**A növekedést jellemző kettősség a külső egyensúlyi pozíció jelentős és tartós javulásában jelentkezik**

A recessziót kísérő reálgazdasági és pénzügyi alkalmazkodással párhuzamosan a magyar gazdaságot az elmúlt években jellemző magas folyó fizetésimérleg-hiány teljesen eltűnt, és 2009 közepétől már jelentős többletet mutatott az egyenleg. A gazdaság külső egyensúlyi pozíciójának drasztikus elmozdulását döntően a külkereskedelmi egyenleg javulása indokolja. A belföldi kereslet szűkülése, a várhatóan továbbra is kedvező exportkilátásokkal párosulva ugyanis tartósan egyensúly közeli folyó fizetési mérleget eredményezhet.

**Az átmeneti tényezők hatásainak kifutásával lassú, fokozatos kilábalás jellemezheti főbb exportpiacainkat**

Az elmúlt negyedévekben tovább folytatódott a 2009 közepén elkezdődött globális gazdasági kilábalás. A recesszió a világ legtöbb fejlett gazdaságában a harmadik negyedévben véget ért. A GDP pozitív irányú elmozdulásának hátterében azonban többnyire egyedi – a készletek újbóli feltöltésével, illetve a fiskális gazdaságélénkítő intézkedésekkel kapcsolatos – átmeneti hatások állnak, míg a belföldi kereslet főbb komponenseiben érdemi növekedést változatlanul nem érzékelhetünk. Az átmeneti tényezők kifutásával a külső kereslet további élénkülése a 2009 második félévben megfigyelnél visszafogottabb lehet. Erre utalnak az európai gazdaságok 2009. év végi vártnál gyengébb termelési és GDP-adatai is.

**A kedvezőbb külső környezet ellenére a belföldi kereslet erőteljes csökkenése továbbra is hátráltatja a gazdasági kilábalást**

Az elmúlt félévben élénkülő külső keresleti környezet a hazai exportszektor teljesítményét is pozitívan befolyásolta, ám ez a belföldi kereslet csökkenése miatt 2009 végéig csak a GDP-visszaesés mértékét tompíthatta. A belföldre termelő vállalatok teljesítményét jelentősen korlátozza a visszafogott fogyasztási és beruházási kereslet. A háztartások fogyasztásának alakulása – különösen az idei évben – korábbi várakozásainknál is kedvezőtlenebb lehet, aminek oka, hogy a teljes előrejelzési horizonton gyengébb hitelaktivitást feltételezünk. Eközben a vállalatok jelenleg is érdemi kapacitásfeleslegekkel rendelkeznek, így a kereslet fokozatos élénkülésére a szektor kezdetben pótlólagos beruházások helyett várhatóan meglévő eszközei növekvő kihasználásával reagál. Ennek megfelelően a nemzetgazdasági beruházások bővülését az idei évben csak az EU-s forrásokból finanszírozott projektek okozhatják.

**A munkanélküliség növekedése fokozatosan lassul, ám érdemi foglalkoztatásbővülésre 2011-ben sem számíthatunk**

A növekedés szerkezetében meglévő kettősség a munkapiaci folyamatokban is egyre markánsabban jelentkezik. A korábban tartósan magas bérdinamikát mutató szolgáltatóágazatokban egyre erősebb bérlassulást figyelhetünk meg, míg az élénkülő keresleti környezettel összhangban a feldolgozóipari bérek fokozatos gyorsulást mutatnak. A jelenség 2010-ben is jellemző maradhat. A szolgáltatószektor béreinek növekedése a belső kereslet dinamizálódásával párhuzamosan csak 2011-ben érheti utol a feldolgozóiparét. 2009 utolsó hónapjaiban fokozatosan mérséklődött a munkanélküliek számának emelkedése. A keresleti kilátások javulásával a vállalatok – még aktuálisan csökkenő termelési eredmények mellett is – egyre inkább igyekeznek megtartani meglévő munkavállalóikat. Így az elbocsátások mértéke 2010-ben tovább csökkenhet, amit 2011-ben már enyhe létszámbővülés is követhet. Ezzel együtt a munkanélküliségi ráta várhatóan tartósan a válság előtti szint felett marad.

**Az év közepétől az indirektadó-emelések átmeneti árszintemelő hatásainak kifutásával a dezinflációs trend az éves inflációs rátában is érzékelhetővé válik**

A 2010. januári infláció meghaladta korábbi várakozásainkat. Az éves inflációs ráta emelkedését döntően a világpiacon olajárak növekedése, az év eleji jövedékiadó-emelés és a vártnál korábban jelentkező élelmiszerár-emelkedés okozta. Az iparcikkek körében januárban tapasztalt árnövekedést a termékár árazásában év végén megfigyelt megváltozott szezonális tulajdonítjuk. A hosszabb távú inflációs kilátások szempontjából meghatározó piaci szolgáltatások árazásában azonban továbbra is érzékelhető a recessziós gazda-

sági környezet árleszorító hatása Az idei év elején hatályba lépő jövedékiadó-emelés és számos szabályozott árakat érintő intézkedés rövid távon a januári szint közelében tarthatja az éves inflációt, ám a makrogazdasági alapfolyamatokkal kapcsolatban lévő trendinfláció 2010-ben is tovább mérséklődhet. Az infláció markáns csökkenése az elmúlt évi indirektadó-emelés bázishatásának kifutásával az idei év közepétől az éves mutatókban is nyilvánvalóvá válik.

**2011-től az infláció a középtávú inflációs cél alá süllyedhet, ám a várakozások alkalmazkodása felfelé mutató kockázatokat jelenthet**

Összességében alapfeltevéseink érvényessége mellett (melyek közül a legfontosabbak a 6,0 százalékos alapkamat, a 269,3 forint/eurós árfolyam és 80-85 dollár körüli olajár) 2010-ben is a gazdasági kibocsátás enyhe csökkenésére számítunk. Érdemi GDP-növekedésre csak 2011-ben számítunk.

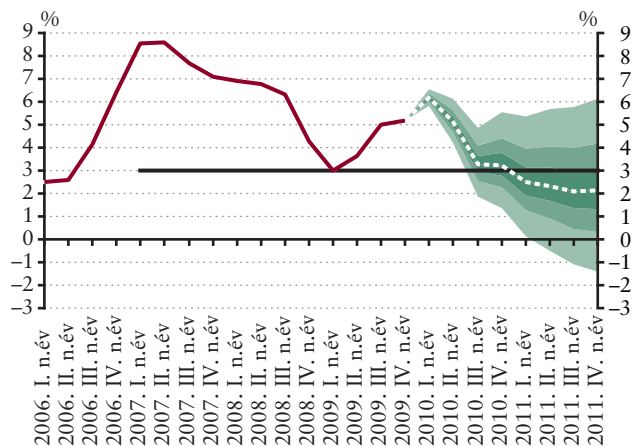
2010 közepétől az elmúlt évi indirektadó-emelés bázishatásának kifutásával a fogyasztói infláció a középtávú inflációs cél közelébe, majd 2011 elejétől a cél alá süllyedhet. Inflációs előrejelzésünk emelkedését döntően az olajárakra adott feltevéseink változása, a vártnál nagyobb szabályozottár-emelések és a fogyasztói kosár megváltozott súlyozása indokolják. A trendinflációs folyamatokat meghatározó visszafogott keresleti környezet továbbra is teljes előrejelzési horizontunkon erős árleszorító hatással bír.

Előrejelzésünkben a legfontosabb kockázatokat a külső kereslet vártnál lassabb felépülésében, a pénzügyi közvetítőrendszer várakozásainknál is visszafogottabb aktivitásában, további, a 2011-es egyenleget érintő költségvetési kiigazítási igényben, illetve az inflációs várakozások feltételezettnél lassabb alkalmazkodásában látjuk. Ezen kockázatok eloszlása alappályánk körül a fogyasztóiár-index esetében egy magasabb inflációs pálya, míg a növekedés esetében teljes előrejelzési horizontunkon egy alacsonyabb növekedési pálya irányába mutatnak.

**A költségvetés hiánycéljait további intézkedések nélkül nem tartjuk elérhetőnek**

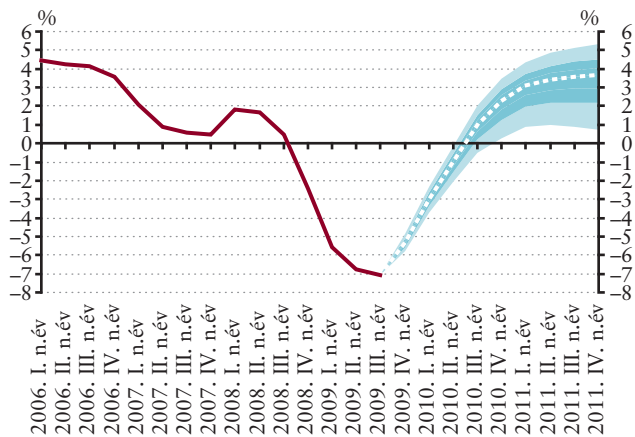
2010-ben és 2011-ben a GDP-arányos államháztartási deficit csak a stabilitási és kamattartalékok törlése esetén szorítható 4 százalék közelébe. A költségvetési cél eléréséhez azonban további intézkedésekre van szükség. A költségvetési egyenleg – a gazdasági ciklus hatásaitól szűrt – trendfolyamatai 2010-ben is további fokozatos javulást mutatnak.

**Az inflációs előjelzés legyezőábrája**



**A GDP-előjelzés legyezőábrája**

(szezónálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok)



# 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.)

	2008	2009	2010	2011
	Tény	Előrejelzés		
<b>Infláció (éves átlag)</b>				
Maginfláció <sup>1</sup>	5,2	4,1	3,2	1,3
Fogyasztóiár-index	6,1	4,2	4,4	2,3
<b>Gazdasági növekedés</b>				
Külső kereslet (GDP-alapon)	2,0	-4,4	1,1	2,1
Háztartások fogyasztási kiadása	-0,5	-8,2	-3,9	2,7
Állóeszköz-felhalmozás	0,4	-7,0	1,8	5,0
Belföldi felhasználás	0,7	-11,0	-1,6	2,9
Export	5,6	-9,5	5,8	9,0
Import	5,7	-15,3	4,7	8,8
GDP*	0,6	-6,3	-0,2	3,4
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-7,2	0,4	-0,4	-0,4
Külső finanszírozási képesség	-6,2	1,8	1,6	2,0
<b>Államháztartás<sup>2</sup></b>				
ESA egyenleg <sup>3</sup>	-3,8	-4,0	-4,2 (-4,0)	-4,3 (-4,1)
<b>Munkaerőpiac</b>				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>4</sup>	7,6	0,3	2,4	3,9
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság <sup>5</sup>	-1,2	-2,5	-0,8	0,1
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>6</sup>	8,5 (8,0)	4,3	3,6	3,9
Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>5</sup>	-1,1	-3,7	-1,7	0,1
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>5,7</sup>	5,4	8,3	-1,2	0,3
Lakossági reáljövedelem**	-0,6	-5,1	-2,7	2,0

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

<sup>2</sup> A GDP arányában.

<sup>3</sup> Zárójelben a költségvetésben lévő tartalékok teljes zárolása mellett elérhető hiány. Alap-előrejelzésünkben nem számoltunk a felhalmozott adósságok átválalásából adódó kockázatokkal.

<sup>4</sup> Pénzforgalmi szemléletben.

<sup>5</sup> A KSH munkaerő-felmérése szerint.

<sup>6</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonális hatásának hatásától tisztított adatok szerepelnek.

<sup>7</sup> A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

\* Naptári hatással nem korrigált adatok.

\*\* MNB-becslés.



# 1. A makrogazdasági adatok értékelése







## Az élénkülő külső kereslet ellenére továbbra is recesszióban van a magyar gazdaság

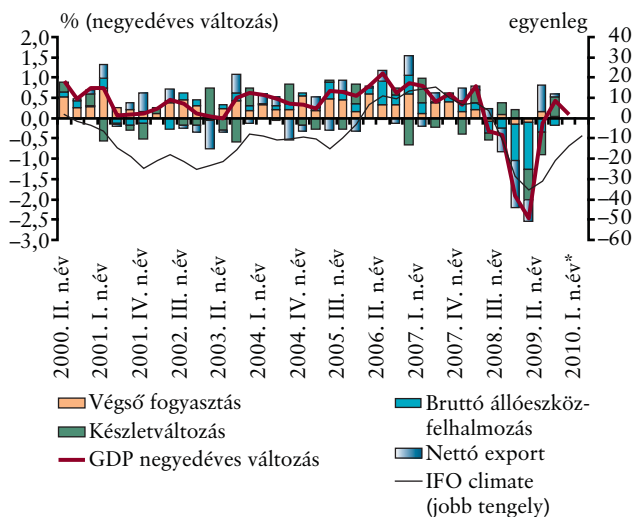
A nemzetközi konjunktúra 2009 közepén túljutott mélypontján, és a globális gazdasági folyamatokban megkezdődött a recesszióból történő kilábalás. A kedvezőbb külső környezet a hazai exportértékesítések növekedésében is éreztette hatását, ám ez a belföldi kereslet továbbra is erőteljes csökkenése mellett az elmúlt év végéig csak a hazai GDP egyre visszafogottabb csökkenésében jelentkezett. A magyar GDP erőteljes heterogenitását meghatározó tényezők még a 2010-es makrogazdasági folyamatokat is érdemben befolyásolhatják, így a magyar gazdasági növekedés dinamizálódása várhatóan késve követi a globális folyamatokat.

A fejlett gazdaságokban meghozott keresletösztönző gazdaságpolitikai intézkedések rövid távon megfelelően stabilizálták a globális gazdaságot. Az elmúlt év második felétől a konjunktúra élénkülését tapasztalhattuk. Ezt azonban többnyire olyan egyszerű tényezők segítették, mint a vállalati készletek feltöltése, illetve a fiskális keresletélénkítő intézkedések (főleg roncsprémium-programok), amelyek kifizetésével a nemzetközi kilábalás lassabb tempóban folytatódhat. Erre utalnak az év végi termelési és a negyedik negyedéves előzetes GDP-adatok is: az utolsó negyedévben az eurozóna, valamint Németország növekedése stagnált, míg a régióban Csehország és Románia esetében csökkenés volt megfigyelhető.

A hazai GDP év végéig bekövetkezett csökkenésének mértéke, illetve annak szerkezete némileg eltért korábbi várakozásainktól. A GDP negyedik negyedévi alakulása novemberi

### 1-1. ábra Az eurozóna növekedése és az IFO bizalmi indikátor

(szeszonálisan igazított adatok)



\* Január.

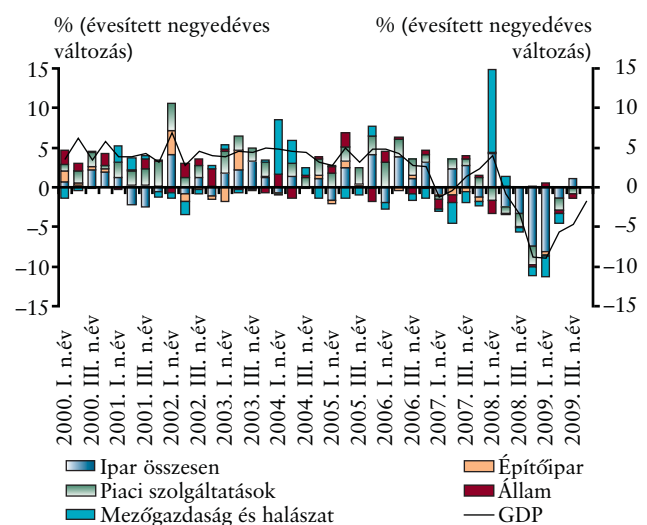
előrejelzésünknel kedvezőbbnek bizonyult, miközben a rendelkezésünkre álló információk alapján a külső és belső kereslet eltérő alakulása várakozásainknál is markánsabban jelentkezik a hazai gazdasági folyamatokban. A külső konjunktúra 2009 második felében feltevéseinknél kedvezőbben alakult, amely felhasználási oldalon érdemben élénkítette az exportot. Ezzel párhuzamosan az import élénkülését is megfigyelhettük, amelyet elsősorban a kivitel relatív magasabb importigényessége magyaráz, de szerepet játszott benne a gáztároló kapacitások feltöltése is. A lakosság fogyasztási döntéseit továbbra is az aktuális, illetve várható jövedelmi folyamatok és a válság hatására fellépő mérlegalkalmazkodás befolyásolják. Ennek megfelelően a háztartások fogyasztási kiadásai 2009 második felében is jelentősen csökkentek. A bruttó állászköz-felhalmozást a harmadik negyedévben ismét erősödő visszaesés jellemezte, amit elsősorban a vállalati és lakossági beruházások nagymértékű csökkenése okozott.

A külpiaci élénkülés a főbb gazdasági ágazatok közül főként az ipar hozzáadott értékét növelte. A gyenge belső kereslet leginkább a piaci szolgáltatások teljesítményében tükröződött: a kereskedelem és turizmus ágazat visszaesése különösen markáns. A hozzáadott értékben kisebb súllyal rendelkező szektorok közül a mezőgazdaságban a kiemelkedő 2008. év korrekciója folytatódott, míg az építőipar hozzáadott értéke tovább csökkent, főként a visszaeső épületberuházások hatására.

### 1-2. ábra

#### A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP-növekedéshez való hozzájárulása\*

(szeszonálisan igazított adatok alapján)



\* Az alapáras ágazati hozzáadott értékek növekedési hozzájárulásainak összege nem feltétlenül egyezik meg a piaci áras GDP-vel. Egyrészt a láncindexált idősorok esetében az összegezhetőség nem teljesül, másrészt a termelési adók és támogatások egyenlege (a piaci és alapáras hozzáadott érték különbsége) a piaci áras GDP arányában nem állandó.

A munkapiaci folyamatokat változatlanul a vállalatok kedvezőtlen profithelyzethez történő alkalmazkodása határozza meg. Az elbocsátások a versenyszférában az év második felében is jellemzőek maradtak, ám ezek üteme már fokozatosan mérséklődött. A bérdinamika lassulása az elmúlt negyedévekben is folytatódott, ám a külső és belső keresleti folyamatokban meglévő markáns eltérés a bérezésben is érdemi különbségeket okozott. Összességében a versenyszféra profithelyzete a harmadik negyedévben már érdemben nem romlott tovább.

A vállalatok árazási döntéseiben a gyenge kereslet dezinflációs hatása markánsan érvényesült. Bár 2009 közepétől kezdve az indirektadó-intézkedések, a világpiaci nyersanyagár-növekedés, illetve a szabályozott áremelések miatt az éves infláció 2010 elejére fokozatosan 6 százalék fölé emelkedett, trendinflációs mutatóink az év közepén elkezdődött dezinflációs trend folytatódását jelezték. A gazdaságot jellemző trendinfláció 2009 végén 2 százalék körüli értéken állt.

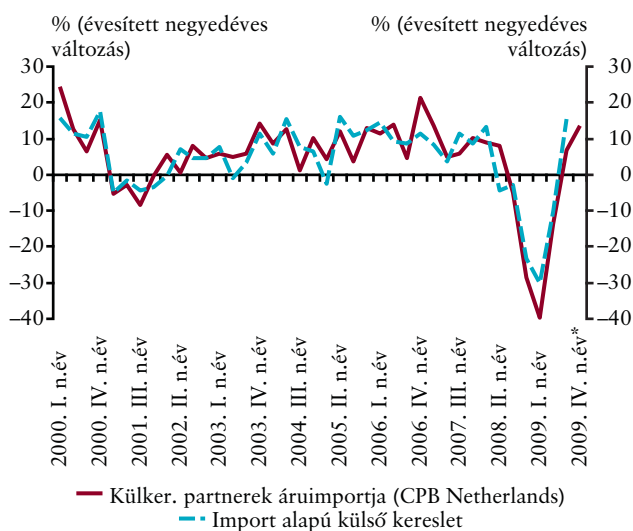
# 1.1. Átmeneti hatások segítették a külső konjunktúra élénkülését

2009 közepétől a gazdaságpolitikai ösztönzők hatására fordulat következett be a nemzetközi konjunktúrában. A kedvezőbb gazdasági környezet a bizalmi indikátorok mellett, a termelési és végül a GDP-adatokban is fokozatosan érezte hatását. Megvizsgálva a növekedés szerkezetét, azonban egyértelmű, hogy a második féléves bővülést jelentős egyedi hatások támogatták. Ilyen volt a válság alatt leépült vállalati készletek újbóli feltöltése, illetve a számos kormányzat által meghirdetett roncsprémium-programok. Ezek kifizetésével a válságból való kilábalás 2010-ben lassabban folytatódhat. Ennek jelei már látszanak az utóbbi hónapok folyamataiban is. Az eurozóna importkereslete 2009. október–novemberben csökkent, miközben az ipari termelés, illetve az új ipari megrendelések szintjének emelkedése is megtorpant. Ezt igazolják a negyedik negyedév adatai is: mind az eurozóna, mind Németország gazdasága stagnált, miközben több régiós országban a kibocsátás csökkenése volt megfigyelhető. Bár a bizalmi indexek tovább javultak az utóbbi hónapokban, az indexek és a gazdasági folyamatok közötti historikus kapcsolat alapján egyelőre inkább a termelés lassú és törékeny felépülésére számíthatunk.

1-3. ábra

## A külső keresleti feltételek alakulása

(széleskörűen igazított adatok)



\* Október–november.

### 1-1. keretes írás: Az európai roncsautóprogramok hatása a hazai és európai ipari termelésre

A nemzetközi recesszió hatásainak tompítására számos országban vezettek be ún. roncsprémium-programokat, amelyek keretében állami támogatásokkal ösztönözték használt autók újra cserélését. E programok hozzájárultak a kereslet stabilizálásához és a külső konjunktúra 2009 közepe óta megfigyelt élénküléséhez. Magyarország mint kis, nyitott gazdaság, elvileg szintén profitálhatott e programokból, mivel a járműexport adja a magyar áruexport több mint egyötödét. Keretes írásunkban összegezzük az eddig rendelkezésre álló információkat a roncsprémium-programok nemzetközi hatásairól, és áttekintjük, milyen csatornákon keresztül érinthetik a magyar ipari termelést 2009-ben, valamint előrejelzési horizontunkon.

Az Európai Autógyártók Szövetsége (ACEA) adatai szerint eddig 13 EU-tagállamban vezettek be ilyen programokat. A legnagyobb, német csomag autonként 2500 euro támogatást kínált összesen 5 milliárd euro értékben, melyet 2009. január–szeptember közt teljes egészében kimerítettek. A többi EU-tagállam által nyújtott támogatások összértéke 2009–2010-ben további 1-2 milliárd euróra tehető.

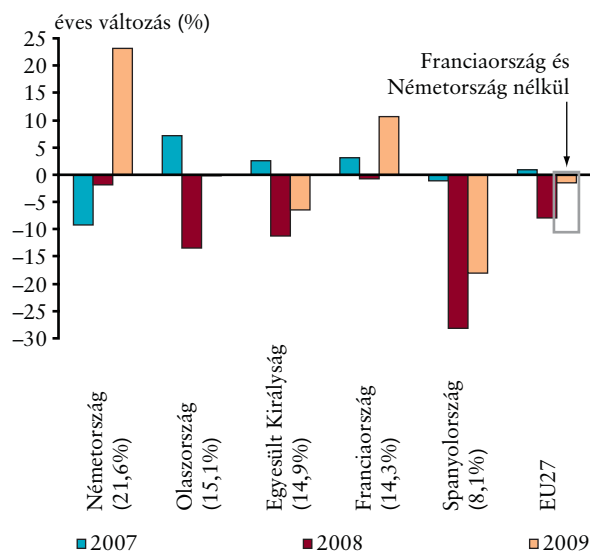
E programoktól a hosszú távú környezetvédelmi előnyökön túl a háztartások keresletének rövid távú élénkülését, a gazdasági visszaesés tompítását remélték. Egyrészt az autóiipari termelés kilengései erősebbek, mint a GDP ingadozásai, így a szektort különösen sújtotta a 2008 végén kibontakozó globális recesszió. Másrészt az autóiipar központi szerepet játszik a világgazdaságban. Túl azon, hogy a szektor a feldolgozóipar hozzáadott értékének 5–15%-át adja, számos országban, erősek az egyéb szektorokhoz fűződő beszállítói kapcsolatai is. A G7-országokban 1 euro járműipari hozzáadottérték-növekedés összesen 3 eurónyi termék iránt teremt keresletet.<sup>1</sup> Az autósárlás és -termelés nagy importtartama miatt a roncsprémium-programok más országok gyártóit is segíthették.

A roncsprémium-programok 2009-ben a legtöbb országban csupán az újautó-értékesítések visszaesését fékeztek, bár Németországban és Franciaországban ugyanakkor jelentősen nőttek az eladások. Még markánsabb volt a személyautók importjának csökkenése, mivel a kereskedők először készleteiket építették le. Az EU15 országaiiban az új

<sup>1</sup> Haugh, David–Mourougane, Annabelle–Chatal, Olivier (2010): The Automobile Industry in and Beyond the Crisis, OECD Economics Department Working Papers, no. 745.

1-4. ábra

Újonnan vásárolt személyautók regisztrációja Európában\*



\* Az országok mögött zárójelben a 2008. évi részesedéseik szerepelnek az EU27 összes újautó-regisztrációjából.

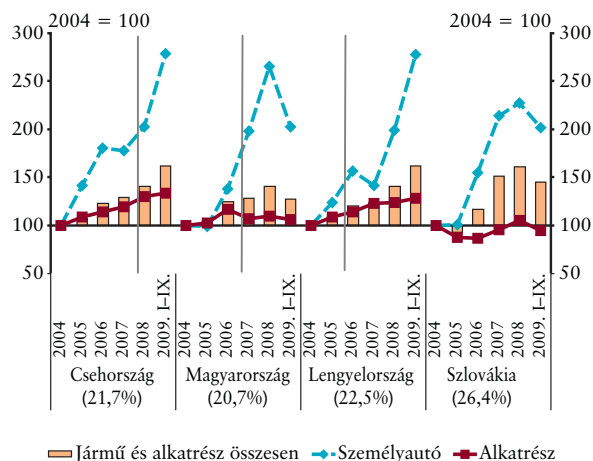
Forrás: [www.acea.be](http://www.acea.be).

regisztrációk úgy bővültek 1 százalékkal, hogy az euro alapon számított járműimport 23 százalékkal esett vissza (beleértve az EU15-ön belüli kereskedelmet).

Az exportpiaci részesedések alakulása arra utal, hogy a magyar és szlovák járműipari cégek kevésbé tudtak profitálni a roncsprémium-programokból, mint a cseh- és lengyelországiak. A magyar járműexport részesedése az EU15 piacán 9,5 százalékkal csökkent 2009 első három negyedévében 2008-hoz képest. Ezt jórészt az magyarázhatja, hogy a roncsprémium-programok főleg a kisebb autók iránti keresletet élénkítették, melyeket jellemzően cseh, lengyel és román telephe-

1-5. ábra

A régiós országok exportpiaci részesedése az EU15 járműpiacán\*



\* Exportpiaci részesedés = EU15-be irányuló export / EU15 országok összes importja (beleértve az EU15-ön belüli kereskedelmet), euro alapon. Az országok mögött zárójelben a járműexport 2008. évi kivitelből vett részaránya látható.

lyeken gyártanak. Az alkatrészgyártásban heterogénebb a kép attól függően, hogy egy-egy cég mely autómárkáknak szállít be.

A roncsprémium-programok ezen túl több közvetett csatornán is érinthetik a konjunktúra alakulását. Egyrészt az autót vásárlások 2009. évi növekedése egyéb fogyasztási tételek rovására is történt. Sőt az autót vásárlások tovább csökkentették a háztartások nettó megtakarításait. Ez az egyéb termékek iránti jelen- és jövőbeli keresletet is visszavetheti. Másrészt a fogyasztók jövőbeli autót vásárlásaikat előre hozhatták, hogy részesüljenek az állami támogatásokban, ami csökkenti a jövőbeli pótlási igényt.<sup>2</sup> Végül az OECD számításai szerint Európában jelentős az autóiipari kapacitásfelesleg, így az ágazat beruházási aktivitása is visszafogottabb lehet középtávon.

A piaci részesedések alapján a magyarországi cégek vélhetően kevésbé részesedtek a roncsprémium programok kereslet-élénkítő hatásából 2009-ben. Ám ha a piacvesztés átmeneti, akkor a programok kifizetésével a magyar piaci részesedés visszatérhet a válság előtti szintre. Így 2010-ben a régió más országaihoz képest akár felül is teljesíthet a magyar járműgyártás, és ezen keresztül a teljes ipar. Ezzel együtt a programok utóhatásai visszavethetik az autók keresletét, ami Európa-szerte a járműipar lassabb kilábalását vetíti előre. Ez pedig a teljes ipari termelés dinamikáját is kedvezőtlenül befolyásolhatja.

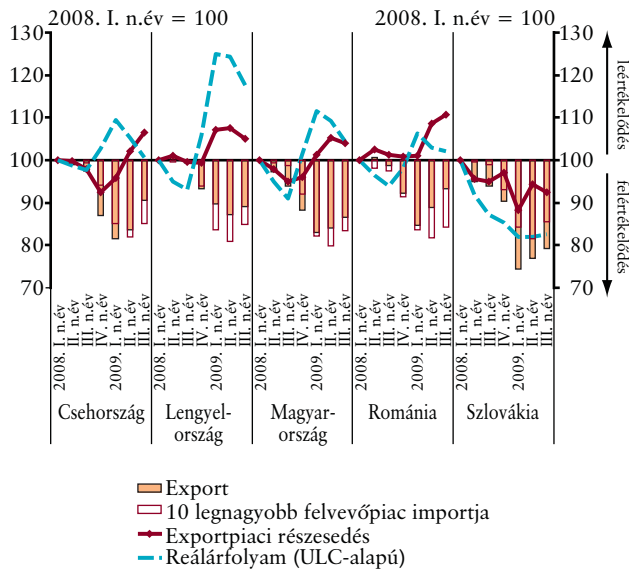
A régió exportfolyamatait vizsgálva jelentős hasonlóságokat tapasztalhatunk. Az exportpiacok szűkülése a régió valamennyi gazdaságát közel azonos mértékben érintette. A válság kezdetén általános reakció volt az exportpiaci részesedés csökkenése, majd 2009 közepétől az élénkülő – többnyire a roncsprémium-programokból profitáló – külföldi konjunktúrával összhangban az export növekedése már meghaladta a külső kereslet bővülését. Ezt segítette, hogy a reálárfolyamok a 2008-as évinél alacsonyabb szinten stabilizálódtak 2009 második felére. Kivételt Szlovákia jelent, ahol a rögzített nominális árfolyam miatt hasonló elmozdulásokat egyelőre nem figyelhetünk meg.

<sup>2</sup> Lásd: The Effects of Vehicle Scrapping Schemes across Euro Area Countries, ECB Monthly Bulletin, October 2009.

1-6. ábra

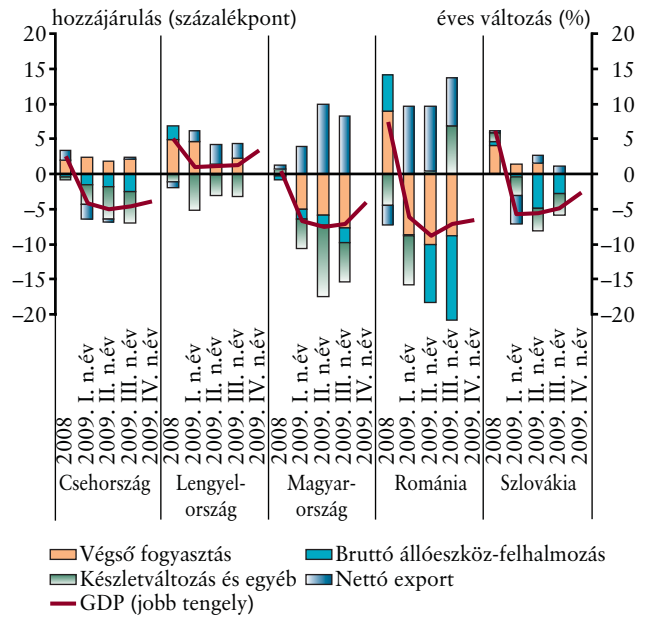
**A külső kereslet és export alakulása a régióban**

(szezónálisan igazított adatok)



1-7. ábra

**A felhasználási tételek hozzájárulása a GDP éves változásához a régióban**

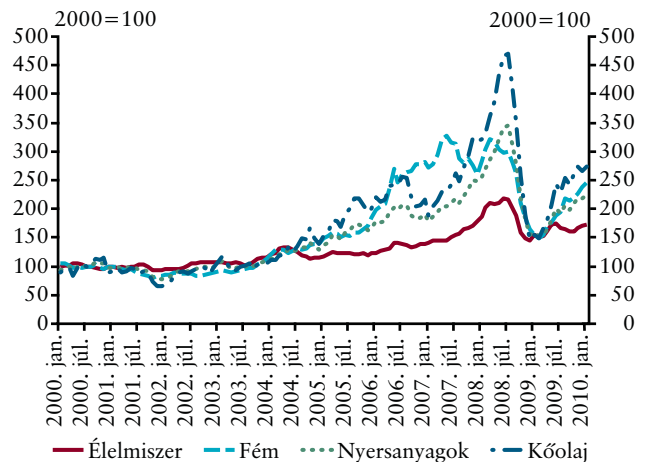


Az exportfolyamatokban megfigyelt hasonlóságok ellenére az év közepétől jellemző növekedési pályákban már érdemi eltéréseket is tapasztalhatunk. Ennek oka döntően a háztartások viselkedésében meglévő különbség. A válságperiódusban fiskális megszorításokat bevezető, illetve a válság előtt gyors eladósodást és eszközár-növekedést felmutató országokban a lakossági mérlegek kiigazítása erőteljesebben zajlik. Ennek megfelelően a fogyasztás jelentős csökkenése Magyarország és Románia esetében még 2009 harmadik és negyedik negyedévében is a GDP visszaesését okozta.

A globális konjunkturális fordulat, illetve a kedvezőbbé váló növekedési kilátások hatására a világgpiaci nyersanyagárak – az élelmiszerek kivételével – 2009 második felében már határozott emelkedést mutattak. A nyersanyagok áraira egyelőre folyamatos felfele irányuló nyomást jelenthet a gyorsabban dinamizálódó felzárkózó – jellemzően ázsiai – országok által támasztott kereslet, amit csak némileg tompíthat a fejlett országokban felhalmozott készletek és a tárolókapacitások historikusan magas szintje. A tőzsdei határidős árak

1-8. ábra

**A világgpiaci nyersanyagárak alakulása**



alapján a nyersanyagárak emelkedése a következő negyedévekben is folytatódhat, rövid távon erősödő költségoldali nyomást okozva a hazai inflációban.

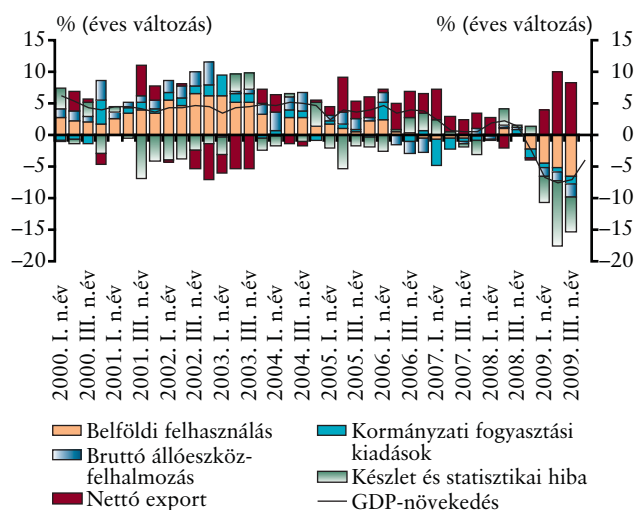
## 1. 2. Az élénkülő külső konjunktúra tompította a hazai GDP visszaesését

Bár a nemzetközi konjunktúra 2009 közepétől már a kilábalás jeleit mutatta, a magyar gazdaság kibocsátása az év végéig – egyre lassuló ütemben, de – tovább csökkent. Így a hazai gazdasági kilábalás csak késve követheti a fejlett és a régiós országokat. Ennek oka elsősorban a kényszerűen prociklikus gazdaságpolitika és a felhalmozott jelentős adósságállományok mellett elkerülhetetlen mérlegalkalmazkodásra kényszerülő belföldi szereplők gyenge fogyasztási és beruházási kereslete.

### 1-9. ábra

#### A fő felhasználási tételek hozzájárulása a GDP változásához\*

(éves változás)



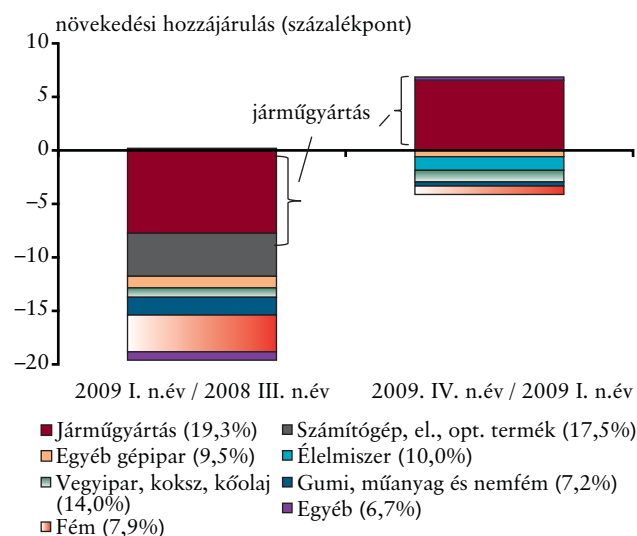
\* Tekintve, hogy a láncindexált idősorok esetében az összegezhetőség nem teljesül, így az aggregálásból adódó hibát az egyes tételek súlyarányának megfelelően szétosztottuk. Az így kapott korrigált idősorokból számított dinamikák számszerűen kevésbé informatívak (eltérnek az eredeti adatokban megfigyeltől),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

Az élénkülő külső kereslet következtében öt negyedévi csökkenés után ismét bővült az ipar hozzáadott értéke. Az élénkülés elsősorban a feldolgozóipari exportértékesítéseknek volt köszönhető, miközben a belföldi értékesítések visszaesése az év második felében már nem fokozódott tovább. A feldolgozóipari termelésen belül az elmúlt negyedévekben – a válság időszakában a legjelentősebb veszteségeket elszenvedő – járműipar profitált leginkább a külső környezet élénküléséből, köszönhetően az EU-ban bevezetett roncsprémium-programoknak. Decemberben azonban az ágaza-

tok széles körében csökkent a kibocsátás. A decemberi termelési adatok az év végi leállások miatt a szokásosnál is nagyobb bizonytalansággal rendelkeznek. Azonban az a tény, hogy a termelés csökkenése a legtöbb európai gazdaságban általánosan megfigyelhető volt, ismételten felhívja a figyelmet a globális gazdasági élénkülés törekvésére. A bizalmi indexek (Ifo, Zew) a nemzetközi, különösen a német konjunktúra elkövetkező hónapokban várható visszafogottabb bővülésére utalnak, amely tükröződik a német ipari új megrendelések növekedésére az utóbbi hónapokban tapasztalt megállásában. Ennek megfelelően a vállalati készletfeltöltés és az állami gazdaságélénkítő lépések kifizetésével a fellendülés Európában is az elmúlt fél évben megfigyeltnél visszafogottabb ütemben folytatódhat, ami a hazai ipari termelési folyamatokat is érzékenyen befolyásolhatja.

### 1-10. ábra

#### A főbb alágazatok hozzájárulása a feldolgozóipari termelés változásához



A piaci szolgáltatásokon belül a kereskedelem és turizmus ágazat visszaesése volt különösen markáns, amelyet főként a gyenge lakossági fogyasztás magyaráz. A szállítás és távközlelés ágazat aránylag kisebb mértékű visszaesését az élénkülő ipar és külkereskedelem által teremtett áruszállítási igény magyarázhatja. A rendkívül visszafogott belföldi hitelaktivitás ellenére a magyar pénzügyi közvetítőrendszer hozzáadott értéke a régióban egyedülálló módon 2009-ben is érzékelhetően növekedett.

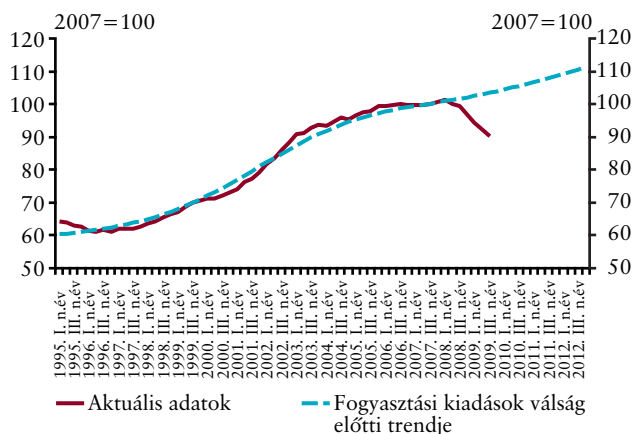


A hozzáadott értékben kisebb súllyal rendelkező szektorok közül a mezőgazdaságban folytatódott a kiugró 2008. évi termelés utáni korrekció. A nagyrészt EU-forrásokból finanszírozott állami infrastrukturális beruházások tompították ugyan a visszaeső épületberuházások hatását, az építőipar hozzáadott értéke azonban így is tovább csökkent az év második felében.

A GDP felhasználási oldalán a háztartások fogyasztási kiadásai várakozásunknál is erőteljesebben csökkenhettek 2009 második felében. A háztartási szektor fogyasztási rátája a 2007-es csúcshoz képest mintegy 5 százalékponttal mérséklődött a harmadik negyedévig. A nemzetközi válságtapasztalatok szerint a háztartások fogyasztási viselkedése válságperiódusban jelentősen megváltozik. A szektor mérlegkiigazítása többéves folyamat, amelynek végén a háztartások fogyasztása 10-13 százalékkal is elmaradhat a válság előtt jellemző trendtől<sup>3</sup>. Ezen tapasztalatokkal a hazai adatok egyelőre lényegileg összhangban állnak.

**1-11. ábra**

**A lakosság fogyasztási kiadásainak alakulása és a fogyasztás válság előtti trendje\***



\* A válság előtti trendet az inflációs jelentésünk 2008. májusi számában publikált fogyasztási előrejelzésünkben számítottuk. Ez lehetett az utolsó előrejelzésünk, amelyet a globális pénz- és tőkepiaci válság miatti hitelvisz-szafogás hatásai még nem érintettek, ám a 2006–2007-es kormányzati intézkedések hatásait már tartalmazza. A trendet Hodrick–Prescott eljárással számítottuk.

A fogyasztási pályában érdemi fordulatra utaló jeleket azonban egyelőre nem tapasztalunk. A kiskereskedelmi értékesítések az elmúlt év utolsó hónapjaiban is a fogyasztás folyamatos romlását jelzik. A kedvezőtlen fogyasztási adatok mellett a szektor pénzügyi megtakarításai is némileg elmaradtak várakozásainktól, ami a vártnál alacsonyabb jövedelem szintre utal. Emellett azonban még meghatározóbb

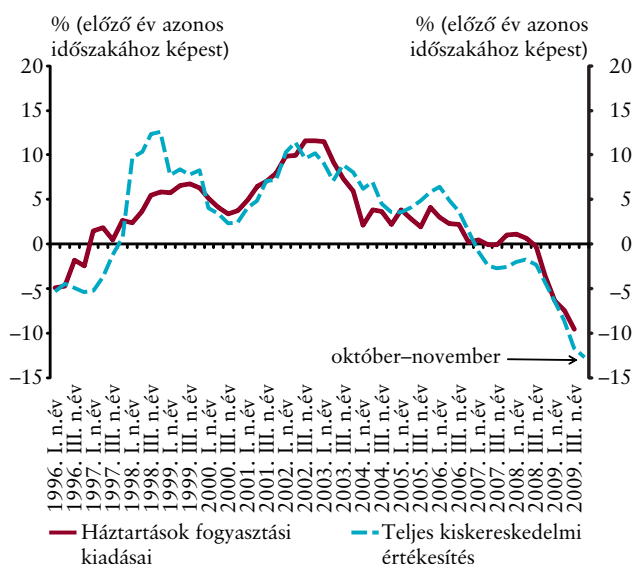
lehetett a bankrendszer hitelaktivitásának hatása a fogyasztás alakulásában. Korábbi várakozásaink szerint 2009-ben a hitelaktivitás stagnálására számítottunk (azaz arra, hogy az új hitelfelvételek összege megegyezik az adott negyedévi törlesztésekével). Ez a feltevés az év első felében érvényesnek bizonyult, ám az év második felében – és különösen az utolsó hónapokban – már várakozásainknál kedvezőtlenebb adatokat figyeltünk meg. A jelenség hátterében keresleti és kínálati hatások egyaránt állhatnak. Kínálati oldalról a pénzügyi közvetítőrendszer alacsony kockázatvállalási hajlandósága lehet meghatározó, míg keresleti oldalon a kedvezőtlen jövedelmi helyzet és az óvatossági megfontolások erősödése okozhatja a korábbi években gyors eladósodást mutató lakosság hitelfelvételének jelentős lassulását.

A hitelaktivitás szűkülése nemcsak a bankrendszer által nyújtott hitelekre, hanem a pénzügyi vállalatok aktivitására is kiterjedt, így a háztartások prognózisainknál lényegesen kedvezőtlenebb hitelkörnyezettel szembesültek. A hitelaktivitásban a korábban 2010 elejére várt fordulat várhatóan az év második feléig is kitolódhat, így 2010 elején markáns fordulatra a fogyasztási kiadásokban nem számítottunk.

**1-12. ábra**

**A fogyasztási kiadások és a kiskereskedelmi értékesítések alakulása**

(volumen)



A bruttó állóeszköz-felhalmozást ismét mélyülő visszaesés jellemezte a harmadik negyedévben, amelynek szerkezete továbbra is heterogén. A vállalati körhöz kötődő gépberuházások jelentős mértékben csökkentek, míg az állami

<sup>3</sup> A nemzetközi pénzügyi és bankválságok középtávú növekedési hatásainak számszerűsítését az IMF World Economic Outlook, October 2009 kiadványának 4. fejezetéből kaptuk.

körhöz köthető infrastrukturális beruházások miatt az építési beruházások csak kismértékben estek vissza. A nemzetgazdasági beruházási teljesítmény korábbi negyedévékéénél nagyobb visszaesését elsősorban a háztartási szektor lakásberuházásainak visszafogása magyarázhatja, amit a kedvezőtlen makrogazdasági környezet mellett a lakástámogatási rendszer szigorítása miatti „időzítési” megfontolások is magyarázhatnak. A vállalati szektor kapacitáskihasználtsága a javuló külső konjunktúrával

párhuzamosan ugyan elmozdulni látszik a 2009 eleji mélypontjáról, de historikusan továbbra is igen alacsony. Az elhúzódó és érdemi bizonytalanságokkal övezett kilábalás következtében a vállalati beruházások rövid távon továbbra is visszafogottak maradhatnak, míg a lakossági beruházás további csökkenését a már említett szigorodó hitelfeltételek okozhatják. Élénkülő aktivitásra 2010 elején is csak az EU-forrásokból finanszírozott beruházásokban számíthatunk.

## 1-2. keretes írás: Nemzeti számla revíziók

A Központi Statisztikai Hivatal 2009 novemberében publikálta legújabb Nemzeti Számlák kiadványát, mely az 1995–2007 közötti időszak összehasonlítható adatait tartalmazza. A februári inflációs jelentést már a revidált információs bázison készítettük el, az alábbiakban a legfontosabb GDP-statisztikákat érintő változásokat mutatjuk be<sup>4</sup>.

Az aktuális kiadvány a szokásosnál több és jelentősebb újításokat tartalmaz. Az idősor két szakaszán végeztek el a Statisztikai Hivatal munkatársai korrekciókat. A 2000 és 2007 közötti időszak módszertanilag homogénnek számított már korábban is, így itt csak az Eurostat által kért fejlesztések készültek el. A legjelentősebb változást a készletek esetében a készletértékesítés nyereség/veszteség elszámolása jelentette.

Az 1995–1999 közötti időszak esetében jelentősebb változtatások történtek. Az elmúlt években bevezetett módszertani fejlesztések konzisztens módon lettek visszavezetve a 2000-es bázis év előtti időszakra, így 1995 és 2007 között összehasonlíthatóvá váltak az idősorok. Összesen 31 különböző módszertani változtatás került bevezetésre, közülük három befolyásolta jelentősen a bruttó hazai termék szintjét és volumenváltozását. A GDP szintjét elsősorban az illegális tevékenységek beépítése és az új FISIM (pénzügyi közvetítők közvetetten mért szolgáltatási díj) módszertan alkalmazása emelte. A volumenindexekben a korábbi bázisindexálásról, láncindexálásra való átállás okozott jelentősebb változást.

## 1-1. táblázat

### A GDP fő felhasználási tételeinek változása

Revízió	Háztartások fogyasztási kiadása		Közösségi fogyasztás		Bruttó állóeszköz-felhalmozás		Export		Import		GDP	
	előtt	után	előtt	után	előtt	után	előtt	után	előtt	után	előtt	után
1996	-3,8	-3,5	-4,2	-3,5	6,8	3,8	12,0	11,1	9,4	9,1	1,3	1,0
1997	1,9	1,6	5,7	0,1	9,2	6,5	22,4	20,9	23,1	22,3	4,6	4,3
1998	4,4	4,3	-0,3	0,5	13,2	11,5	17,6	16,5	23,8	22,9	4,9	5,2
1999	5,6	6,4	1,8	2,8	5,9	6,0	12,3	11,1	13,3	12,3	4,2	4,2
2000	5,5	4,1	1,2	0,2	7,7	7,2	22,0	19,7	20,3	18,0	5,2	4,9
2001	6,4	6,6	0,9	0,9	4,7	4,7	8,1	8,1	5,3	5,3	4,1	4,1
2002	10,7	10,8	5,5	5,5	10,4	10,5	3,9	3,9	6,8	6,8	4,4	4,4
2003	8,3	8,4	4,1	4,1	2,2	2,1	6,2	6,2	9,3	9,3	4,3	4,3
2004	2,5	3,0	-0,1	-0,1	7,9	7,9	15,0	15,0	13,7	13,7	4,7	4,9
2005	3,4	3,2	-0,1	-0,1	5,8	5,7	11,3	11,3	7,0	7,0	3,9	3,5
2006	1,9	1,9	4,9	4,9	-3,7	-3,6	18,6	18,6	14,8	14,8	4,0	4,0
2007	0,5	0,3	-4,5	-4,3	1,8	1,6	16,4	16,2	13,4	13,3	1,2	1,0
2008	-0,5	-0,5	-1,9	-0,3	-2,6	0,4	4,8	5,6	4,7	5,7	0,6	0,6

<sup>4</sup> A változtatások részletes leírása megtalálható a KSH honlapjáról letölthető *Magyarország nemzeti számlái, 1995–2007. c. kiadvány* 1303. oldalától kezdődően. <http://portal.ksh.hu/pls/ksh/docs/hun/xftp/idoszaki/mons/mons9507.pdf>.



A Nemzeti Számla kiadvány mellett elkészült a 2008-ra vonatkozó éves és negyedéves adatok szokásos revíziója, amely következtében a 2008-as év adatai változtak legjelentősebben.

A főbb felhasználási oldali tételek volumenindexeinek összehasonlításából látható, hogy míg az 1995–1999 közötti időszak jelentősebb változtatásokon esett át, a 2000–2007 közötti időszak csak kismértékben, néhány tized százalékpontot változtat. Összességében a GDP szintjére nem gyakorolt jelentős hatást a módszertani változtatások átvezetése.

A 2008-as év azonban jelentős utólagos revíziókat mutat, elsősorban a felhasználási tételek belső szerkezete rendeződött át, a GDP egésze nem revidéálódott nagymértékben. A lakossági fogyasztás és kisebb mértékben a közösségi fogyasztás szintje emelkedett, míg az államtól kapott transzferek csökkentek. A belső felhasználás egyéb komponensei közül a bruttó állóeszköz-felhalmozás szintje is jelentősen emelkedett. A teljes belső felhasználás azonban mégsem változott ennyire jelentősen, mert a készlet és statisztikai hiba tételek együttesen több mint a felét kompenzálták a változásnak. Az export és import szintje is jelentősen magasabb lett, ám összességében a nettó export csökkent.

1-13. ábra

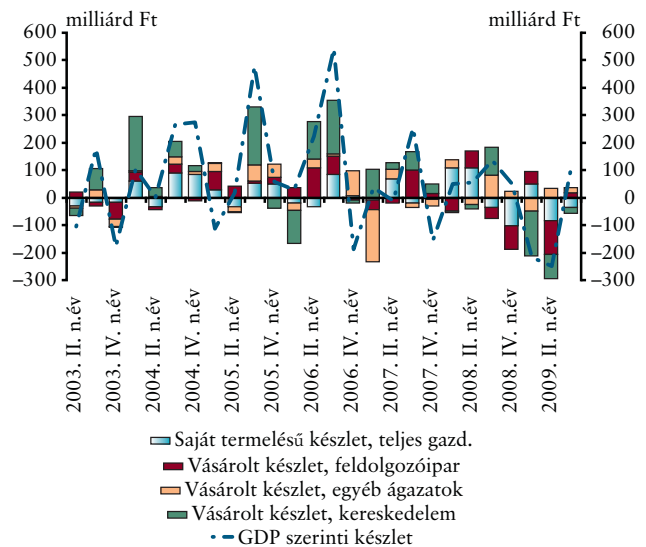
Kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban



1-14. ábra

A nemzetgazdasági készletek alakulása

(folyó árak készletek negyedéves változása)



A válságra adott reakcióként 2009 első felében tapasztalt készletleépítés korrekciója az év második felében megkezdődött, ennek megfelelően elsősorban a kereskedelmi ágazat készletállományában történt emelkedés. Rövid távon ennek a folyamatnak a folytatódására számítunk, és a készletek szintjében további pozitív korrekciót valószínűsítünk.

Míg a második negyedévben a versenyszektor gyenge teljesítményét némileg ellensúlyozta az állami szektor kedvező hozzájárulása, az állam fogyasztási kiadásai a harmadik negyedévben ismét visszaestek, amit a további takarékosági intézkedések magyarázhatnak.

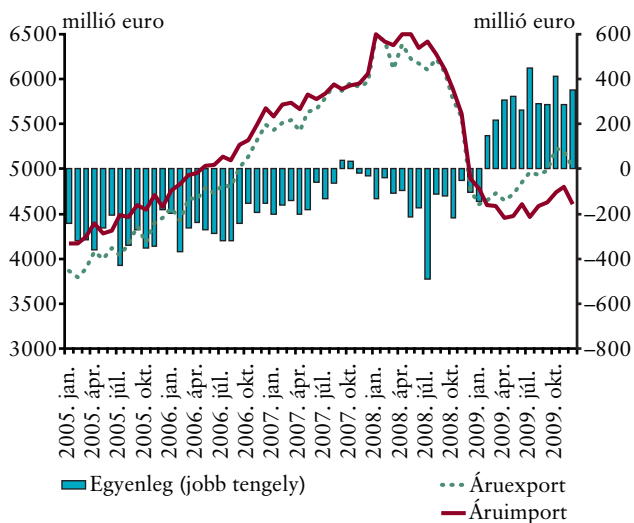
A kedvező külső kereslet hatására a nettó export az év második felében is pozitívan járult hozzá a GDP növekedéséhez. Ez elsősorban az export vártnál magasabb növekedésének köszönhető, de a kivitel magas importigénye következtében a behozatal is a várakozások feletti mértékben emelkedett. Ez utóbbi folyamathoz a második félévben az erősödő gázimport is hozzájárult: a gázimport szezonális az importőrök által előre látott évközi árcsökkenés miatt eltért a szokásostól, ráadásul az újonnan létesített gáztárolókapacitások feltöltése is megkezdődött. A szolgáltatások egyenlegében 2009-ben megfigyelt javulás az exportnál erőteljesebben csökkenő import mellett következett be. A

bevásárlóturizmushoz köthető szolgáltatásexport főleg az elmúlt év első felében javította a turizmus egyenlegét, ugyanakkor a lakosság külföldi utazásai a csökkenő jövedelmek és a gyengébb forintárfolyam miatt 2009 második felében mérséklődhettek.

A külkereskedelmi árakat az utóbbi hónapokban emelkedő euroalapú exportárak mellett az importárak stagnálása jellemezte, így a cserearány fokozatosan javult a második felében. Igaz azonban az is, hogy az éves változás szinte teljes mértékben az energiahordozók áralakulására vezethető vissza.

1-15. ábra

**A külkereskedelmi áruforgalom értéke és az áruforgalmi egyenleg**



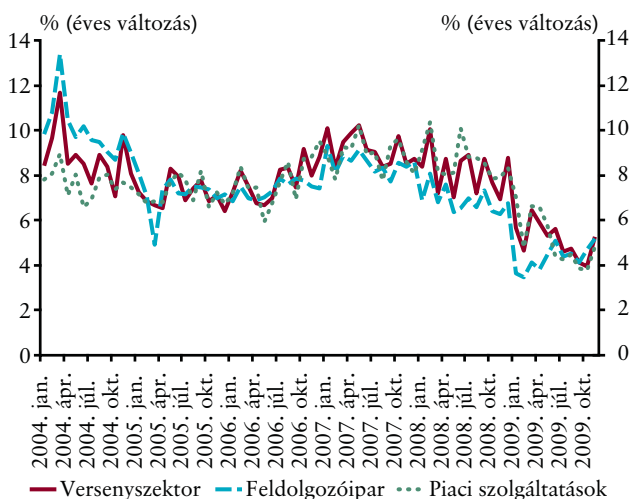
# 1.3. A munkapiaci alkalmazkodás következtében nem romlott tovább a vállalatok profithelyzete

A vállalatok viselkedését az év második felében is a válság következtében jelentősen megromlott profithelyzet stabilizálása vezérelte. Az elbocsátások üteme már fékeződött az év utolsó hónapjaiban, a versenyszféra egészét tekintve pedig a bérdinamika további lassulását figyelhettük meg.

**1-16. ábra**

## Béralakulás a versenyszektorban

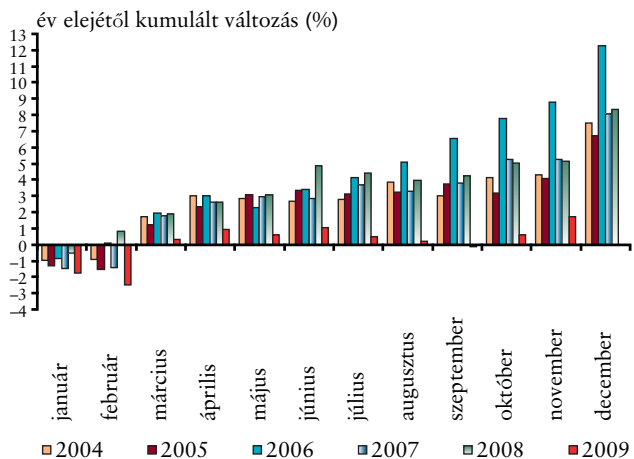
(éves növekedés)



**1-17. ábra**

## A rendszeres bérek növekedése a piaci szolgáltatószeletorban

(kumulált bérváltozás az előző év decemberéhez képest)



döntéseiben, az aktuális, igen alacsony bruttó bérré vetített javaslat azonban a mérsékelt bérnövekedési ütem stabilizálására utalhat. A vállalatok várható visszafogott bérezésére következtethetünk a Hay Group 2009 decemberében végzett felméréseinek eredményei alapján is<sup>5</sup>.

A bruttó átlagkeresetek időbeli alakulásában jelentős eltérés figyelhető meg az ágazatok között. A feldolgozóiparban a válság kezdetén gyors béralakulást láthatunk, majd a javuló külső konjunktúra hatására – a ledolgozott munkaórák emelkedésével összhangban – az év második felében élénkült a bérdinamika. A belső kereslet alakulására érzékenyebb, korábban tartósan gyors bérnövekedést mutató piaci szolgáltatások körében viszont 2009 eleje óta a korábbi években tapasztaltnál lényegesen alacsonyabb béremelkedés valósult meg. 2010-re vonatkozóan az Országos Érdekegyeztető Tanács a nettó keresetek vásárlóértékének megőrzését ajánlotta, amely előrejelzésünk szerint mintegy 1,5 százalékos bruttó átlagkereset-növekedéssel lehet konzisztens. Bár tapasztalataink szerint a nettó reálbérré vonatkozó ajánlások – szemben a bruttó bérekben történő megegyezésekkel – a múltban kisebb koordináló erővel bírtak a versenyszféra bér-

Bár 2009 harmadik negyedében még jelentősen csökkent a versenyszférában foglalkoztatottak létszáma, a leépítések üteme az utóbbi hónapokban már mérséklődött. 2009 egészében a versenyszféra létszámának csökkenése visszafogott volt a kibocsátásvesztéshez képest, ennek következtében a munka termelékenysége csökkent. Ez arra utal, hogy a vállalatok a kereslet csökkenésére – különösen 2009 közepétől, amikor a kilátások már fokozatosan javultak – csak korlátozottan reagálnak elbocsátásokkal, és a munkaerő egy részét – különösen a szakképzett, nehezen helyettesíthető munkavállalókat – tartalékolják (labour hoarding). Ez jelentkezett a részmunkaidősök arányának az év első felében tapasztalt jelentős emelkedésében, valamint a teljes munkaidőben foglalkoztatottak munkaóráinak és a túlóráknak a csökkenésében is. Az év második felében a feldolgozóiparban mindkét mutatóban fordulat látszik, amely a kedvezőbb külső konjunktúrával áll összefüggésben.

<sup>5</sup> A felmérés szerint 2009-ben a megkérdezett vállalatok mindössze 60%-a módosított a béreken; az összes vállalat átlagosan 2,4%-kal emelt bért. A 2010-ben tervezett béremelés mértéke 3,2%; a vállalatok közel 80%-a módosítani kívánja a béreket.

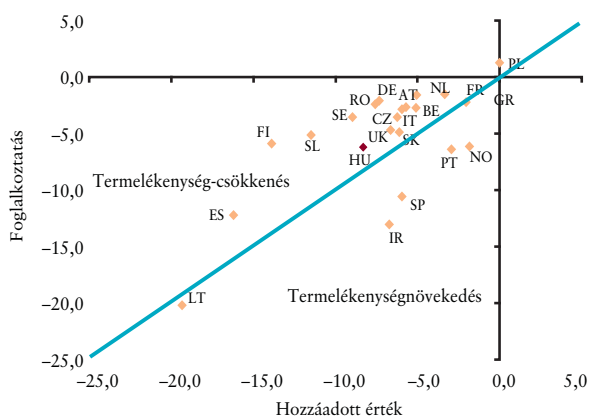
### 1-3. keretes írás: Munkaerő tartalékolás a válság idején

2009 III. negyedévében a versenyszektor kibocsátása – mezőgazdaság nélkül – 8,3 százalékkal maradt alatta az egy évvel korábbinak; a foglalkoztatottság ugyanakkor csak ennél kisebb mértékben, 6,2 százalékkal csökkent. Ennek következtében az egy főre jutó termelékenység mintegy 2 százalékkal visszaesett. A válság időszakában a termelékenység-romlás az európai országok többségében jellemző volt (1-18. ábra).

A visszaesés természetesen nem a technológiai fejlettség csökkenéséből, hanem a vállalatok által megtartott munkaerő-kapacitások alacsonyabb kihasználtságából adódik, azaz a munkaadók több foglalkoztatottat tartanak meg, mint amennyire az adott időszak kibocsátás megtermeléséhez hosszabb távon szükségük lenne. A munkaerő-tartalékolás okait elsősorban abban kell keresnünk, hogy a megfelelő munkaerő felkutatása, betanítása és elbocsátása, illetve a termelés átszervezése időigényes tevékenység, és számottevő költségeket jelentene a vállalatok számára.

1-18. ábra

#### Foglalkoztatottság és hozzáadott érték a mezőgazdaság nélküli versenyszektorban



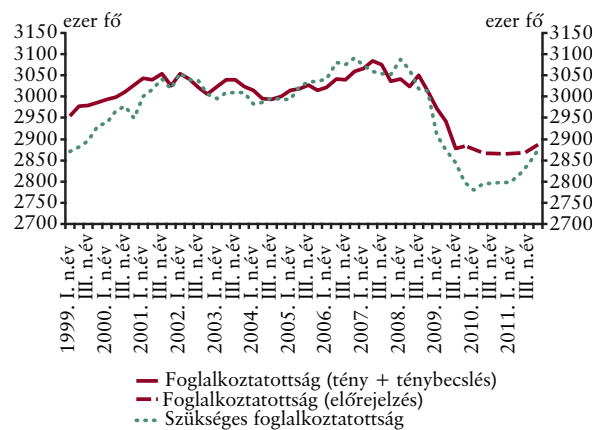
Megjegyzés: százalékos változás 2008 III. negyedévéhez képest.

A munkaerő-tartalékolás mértékét – az alkalmazkodás költségei mellett – a vállalatok jövőről alkotott képe is jelentős mértékben befolyásolhatja. Amennyiben a kereslet jövőbeli alakulásával kapcsolatban jelentősek a bizonytalanságok, a vállalatok jobban kivárhatnak az alkalmazkodási döntésekkel, míg ha a keresletet ért sokkot csupán átmenetinek tekintik, sok esetben szükségtelennek is ítélik az alkalmazkodást. A várakozások hatásának számszerűsítése azonban a modellekben különösen sok problémát vet fel.

Az alacsonyabb kapacitáskihasználtság részben az egy főre jutó munkaerő alacsonyabb számában – esetenként a négynapos munkahét bevezetésében –, részben egyszerűen a munkaidőn belül elvégzendő munka csökkenésében jelentkezik. Jelentősen csökkentheti a létszám-beli alkalmazkodási kényszert – és a vállalat mozgásterének, versenyképességének növelése révén természetesen elősegítheti egy fordulat mielőbbi bekövetkeztét – az is, ha a munkavállalók hajlandóak beleegyezni a keresetük csökkentésébe, így a vállalatok profitabilitása a fölös kapacitások megtartása mellett kevésbé csökken. Órabér- vagy teljesítményalapú bérezés esetén ez az alkalmazkodás részben automatikusan bekövetkezik.

1-19. ábra

#### A foglalkoztatottak száma és az egyensúlyi kapacitáskihasználtság melletti foglalkoztatottság a versenyszektorban



A 1-19. ábrán a versenyszektorban foglalkoztatottak számára vonatkozó előrejelzésünk mellett az szerepel, hogy egyensúlyi kapacitáskihasználtság mellett hány foglalkoztatottra lenne szükség az adott negyedévi hozzáadott érték megtermeléséhez.<sup>6</sup> Látható, hogy a válság első évében a foglalkoztatottság viszonylag gyorsan alkalmazkodott a kereslet csökkenéséhez. Az év végéhez közeledve ugyanakkor – noha a foglalkoztatottak száma még mindig meghaladta az egyensúlyi értékét – jelentősen lassult az elbocsátások üteme, és úgy véljük, ez a lassabb ütem maradhat jellemző a jövőben is. Ennek oka, hogy míg a kezdeti alkalmazkodás idején sokan úgy láthatták, hogy a kereslet évekig tartó visszaesésére kell felkészülni, az utóbbi időszakban a várt fordulat közeledtével, az egyensúlyihoz közelebbi foglalkoztatás

<sup>6</sup> Ez az utóbbi érték a NEM becslésén alapul. A modellben alkalmazott megközelítés szerint a termelés a rendelkezésre álló (magán- és állami) tőke mennyiségének, a foglalkoztatottak számának, a technológiai fejlettség szintjének és a kapacitások kihasználtságának függvényeként adódik. Az összes többi változót rögzítve bármely tényező értéke meghatározható. A fenti mutató az az érték, ami a termelés, a tőke, a fejlettség és a tőkekihasználtság szintjét az aktuális, a munkaerő-kihasználtság mértékét az egyensúlyi szinten rögzítve a foglalkoztatásra adódik.

mellett már több vállalat számára lehet érdemes megtartani az átmenetileg kevésbé leterhelt munkavállalókat.

Az egyensúlyinál magasabb foglalkoztatottság fenntartása egyúttal azt is jelenti, hogy a fellendülést követően a foglalkoztatottság növekedésének dinamikája is elmaradhat az egyensúlyból következőtől, hiszen a vállalatok csak azt követően kezdenek ismét a létszám növelésébe, hogy a megtartott munkaerőt ismét el tudják látni munkával. Ebből az is következne, hogy a foglalkoztatottság bővülésére csak akkor kerülhet sor, amint a vállalatok által tartalékolta munkaerő-kapacitások kihasználtsága eléri az egyensúlyi értékét. Az ábrán azonban az

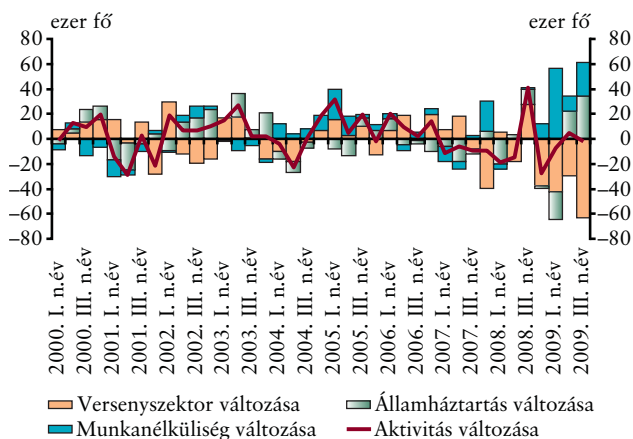
is látható, hogy előrejelzésünkben már ennél korábban enyhe növekedést valószínűsítünk.

Ennek oka, hogy úgy véljük, a munkaerő-tartalékolás mértéke az egyes vállalatok jellemzőitől és munkaköröktől függően eltérő lehet. A munkaerő-tartalékolás így erősebben jelentkezhet a specifikusabb tudást igénylő munkakörökben, valamint a bérekben és munkaintenzitásában rugalmasabb alkalmazkodásra képes kisvállalkozások esetében. Így míg bizonyos területeken még a munkaerő tartalékolása a jellemző, másutt már szükségessé válhat a kapacitások bővítése is.

1-20. ábra

**Munkaerő-piaci létszámfolyamatok változása**

(LFS-statisztika alapján, negyedéves változás, szezonálisan igazított adatok)

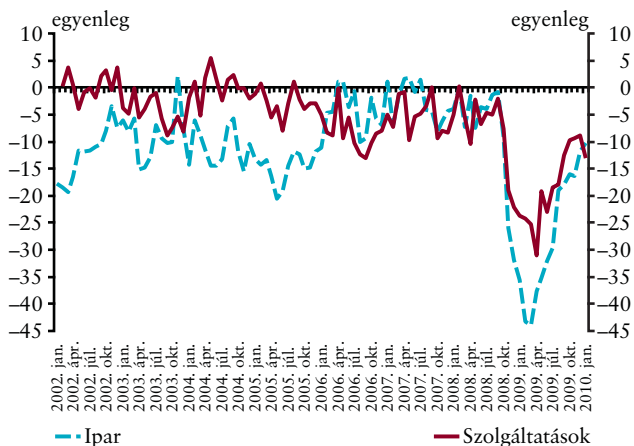


A csoportos létszámleépítések havonkénti mértéke az elmúlt hónapokban tovább mérséklődött és megközelítette a válság előtt jellemző szinteket. Ez alapján rövid távon továbbra is a foglalkoztatás csökkenésére számíthatunk, ám az elbocsátások intenzitása folyamatosan mérséklődik. A kereslet várható alakulásával összhangban az ágazati szinten heterogén foglalkoztatási folyamatok a következő negyedévekben is jellemzőek maradhatnak. Erre utalnak az ESI-indikátor foglalkoztatással kapcsolatos alkomponensei is. A várakozásokat tömörítő alindex javulása az elmúlt hónapokban csak az iparban folytatódott, míg a szolgáltatások esetében megállt.

Nemzetgazdasági szinten a foglalkoztatottak létszáma kevésbé csökkent, amelynek oka az állam „Út a munkába” programja keretében megnövekedett közfoglalkoztatotti létszám. A munkanélküliségi ráta ennek ellenére is 10 százaléknál emelkedett a harmadik negyedévben. Az idei évben a munkanélküliek aránya tovább nőhet, bár a korábban tapasztaltnál kisebb ütemben.

1-21. ábra

**A foglalkoztatás változására vonatkozó várakozások az ESI-indikátor szerint**

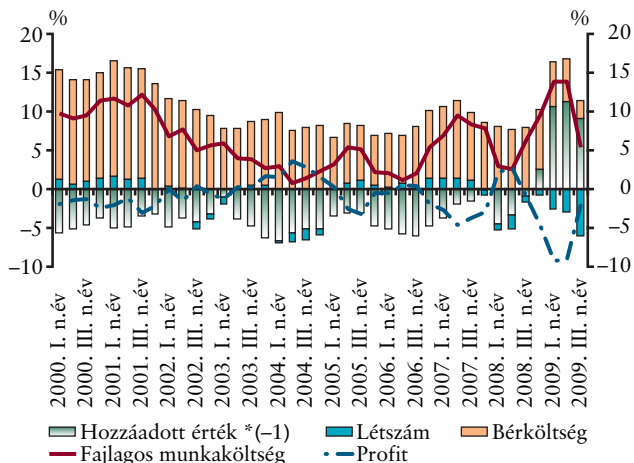


Forrás: Eurostat.

1-22. ábra

**Fajlagos munkaköltség a versenyszférában**

(éves változás, szezonálisan igazított adatok)



A munkapiaci folyamatokkal összhangban a harmadik negyedévben már mind a versenyszféra egészében, mind a főbb alágazatokban mérséklődött az egységnyi munkaerő-költség korábban kiugróan magas dinamikája.

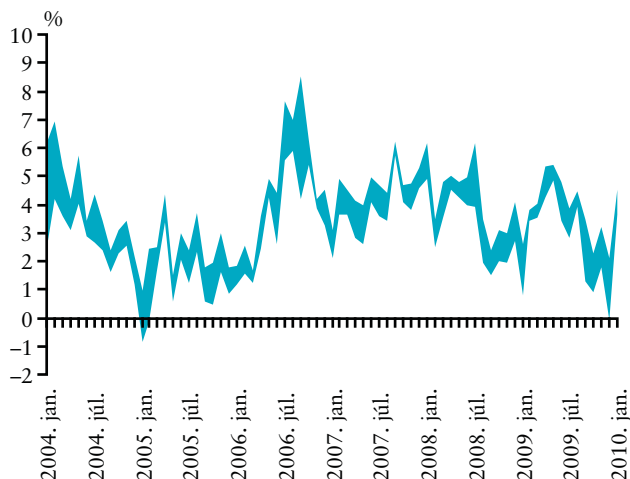
# 1.4. A trendmutatók továbbra is alacsony inflációs környezetre utalnak

Az elmúlt hónapokban – az év közepi indirektadó-intézkedések következtében 5 százalékos szintre emelkedő – fogyasztói infláció tovább emelkedett, és 2010 januárjában meghaladta a 6 százalékos szintet. A kedvezőtlen gazdasági környezet azonban továbbra is érdemi árleszorító hatással bír, így az infláció trendmutatói változatlanul az éves publikált árindexeknél érdemben alacsonyabb inflációs környezetre utalnak.

**1-23. ábra**

### A trendinflációs mutatóink alakulása\*

(havi adatok, évesített havi növekedés)



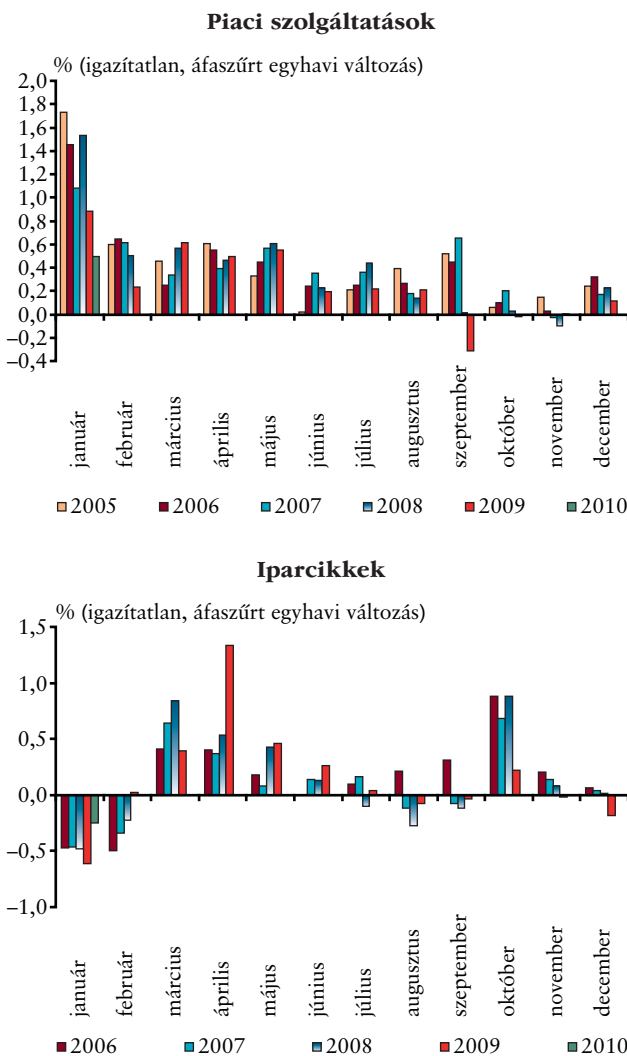
\* A mutatók számításának módszertanáról a 2009. novemberi inflációs jelentés 1.2. keretes írásában írtunk bővebben.

A maginflációt meghatározó legfontosabb tételek közül 2009 utolsó negyedévéig az iparcikkek és a szolgáltatászektor inflációja is stabilan alakult. A piaci szolgáltatások körében az idei év elején folytatódott az elmúlt évben megkezdődött deflációs tendencia, ám az iparcikkek esetében januárban várakozásainknál erősebb éves áremelkedéseket tapasztalhattunk. A piaci szolgáltatások árazása az év első hónapjaiban erős szezonális tendenciát mutat, ami arra utal, hogy a szektor szereplői árazási döntéseiket jellemzően az év első hónapjaiban időzítik. Tekintve, hogy az idei év elején végrehajtott áremelések lényegesen elmaradtak a korábbi évekre jellemző értékektől, így az árazások általánosan jellemző szezonális tendenciát feltételezve, a deflációs folyamatok további folytatására számíthatunk a szolgáltatások esetében. Az iparcikkek esetében az év elején szokásosnál kisebb havi árcsökkenést tapasztalunk. Ennek okát a szezonális leérté-

**1-24. ábra**

### A piaci szolgáltatások és az iparcikkek inflációja

(igazítatlan, áfaszűrt, egyhavi változás)

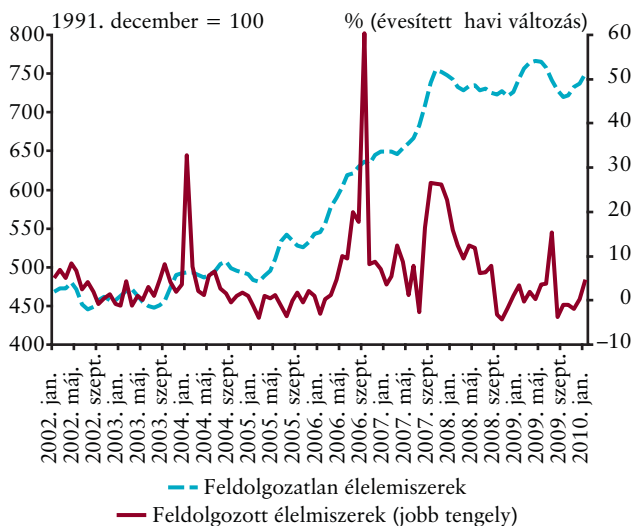


kelések múltban megfigyelttől eltérő időzítésének tulajdonítjuk. A visszafogott keresleti környezetben a cégek leértékeléseik jelentős részét már a relatíve erősebb forgalommal jellemezhető decemberben végrehajtották, így a januári árcsökkenések elmaradhattak a korábbi éveken tapasztaltaktól. Figyelembe véve, hogy a szektor árazása szempontjából meghatározó legfontosabb változókban (árfolyam, importáltiparcikk-infláció) az elmúlt hónapokban érdemi elmozdulást nem tapasztalunk, így ezen időzítési hatás kifizetésével rövid távon továbbra is az éves iparcikk-infláció lassulásának folytatására számíthatunk.

1-25. ábra

**A feldolgozott és a feldolgozatlan élelmiszerek inflációjá**

(szezonálisan igazított havi adatok)



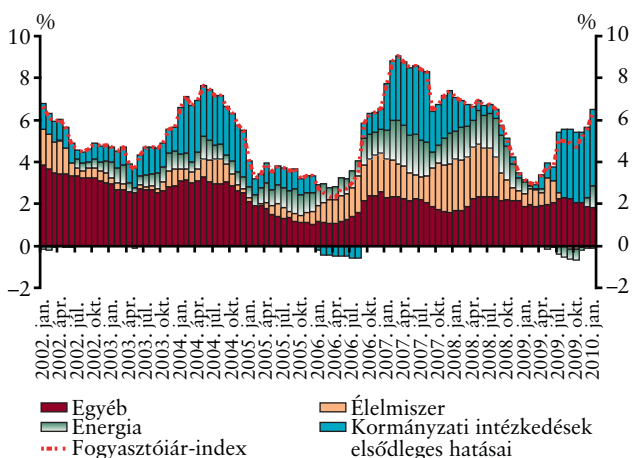
A élelmiszerek árszintje az év közepétől folyamatosan csökkent, a decemberi és januári adatok azonban a termékkör deflációs periódusának végét jelzik. A tőzsdei határidős árak alapján az élelmiszerárak fokozatos emelkedésére számíthatunk, ami rövid távon a hazai élelmiszerinflációt is emelheti.

A járműüzemanyag-árak alakulása érdemben emelte a fogyasztóiár-indexet, ebben a 2008. év végi árcsökkenés bázishatása domináns szerepet játszott. Az idei év első hónapjaiban a jövedéki adó emelése és a világpiaci olajár emelkedése miatt további árnövekedésre számíthatunk e termékkörben.

Dekomponálva az inflációt befolyásoló legfontosabb tényezők hatásait, az elmúlt év második felében egyértelműen a kormányzati intézkedések okozták az éves árindex jelentős megemelkedését, az év utolsó hónapjaiban azonban már az energiaárak növekedése is hozzájárult az árindex emelkedéséhez. Az ezen tételeknek – az alapvető makrogazdasági folyamatokból való – kiszűrésével levezethető infláció 2009 második felében enyhén, de folyamatosan csökkent. Rövid távon – az iparcikkek árazásának megváltozott szezonális adódó hatások kifizésével – hasonló folyamatok fennmaradására számíthatunk. A trendinfláció – elsősorban a piaci szolgáltatások árainak alkalmazkodása miatt – várhatóan tovább lassul, miközben a világpiaci nyersanyagárak emelkedése, a 2010 elején hatályba lépő indirektadó-intézkedések, illetve az élelmiszerárakban várt korrekció miatt az éves árindexek az idei év első hónapjaiban 6 százalék közelében maradhatnak. A 2009. júliusi indirektadó-emelés átmeneti árszintemelő hatásainak kifizésével az éves árindex 2010 közepétől csökkenhet számottevően.

1-26. ábra

**Az egyes termékkörök hozzájárulása a fogyasztóiár-index éves változásához**

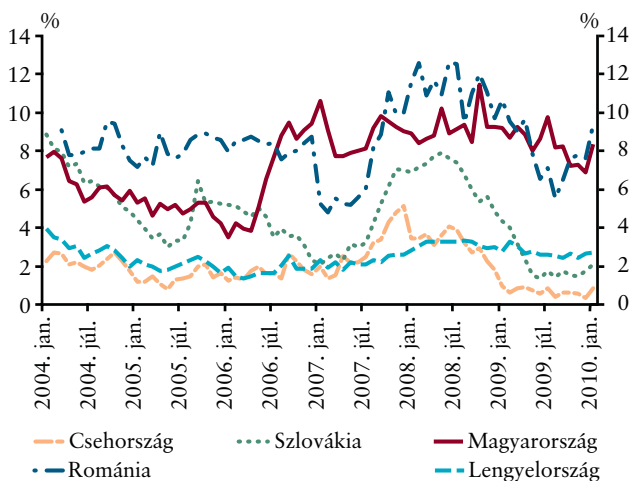


A kereslet visszaesésével és a trendinflációs folyamatok lassulásával párhuzamosan az inflációs várakozások tovább mérséklődtek 2009 második felében. Régiós összehasonlításban a hazai inflációs várakozásokra adott becslések továbbra is érdemben meghaladják a tartósan alacsony inflációt felmutató gazdaságok hasonló mutatóit. Az idei év elején azonban a várakozások hirtelen megemelkedtek, melynek oka a jövedéki adó ismételt év eleji emelkedése és a szabályozott árak emelése lehet, amelyre a háztartások várakozásai átlagosnál is érzékenyebben reagálhattak.

1-27. ábra

**Inflációs várakozások\* a régióban**

(éves index)



\* MNB-becslés. A becslés módszertanáról bővebben a 2009. augusztusi Jelentés az infláció alakulásáról 1-1-es keretes írásában írunk.



## **2. Pénzügyi piacok és hitelezés**



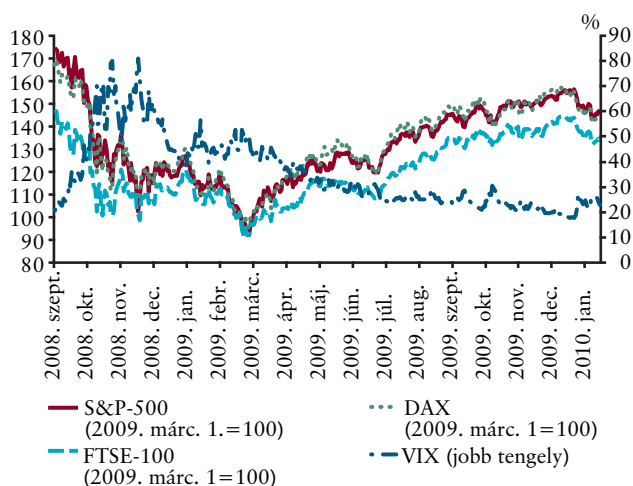


## 2.1. Ingadozó hangulat a globális pénzügyi piacokon

A novemberi jelentésünk megjelenése óta váltakozó befektetői hangulat jellemezte a nemzetközi piacokat, a fellendülés korábbi dinamikája érzékelhetően lassult. Az amerikai és európai vezető tőzsdeindexek, a fontosabb nyersanyagindexek kismértékben csökkentek, a kockázati mutatók – így a részvényindexekre és főbb devizákra kötött opciók volatilitása – enyhén emelkedtek. A legtöbb tőzsdeindex és kockázati mutató továbbra is a Lehman-csőd előtti szintek körül tartózkodik. A fejlett országokat likviditásbőség jellemzi, a rövid lejáratú bankközi és állampapír-piaci hozamkülönbségek, valamint a Libor-OIS-szpredek a válság kezdetén, 2007 őszi felvett értékeknél is alacsonyabbak. Ugyanakkor a pénzügyi piac továbbra is sérülékenynek tekinthető, működésükben még mindig a jegybankok által nyújtott többletlikviditás nyújt jelentős segítséget. Ezt részben az is mutatja, hogy a 2007-es válság kitörése előtti szinteket az indikátorok többsége nem érte el, és ez – a válság tapasztalataiból kifolyólag – a kockázati mutatók esetében nem is várható a közeljövőben.

2-1. ábra

Vezető tőzsdeindexek és a VIX-index alakulása\*



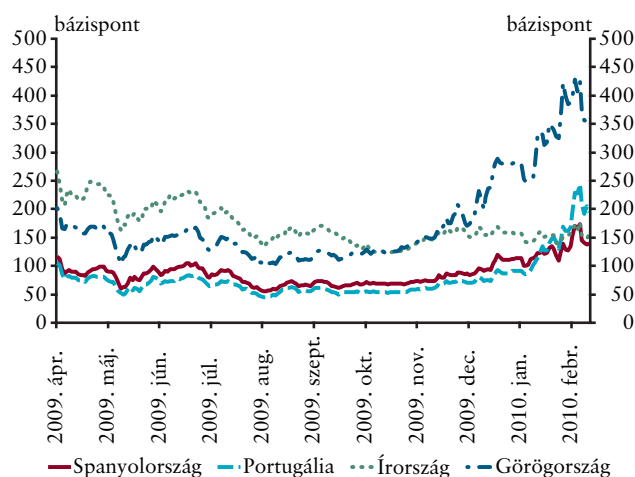
\* A VIX-index az S&P-500 tőzsdeindex egyhavi előretekintő volatilitását mutatja. A mutató emelkedése a kockázati étvágy csökkenését tükrözi.

Az időszak elején a Dubai World adósságátütemezése és Görögország leminősítése csökkentette a kockázattvállalási kedvet. Görögország fiskális problémái ugyanakkor az időszak további részében is a figyelem középpontjában maradtak. Miközben a piaci szereplők a kormány konszolidációs programját kielégítőnek tartják, annak végrehajthatóságával kapcsolatban általános a kételkedés.

A görög események több csatornán keresztül érintették a pénzügyi piacokat. A szuverén fizetőképességével kapcsolatos aggodalmak és a görög állampapírok EKB-fedezetként való elfogadhatóságának romló perspektívája az állampapírpiaci hozamok és CDS-felárak erőteljes emelkedését okozták az időszak folyamán. Az eurozónán belüli politikai feszültségek, illetve az optimális valutaövezettel kapcsolatos kérdések újbóli felmerülése kapcsán az eurozóna hosszabb távú integritása is bizonytalanabbá vált. Ez az aspektus járulhatott hozzá leginkább az euro árfolyamának jelentős, 10 százalékos körüli gyengüléséhez. Általánosabban a Görögországgal kapcsolatos aggodalmak a válság alatt megnövekedett szuverén adósságállományok problematikájára és a fiskális fenntarthatóság kockázataira hívták fel a figyelmet. Ennek hatása a nagyobb adósságrátával rendelkező országok kockázati feláraiban jelentkezik, a befektetők kockázatértékelésében ez a szempont fokozottabban érvényesülhet. Az időszak folyamán a Görögországhoz hasonló GMU-perifériaországok, illetve a nagyobb államadóssággal rendelkező nyugat-európai államok megítélése is romlott.

2-2. ábra

5 éves CDS-felárak alakulása az eurozóna perifériaországokban



A pénzügyi piacok fellendülésének lassulásában szerepet játszhatott, hogy a fejlett országok reálgazdaságaiban várt lassú javulási folyamatok mellett túlzottan és elhamarkodottan tűnhetett a pénzügyi piacok emelkedésének korábbi kiugró dinamikája. A fejlett gazdaságokban a gyenge munkaerő-piaci folyamatok és a visszafogott hitelezési aktivitás továbbra is komoly kockázati tényezőt jelentenek

a gazdasági növekedés fenntarthatóságára nézve, és óvatosságra int az is, hogy a jelenlegi kedvező folyamatok egy része átmeneti tényezőkhöz – erősebb készletdinamikához, illetve a magánszektor gazdaságpolitikai támogatásához – köthető. Az év vége óta közölt makrogazdasági adatok alapján az amerikai konjunktúra az európaihoz képest erősebbnek mutatkozik, amely szintén az euro leértékelődéséhez járult hozzá.

A konjunkturális folyamatok lassú javulása mellett a fejlett országok jegybankjai óvatosan csökkenteni kezdték a monetáris politikai stimulus mértékét. Bár az irányadó kamatráták még hosszabb ideig a jelenlegi alacsony szinteken maradhatnak, a válság során bővített eszköztár csökkentésére már több helyen sor került. A Fednek több, a válság idején bevezetett, átmeneti likviditást nyújtó eszköze jár le február-márciusban, és március végén fejeződhet be az eszközvásárlási program is. A Fed és a svájci jegybank megszüntette a külföldi jegybankokkal kötött likviditási swapszerződéseket. Az EKB a hosszú lejáratú repoügyletek (LTRO) utolsó egyéves aukcióját decemberben tartotta, az utolsó 6 hónapos LTRO-aukció márciusban várható. A Fed februárban 25 bázisponttal megemelte a hitelinstrumentumai és az irányadó ráta közötti különbözetet. A válság idején megnövelt likviditás következtében a monetáris politika operatív feladataiban a passzív oldali eszközökre helyeződik a hangsúly. Az amerikai jegybank a likviditás kivonását passzív repoműveletekkel és/vagy 1–6 hónapos kamatozó jegybanki betét-instrumentum bevezetésével képzei el.

### A kelet-európai országok megítélésében globális és országspecifikus tényezők játszottak szerepet, a régiós hatások mérsékeltek maradtak

A kelet-európai térség pénzügyi piacainak alakulásában meghatározó tényező marad a nemzetközi befektetői hangulat. December végén és január elején a támogató nemzetközi környezet hatására az árfolyamok emelkedtek a feltörekvő részvény- és devizapiacokon, január második felében – főként a Görögországgal kapcsolatos aggodalmak fokozódását követően – viszont erőteljesebb gyengülés volt jellemző. A kockázati megítélés mutatóinak (CDS-szpredek és a devizakötvény-felárak) alakulásában is felfedezhető volt ez az időszakon belüli tendencia. Az időszak egészét tekintve országspecifikus események következtében a részvénypiaci indexek vegyes alakulása volt megfigyelhető. Az egyik végletet – a piaci szereplők gazdaságpolitikai megszorításra vonatkozó spekulációjának következményeként – a sanghaji tőzsde 11 százalékos esése jelentette, a másik oldalon a balti országok részvénypiaci számottevően emelkedtek. Devizaárfolyamok tekintetében kevésbé heterogén kép rajzolódott ki, a feltörekvő piaci árfolyamok a dollárral szem-

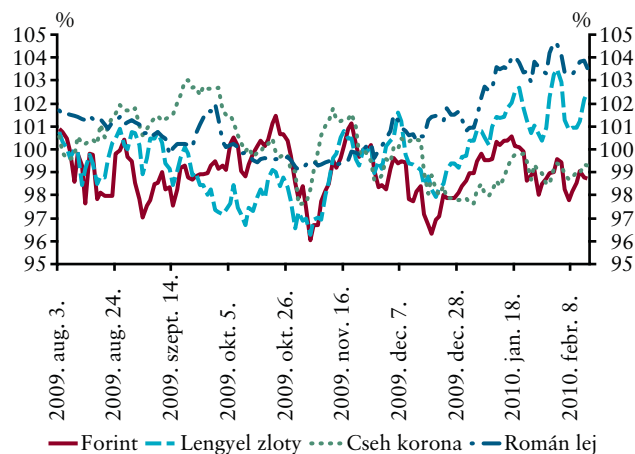
ben többnyire 5-10 százalékkal értékeltődtek le. A szintén jelentősen gyengülő euróval szemben azonban a kelet-európai devizaárfolyamok vegyesen alakultak.

Az őszi folyamatokhoz hasonlóan a vizsgált időszakban sem volt a regionális eseményeknek számottevő, országokon átnyúló hatása. Az egyes kelet-európai országok pénzügyi piacainak együttmozgása globális faktorokra volt visszavezethető. Ahogyan november során a román és ukrán IMF-programmal kapcsolatos kilátások romlása kevésbé érintette a régió többi országát, úgy az elmúlt jelentés óta az IMF-programok folytatásának javuló kilátása sem gyakorolt érdemi pozitív hatást a környező országokra.

### 2-3. ábra

#### A régió devizaárfolyamainak alakulása az euro viszonylatában

(2009. nov. 23. = 100)\*

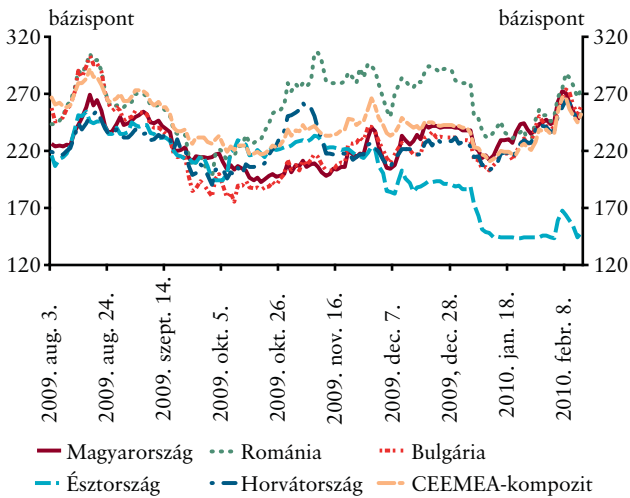


\* Az ábrán a magasabb értékek felértékelődést jelölnek.

Míg a globális folyamatok az időszakon belül általános irányt szabtak a piaci mutatók mozgásának, országspecifikus események esetenként fontos tényezőnek bizonyultak a pénzügyi folyamatokban. Romániában a választások megrendezése után várhatóan újrainduló IMF-programok következtében csökkentek a költségvetés finanszírozásával kapcsolatos aggodalmak, ami a CDS-felárak és a piaci hozamok számottevő mérséklődését tette lehetővé. A javuló kockázati megítélés következtében a román jegybank folytatni tudta a kamatcsökkentési ciklust. Lettországból a piaci optimizmust az eredményezte, hogy a parlament elfogadta a nemzetközi hitelezők által követelt fiskális szigorítást lehetővé tevő törvénytervezetet. Szintén pozitív fejlemény volt, hogy Észtország esetében a 2009. évi költségvetési hiány alacsony volt, így várhatóan teljesíthetők lesznek a maastrichti kritériumok és az euro 2011-re tervezett bevezetésének valószínűsége emelkedett. A visegrádi országok kockázati megítélésében viszont országspecifikus események érdemben nem javították a megítélést, a CDS-felárak

## 2-4. ábra

## Néhány kelet-európai ország 5 éves CDS-felárának alakulása\*



\* A CEEMEA adatsor az ITraxx által kalkulált kelet-európai szuverén 5 éves CDS-felárak (SouX) kompozitmutatója.

ezekben az országokban az időszak egészében kisebb mértékben emelkedtek.

A válságból való kilábalásra utal, hogy a régió országaiban az állami finanszírozási igényt növekvő mértékben lehet piaci forrásokból kielégíteni. A belföldi kötvénypiacok normalizálódása folytatódik, és kedvezőnek tekinthető, hogy az időszak során több hosszabb lejáratú devizakötvény kibocsátására is sor került. Januárban Lengyelország 3 milliárd euro értékben 15 éves kötvényt bocsátott ki, Törökország pedig 2 milliárd összértékben egy új 30 éves dollárkötvénnyel jelent meg a nemzetközi piacokon. Magyarország és Litvánia szintén 2 milliárd dollár értékben bocsátott ki 10 éves futamidejű devizakötvényt.

Más feltörekvő régiókhoz képest ugyanakkor a kelet-európai térségnek a válságban való erőteljesebb érintettsége nyilvánul meg a monetáris politikai ciklusok alakulásában. Míg az ázsiai országok többségében már 2010 első negyedében, Latin-Amerikában pedig a második negyedében általános lehet a kamatemelési ciklusok megindulása, a kelet-európai régióban a monetáris politikai szigorítások várhatóan csak az év második felében kezdődhetnek meg. Az előző jelentés óta a feltörekvő európai országok közül Csehországban, Törökországban, Romániában, Szerbiában, Oroszországban és Magyarországon még kamatot csökkentek a jegybankok.

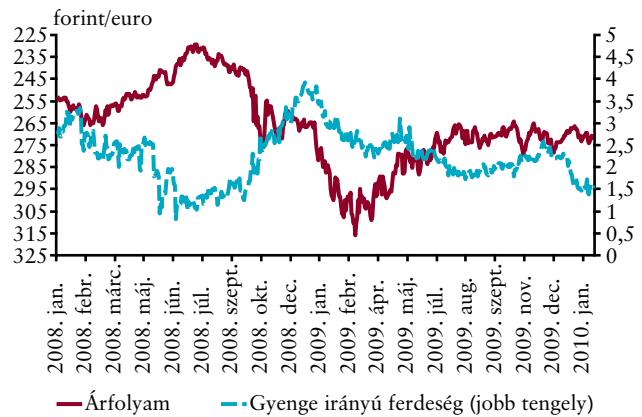
## A hazai pénzügyi folyamatokat a globális befektetői hangulat határozta meg

A korábbi időszakoknak megfelelően Magyarország kockázati megítélésében, a devizaárfolyam és a hozamok alakulásában meghatározó tényező volt a nemzetközi befektetői hangulat alakulása.

A forint/euro árfolyam az időszak folyamán a korábbi hónapokban is jellemző 265–280 forint/euro sávon belül mozgott. A kockázati étvágy mérséklődésének megfelelően december elején és január végén az árfolyamra leértékelődés volt jellemző, a külföldiek a forint- és FX-swappiacon carry trade pozíciókat zártak. December végén és az év elején ezzel ellentétes folyamatok játszódtak le, a külföldiek akkor a spotpiacon vásárlóként léptek fel, a kurzus január elején 267 forint/euróig erősödött. Az árfolyam ingadozása ugyanakkor visszafogott volt, a devizaopciók jegyzései alapján az előretekintő volatilitás mutatói a válság előtti értékek közelében alakultak. Mérséklődött az árfolyam-várakozások gyenge irányú ferdesége is.

## 2-5. ábra

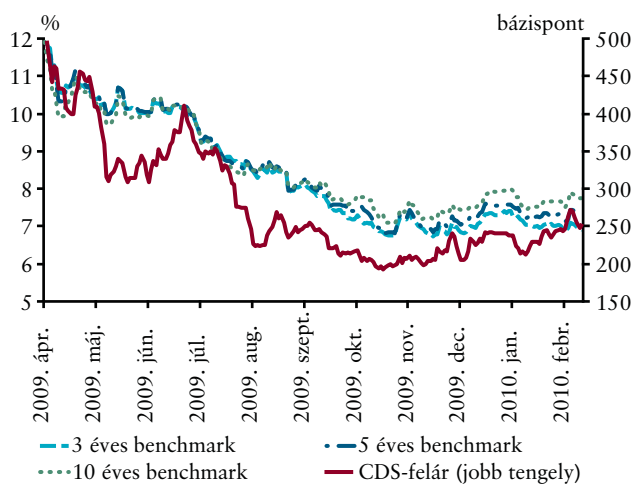
## A forint/euro árfolyam és az árfolyam-várakozások gyenge irányú ferdesége\*



\* Az árfolyamvárakozások ferdeségét (1 hónap, 25 delta) risk reversal jegyzések és hasonló lejáratú implikált volatilitás hányadosaként mérjük. Az ellentétes irányú OTM call és put opciók kötésből álló risk reversal kötések jegyzései azt mutatják, hogy a jelentősen gyengébb forint/euro árfolyamot (amikor az OTM call opciónak van kifizetése) a piaci szereplők mennyiben árazzák valószínűbbnek a hasonló mértékű, de erős irányú elmozdulásnál (put opció kifizetése). A pozitív értékek a gyenge irányú elmozdulás nagyobb valószínűségét reprezentálják. Míg a risk reversal jegyzések „nominálisan” mérik a várt jövőbeli árfolyameloszlás ferdeségét, a ferdeségi mutató kiszűri a volatilitás változásának hatását.

A hazai kockázati megítélés enyhe romlását tükrözte az 5 éves CDS-felár mintegy 40 bázispontos emelkedése. A „nem fizetési” szpred az időszakon belül 200 és 275 bázispont között ingadozott. A kockázati megítélést elsősorban általános globális hangulati tényezők befolyásolták. A Görögországgal kapcsolatos befektetői aggodalmak is inkább a nemzetközi hangulat általános megváltoztatásán keresztül érvényesültek, a görög fejlemények a magyar CDS-felárat a hasonló kockázati besorolású országokéhoz hasonló mértékben befolyásolták. A Romániával, Ukrajnával és a balti országokkal kapcsolatos pozitív kockázatértékelésbeli változások sem eredményeztek számottevő elmozdulást a hazai megítélésben. A magyar CDS-szpred relatív pozíciójának kisebb romlása elsősorban az ezekben az országokban végbement országspecifikus eseményeknek tulajdonítható. Piaci elemzések alapján a magyar kockázati megítélésben továbbra is pozitív tényezőként szerepelnek az egyensúlyi mutatók – a költségvetési hiány és folyó fizetési mérleg – relatív kedvező értékei, ezzel szemben állnak egyfelől a jelentős külső eladósodottsági és államadóssági mutatók, másfelől a régió többi országához viszonyítva is gyenge konjunktúrafolyamatok. A kommentárokból egyre többször említik kockázati tényezőként a parlamenti választásokat.

**2-6. ábra**  
Referenciahozamok és az 5 éves CDS-felár alakulása



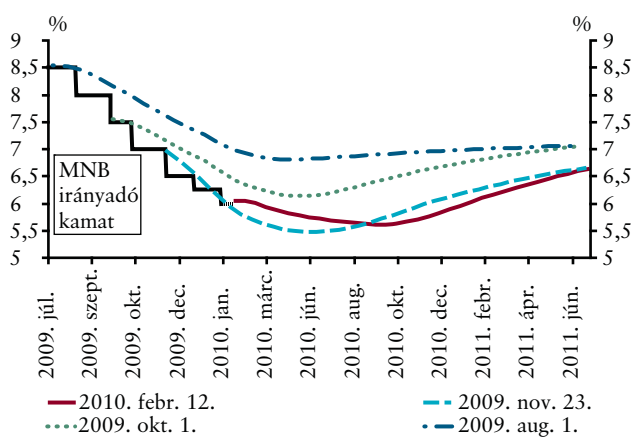
Az állampapírok másodpiacán a rövid oldali hozamok további enyhe mérséklődését tapasztaltuk. A hosszú oldali hozamok azonban alapvetően a kockázati mutatók elmozdulását követték, december elején mintegy 50 bázisponttal emelkedtek, amit a január eleji csökkenés csak részben tudott ellensúlyozni. Összességében az éven túli referenciahozamok 13-44 bázisponttal emelkedtek, miközben a rövid lejáratú hozamok 30-32 bázisponttal csökkentek.

Az adósságkezelő a vizsgált időszak során a korábbi hónapokban megszokott mennyiségeket bocsátotta ki az elsődleges piacon. Az aukciókat változó kereslet jellemezte, a túljegyzési arányok – valamelyest ugyancsak a nemzetközi befektetői hangulatot követve – 1,02 és 5,75 között ingadoztak. A kibocsátások súlypontja továbbra is erőteljesen a rövid oldalra tevődik, és az államkötvénypiacon a lejárat növekedésével csökkenő likviditásra utalnak az emelkedő swapszpredek. Az előző jelentés óta tartós érdembeli elmozdulás nem volt az állampapír-piaci likviditási mutatókban.

A külföldiek állampapír-állománya decemberben az őszi trendet folytatva csökkent, ami jelentős másodpiaci eladásokban és DKJ-lejáratokban nyilvánult meg. Az év végi mélypontot követően azonban emelkedésnek indult a külföldiek állampapír-piaci pozíciója. A nem rezidens szektor aktív volt a diszkontkincstárjegy- és kötvényaukciókon, valamint vásárlóként lépett fel a másodpiacon is. Január végén az ÁKK 2 milliárd dollár értékű 10 éves devizakötvényt bocsátott ki. A kötvényt az amerikai 10 éves referenciakötvény felett 265 bázisponttal árazták, a szpred – a nyár óta számottevően javuló kockázati megítélésnek megfelelően – jelentősen elmarad a legutóbbi júliusi, euróban denominált kötvény német benchmark feletti felárától.

A korábbi hónapok folyamatainak megfelelően a bankközi forinthatozamok jellemzően továbbra is inkább a kamatfolyosó alsó felében tartózkodtak. A kamatok azonban decembertől kezdődően kezdtek eltávolodni a sáv aljától. A folyamatban szerepet játszhatott a  $\pm 50$  bázispontos kamatfolyosó  $\pm 100$  bázispontra történő november végi

**2-7. ábra**  
A kéthetes irányadó kamat pénzüpi hozamok által implikált jövőbeli pályája\*



\* A várt kamatpályák számításához bankközi pénzüpi (FRA) és kamatswapjegyzések alapján, spline módszerrel becsült hozamgörbét használtunk.



visszaszélesítése, amely hozzájárulhatott a bankközi forintpiac likviditásának javulásához. Az egynapos jegybanki betéti és hitelinstrumentumok igénybevételének aszimmetriája mérséklődött. Az FX-swappiaci tranzakciók által implikált forinthozamok rövid és hosszú futamidőn egyaránt a megfelelő futamidejű forinthozamok közelében tartózkodtak. A jegybank januárban megszüntette a CHF/EUR swaptendereket, az instrumentumon kintlévő állomány augusztus óta nem volt. Az MNB 3 és 6 hónapos EUR/HUF swapeszközei esetében az igénybevétel továbbra is jelentősen elmarad a kihasználható kerettől.

Az időszak folyamán a Monetáris Tanács folytatta a júliusban megkezdett lazítási ciklust, az alapkamat csökkentésének az ütemét azonban lassította. A decemberi és januári üléseken a Tanács a kéthetes kamatot 25 bázispontos lépésekkel 6 százalékra mérsékelte. A bankközi hozamgörbe alapján a piaci szereplőknek a kamatciklus aljára vonatkozó várakozása már nem csökkent tovább, jelenleg a ciklus befejezését 5,5 – 5,75 százalékon várják. A hozamokból kiolvasható várakozások alapján 2010 végén számítanak a kamatemelések megkezdésére.

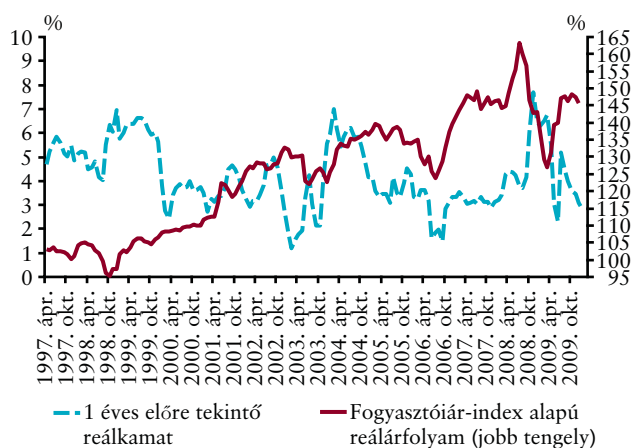
## 2.2. Enyhülő monetáris kondíciók, szigorú hitelezési standardok

A monetáris kondíciók az utolsó jelentés óta kismértékben enyhültek. A reálárfolyam alakulásában kisebb gyengülés következett be és a reálkamat mérséklődése is folytatódott a júliusban a technikai hatásra<sup>7</sup> visszavezethető magas szintről. A monetáris kondíciók alakulásában ugyanakkor a hagyományos mutatók mellett a hitelezés nem árjellegű tényezői továbbra is kiemelkedő szerepet töltenek be. A szigorú hitelezési standardok várhatóan mind a vállalati, mind a háztartási szegmensen fennmaradnak a következő negyedévekben.

A reálkamat csökkenését alapvetően az egyéves nominális hozam mérséklődése okozta, bár az inflációs várakozások kisebb emelkedése is hozzájárult az alacsonyabb értékekhez. Noha a korábbi ingadozásokhoz viszonyítva a reálárfolyam november óta bekövetkezett változása nem számottevő, kismértékben ez a tényező is a monetáris kondíciók enyhülésének irányába hatott. Az elmozdulásban a nominális árfolyam 2 százalékos gyengülése volt meghatározó, a hazai és

2-8. ábra

A monetáris kondíciók alakulása



az eurozónában regisztrált inflációs ütemek érdemben nem tértek el egymástól.

<sup>7</sup> A reálkamat kiszámításánál az egyéves állampapír-piaci referenciahozam fixingjének adott havi átlagát és az egy évre előre tekintő inflációs várakozásoknak a Reuters elemzői felmérés segítségével számított értékét használjuk fel. Júliusban és augusztusban az áfaemelés fogyasztóiár-indexbe történő bekerülésének és kikerülésének hatása is megjelenik a várakozásokban, ami technikai tényezőként módosítja az így számított reálkamat értékét. A mutató csak az áfaemelés hatásának kiszűrésével tükrözne pontosan a fundamentális változásokat, ehhez azonban nem állnak rendelkezésünkre megfelelő adatok.



## 2.3 A hitelezési aktivitás visszaesése a vártnál nagyobb, a fordulópont kitolódik

2009 végén a hitelpiaci folyamatok jelentős romlást mutatnak a korábbi várakozásokhoz képest. 2009 negyedik negyedévében nem következett be fordulópont a hitelezésben, sőt a hitelezés kontrakciója nagyobbak bizonyult, és a vártnál időben is jobban elhúzódik. A hitelezés gyorsuló visszaesése mind a vállalati mind a háztartási szektort érintette. A vállalati szektornál a tovább csökkenő belföldi kereslet és a még mindig magas csődráta továbbra is visszafogja a hitelkeresletet, ugyanakkor a kedvezőbb külső kereslet illetve a csökkenő kamatszintek serkentőleg hathatnak rá. Ez utóbbi folyamatoknak a hatása egyelőre azonban nem érzékelhető. A bankok nem enyhítették a nem árjellegű hitelezési feltételeiket, ugyanakkor a csökkenő forrásköltségek már látszanak az új szerződésű euro- és forinthitelek kamataiban. A vállalati szektor egészének hitelállománya 2009 utolsó negyedévében nemcsak, hogy tovább csökkent, de a korábbiaknál nagyobb mértékben, azaz gyorsulva csökkent. A vállalati betétállomány 2009-ben enyhén csökkent, így betétoldalon nem rajzolódna ki olyan markáns folyamatok, mint a hitelezésben.

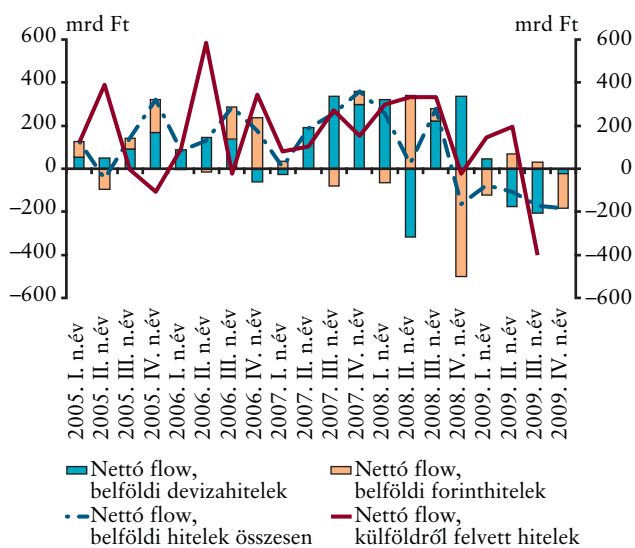
A háztartási hitelezésben is romló folyamatok rajzolódna ki. Amíg az év első felében csak a nem banki hitelek állománya esett vissza, addig az év második felében már a banki hitelek állománya is csökkent. Mi több, a csökkenés üteme a banki és a nem banki hitelek esetében is gyorsul, aminek következtében a hitelezésben várt fordulópont kitolódik. A hitelkereslet a magas munkanélküliség, a csökkenő reáljövedelem és a magas adósságszolgálat miatt továbbra is igen alacsony. Az új folyósítású lakáshiteleknel az eurokamatok stagnálnak, a forintkamatok viszont az utolsó negyedévben jelentősen csökkentek, így a két kamat közti rés már 3 százalékpont alá szűkült. A kihelyezett hitelek mennyiségére és összetételére azonban ez a folyamat még csak korlátozott hatással van. Különösen aggasztó, hogy a lakossági betétek elhelyezése az év végén alacsony szinten maradt, így 2009-ben jóval kevesebb betét került elhelyezésre, mint az azt megelőző évben. Ez jelentős kockázatot jelent a hitelezési aktivitásra, ugyanis a bankokat gátolja mérlegalkalmazkodásban, aminek következtében a bankok hitelezési tevékenységük további visszafogására kényszerülhetnek. A továbbiakban arra számítunk, hogy a hitelezési kontrakció kitolódik, és mind a vállalati, mind a háztartási szektorban csak 2010 végén, 2011 indulhat be újra a hitelállományok növekedése.

### Vállalati hitelfelvételi és betételhelyezési folyamatok

A nem pénzügyi vállalatok hazai bankrendszerből felvett hiteleinek állománya 2009 negyedik negyedévében gyorsulva, 183 milliárd forinttal tovább esett. Ezzel bizonyossá vált, hogy a vállalati hitelállomány a korábban becsült mértéknél jobban csökken, és az év végére várt fordulópont kitolódik. A nettó csökkenés döntő hányadát a negyedik negyedévben a forinthitel-állomány visszaesése adta, azon belül is a rövid lejáratú hiteleké.

#### 2-9. ábra

A hazai bankszektor vállalati hiteleinek nettó negyedéves növekménye és a vállalatok által külföldről felvett hitelek negyedéves értéke



Megjegyzés: Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei. Szazonálisan nem igazított és árfolyamhatással görgetetten korrigált nettó hitelállomány-bővülés.

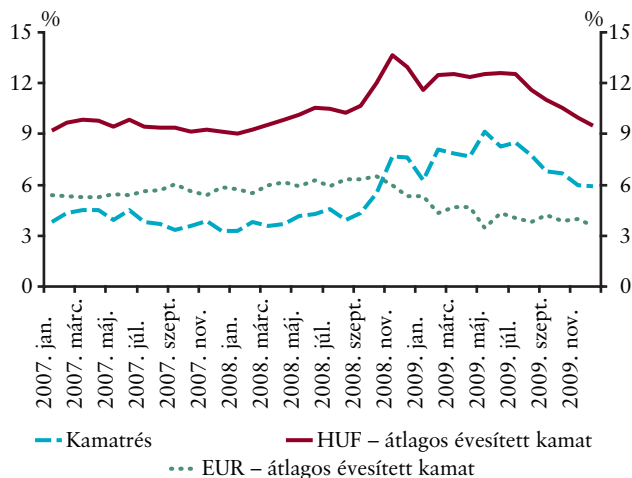
Megjegyzés: A külföldről felvett hitelekről 2009. III. negyedévig áll rendelkezésünkre adat.

Forrás: MNB.

Az új szerződésű hitelek kamatai követik az irányadó kamat dinamikáját, szintjükben azonban még mindig nagyon messze vannak az eurohitelek kamataitól. A hazai forrásköltségek csökkenése egyelőre még nem tudja kompenzálni a gazdasági teljesítmény visszaeséséből adódó hitelkereslet-

**2-10. ábra**

**Az új szerződésű vállalati bankhitelek átlagkamatai**

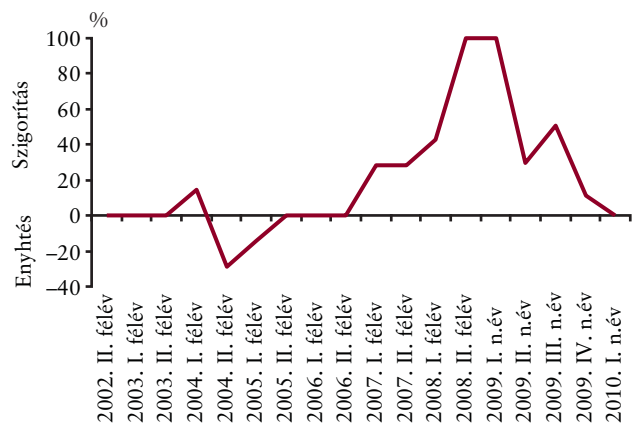


hiányt. Az új szerződésű hiteleknel nem várjuk a forinthitelek jelentősebb térnyerését, mert a kamatkonvergencia ellenére az eurokamatoktól való eltérés még nagyon magas ahhoz, hogy érdemben hatni tudjon a forinthitelek részarányának növekedésére.

A reálgazdasági folyamatok mellett a bankok szigorú nem árjellegű hitelezési feltételei is hozzájárulnak a vállalati hitelezés visszaszorulásához. Az elmúlt időszakhoz képest az MNB hitelezési felmérése szerint a bankok ugyan már nem szigorították tovább a hitelnyújtási feltételeiket, az enyhülés még várat magára. A bankok kockázatvállalási hajlandósága tehát nem mutatott növekedést, így a vállalatok finanszírozásában nem következett be a várt fordulóponthoz. Ehhez természetesen hozzájárult az is, hogy az élénkülő külső keres-

**2-11. ábra**

**A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek nem árjellegű feltételeinek alakulása a bankszektorban**



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége.

leten kívül a keresleti oldalon sem voltak olyan tényezők, amelyek a vállalatok hitelkeresletét érdemben növelték volna. Ezzel egybecseng, hogy a hitelezési felmérésben a bankok is a hitelkereslet stagnálásáról, illetve csökkenéséről számoltak be.

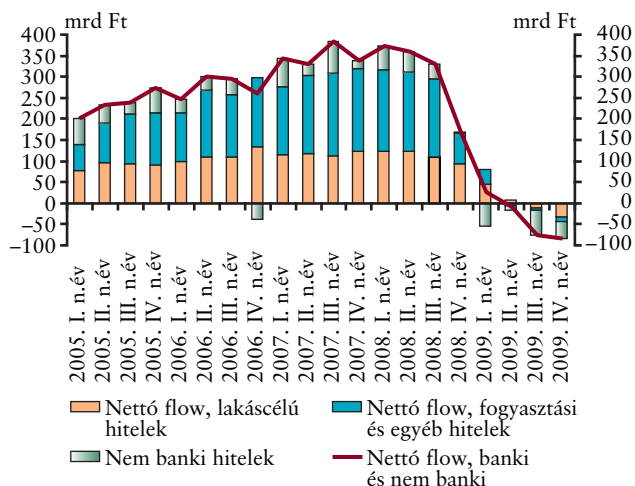
A vállalatok 2009 utolsó negyedében tovább csökkentették betétállományukat. 2009 egészére is elmondható, hogy kumuláltan a vállalati szektor kismértékben csökkentette az elhelyezett betéteit. Az éves csökkenés a forintbetétek kivonásának eredménye, melyet a devizabetétek elhelyezése csak részben kompenzált.

**Háztartási hitelfelvételi és betételhelyezési folyamatok**

2009 utolsó negyedére a háztartási hitelezésről kialakult kép is jelentősen romlott. A hitelezésben várt stagnálás, illetve enyhe növekedés helyett azt tapasztaljuk, hogy a nem banki hitelek után, az év második felében a banki hitelek állománya is gyorsulva csökkent. Így a hitelezési kontrakció ezen a szegmensen is mélyebb lesz a vártnál, és a fordulóponthoz kitolódik. A háztartások rossz jövedelmi helyzete és a magas adósságszolgálat várhatóan megakadályozza a hitelezés beindulását, így ezen a szegmensen is arra számítunk, hogy a hitelezési kontrakció mélyebb és hosszabb lesz előzetes várakozásainknál.

**2-12. ábra**

**A hazai bankszektor és pénzügyi vállalatok háztartási hiteleinek nettó negyedéves növekménye**

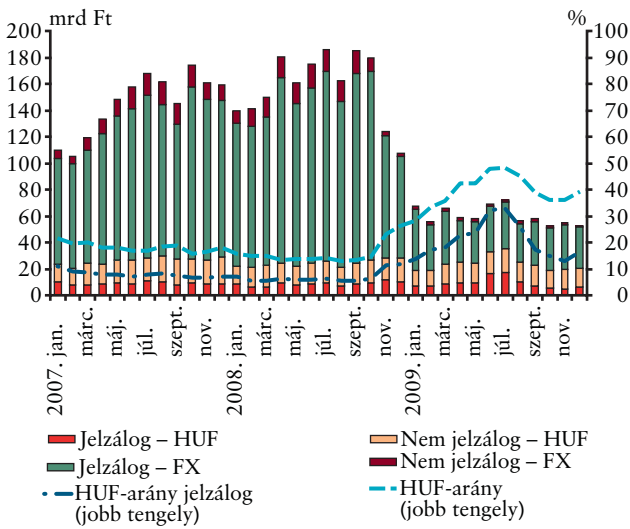


Megjegyzés: Hitelintézetek, külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei és pénzügyi vállalkozások. Szezonálisan igazított és árfolyamhatással korrigált nettó hitelállomány-bővülés.

Forrás: MNB.

2-13. ábra

Az új folyósítású lakossági hitelek összetétele



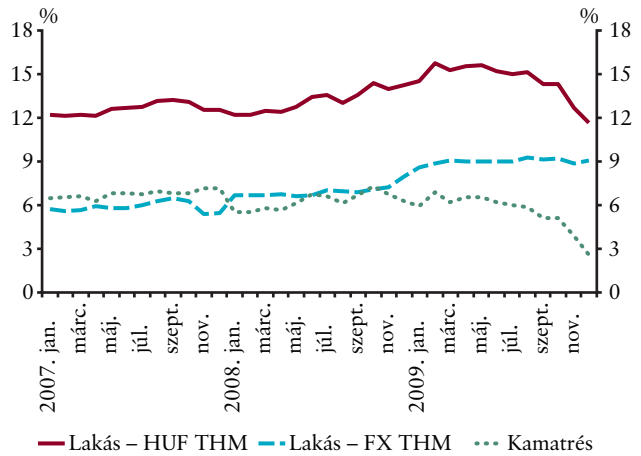
Megjegyzés: Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei. Szezonálisan nem igazított adatok.

Forrás: MNB.

Az új folyósítású háztartási hitelek adataiból is az látszik, hogy a háztartási szegmensben a hitelkihelyezés jelentősen csökkent. Az is látható, hogy az új kihelyezésen belül az év elején elsősorban a devizahitelek csökkentek, aminek következtében a forintbitelek részaránya az új folyósításon belül nőtt. Ezt az aránynövekedést segítették a támogatott forint-alapú hitelek, ugyanakkor a támogatás megszűnésével látható a forintbitelek újbóli térvésztesése az év második felében. A jelzáloghitelek piacán az év utolsó negyedében egyre több bank jelent meg új, indexált forintbitelekkel. Az új folyósítású lakáshitelek kamatstatisztikáit vizsgálva láthatjuk, hogy a forint-alapú hitelek THM-jei egyre gyorsabban konvergálnak a devizahitelek THM-jeihez. A két típusú hitel átlagos THM-je között az év végére 3 százalékpont alá csökkent a különbség. Amennyiben a forintbitelek ára tovább csökken, és a devizahitelek ára tovább stagnál, úgy a forintbitelek hamar versenyképes alternatívává válhatnak a devizahitelekkel szemben, aminek hatására a forintbitelek aránya a hitelezésen belül újra növekedhet. A jelzáloghitelezésben a forintbitelek részarányának javulását a körültekintő

2-14. ábra

Az új folyósítású lakáshitelek átlagos THM-jei



Megjegyzés: Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei. A devizahitelek kamatai a svájci frankban és euróban nyújtott hitelek kamatainak súlyozott átlaga.

Forrás: MNB.

tő hitelezésről szóló kormányrendelet is elősegítheti a differenciált hitelfedezeti korlátok érvényesítésével (forinthitelenél 75, euróhitelenél 60, egyéb devizahitelenél 45 százalékos LTV korlát).

A háztartási betétek állománya 2009 utolsó negyedében ugyan 102 milliárd forinttal nőtt, a szezonális hatásokat is figyelembe véve azonban ez nagyon alacsony betétbeáramlásnak számít. Különösen aggasztó, hogy az évi kumulált betételhelyezés (363 milliárd forint) kevesebb, mint fele a 2008-as értéknek.

A kedvezőtlen háztartási- és vállalatihitel- és betéti folyamatok miatt a bankok mérlegalkalmazkodása jelentősen lelassult. A hitel-betét mutató az év első felében a 160 százalékos szintről induló lendületes, 10 százalékpontot is meghaladó csökkenése az év második felében lelassult, a mutató 143 százalék felett ragadt. Mindez növeli annak a kockázatát, hogy a bankok hitelaktivitása továbbra is gyenge marad, a hitelállomány visszaesése tartósul.



### **3. Inflációs és reálgazdasági kilátások**





A kedvezőbbé váló külső konjunkturális környezet felgyorsíthatja a magyar gazdaság recesszióból történő kilábalását. A bankrendszer elhúzódó mérlegkiigazítása, illetve az idei évben is prociklikusan viselkedő gazdaságpolitika miatt a belföldi kereslet azonban még várhatóan 2010-ben is jelentős mértékben csökkenhet, így a kilábalási folyamat Magyarországon a többi régiós, illetve a fejlett gazdaságokhoz képest késve és visszafogottabb mértékben következhet be. Érdemi növekedésre csak 2011-ben számítunk.

Inflációs előrejelzésünk változását az importált infláció emelkedése és érdemi technikai hatások is befolyásolták,

amelyek különösen éven belüli előrejelzésükre voltak lényegi hatással. Ugyanakkor a reálgazdasági folyamatokkal összhangban a tartósan gyenge belső kereslet árleszorító hatása továbbra is teljes előrejelzési horizontunkon érvényesül. Ezzel összhangban a maginfláció trendje 2010 végéig tovább mérséklődik, a trendinflációs folyamatokban fordulatot a belföldi kereslet élénkülése miatt csak 2011-től valószínűsítünk. Az elmúlt évi indirektadó-emelések átmeneti infláció-növelő hatásainak kifutásával az éves infláció 2010 közepén a középtávú inflációs cél közelébe süllyedhet, míg az idei év végétől a monetáris politika számára releváns időhorizonton folyamatosan a 3 százalékos cél alatt maradhat.

### 3-1. keretes írás: Alapfeltevéseink változása

Alapfeltevéseink változása összességében enyhén magasabb infláció irányába módosította legutóbbi, novemberi előrejelzésünket. Az alapkamat a csökkentési ciklus eredményeképpen további 1,0 százalékponttal alacsonyabb és jelenleg 6,0 százalékos szinten áll. A forint

árfolyamára adott feltevéseink megegyezik a legutóbb alkalmazott feltevéseinkkel, a dollár/euro keresztárfolyam azonban érdemben erősödött, növelve ezáltal az olajárak emelkedésének hatását. Az olajárpálya meredeksége előrejelzési horizontunk enyhén emelkedett.

#### 3-1. táblázat

##### Főbb feltevéseink változása a novemberi jelentéshez képest\*

	2009. november			2010. február			Változás novemberhez képest (%)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Jegybanki alapkamat (%)**	7,00	7,00	7,00	6,25	6,00	6,00	-0,75	-1,00	-1,00
Forint/euro árfolyam	280,0	268,7	268,7	280,6	269,3	269,3	0,2	0,2	0,2
Dollár/euro árfolyam (cent)	139,4	148,1	148,1	139,3	142,8	142,8	0,0	-3,6	-3,6
Brent olajár (dollár/hordó)	61,4	78,4	82,5	61,6	79,4	84,8	0,4	1,3	2,8
Brent olajár (euró/hordó)	43,7	52,9	55,7	43,9	55,6	59,4	0,4	5,0	6,5
Brent olajár (forint/hordó)	12 184	14 219	14 971	12 260	14 970	15 990	0,6	5,3	6,8

\* Éves átlagok, előre tekintve a 2010. januári átlagos árfolyam, illetve határidős olajárpálya alapján.

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

## 3.1. Továbbra is a csökkenő belföldi kereslet hátráltatja a hazai kilábalást

A világgazdasági konjunktúrára vonatkozó várakozások a főbb nemzetközi intézmények előrejelzéseiben az elmúlt negyedévben is érdemben javultak. A pozitív elmozdulások főként az Egyesült Államokhoz és egyes felzárkózó országokhoz (elsősorban Kína, India) kötődnek, míg Magyarország legfontosabb exportpartnerei (eurozóna) esetében korábbi képünkhöz képest csak kisebb revíziókat tapasztalhatunk. Az élenkülös külső kereslet előrejelzési horizontunkon is jellemző maradhat. A fejlett gazdaságok növekedését az elmúlt negyedévekben számos átmeneti tényező is támogatta, amelyek fokozatos kifutásával a globális konjunktúra a 2009 második felében megfigyeltnél visszafogottabban bővíülhet. A fejlett gazdaságokban bevezetett fiskális gazdaságösztönző programok kifutása nemcsak a magyar gazdaság külső keresletének dinamikáját, hanem a szerkezetét is módosíthatja. A belföldi fogyasztás azonos mértékű élenkülés nélkül a fiskális gazdaságélénkítő intézkedések kifutásával 2009-hez képest ismét mérséklődhet – a magyar exportértékesítések szempontjából meghatározó jelentőséggel bíró – járműértékesítések szerepe, ami a hazai piaci részesedés elmúlt félévben megfigyeltnél alacsonyabb növekedését okozhatja. Ennek hatását a korábbi éveknél leértékeltébb reálárfolyam némileg ellensúlyozhatja.

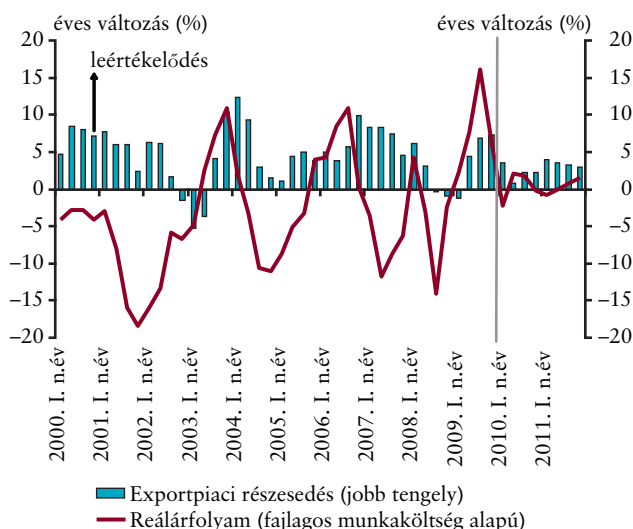
A lakossági fogyasztás alakulását továbbra is a reáljövedelmek változása, a várható jövedelempálya, ezen jövedelmek

bizonytalansága és a bankszektor hitelaktivitása határozza meg. Az előrejelzési horizontunkon várható jövedelmi folyamatokat döntően a vállalatok munkapiaci alkalmazkodása és a kormányzati intézkedések befolyásolják.

A személyi jövedelemadót érintő intézkedések 2010-ben jelentős többletjövedelmeket eredményeznek, ám ennek hatását a kormányzat egyéb intézkedései (főként a költségvetésből kapott pénzübeni transferek csökkentése és a cafetéria juttatások megadóztatása) kompenzálják, így a költségvetési politika a lakosság irányába 2010-ben is megszorító jellegű marad. A 2011-re várt további szja-kiengedés az elkövetkező évben a jövedelembővülés egyik legfontosabb komponense lehet, bár a növekedés szempontjából kockázatot hordoz, hogy milyen mértékben és milyen módon fogja a kormányzat ellensúlyozni az intézkedés költségvetési hatását. A versenyszféra bérdinamikája teljes előrejelzési horizontunkon visszafogott maradhat, ám ez az alacsony inflációs környezetben 2011-től már a reálberek növekedésével párosul. A munkanélküliség emelkedése 2010 második felében már befejeződhet, ám a többségében munkaerő-felesleggel rendelkező vállalatok a felívelés első fázisában még nem hajtanak végre számottevő létszám bővítéseket. Ezzel összhangban előrejelzési horizontunkon a munkanélküliségi ráta tartósan magas maradhat. Az általánosan magas munkanélküliségi ráta növeli a várható jöve-

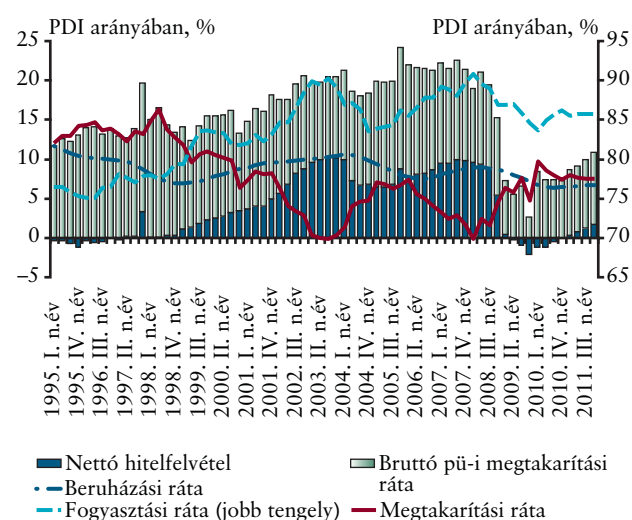
### 3-1. ábra Piaci részesedés és a reálárfolyam alakulása

(éves változás)



### 3-2. ábra A lakossági jövedelmek felhasználása

(a rendelkezésre álló jövedelem arányában)





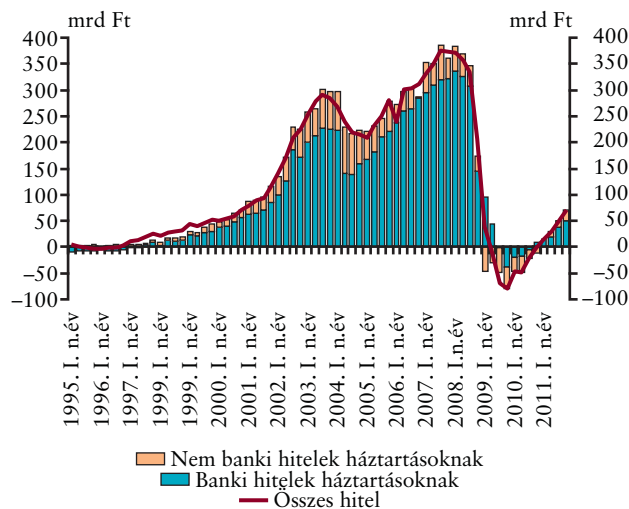
delmeket övező bizonytalanságot, ami az óvatossági megfontolások erősödésén keresztül a háztartások további mérlegalkalmazkodását eredményezheti.

A fogyasztási pálya megítélésében a legmarkánsabb elmozdulását a várható hitelezésről alkotott képünk változása okozta. Korábbi – 2010 elejére fordulatot feltételező – feltevésünktől eltérően az idei évben tovább folytatódhat a hitelaktivitás romlása. Az elmozdulást keresleti és kínálati tényezők egyaránt indokolják. A bankrendszer mérlegkiigazítási folyamata korábbi várakozásainknál is tovább tarthat, amit kínálati oldalon a bankok változatlanul alacsony kockázatvállalási hajlandósága mellett a hazai bankrendszer vártnál alacsonyabb betétfelhalmozása és a tovább romló portfólióminőség okozhat. Keresleti oldalról a 2011-ig kedvezőtlen jövedelemfolyamatok, a hitelköltségek érdemi emelkedése és az óvatossági motívumok erősödése járulhat hozzá a vártnál gyengébb hitelkereslethez. Az alacsonyabb hitelaktivitás teljes előrejelzési horizontunkon a korábban vártnál kedvezőtlenebb lakossági fogyasztást okoz.

A magánszektor beruházási aktivitását illetően korábbi képünk érdemben nem változott. A vállalati szektorban a válság időszakában jelentős kihasználatlan kapacitások halmozódtak föl. Ennek megfelelően a kilábalás első fázisában a kereslet élénkülésére a vállalatok kapacitáskihasználtságuk növelésével reagálnak, míg a beruházási aktivitásuk ezen időszakban visszafogott maradhat. A folyamatot a némileg kedvezőbb külső keresleti környezet ellenére a változatlanul szigorú hitelfeltételek is kikényszerítik. A kereslet felívelésében várható ütemkülönbségekkel összhangban a

### 3-3. ábra

#### Háztartások hitelállománya



szolgáltatóágazatok beruházása szinte teljes előrejelzési horizontunkon visszafogott maradhat, míg az ipari vállalatok beruházásai számottevően 2011 elejétől élénkülhetnek. A feldolgozóipar esetében továbbra is számítunk néhány nagy volumenű beruházási projekt megvalósulására (pl. kecskeméti Mercedes-gyár). A szigorú hitelfeltételek, a 2010-ben is csökkenő reáljövedelmek és a tartósan magas munkanélküliség miatt a lakossági beruházások 2009 után 2010-ben is számottevően csökkenhetnek, amit csak 2011-ben követhet enyhe korrekció. Az állam a saját forrásokból megvalósított beruházásokat folyamatosan csökkenti. Előrejelzésünk enyhe emelkedését egyetlen tényezőként az

### 3-2. táblázat

#### A GDP főbb felhasználási tétéleire adott előrejelzéseink

(éves változás)

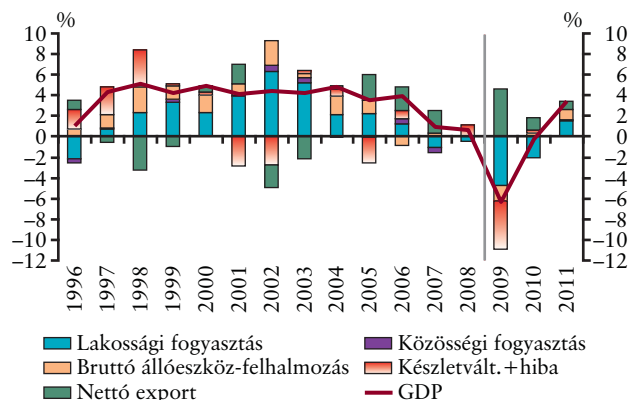
	2008	2009	2010	2011
	Tények	Ténybecslés	Előrejelzés	Előrejelzés
Háztartások fogyasztási kiadása	-0,5	-8,2	-3,9	2,7
Természetbeni társadalmi juttatás	-1,1	-3,6	-0,6	1,7
Háztartások végső fogyasztása	-0,6	-7,2	-3,2	2,5
Közösségi fogyasztás	-0,3	-0,2	-0,4	0,6
Végső fogyasztás összesen	-0,6	-6,3	-2,8	2,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	0,4	-7,0	1,8	5,0
Készletváltozás és egyéb hozzájárulás	1,0	-4,7	0,2	0,0
Bruttó felhalmozás	4,8	-26,3	3,2	5,2
BELFÖLDI FELHASZNÁLÁS	0,7	-11,0	-1,6	2,9
EXPORT	5,6	-9,5	5,8	9,0
IMPORT	5,7	-15,3	4,7	8,8
Nettó exportnövekedési hozzájárulás	0,0	4,6	1,2	0,8
<b>BRUTTÓ HAZAI TERMÉK</b>	<b>0,6</b>	<b>-6,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>3,4</b>

EU-forrásokból finanszírozott beruházások növekedése indokolja. Az EU-források lehívásának hatékonysága az elmúlt évben érdemben növekedett, ami várakozásaink szerint a teljes előrejelzési horizontunkon jellemző maradhat, ezzel emelve az állami körben megvalósított beruházásokat.

Összességében GDP-előrejelzésünk 2010-ben emelkedett, míg 2011-ben számottevően nem változott. A külső konjunktúra élénkülése a hazai gazdasági kilábalást is felgyorsíthatja, ám az idei évben is csökkenő belföldi kereslet miatt ez folyamat Magyarország esetében némileg késve és kisebb intenzitással játszódhat le. A belföldi kereslet idei évi csökkenését a kényszerűen prociklikus gazdaságpolitika és a pénzügyi közvetítőrendszer visszafogott hitelaktivitásának együttese okozza. Érdemi GDP-növekedésre továbbra is csak 2011-től számítunk.

3-4. ábra

A GDP-növekedés szerkezete



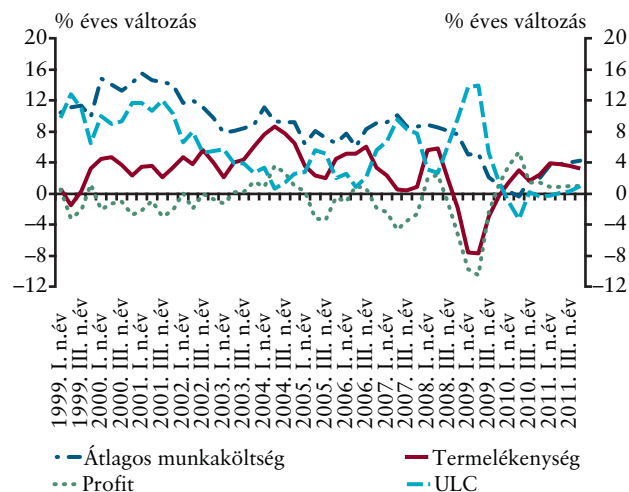
## 3.2. Tartósan magas szinten maradó munkanélküliségre számítunk

A vállalatok a válság alatt realizált profitveszteségük mérséklése érdekében továbbra is törekednek a munkaerőköltségek leszorítására. Várakozásaink szerint ez az alkalmazkodás inkább a bérekben, és kevésbé létszámban történhet meg. A versenyszféra béralkalmazkodása teljes előrejelzési horizontunkon folytatódhat. 2010 esetében ezen prognózisunkat egyelőre az OÉT-bértárgyalások is megerősítik, ahol az idei évben historikusan alacsony béremelésre tett ajánlás került elfogadásra<sup>8</sup>. A keresleti folyamatokban várható kettősség a bérdinamikák eltéréseiben is jelentkeznek. A bérnövekedés lassulása különösen a szolgáltatászektorban erősödhet, míg az élénkülő exportértékesítésekkel összhangban a feldolgozóiparban a bérek további gyorsulására is számíthatunk. A két szektor bérezése a belső kereslet élénkülését követően 2011-ben közelíthet ismét egymáshoz.

A munkaerő-tartalékolás jelensége a válság időszakában mérsékelte a munkanélküliség növekedését, ám a felívelési fázisban a jelenség a foglalkoztatottság bővülését is tompítja. A munkaerő-tartalékolás a szolgáltatászektorban teljes előrejelzési horizontunkon jellemző maradhat, míg az iparban foglalkoztatottak száma 2011-ben már enyhén emelked-

3-5. ábra

A fajlagos bérköltség és az összetevőinek alakulása a versenyszférában



het. A két hatás eredőjeként a hazai munkanélküliségi ráta 2010 közepén 11 százalék közelében tetőzhet, amit 2011-ben csak enyhe csökkenés követ.

<sup>8</sup> A 2010. évi OÉT-bérajánlással kapcsolatban azonban fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy az idei évi ajánlás a nettó reálbér alakulását célozta meg. A korábbi évek tapasztalatai szerint a nettó reálbér változására tett ajánlások lényegesen kisebb koordinációs erővel bírtak, mint a bruttó bérek változását tartalmazó OÉT-megállapodások. A jelenségről bővebben a novemberi Jelentés az inflációról 3-3-as keretes írásában írtunk.

## 3.3. 2011-től cél alá süllyedhet az éves infláció

A novemberi jelentéshez képest az alapfeltevések és a szabályozott árak változása, illetve a fogyasztói kosár súlyozásának év-eleji módosítása egyértelműen inflációs prognózi-

sunk emelkedését indokolják, míg a trendinfláció további lassulását előrejelzési horizontunkon változatlanul a visszafogott belső keresleti környezet határozza meg.

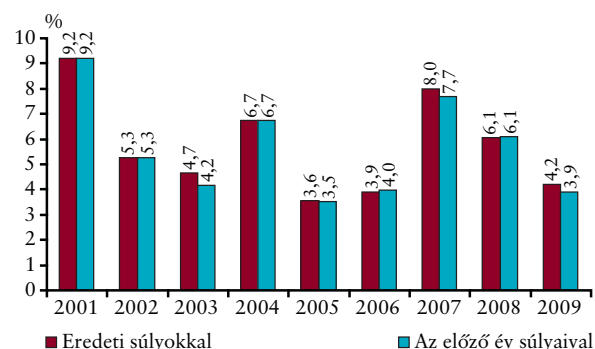
### 3-2. keretes írás: A súlyváltás hatása az éves inflációra

A Központi Statisztikai Hivatal évente egyszer – januárban – módosítja a fogyasztói kosárban szereplő reprezentánsok súlyát. Ezeket a súlyokat a KSH a háztartások két évvel korábban – jelen esetben a 2008-ban – megfigyelt fogyasztási kiadás-szerkezetét alapul véve alakítja ki. Ennek a módszernek az előnye, hogy a fogyasztóiár-index az elérhető legfrissebb fogyasztói kosár inflációját mutatja. A súlyváltás – minden januárban – egyszeri változást eredményez a fogyasztóiár-index szintjében, ami változatlan súlyozás esetén nem jelentkezne. A súlyváltás két egymást követő évben többnyire nem okoz nagy különbséget, ám néhány alkalommal jelentős eltérés származhat a különböző súlyok használatából.

A fogyasztói szokások és a fogyasztói kosárban szereplő termékek és szolgáltatások árváltozása egyaránt befolyásolja a reprezentánsok súlyát. Az elmúlt 15 évben a lakossági kiadások egyre nagyobb részét tették ki a szolgáltatások, ezzel szemben az iparcikkek, élelmiszerek fogyasztása fokozatosan visszaszorult. Ennek oka, hogy a felzárkózási periódusban a növekvő jövedelmekből a háztartások egyre nagyobb arányban költenek szolgáltatásokra. A szabályozott árú termékek és szolgáltatások arányának növekedését a termékkör relatív árainak emelkedése okozta, mivel az elmúlt 15 évben a szabályozott árak emelkedése jellemzően meghaladta az infláció mértékét. A jármű és piaci energia, illetve az alkohol, dohány aggregátumok esetében nem volt jelentős változás.

### 3-6. ábra

#### A súlyváltás hatása a fogyasztóiár-indexre



A súlyváltás egy fokozatosan – feltételezhetően a fejlett országok fogyasztásszerkezetére – konvergáló rendszerben nem okoz jelentős problémát. Azonban abban az esetben, amikor a fogyasztásszerkezetben drasztikus változás következik be, a fogyasztóiár-indexre gyakorolt hatás már nem elhanyagolható. 2008-ban az energiatartalmú reprezentánsok áremelkedése, valamint az év második felében kibombázó pénzügyi világválság jelentősen befolyásolta a háztartások fogyasztásszerkezetét. A válság folyamán visszaesett hitelezés visszafogta az iparcikkek – ezen belül is a tartós termékek – iránt a keresletet,

### 3-3. táblázat

#### A főbb aggregátumok súlyának alakulása a fogyasztói kosárban

(százalék)

	1995	2000	2005	2009	2010
Ipari termékek	30,9	28,3	28,5	28,1	26,5
Piaci szolgáltatások	16,5	19,4	21,7	22,2	22,5
Élelmiszerek	21,9	19,1	18,1	17,5	17,3
Szabályozott árak	14,0	17,5	16,3	15,9	16,7
Jármű és piaci energia	7,1	6,3	6,2	7,0	7,6
Alkohol, dohány	9,6	9,4	9,2	9,2	9,5

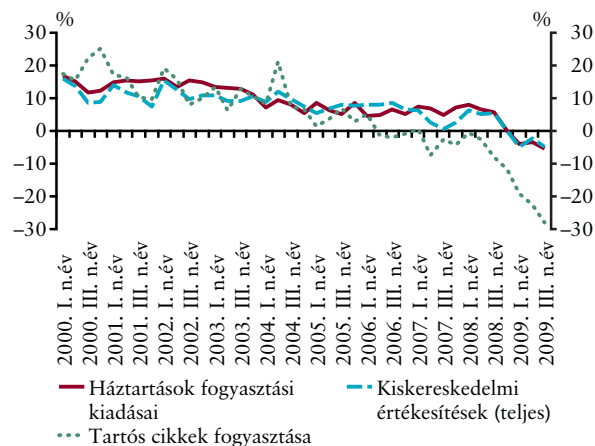
így ennek a súlya csökkent, míg az – iparcikkeknel kevésbé árrugalmas – energiataralmú tételek súlya növekedett a fogyasztói kosárban.

A fogyasztásszerkezet változása befolyásolja előrejelzésünk pontosságát is, ugyanis az előrejelzési horizontra a súlyok változatlanóságát feltételezzük. 2008-ban olyan mértékű volt a fogyasztás szerkezetének változása, hogy a súlyváltás átvezetése *ceteris paribus* több mint 0,1 százalékponttal emelte meg a 2010-re és 2011-re vonatkozó előrejelzésünket.

### 3-7. ábra

#### A fogyasztási kiadások, a kiskereskedelmi értékesítések és tartós fogyasztási cikkek eladásainak változása

(éves változás, folyó áras adatok alapján)

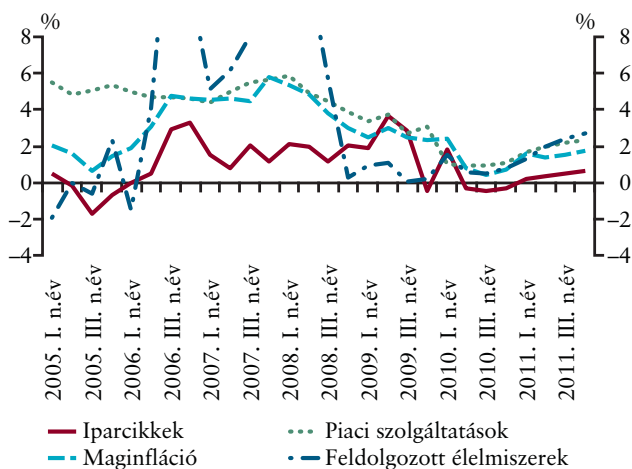


A 2010-ben is mérséklődő belföldi kereslet továbbra is számottevő árleszorító hatásokkal bír az árazási döntésekben. Ezzel összhangban a maginfláció alakulásában az idei évben további dezinflációt jelzünk előre. Az infláció mérséklődése legmarkánsabban a piaci szolgáltatások esetében jelentkezik, ahol a 2009-es dezinflációs folyamat folytatódására számítunk. A szolgáltatászektor inflációjának lassulását keresleti és költség oldali tényezők is támogatják. A belföldi fogyasztás további csökkenése a keresletre érzékeny szolgáltatászektor áremeléseit is visszafogja, ami már az év eleji – szezonálisan erős – átárazási időszakban is markánsan jelentkezik. A folyamatot segíti, hogy szektor költségeiben jelentős súllyal megjelenő munkaerőköltségek a várhatóan tovább mérséklődő bérdinamikának köszönhetően teljes előrejelzési horizontunkon visszafogottan emelkedhetnek. Az iparcikkek esetében az árazások szezonálisának megváltozása átmeneti jelenség lehet, amelynek kifizetésével stabilan alacsony importált infláció mellett az iparcikkek árszintje némileg tovább csökkenhet az év végéig. Az erősödő világgazdasági konjunktúra hatására a határidős piacok az élelmiszerárak emelkedését valószínűsítik az idei évre. Ezzel összhangban az elmúlt félévi korrekciót követően a feldolgozatlanélelmiszer-árak fokozatos emelkedését valószínűsítjük, ami a feldolgozott élelmiszerek inflációjának gyorsulásában is jelentkezik. A feldolgozott termékek esetében a nyersanyagárak növekedése mellett az energiaárak emelkedése is inflációs hatású. A csökkenő lakossági kereslet árleszorító hatása e termékkörben is érvényesül, ám ennek mértéke az élelmiszerek alacsonyabb árrugalmassága következtében a szolgáltatások és iparcikkek esetében megfigyeltnél kisebb jelentőséggel bír.

### 3-8. ábra

#### Trendinflációs folyamatok alakulása

(szezonálisan igazított, negyedéves növekedés)



Noha 2011-ben már a belföldi kereslet és a gazdaság élénkülésére számítunk, a kibocsátás szintje továbbra is elmarad a rendelkezésre álló kapacitásoktól, a kibocsátási rés negatív marad. Ennek ellenére elképzelhetőnek tartjuk, hogy a növekedés beindulásával a vállalatok már képesek lehetnek profitszintjük helyreállítását áremelésekkel is segíteni, ami a trendinflációban általános és enyhe gyorsulást eredményezhet az idei évhez képest.

A tőzsdei határidős árak alapján a globális konjunktúra élénkülésével a világpiaci nyersanyagárak emelkedésére számítunk. Az olajárak növekedése már rövid távon is jelentke-

**3-4. táblázat****Inflációs előrejelzésünk időbeli lefutása\***

	Súly	2009. I. n.év	2009. II. n.év	2009. III. n.év	2009. IV. n.év	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
Feldolgozatlan élelmiszer	5,8	3,1	11,1	3,9	1,7	0,6	-3,0	3,3	6,1	4,1	4,3	4,4	4,4
Járműüzemanyag és piaci energia	7,6	-11,5	-9,9	-5,0	5,5	20,1	14,9	8,4	9,0	2,6	2,2	1,8	1,4
Szabályozott árak	16,7	8,1	8,0	8,6	7,1	6,6	7,1	6,8	7,3	7,3	7,1	4,8	4,1
Maginfláció	70,0	3,3	3,2	5,2	4,9	5,2	4,5	1,9	1,4	1,2	1,1	1,3	1,5
Fogyasztóiár-index	100,0	3,0	3,6	5,0	5,2	6,2	5,1	3,3	3,2	2,5	2,3	2,1	2,1

\* Az aggregátumokat láncindexálással számoltuk.

zik a hazai üzemanyagárakban, majd fokozatosan a szabályozott árak emelkedését is okozhatja. A szabályozott árak inflációját tovább emeli a gázártámogatás eltörlése, és – az áram- és gázszolgáltatások esetében – rendszerhasználati díjak megemelése.

A trendinflációban várt folyamatok az éves árindexben csak az indirektadó-emelések átmeneti árszintemelő hatásának

kifutásával jelentkeznek. Az idei év első felében az fogyasztói infláció számottevően az inflációs célérték fölött alakulhat, ám júliustól a bázishatások következtében már a 3 százalékos cél közelébe kerülhet az árindex. 2010 végétől előrejelzési horizontunk végéig a cél alatti fogyasztóiár-növekedésre számítunk.

## 3.4. Inflációs és növekedési kockázatok

Az alappálya mellett három olyan kockázati pálya hatását számszerűsítettük, amelyeknek hatása előrejelzésünkre jelentősebb lehet.

A külső kereslet élénkülését továbbra is törekenynek tartjuk. A fejlett gazdaságok kormányzati gazdaságélénkítő programjainak kifutásával főbb exportpiacaink kereslete az elmúlt félévben megfigyelnél lényegesen alacsonyabb dinamikával bővíthet. Ennek megfelelően alternatív scenárióinkban – alappályánkkal ellentétben – elhúzódo gazdasági kilábalásra számítunk, amelyben főbb exportpartnereink GDP-je még 2010-ben is stagnál. A kedvezőtlenebb keresleti kilátások nemcsak az exportszektor értékesítésein keresztül érintik a hazai gazdaságot. A visszafogottabb konjunkturális környezet a nemzetközi nyersanyagárak emelkedését is korlátozza, miközben az európai bankrendszer kockázatvállalási hajlandósága tartósan alacsonyabb szinten maradhat. Ezen hatások a hazai folyamatok tekintetében alacsonyabb importált inflációt és az alappályában feltételezettnél is visszafogottabb belföldi hitelaktivitást eredményeznének. Összességében ezen scenárió az alappályában felvázoltnál kedvezőtlenebb GDP-pályát és alacsonyabb inflációt eredményezne a magyar gazdaság számára.

Bár az inflációs várakozások alakulására becsült mutatóink az elmúlt félévben fokozatosan csökkentek, még jelenleg is magasabb szinten állnak, mint a régió tartósan alacsony inflációt felmutató országainak hasonló értékei. A jelenség hátterében a kedvezőtlen hazai inflációs múlt és a magyar inflációt jelenleg is magasan tartó jelentős egyedi sokkok állhatnak. Bár a recessziós gazdasági környezetben a trendinflációs mutatóink fokozatos lassulást mutatnak, az indirektadó-intézkedések, a szabályozottár-emelések és a világpiacon 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, ezért 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.

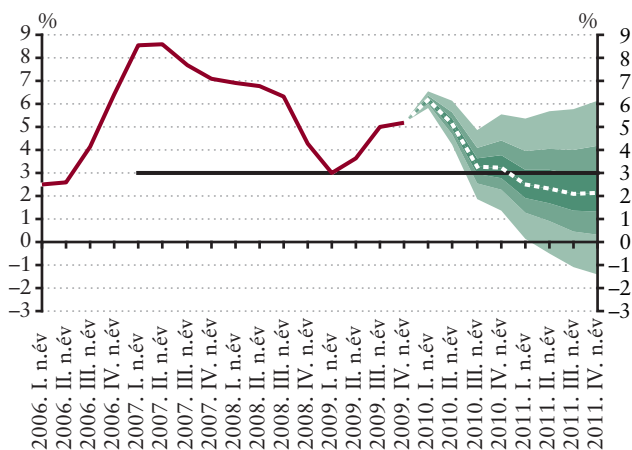
Harmadik kockázati pályánk a 2011-re vállalt fiskális konvergenciapálya megvalósulását próbálja számszerűsíteni. A kitűzött cél eléréséhez feltételeztük, hogy nem lesz lehetőség a beígért további személyi jövedelemadó-kiengedés meg-

valósítására és a kiadási oldalon is szükség lehet további megszorításokra. Ennek hatása jelentős lefelé mutató kockázatot jelent a gazdasági növekedésre 2011-ben, míg az inflációra közel semleges a hatása.

Összességében kockázati érzékelésünk eloszlása az infláció esetében enyhén felfelé mutat, míg a növekedés esetében érdemi lefelé – alacsonyabb növekedés irányába – mutató kockázatokat érzékelünk. Az enyhe inflációs kockázatok a várakozási és a külső keresleti scenárió egyenlegéből adódtak, míg a növekedés esetében mind a külső konjunktúra, mind a költségvetés kiigazítási igényére megfogalmazott alternatív pályánk alacsonyabb növekedés irányába mutatott.

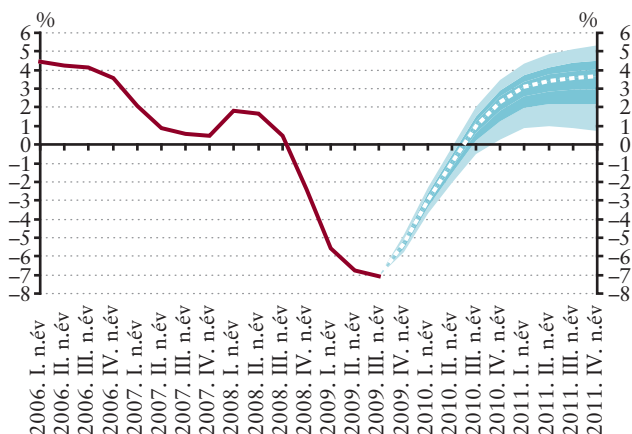
3-9. ábra

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



3-10. ábra

A GDP előrejelzés legyezőábrája



## 3-5. táblázat

## Előrejelzésünk változása 2009 novemberéhez képest

	2008	2009		2010		2011	
	Tény	Előrejelzés					
		November	Aktuális	November	Aktuális	November	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)</b>							
Maginfláció <sup>1</sup>	5,2	4,1	<b>4,1</b>	3,0	<b>3,2</b>	1,3	<b>1,3</b>
Fogyasztóiár-index	6,1	4,2	<b>4,2</b>	3,9	<b>4,4</b>	1,9	<b>2,3</b>
<b>Gazdasági növekedés</b>							
Külső kereslet (GDP-alapon)	2,0	-4,6	<b>-4,4</b>	0,9	<b>1,1</b>	2,1	<b>2,1</b>
Háztartások fogyasztási kiadása	-0,5	-8,1	<b>-8,2</b>	-3,0	<b>-3,9</b>	3,1	<b>2,7</b>
Állóeszköz-felhalmozás	0,4	-8,1	<b>-7,0</b>	1,4	<b>1,8</b>	4,3	<b>5,0</b>
Belföldi felhasználás	0,7	-10,1	<b>-11,0</b>	-1,6	<b>-1,6</b>	2,9	<b>2,9</b>
Export	5,6	-12,3	<b>-9,5</b>	3,6	<b>5,8</b>	8,6	<b>9,0</b>
Import	5,7	-16,5	<b>-15,3</b>	2,7	<b>4,7</b>	8,4	<b>8,8</b>
GDP*	0,6	-6,7	<b>-6,3</b>	-0,6	<b>-0,2</b>	3,4	<b>3,4</b>
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-7,2	-0,5	<b>0,4</b>	-1,5	<b>-0,4</b>	-1,4	<b>-0,4</b>
Külső finanszírozási képesség	-6,2	1,5	<b>1,8</b>	0,1	<b>1,6</b>	0,9	<b>2,0</b>
<b>Államháztartás<sup>2</sup></b>							
ESA-egyenleg <sup>3</sup>	-3,8	-4,0	<b>-4,0</b>	-4,3 (-3,8)	<b>-4,2 (-4,0)</b>	-4,3	<b>-4,3 (-4,1)</b>
<b>Munkapiac</b>							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>4</sup>	7,6	0,8	<b>0,3</b>	2,5	<b>2,4</b>	3,8	<b>3,9</b>
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság <sup>5</sup>	-1,2	-2,7	<b>-2,5</b>	-1,2	<b>-0,8</b>	0,3	<b>0,1</b>
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>6</sup>	8,5 (8,0)	4,4	<b>4,3</b>	3,7	<b>3,6</b>	3,8	<b>3,9</b>
Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>5</sup>	-1,1	-3,8	<b>-3,7</b>	-2,2	<b>-1,7</b>	0,4	<b>0,1</b>
Versenyszféra fajlagos munkaköltség <sup>5,7</sup>	5,4	8,8	<b>8,3</b>	-1,2	<b>-1,2</b>	0,4	<b>0,3</b>
Lakossági reáljövedelem**	-0,6	-4,1	<b>-5,1</b>	-1,7	<b>-2,7</b>	2,0	<b>2,0</b>

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

<sup>2</sup> A GDP arányában.

<sup>3</sup> Zárójelben a költségvetésben lévő tartalékok teljes zárolása mellett elérhető hiány. Alap-előrejelzésünkben nem számoltunk a felhalmozott adósságok átválalásából adódó kockázatokkal.

<sup>4</sup> Pénzforgalmi szemléletben.

<sup>5</sup> A KSH munkaerő-felmérése szerint.

<sup>6</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonálisának hatásától tisztított adatok szerepelnek.

<sup>7</sup> A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

\* Naptári hatással nem korrigált adatok.

\*\* MNB-becslés.



## 3-6. táblázat

## Előrejelzéseink összevetve más prognózisokkal

	2008	2009	2010	2011
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>				
MNB (2010. február)	6,1	4,2	4,4	2,3
Consensus Economics (2010. január) <sup>1</sup>	–	–	2,9 – 4,0 – 4,5	2,1 – 2,9 – 3,5
Európai Bizottság (2009. november)	6,0	4,3	4,0	2,5
IMF (2009. október)	6,1	4,5	4,1	2,5
OECD (2009. november)	6,0	4,5	4,0	3,0
Reuters-felmérés (2010. január) <sup>1</sup>	–	–	3,5 – 4,1 – 4,8	1,9 – 2,9 – 3,5
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>				
MNB (2010. február) <sup>4</sup>	0,6	–6,3	–0,2	3,4
Consensus Economics (2010. január) <sup>1</sup>	–	–	(–1,5) – (–0,2) – 0,5	1,5 – 2,4 – 3,0
Európai Bizottság (2009. november)	0,5	–6,5	–0,5	3,1
IMF (2009. október)	0,6	–6,7	–0,9	2,5
OECD (2009. november)	0,4	–6,9	–1,0	3,1
Reuters-felmérés (2010. január) <sup>1</sup>	–	–	(–0,7) – 0,0 – 1,0	1,5 – 2,7 – 4,0
<b>Folyó fizetésimérleg-egyenleg (a GDP százalékában)</b>				
MNB (2010. február)	–7,2	0,4	–0,4	–0,4
Európai Bizottság (2009. november)	–8,4	–1,3	–1,7	–1,8
IMF (2009. október)	–7,8	–2,9	–3,3	–3,4
OECD (2009. november)	–8,2	–1,6	–1,8	–2,6
<b>Államháztartás egyenlege (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)</b>				
MNB (2010. február) <sup>6</sup>	–3,8	–4,0	–4,2 (–4,0)	–4,3 (–4,1)
Consensus Economics (2010. január) <sup>1</sup>	–	(–3,8) – (–4,0) – (–4,5)	(–3,8) – (–4,4) – (–6,5)	(–2,7) – (–3,6) – (–4,8)
Európai Bizottság (2009. november)	–3,4	–4,1	–4,2	–3,9
IMF (2009. október)	–3,4	–3,9	–3,8	–2,8
OECD (2009. november)	–3,4	–4,3	–4,1	–3,6
Reuters-felmérés (2010. január) <sup>1</sup>	–	(–3,8) – (–4,0) – (–4,5)	(–3,6) – (–4,7) – (–7,0)	(–2,8) – (–3,8) – (–5,5)
<b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>				
MNB (2010. február)	3,5	–13,2	3,6	5,4
Európai Bizottság (2009. november) <sup>2</sup>	3,3	–12,8	2,1	4,5
OECD (2009. november) <sup>2,3</sup>	2,0	–12,0	3,5	6,4
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>				
MNB (2010. február)	2,0	–4,4	1,1	2,1
Európai Bizottság (2009. november) <sup>2</sup>	2,0	–4,4	1,1	1,9
IMF (2010. január) <sup>2</sup>	2,0	–4,2	1,3	2,3
OECD (2009. november) <sup>2,3</sup>	1,5	–4,1	1,4	2,2
<b>Euroövezet GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>				
MNB (2010. február) <sup>5</sup>	0,6	–4,0	0,7	1,3
Európai Bizottság (2009. november)	0,6	–4,0	0,7	1,5
IMF (2010. január)	0,6	–3,9	1,0	1,6
OECD (2009. november)	0,5	–4,0	0,9	1,7

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 érzékelítése 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 batással nem korrigált adatok.

<sup>5</sup> Az IMF által készített becslés, melyben a figyelembe vett országok köre és súlyai eltérnek az MNB számításokhoz használt súlyrendszertől.

<sup>6</sup> Zárójelben a költségvetésben lévő tartalékok teljes zárolása mellett elérhető hiány. Alap-előrejelzésünkben nem számoltunk a felhalmozott adósságok átválalásából adódó kockázatokkal.

<sup>\*</sup> Egyedi felmérésből származó adat, a felmérés csak az elemzői válaszok átlagát közölte.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2009. december, 2010. január); European Commission Economic Forecasts (2009. november); IMF World Economic Outlook (2009. július és 2009. október); IMF Country Report No. 09/304 (October 2009); Reuters-felmérés (2009. december, 2010. január); OECD Economic Outlook No. 86 (2009. november).

## 3.5. Az államháztartási egyenleg alakulása

Az ESA-szemléletű deficit csökkenő trendje 2009-ben megtört, alap-előrejelzésünk szerint 2010-ben a hiány növekedhet. A költségvetés tartalékainak fel nem használása esetén azonban a hiány 2010–2011-ben 4 százalék közelében alakulhat. Az alappályánkhoz képest mind a makrogazdasági pályából, mind a szakértői tételekből adódó kockázatok a nagyobb hiány irányába mutatnak. Ez azt jelenti, hogy idén a tartalékok teljes el nem költését feltételezve is, további intézkedések válhatnak szükségessé a hiánycél tartásához.

A riportban új mutatót vezetünk be a költségvetési egyenleg alakító tényezők tartós komponensének megragadására. Az új, ún. ciklikusan igazított SNA-szemléletű mutatónk közelebb van a közgazdasági alapfolyamatokat jobban megragadó strukturális deficit szelleméhez, mivel megpróbálja kezelni a gazdaság ingadozásából valamint a statisztikai elszámolás eltéréseiből fakadó torzításokat. Ez a megközelítés megtisztítja a hivatalos deficitet az olyan egyszeri tételektől, mint az utólagos adósságrendezések, a magánnyugdíjpénztárból átlépőktől származó tőkebevétel, a 2010-ről előrehozott dohányzárjegy-vásárlás hatása.<sup>9</sup> A konzisztencia érdekében azonban e tételek másik lábával kiegészíti a hiányt, így a MÁV és BKV kvázifiskális veszteségével, a zárjegyvásárlás hatásának visszafordulásával. Kiegészíti továbbá a PPP-beruházásokkal is a deficitet, hiszen a hivatalos hiány egy klasszikus tőkekiadást időben szétterítve mutat, így a beruházás és a beruházás elszámolása között indokolatlan különbség lenne.

A megközelítőleg stagnáló ESA-hiányszintek ellenére azt láthatjuk, hogy a költségvetés strukturális pozíciója 2009-ben és 2010-ben is jelentősen, két év alatt a GDP 1,8%-ával javul. A 2011-es folyamatok tekintetében nehézséget jelent, hogy egyes kvázifiskális tevékenységek alakulására nehéz előrejelzést adni. Itt csak arra vállalkozhattunk, hogy azt megbecsüljük, hogy erre az időszakra mekkora a determináció.

2009-ben a gazdasági ciklus és az átmeneti, kiegészítő tételek hatásával korrigálva 3,9 százalékos strukturális deficit adódik, ami az előző évhez képest 1 százalékpontos javulást jelent, ezt tekinthetjük a költségvetési pozíció tartós javulásának. 2009-ben az ESA-deficit csak minimális mértékben változott, ami abból adódott, hogy a gazdasági ciklus önmagában közel 2 százalékponttal rontotta az egyenleget, ennek

ellentételezése megoszlik a fent említett 1 százalékpontos tartós javulás és 0,7 százalékpontos átmeneti intézkedés között.

2010-ben a költségvetés strukturális pozíciója a GDP 0,8 százalékaival tovább javul, az ESA-számban azonban nem látszik javulás. Az elnyílást a kedvezőtlen ciklikus hatás további erősödése magyarázza, ezt a hatást azonban részben ellentételezi az adott évre várható jegybanki veszteség egy-éves késéssel történő figyelembevétele az ESA-elszámolásban.

2011-ben a változatlan ESA-szint mellett a ma ismert determinációk alapján további 0,5 százalékpontos javulás adódna a strukturális egyenlegben. Bár az ESA-körbe tartozó tételekben a ciklus hatására stagnálást látunk, a strukturális mutató tovább javulhat, azon technikai feltételezésünk miatt, hogy nem születnek újabb PPP-szerződések, így a 2009-ben még a GDP több mint 0,5%-át kitevő PPP-beruházások 2011-re teljesen kifutnak.

A teljes horizonton a strukturális deficitet jelentősen javítja, hogy miközben az EU-tól származó források nagymértékben növelik a költségvetési bevételeket, addig a kiadások átcsoportosítása révén az állami beruházási kiadások (még a PPP-programok figyelembevételeivel is) jelentős mértékben elmaradnak ettől.

Feltételezésünk szerint 2009-ben az ESA-hiány a kormányzati célhoz közel, 3,8-4 százalék körül alakulhat, attól függően, hogy az ESA-elszámolás a nyugdíjpénztári átlépők 2010-es befizetését melyik évben veszi figyelembe.<sup>10</sup> Novemberi jelentésünkhöz hasonlóan most is azt feltételezzük, hogy a GDP 0,2 százalékát meghaladó bevétel 2010-ben számolható el, így novemberi előrejelzésünk teljesülhet 2009-re; azaz az ESA hiány 4 százalék lehet. Alap-előrejelzésünk szerint az ESA-hiány 2010-ben és 2011-ben is meghaladja a 4 százalékot, de a stabilitási és kamattartalékok törlése esetén a hiány a 4 százalékos szinten stabilizálódhat. Bár a kormányzati céloknak megfelelő hiánypálya esetén a strukturális hiánymutató a középtávú költségvetési célkitűzés (MTO) 1,5 százalékos szintje alá kerülhetne, előrejelzésünk szerint ehhez további intézkedések szükségesek.

2010-ben a makrogazdasági pálya változásának és az alkotmánybírósági döntések hatására összességében a GDP 0,7

<sup>9</sup> A kiegészített SNA deficit módszertana alapján nem történt korrekció a kiotói szennyezőanyag-kvóta eladásából származó bevétellel és az Európai Bíróság döntése alapján történő áfa-visszatérítéssel. E két átmeneti tétel azonban 2009-ben nagyjából kioltotta egymás hatását.

<sup>10</sup> 2009-ben az alacsonyabb és magasabb deficit irányban is lehet még bizonytalanság. A pénzügyi számlák előzetes adata az államháztartás tekintetében finanszírozási oldalról 4,0 százalékos deficitet lenne konzisztens.

## 3-7. táblázat

Az államháztartás egyenlegmutatóinak alakulása<sup>11</sup>

(százalék)

		2008	2009	2010		2011	
		Tény	Előzetes	Tartalékokkal	Tartalék törléssel	Tartalékokkal	Tartalék törléssel
1. ESA-egyenleg*	Tény/várható	-3,8	-4,0	-4,2	-4,0	-4,3	-4,1
	Hivatalos cél	-3,4	-3,9	-3,8	-3,2	-2,8	-2,6
2. Átmeneti, kiegészítő tételek**		0,0	-0,7		-1,2		-0,4
3. Kiegészített (SNA-) egyenleg	3= 1+2	-3,8	-4,7		-5,2		-4,5
4. Ciklikus komponens		1,1	-0,8		-2,1		-1,9
5. Ciklikusan igazított kiegészített (SNA-) egyenleg**	5= 3 - 4	-4,9	-3,9		-3,1		-2,6
memo: ESA elsődleges egyenleg	1-bruttó kamat	0,3	0,5		0,2		0,1

\* Alapelőrejelzésünkben nem számoltunk a felhalmozott adósságok átválalásából adódó kockázatokkal.

\*\* Feltételezzük a PPP-beruházások teljes kifizetését, ennek javító hatása 0,3 illetve 0,2 százalékpont 2010-ben és 2011-ben.

százalékával lehetnek alacsonyabbak az államháztartás bevételei, mint a költségvetési törvényben szereplő terv. Ebből a költségvetési bevétel elmaradásának makrogazdasági folyamatokkal magyarázható része 0,4 százalékpont romlást okoz, a vagyonadó és a családi pótlék adóztatásának bírósági döntés miatti visszavonása pedig mintegy 0,3 százalékpont kieséssel jár. A bevételi oldali eltérések mellett előrejelzésünkben magasabb önkormányzati hiánnyal, a költségvetési szervek, illetve a MÁV és BKV támogatása esetében magasabb kiadásokkal számolunk. Ezek a tételek együtt csaknem 0,5 százalékpont többletkiadást eredményezhetnek. A helyi önkormányzatok hiánya 0,2 százalékponttal lehet magasabb. Az intézményi és fejezeti kiadásnál 0,2 százalékpont túllépést feltételeztünk, mert a tavalyi visszafogásra az intézményrendszer részben a kiadások átmeneti halasztásával – előirányzat-maradvány felhalmozásával – reagált. A MÁV és BKV nagyobb támogatása 0,1 százalékpontot jelenthet.

A magasabb deficit irányába mutató, a GDP mintegy 1,2 százalékát kitevő hatások kétharmad részét ellentételezik különböző tételek, így alap-előrejelzésünk szerint a költségvetési törvényhez viszonyítva 0,4 százalékpontos túllépés várható. A kamatkadásnál 0,1 százalékpont megtakarítás jelentkezhet, 0,2 százalékpont nem tervezett bevétel a nyugdíjpénztári átlépések miatt, továbbá a tartalékok véglegesnek tekinthető zárolása további 0,4 százalékponttal csökkentheti a deficittúllépést, míg kisebb tételek további 0,1 százalékponttal javíthatják az egyenleget. Amennyiben a fennmaradó 0,2 százalékpontnyi tartalék törlése is bekövet-

kezik, akkor a deficit 4,0 százalékra csökkenne és mindössze 0,2 százalékponttal haladná meg az előirányzatot.

A költségvetés jelenleg négyfajta tartalékot tartalmaz: általános, cél-, stabilitási és kamatkockázati tartalékot. Az elmúlt évek tapasztalatai, illetve a már ismert feladatok ellátásának szükségszerűsége alapján az általános és céltartalék olyan költségvetési tételek, melyek nagy valószínűséggel tényleges kiadásként fognak megjelenni, azaz ezek a tételek nem alkalmasak a kockázatok kezelésére. A fent említett BKV-többletkiadás ellentételezésére csaknem 0,1 százalékpont általános tartalékfelhasználást feltételeztünk. Ezenfelül további felhasználás is valószínűsíthető az előre nem látható kiadásokra (pl. árvíz). A bevételi kockázat kezelésére a stabilitási tartalék (GDP 0,4 százaléka), kamattúlfutásra a kamatkockázati tartalék (0,2 százalék) szolgál. Jelenleg a stabilitási tartalék véglegesnek tekinthető zárolásával számolunk, hiszen a felhasználás feltételül megszabott bevételi többlet nem érhető el. A kamattartalék fennmarad, de mivel jelenleg megtakarítással számolunk, ezért későbbi időpontban ez is törölhetővé válik, ebben az esetben a hiánynak csak kismértékű túllépése várható.

2011-ben az eddig elfogadott intézkedések – például a GDP 0,6 százalékát elérő szja-csökkentés – alapján a tervezett hiánycsökkentés feltételei nem látszanak. Alap-előrejelzésünkben a korábbi tendenciák alapján azzal számoltunk, hogy a jövő évi költségvetésben a diszkrecionálisan alakítható kiadások növekedését enyhén visszafogják, és az önkormányzati beruházási ciklus is csökkenő szakaszba ér. Felté-

<sup>11</sup> A tartalékkal és a tartalék nélküli számolt mutatóknak a stabilitási és kamatkockázati tartalékban tér el egymástól.

telezésünk szerint 2011-ben a kockázati tartalék 0,2 százalékra csökken, ennek törlése nem lesz elégséges ahhoz, hogy további intézkedések nélkül elérhető legyen az előirányzott hiánycsökkentés.

### A bevételi oldalt meghatározó makrogazdasági, ciklikus folyamatok 2010–2011-ben a korábbi feltételezéseinknél kedvezőtlenebbé váltak

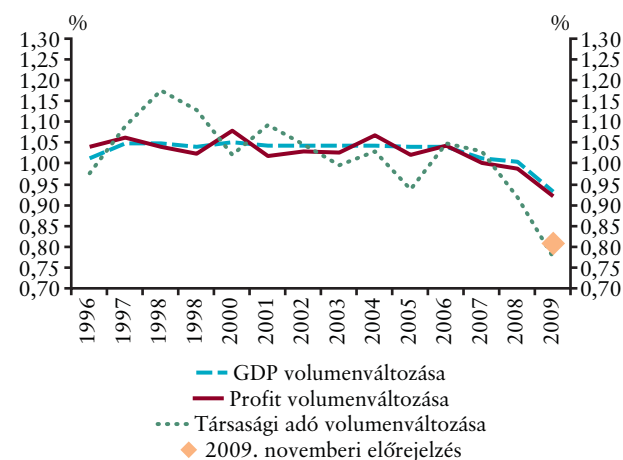
Miközben a GDP legnagyobb csökkenése 2009-ben következett be, a ciklus negatív bevételi hatása időben részben késleltetve jelentkezik. A ciklus negatív hatását tompította ugyanis tavaly a növekedés összetétele, mert a fő bevételeket meghatározó bér és fogyasztás a GDP-nél kisebb mértékben lassult. Ez azonban csak átmenetileg tompította a bevételek visszaesését, mert 2010-ben a bér és fogyasztás már nagyobb mértékben lassul, mint a GDP. Erre számítottunk novemberi előrejelzésünkben, de a fogyasztásnál most nagyobb, míg a bér esetében némileg kisebb ciklikus visszaesést várunk, mint akkor.

A gazdasági ciklus hatását illetően az adóbevételek 2009-es teljesülése is árnyalta képünket. Összességében ezek előrejelzésünknek megfelelően alakultak, azonban szerkezetük némileg eltért a várttól; a ciklus hatásával összefüggésben az áfabevétel kedvezőbb, a társasági adó kedvezőtlenebb lett.<sup>12</sup> Amíg a két adónem elmozdulása kioltotta egymást 2009-ben, addig 2010–11-ben mindkettő negatív irányba mozdítja el a ciklus hatásáról készített becslésünket.

Számítottunk arra, hogy a jelentős gazdasági visszaesés hatására a társasági adó alakulása eltér korábbi trendjétől, nevezetesen attól, hogy alapvetően a nominális GDP változásához állt közel. A társasági adó 20 százalékot meghaladó csökkenése azonban néhány százalékponttal meghaladta novemberi előrejelzésünket. Ennek egyik lehetséges oka egy összetételhatás. A nemzetgazdasági szintű vállalati profit ugyanis a nyereséges és veszteséges vállalatok egyenlegeként adódik, de az adóbefizetést egyedül a nyereség dinamikája határozza meg (a veszteséges vállalatok elhatárolják veszteségüket). Feltételeztük, hogy a 2009-es negatív hatás 2010-ben is érvényesül, és 2011-ben kezd csökkenni, ezért 2010-ben a GDP 0,2 százalékaival, 2011-ben 0,1 százalékaival növeltük a negatív ciklikus komponensét, és hasonló mértékben csökkentettük a bevételt.

### 3-11. ábra

#### A társasági adó, illetve a GDP és a profit volumenváltozása



Az áfa esetében 2009 második felében várakozásaink felett alakultak a bevételek. Mivel a lakossági fogyasztás és a kiskereskedelmi forgalom alakulása ezt a tendenciát nem támasztja alá, ezért ennek egyik alternatív magyarázata a vállalatok készletről való értékesítése lehet. Ehhez az értékesítés időpontjában nem kapcsolódik visszatérítés, hiszen azt a beszerzés után korábban már érvényesítették. A készletek csökkenése azonban részben ciklikus folyamat lehet, azaz a készletek újbóli felépülésével párhuzamosan ez a jelenség visszafordulhat és a nettó áfabevételek csökkenését eredményezheti. Mindez azt jelenti, hogy a fogyasztás ciklikus komponensét a készletek ciklusa miatt ki kellett egészítenünk. Amíg 2009-ben ez a GDP 0,2 százalékaival javított, míg 2010–11-ben 0,1-0,1 százalékkal rontott a bevételen és a ciklikus komponensen.

### A ciklikusan igazított kiegészített (SNA-) hiány folyamatos javulásának hátterében nagyrészt az EU-bevételek növekedése és elsődleges kiadások visszafogása áll

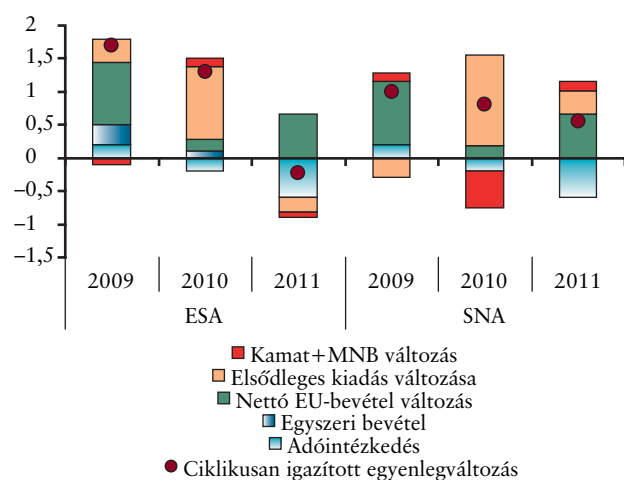
A ciklikusan igazított kiegészített (SNA-) deficit azt a kiadáscsökkenést átmenetinek tekintik, ahol a valóságban a kiadás változatlanul teljesül, csak éppen a hivatalos elszámolások körén kívül, vállalati beruházásként vagy vállalati veszteséget okozva. Szélesebb értelemben azt is vizsgálhatnánk, hogy az intézményi kiadások tényleges visszafogása vajon tartós hatású-e, vagy csak időlegesen

<sup>12</sup> Mindkét hatás a ciklushoz köthető, azonban egyik sem ragadható meg a ciklikusigazítás szokásos módszerével, amely a fő adóalapok (bér, profit, fogyasztás) ciklikus komponensére támaszkodik.

3-12. ábra

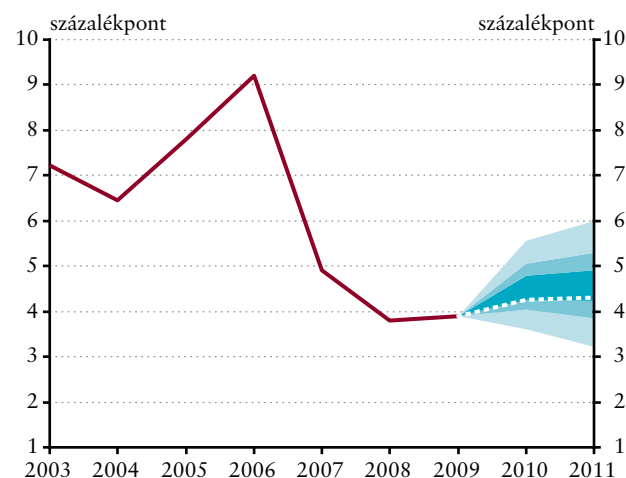
## A ciklikusan igazított egyenlegjavulás felbontása

(a GDP százalékában)



3-13. ábra

## A költségvetési legyezőábra



tartható fenn, ez azonban elemzési keretünkben nem vizsgálható.<sup>13</sup>

2009-ben az EU-bevételek mind az ESA-, mind az SNA-deficitet javították, mert megjelentek ugyan a kiadási oldalon is, de eközben az EU által nem finanszírozott kiadások csökkentek. A kiadások kvázifiskális formába történő átcsoportosítása (PPP-beruházások növelése) és az egyszeri bevételek (zárjegy-elővásárlás, magán-nyugdíjpénztári átlépők) viszont csak az ESA szintjén jelentettek átmeneti javulást. 2010-ben már az elsődleges kiadások csökkentése a meghatározó, az átmeneti korrekciók az egyszeri bevételi hatásoknál (zárjegykiesés, magán-nyugdíjpénztári átlépők) és kamategyenlegnél jelentkeznek, míg a PPP-beruházások súlya lassan csökken. 2011-ben az EU-bevételek növekedése ellensúlyozza az adócsökkentés hatását. Ekkor részben már a kiadási oldalon is megjelenik az EU-források elköltése, a PPP-beruházások feltételezett kifutása miatt azonban a kvázifiskális kiadás csökken.

## Enyhén nagyobb ESA-hiány irányába mutató kockázatok 2010–2011-ben

A kockázatokat bemutató 3-9. legyezőábra szerint az ESA-deficit alap-előrejelzésünkhöz 2010-ben és 2011-ben a nagyobb hiány irányába mutató aszimmetria társul.

A bizonytalansági eloszlás mindkét fő meghatározó tényezője – a makrogazdasági pálya és a szakértői tételek – az alap-előrejelzésnél nagyobb hiány kialakulásának irányába mutat. A makrogazdasági előrejelzések közül ez főleg a GDP körüli, alacsonyabb növekedést jelentő aszimmetria eredménye. A szakértői tételeket illetően fontos megjegyezni, hogy alap-előrejelzésünkben a teljes kamattartalék szerepel, így ennek törlése automatikusan a kisebb deficit irányába mutató kockázatot jelent. Ezt azonban több mint ellentételezi az a kockázat, hogy a MÁV és BKV adósságának egy része bekerülhet az ESA-deficitbe.

<sup>13</sup> A kiadási oldalon erős kontrollt érvényesített a kormányzat 2009-ben, alap-előrejelzésünkben azt feltételeztük, hogy ennek hatása jórészt tartós lehet. A költségvetési szervek esetében a tervezetthez képest minimális túlteljesülés volt tapasztalható a kiadásoknál, azonban az MNB várakozásához képest kedvezőbben alakultak a kiadások. Mivel azonban ennek háttérben részben a kötelezettségállomány emelkedése áll, ennek alapján úgy véljük, hogy a múltban jelzett kockázatok továbbra is fennmaradtak.

## 3.6. A külső egyensúly alakulása

### A finanszírozási képességünk tartós maradhat

2009 második felében tovább folytatódott a külső egyensúlyi pozíció javulása. A recessziót kísérő reálgazdasági és finanszírozási alkalmazkodással párhuzamosan a magyar gazdaságot az elmúlt években jellemző magas folyó fizetési mérleg-hiány gyorsan mérséklődött, és a második-harmadik negyedévben már jelentős többlettel zárt a folyó egyenleg. A lakosság és a vállalatok ugyanis visszaeső jövedelmeknél is kevesebbet fordítottak fogyasztásra és beruházásra. Az egy éve tartó lendületes egyensúlyjavulás a harmadik negyedévben már 5 százalékos körüli GDP-arányos külső finanszírozási képességet eredményezett (szезonálisan igazított adat).

Az áru- és szolgáltatásegyenleg többletének emelkedésében a javuló exportteljesítmény tükröződött. Az egyensúlyjavulás korábbi szakaszától eltérően az exportfolyamatok tehát már pozitívan járultak hozzá a külső finanszírozási képesség emelkedéséhez 2009 harmadik negyedévében. Az élénkülő külső kereslet hatására ugyanis az exportértékesítések enyhén emelkedtek, miközben a gazdaság importkereslete nem csökkent tovább. A belföldi felhasználást ugyan további visszaesés jellemezte, az import emelkedése irányába hatott a gáztározók feltöltése, valamint az újra emelkedő exportteljesítmény importvonzata.

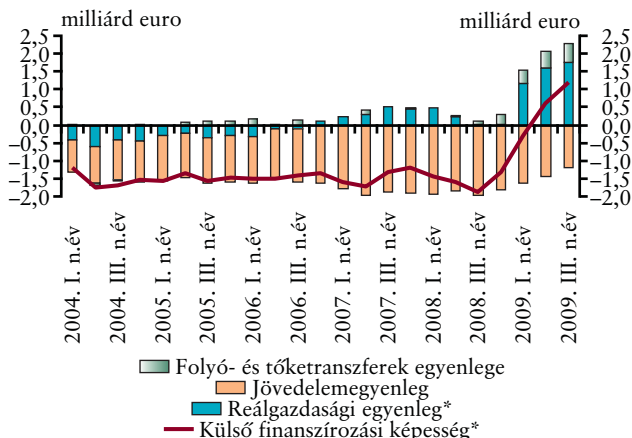
A jövedelemáramlásokat tekintve egyrészt érdemes kiemelni, hogy a kamategyenleg korábban tapasztalt javulása megállt a harmadik negyedévben, amely a külső forrásköltségek mérséklődésének lassulásával állhat összefüggésben. Másrészt a külföldi tulajdonban lévő vállalatok visszaeső profitja<sup>14</sup> továbbra is meghatározó szerepet tölt be a jövedelemegyenleg hiányának csökkenésében.

2009 egészének folyamatait értékelve korábbi várakozásainknál is nagyobb mértékű alkalmazkodás látszik kirajzolódnival. A külpiaci élénkülés magasabb külkereskedelmi többletet eredményezett a III. negyedévben. Emellett az idáig rendelkezésre álló adatok alapján az Európai Uniótól származó folyó transzferek felhasználása is felülmúlhatta azt a mértéket, mint amellyel megelőző előrejelzéseinkben kalkuláltunk. Ezért azzal számolunk, hogy 2009-ben a folyó fizetési mérleg egyenlege pozitív tartományba került.

3-14. ábra

### A külső finanszírozási képesség komponensei

(szезonálisan igazított értékek)



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

Megjegyzés: az idősorok szезonális igazítása direkt igazítással készült, ezért a külső finanszírozási képesség komponenseinek összege nem feltétlenül egyezik meg a külső finanszírozási képesség igazított értékeivel.

Az előttünk álló két évben is fennmaradhat a magyar gazdaság érdemi finanszírozási képessége, ez ugyanakkor a folyó fizetési mérleg kismértékű hiánya mellett valósulhat meg. Az áru- és szolgáltatásegyenleg többletének további, egyben visszafogottabb növekedésére számítunk, amelyben a további fogyasztás-visszaesés és az élénkebb exportteljesítmény tükröződhet. Ezt az egyensúlyjavító hatást ugyanakkor egyrészt a külföldi tulajdonban lévő vállalatok profitjában várt lassú emelkedés ellensúlyozhatja, amely ebben az évben már növekvő jövedelemkiáramlást eredményezhet. Másrészt ebbe az irányba mutat a kamatkidadások előrevetített növekedése is. A magas szinten stabilizálódó külső finanszírozási képességben a várakozásaink szerint növekvő EU-transzfer felhasználás tükröződhet.

Az erőteljes külső egyensúlyjavulás tükörképe a magánszektor finanszírozási pozíciójának ugrásszerű javulása volt 2009-ben. Az újonnan beérkező információk alapján a lakosság nettó megtakarításai ugyanakkor elmaradtak várakozásainktól, amely a szektor rendelkezésre álló jövedelmének nagyobb mértékű visszaesésével állhat összefüggésben.

<sup>14</sup> A közvetlen tőkéhez kapcsolódó jövedelemáramlások 2009-es adatai a Fizetési mérleg-statisztikában becsléseken alapulnak. A becslést 2010 szeptemberében váltják fel a vállalati jelentéseken alapuló adatok.



## 3-8. táblázat

## A folyó fizetési mérleg szerkezete

(GDP arányában, százalék, ha másképpen nem jelezzük)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	Tény/Előzetes tény						Előrejelzés		
1. Áru- és szolgáltatásegyenleg	-3,8	-2,9	-1,2	-0,9	1,2	0,7	6,6	6,8	7,1
2. Jövedelemegyenleg	-5,0	-5,2	-5,7	-6,2	-7,5	-7,3	-6,1	-6,8	-7,1
3. Viszonytalan folyó átutalások egyenlege	0,8	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,1	-0,4	-0,4
I. Folyó fizetési mérleg egyenlege (1+2+3)	-8,0	-8,3	-7,2	-7,5	-6,8	-7,2	0,4	-0,4	-0,4
Folyó fizetési mérleg egyenlege milliárd euróban	-5,9	-6,8	-6,4	-6,7	-6,9	-7,6	0,3	-0,4	-0,4
II. Tőkemérleg egyenlege	0,0	0,1	0,7	0,7	0,7	1,0	1,4	2,0	2,4
<b>Külső finanszírozási képesség (I+II)</b>	<b>-8,0</b>	<b>-8,2</b>	<b>-6,5</b>	<b>-6,7</b>	<b>-6,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>

A háztartási szektor alkalmazkodásában emellett a korábban várttól eltérő motívumokat figyeltünk meg. A lakossági jövedelmek csökkenése ugyanis jóval visszafogottabb követelésbővülés mellett valósult meg. A II–III. negyedévet jellemző intenzív banki betételhelyezés jelentős állampapír- és részvényeladásokkal párosult, a IV. negyedévben pedig az ilyenkor jellemzőnél is alacsonyabb betétfelhalmozásra került sor. A pénzügyi követelések alakulásában tehát inkább az erősödő likviditási korlátok szerepe, mint az óvatossági megtakarítások képzése lehetett meghatározó. Az alacsony követelésbővülés mellett ugyanakkor a szektor hitelfelvétele is elmaradt az általunk várttól.

2010 egészét tekintve még tovább emelkedhet a lakosság finanszírozási képessége, annak mérséklődésére csak a fogyasztás élénkülésével párhuzamosan, 2010 végétől szá-

mítunk. A vállalati szektor magas szinten maradó finanszírozási képességében pedig a kedvezőbbnek ítélt külső kereslet, valamint a fokozatosan emelkedő EU-transzfer felhasználása tükröződhet. Aktuális prognózisunk szerint tehát az államháztartás finanszírozási igényét a magánszektor nettó megtakarításai bőven ellensúlyozhatják az előrejelzési horizonton.

### Finanszírozási folyamatok – lassuló banki mérlegalkalmazkodás

Az év első felétől a külső finanszírozási folyamatokban hangsúlyos szerepet betöltő banki mérleg-alkalmazkodás és a külföldi tartozások csökkenése a III. negyedév egészét tekintve még jellemző volt. Az alacsony hitelezési aktivitással, a magánszektor fokozott betételhelyezésével, valamint a

## 3-9. táblázat

## Az egyes szektorok GDP-arányos nettó finanszírozási képessége

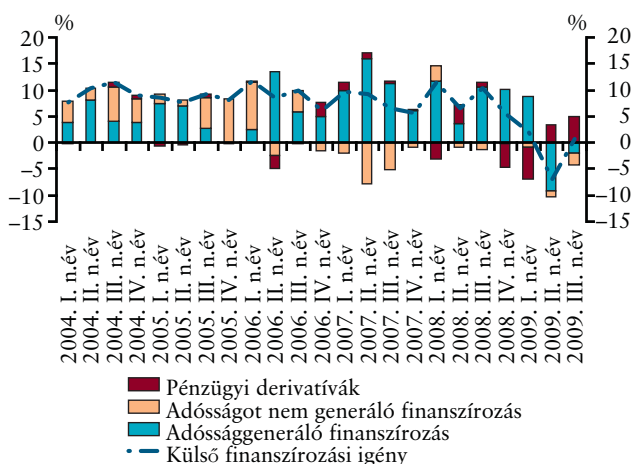
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	Becslés						Előrejelzés		
I. Kibővített államháztartás*	-8,3	-8,3	-9,4	-9,5	-5,8	-3,8	-4,7	-5,2	-4,5
II. Háztartások	0,1	2,3	4,3	3,3	1,5	1,2	3,3	4,5	4,1
Vállalatok és „hiba” (= A – I. – II.)	0,2	-2,2	-1,4	-0,5	-1,8	-3,7	3,2	2,4	2,4
A) Külső finanszírozási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

\* A kibővített államháztartás a központi költségvetésen kívül tartalmazza az önkormányzatokat, az ÁPV Zrt.-t, a kvázifiskális feladatokat ellátó intézményeket (MÁV, BKV), az MNB-t és az állam által kezdeményezett és irányított, ugyanakkor formálisan ún. PPP-konstrukcióban végrehajtott beruházásokat végző intézményeket. Az államháztartás finanszírozási igényére adott előrejelzés nem számol a stabilitási és kamatkockázati tartalékokkal.

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

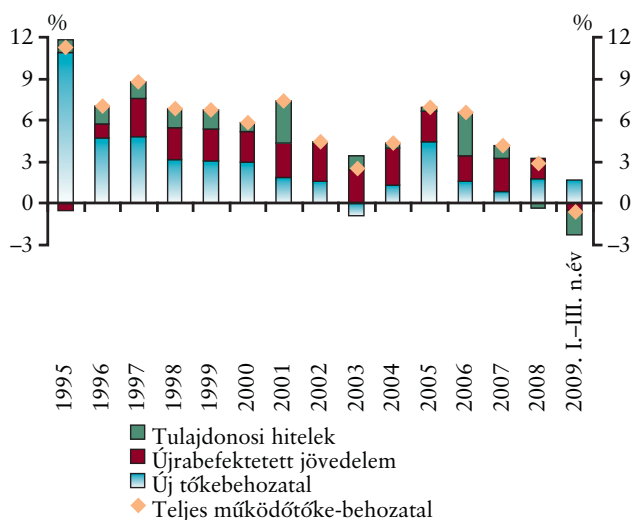
3-15. ábra

**Az egyes finanszírozási formák alakulása a GDP arányában**



3-16. ábra

**A hazánkba érkező közvetlentőke-befektetések komponensei a GDP arányában**



bankrendszer derivatív tranzakcióihoz kapcsolódó elszámolásai<sup>15</sup> párhuzamosan a bankok külföldi forrásokra való ráutaltsága csökkent. A III. negyedév végétől kezdve ugyanakkor a banki mérlegalkalmazkodás lassulását figyelhettük meg. A lakossági és vállalati betétfelhalmozás egyre visszafogottabbá vált, amellyel összefüggésben a bankokból történő forráskiáramlás megtorpant.

A banki tartozások erőteljes csökkenése ellenére a nettó külső adósság csak kismértékben csökkent. Ebbe az irányba hatott egyrészt az, hogy a bankok csökkentették külföldi kihelyezéseiket. Másrészt a válság kitörése óta a külföldi befektetők először vásároltak a lejáratokon felüli mértékben hazai állampapírt, amely szintén tompította az adósságjellegű források kiáramlását. A forintalapon számított nettó külső adósság<sup>16</sup> a GDP 54 százaléka körül alakult a negyedév végén.

2009 első három negyedévét tekintve a magyarországi teljes – az új befektetésekből, az újtabefektetett jövedelmekből és a vállalatcsoporton belüli pénzmozgásokból álló – működőtőke-behozatal érdemben csökkent a korábbi évekhez képest, amelyet részben az újrabefektetett jövedelmek magyaráztak. Az alacsony vállalati profitokkal összefüggésben ugyanis a visszaforgatott jövedelem mértéke is kisebb, így annak mérsékeltebb volt a szerepe a 2009-es finanszírozási folyamatokban. A nem adóssággeneráló forrásbeáramlás csökkenéséhez a rezidens, külföldi tulajdonú cégek vállalatcsoporton belüli tartozásainak érdemi csökkenése is hozzájárult. Az ilyen jellegű pénzmozgások ugyan igen változóképpen alakultak a múltban, a vállalatcsoporton belüli forrásbevonás mérséklődését a szektor csökkenő hitelkereslete, valamint a szűkülő finanszírozási lehetőségek magyarázhatják. Az újonnan hazánkba érkező külföldi működőtőke-befektetésekről pedig érdemes kiemelni, hogy azokban nem volt érzékelhető a kedvezőtlen beruházási környezet hatása.

<sup>15</sup> Ezek jelentős részét forint/deviza swapok teszik ki, így a forintárfolyam jelentős kilengései idején általában együttmozgást tapasztalhatunk a nettó derivatív finanszírozás és az árfolyamváltozás között. 2008 IV. és 2009 I. negyedévében a forint árfolyam gyengülésével párhuzamosan a derivatív tranzakciók a lezárt ügyleteken és a bekért fedezeteken („margin call”) keresztül jelentősen csökkentették a pénzügyi mérleg egyenlegét. 2009 II-III. negyedévében a forint árfolyama már erősödött, a derivatív ügyletekkel kapcsolatos tranzakciók pedig mérsékeltek a külföldi forrásokra való ráutaltságot.

<sup>16</sup> A tulajdonosi hitelek és a pénzügyi derivatívák nélkül számított adósságmutató.



**4. Függelék:  
A 2009-re vonatkozó inflációs  
előrejelzéseink értékelése**





Az elmúlt évek gyakorlatához hasonlóan az idei évben is értékeljük az elmúlt évre adott prognózisaink teljesülését. Az ilyen elemzések célja, hogy megvizsgáljuk, milyen tényezők okozták esetleges előrejelzési hibáinkat, amiből kiindulva tanulságokat vonhatunk le előrejelző modelljeink pontosságának javítása érdekében. Az előrejelzéseinket ezúttal is relatív és abszolút elemzés keretében értékeljük. Relatív elemzésünk keretében a piaci szereplők inflációs előrejelzései vel vetjük össze prognózisainkat, míg abszolút elemzésünk célja előrejelzési hibáink dekompozíciója lesz.

Az előrejelzések értékelésekor fontos hangsúlyozni, hogy az MNB előrejelzései feltételes előrejelzések. Bizonyos előrejelzési szempontból releváns változókra (pl. kamatok, árfolyam, világgiaci nyersanyagárak, fiskális politika) csak technikai feltevésekkel rendelkezünk. Ilyen szempontból prognózisaink nem teljes mértékben összevethetőek a piaci elemzők feltétel nélküli előrejelzései vel.

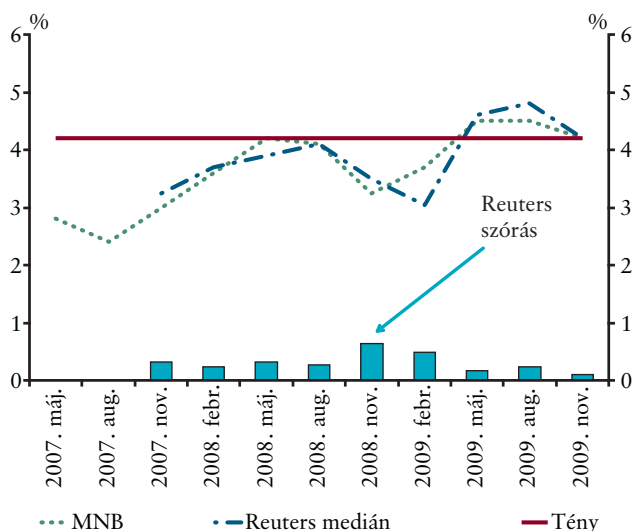
A 2009-es inflációra 2007 májusában készítettünk először előrejelzést. A 2009-es inflációs pályát számos jelentős, gyakran egymással ellentétes irányba ható sokk érte. Ezek az általunk készített prognózisokban is markánsan leképeződtek. 2007 novemberéig a középtávú inflációs cél körüli inflációra számítottunk. 2008 februárja és augusztusa között az emelkedő energiaárak és élelmiszerárak hatására előrejelzéseinket a 3 százalékos cél fölé emeltük. 2008 novemberében számolhattunk először a válság hatásaival, ekkor a meredeken visszaeső kereslet várt deflációs hatása miatt újra cél körüli előrejelzést adtunk. 2009 februárjában körvonalazódtak először egy áfaemelés tervei, ezek miatt emeltük meg előrejelzésünket. 2009 májusában már a véglegesnek bizonyuló, a februárinál nagyobb indirektadó-emeléssel számolhattunk, aminek hatására előrejelzésünket 4 százalék fölé emeltük. 2009. augusztusban és novemberben némileg csökkentettük előrejelzésünket, főképp a vártnál alacsonyabb tényadatok hatására, amit a kereslet-visszaesés erőteljesebb deflációs hatása okozott. Ez többek között a vártnál csekélyebb áfabegyűrésben nyilvánult meg.

Az MNB előrejelzését a Reuters-felmérésben részt vevő elemzők előrejelzéseinek mediánjával összevetve, elmondható, hogy 2008 végéig a piaci elemzőkéhez közel azonos előrejelzési hibákkal rendelkezünk. 2008 novemberétől az inflációs pálya szempontjából releváns információkat a piacnál hatékonyabban építettük be előrejelzésünkbe<sup>17</sup>. Ennek megfelelően előrejelzéseink ezen időponttól egyrészt időben hamarabb reagáltak az inflációt érő jelentős sokkokra, másrészt ezen sokkok hatását is kisebb hibával sikerült beépíte-

nünk prognózisainkba. 2008 novemberében a válság hatására némileg alacsonyabb inflációt jelezünk előre, majd 2009 februárjában hamarabb számoltunk az indirektadó-emelések hatásaival. Érdeemes azt is észrevenni, hogy mindkét időpontban a piaci elemzők előrejelzései számottevő szóródást mutattak, így feltételezhetjük, hogy az elemzők nem egyszerre, hanem fokozatosan építették be a új információkat előrejelzéseikbe. 2009 májusától a kereslet-visszaesés hatására erősebb deflációt vártunk, mint a piaci elemzők, aminek helyességét a későbbi tények alátámasztották. Összességében az MNB előrejelzései tehát némileg pontosabbnak bizonyultak a piaci előrejelzéseknél, amit az is alátámaszt, hogy a 2009. évi átlagos éves inflációs előrejelzés átlagos abszolút hibája (MAE) 0,44 százalékpont az MNB,

#### 4-1. ábra

**Az MNB és a Reuters-felmérésben résztvevő elemzők előrejelzése a 2009. évi átlagos inflációra\***



\* 2008. novemberben az MNB egy sávot közölt, az ábra a sáv széleinek átlagát mutatja.

és 0,52 százalékpont a Reuters-felmérés esetén<sup>18</sup>. A kedvezőbb jegybanki előrejelzési eredmények döntően a 2008 novemberé után készített prognózisoknak köszönhetőek.

A szabályalapú alapfeltevések miatt inflációs előrejelzéseink értékelésénél érdemes ezeknek az alapfeltevéseknek (olajárak, forint/euro árfolyam) hatását különválasztani az egyéb, előrejelzési rendszerünk szempontjából endogénnek tekinthető változók (konjunktúra, bérek) hatásától.

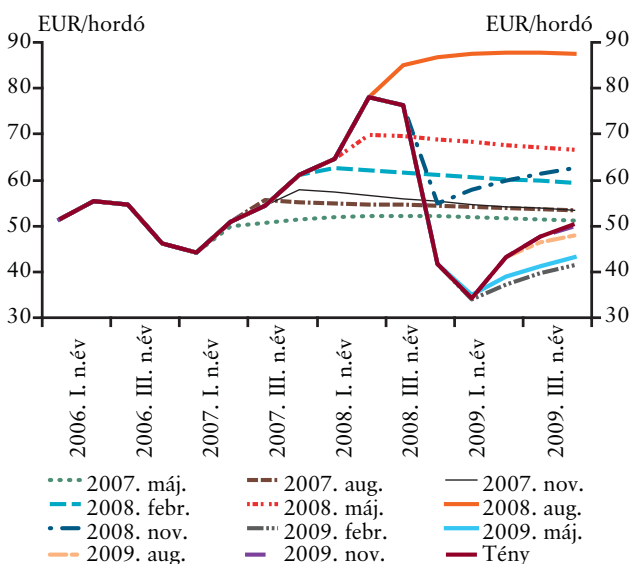
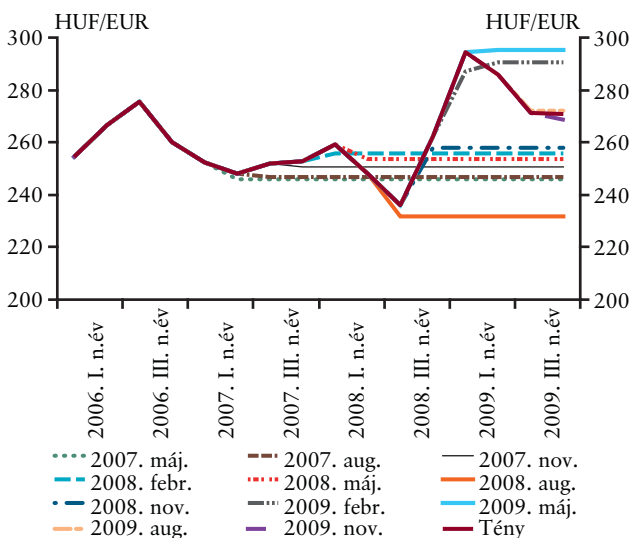
A mezőgazdasági termelői árakat az alapfeltevésekhez hasonlóan kezeljük, mivel modelljeink szempontjából szin-

<sup>18</sup> 2008 novemberében az MNB sávot adott meg előrejelzésként, az egyszerűség kedvéért az ábrákon és a számítások során is ezt a sáv közepével helyettesítettük.

<sup>19</sup> 2007 novemberétől számolva, amikortól mindkét előrejelzés rendelkezésre áll.

4-2. ábra

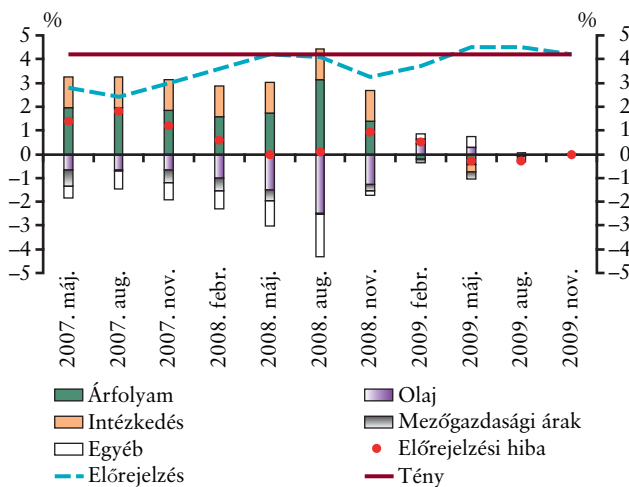
A forint/euro árfolyamra és az euróban számolt olajjára vonatkozó feltevéseink változása



tén exogén tényezők. A 2009-es inflációt nagymértékben befolyásolta a 2009 júliusában bekövetkező áfa- és jövedékadó-emelés, illetve kisebb mértékben egyéb kormányzati intézkedések. Az ebből fakadó előrejelzési hibát szintén exogénnek tekinthetjük. Az eredményeket a 4-3. és 4-4. ábra mutatja. Az előrejelzési hiba a tény és az előrejelzés különbségként adódik, amiből az előbb felsorolt tényezők hatását kiszűrve megmarad az egyéb hiba. Ez a hiba részben a makrogazdasági folyamatok (konjunktúra, munkapiac) inflációs hatásának előre jelzettől eltérő alakulását tartalmazza, valamint magában foglalja az inflációs előrejelzéshez használt modell hibáját is. Így az egyéb hiba mutatja az általunk ténylegesen elkövetett modellezési hibát. Ez azt jelenti, hogy pl. 2008 augusztusában, az árfolyam, olajár, intézkedések, mezőgazdasági termelői árak pályájának ismeretében

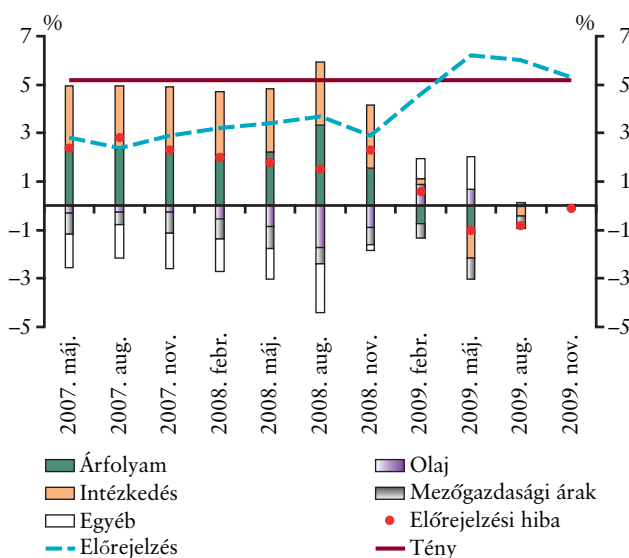
4-3. ábra

A 2009-es éves átlagos infláció előrejelzési hibája és annak felbontása



4-4. ábra

A 2009. IV. negyedévi infláció előrejelzési hibája és annak felbontása



mintegy 2 százalékponttal magasabb inflációt jeleztünk volna előre, mint a későbbi tény.

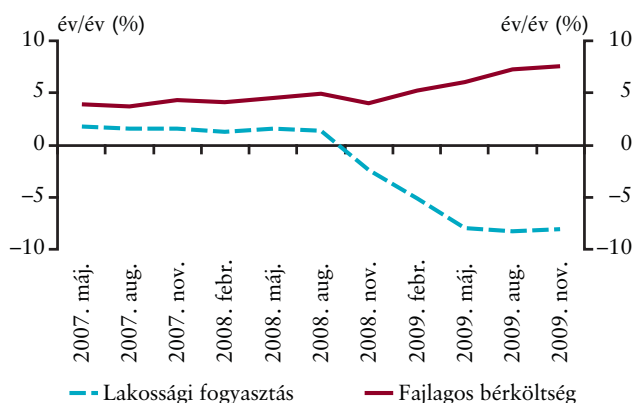
Látható, hogy 2008 augusztusáig ez a hiba szignifikánsan negatív, majd 2008 novemberétől, amikortól a válság hatását beleépíthettük az előrejelzésbe, már nem, sőt helyenként pozitív értéket vesz fel. Úgy tűnik tehát, hogy a válság dezinflációs hatását 2008 novemberétől kezdve alapvetően jól sikerült előre jelezni. Figyelemre méltó ugyanakkor a 2009 májusában jelentkező szignifikánsan pozitív modellezési hiba, amely a 2009. IV. negyedévre vonatkozó előrejelzési hiba felbontásából (4-4. ábra) még szembetűnőbb. Ez azt

jelentené, hogy 2009 májusában – az exogén tételek hatását kiszűrve – túl alacsony előrejelzést adtunk? Megítélésünk szerint nem, hiszen észrevehető, hogy ekkor a kormányzati intézkedések hatásából eredő hiba negatív volt, amit a vártnál kisebb áfabegyűrűződés okozott. Ha tehát a – korábbi tapasztalatok alapján – várható áfahatás és a megvalósult áfahatás közötti különbséget is modellezési hibának tekintenénk, akkor a pozitív hiba nagymértékben lecsökkenne. Úgy is fogalmazhatunk, hogy a defláció nagyságát összességében jól láttuk, azt azonban nem sikerült megfelelően szétválasztani a nettó infláció csökkenésére és áfahatásra.

Érdekes még megvizsgálni, hogy az inflációt magyarázó endogén változók közül hogyan alakultak a lakossági fogyasztásra és fajlagos bérköltségre vonatkozó előrejelzések (4-5. ábra). Ebből kitűnik, hogy 2008 novemberre valóban nagy változást hozott, ekkor ugyanis számottevően csökkentettük fogyasztási előrejelzésünket. Az, hogy a 2008 novemberében adott inflációs előrejelzésünk – az exogén tényezők kiszűrése után – megbízhatónak bizonyult, némileg meglepő, ha figyelembe vesszük, hogy a fogyasztási előrejelzésünk jelentős mértékben tovább csökkent a következő negyedévekben. Ezt azonban megmagyarázza, hogy a fogyasztási előrejelzés csökkenésével párhuzamosan a fajlagos bérköltségprognózis 2009 februárjától kezdve folyamatosan emelkedett, ami ceteris paribus az infláció emelkedésének irányába hatott.

#### 4-5. ábra

#### A lakossági fogyasztás, ill. fajlagos bérköltség 2009-re vonatkozó előrejelzései



\* A fajlagos bérköltség esetén a feldolgozóipari és piaci szolgáltatásokra vonatkozó fajlagos bérköltségek súlyozott átlaga szerepel, ahol a súlyozáshoz a költségbegyűrűzéses infláció-előrejelzési modellünkben szereplő súlyokat használtuk.

Összességében úgy értékeljük, hogy a 2009-es évre vonatkozó inflációs előrejelzéseink hibáját az exogén tényezőkön kívül döntő részben az okozta, hogy 2008 novemberét megelőzően nem számolhattunk a válság árleszorító hatásaival. 2008 novemberétől kezdve azonban alapvetően jól láttuk a kereslet-visszaesés deflációs hatását.

# A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2010

## 1998. november

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

## 1999. március

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

## 1999. június

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

## 1999. szeptember

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

## 1999. december

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

## 2000. március

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

## 2000. június

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

## 2000. szeptember

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

**2000. december**

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

**2001. március**

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

**2001. augusztus**

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

**2001. november**

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

**2002. február**

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

**2002. augusztus**

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

**2002. november**

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

**2003. február**

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

**2003. május**

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

**2003. augusztus**

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

**2003. november**

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

**2004. február**

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

**2004. május**

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

**2004. augusztus\***

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

**2004. november\***

A PPP-megoldásokról makrogazdasági szemszögből	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 rögzített, az állami költségvetés pénzforgalmi kamatkialakulása 2004-ben?	76

**2005. február\***

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

**2005. május\***

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

\* Csak a nem állandó jellegű elemzéseket jelezzük itt.



Az EU-csatlakozás rövid távú hatásai – élelmiszerek	91
Gazdasági fluktuációk Kelet-Közép-Európában	96
A Gripen-szerződés hatása a 2006–2007-es makrogazdasági adatokra	99
<b>2005. augusztus</b>	
<i>Keretes írások:</i>	
Bizonytalanság a GDP alakulásában	23
Feltevésünk 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-revízió: új módszertan – érdemben revideálódó GDP-adatok	21
Feltevésünk	34
A jelzőloghitekhez 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
Feltevésünk	39
Az árfolyamváltozás inflációs hatásait övező bizonytalanságok	39
A nyugdíjreform költségeinek költségvetési számbavétele	53
<b>2006. augusztus</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Augusztus havi előrejelzésünk feltevései	15
A háztartások 2007–2008. évi lehetséges fogyasztási viselkedéséről	18
Fiskális intézkedések elsődleges inflációs hatása	23
<b>2006. november</b>	
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
<b>2007. február</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
A nemzeti számlákban végrehajtott módszertani és adatrevíziók hatásai	7
A januári inflációs adat értékelése	12
A szabályozott árak várt alakulása	16
<b>2007. május</b>	
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
<b>2007. augusztus</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Hogyan becsüljük a valós bérdinamikát?	17
A mezőgazdasági termelői árakra vonatkozó feltevésünk változásának hatása előrejelzésünkre	30
<b>2007. november</b>	
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
<b>2008. február</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az OÉT-megállapodások hatása a béralakulásra	16
<b>2008. május</b>	
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
<b>2008. augusztus</b> <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
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-modellel	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

**2009. november** *(csak elektronikus formában jelent meg)*

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

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

Az európai roncsautóprogramok hatása a hazai és európai ipari termelésre	17
Nemzeti számla revíziók	22
Munkaerő tartalékolás a válság idején	26
Alapfeltevéseink változása	45
A súlyváltás hatása az éves inflációra	50

# 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.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**MNB-tanulmányok 83.** DR. TURJÁN ANIKÓ (2009): Postai pénzforgalmi szolgáltatások Magyarországon

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## 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.** BENCZÚR, PÉTER–ISTVÁN KÓNYA: Convergence, capital accumulation and the nominal exchange rate

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

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

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

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

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

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

**WP 2008/3.** 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 BENCZÚR–DÓRA BENEDEK: The Elasticity of Taxable Income: Estimates and Flat Tax Predictions Using the Hungarian Tax Changes in 2005

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

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

**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.** FRÖMMEL, 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

Jelentés az infláció alakulásáról

2010. február

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

