



**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

**2010.
június**

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

www.mnb.hu

ISSN 1585-020X (on-line)

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. törvény, azaz a 2001. július 13-án hatályba lépett új jegybanktörvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékeli 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 előrejelzése feltételes jellegű: változatlan monetáris és fiskális politikát tételez fel; a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében pedig nem szükségszerűen a legvalószínűbb esetet tartalmazza, hanem a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.

Az elemzés az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, a Pénzügyi elemzések valamint a Pénzügyi stabilitási területén készült, Csermely Ágnes igazgató általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Virág Barnabás, a Monetáris Stratégia és közgazdasági elemzés vezető elemzője irányította Várpalotai Viktor segítségével. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Antal Judit, Baksay Gergely, Bauer Péter, Bodnár Katalin, Hoffmann Mihály, Horváth Ágnes, Hudecz András, Kiss Gábor, Krusper Balázs, Lénárt-Odorán Rita, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Martonosi Ádám, Mák István Nobilis Benedek, Pellényi Gábor, Schindler István, Szemere Róbert, Szörfi Béla, Várnai Tímea, Várhegyi Judit. 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. május 17. és május 31-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, a Pénzügyi elemzések valamint a Pénzügyi stabilitási szakterületének véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalom

1. A makrogazdasági adatok értékelése.....	11
1. 1. Töretlenül élénkülő globális konjunktúra és erősödő importált inflációs hatások	12
1. 2. Véget ért a közel két éve tartó hazai recesszió	18
1. 3. Régiós viszonylatban is érdemi külső egyensúly alkalmazkodás.....	27
1. 4. A növekvő munkanélküliség mellett is erős bérkiáramlás tapasztalható az ipari vállalatoknál.....	31
1. 5. Erősödő importált árnyomás az infláció alakulásában.....	35
2. Pénzügyi piacok és hitelezés.....	39
2. 1. A pénzügyi piacokon a görög adósságválság hatására jelentősen növekedett az eurozónát övező bizonytalanság.....	39
2. 2. A monetáris kondíciókat az alacsony reálkamat és erősödő reálárfolyam kettőssége jellemzi.....	47
2. 3. A magánszektor hitelezése továbbra is visszafogott.....	48
3. Inflációs és reálgazdasági kilátások	56
3. 1. A nemzetközi konjunktúrát követve az év elején beindul a hazai fellendülés	58
3. 2. Javuló konjunktúra mellett is tartósan magas munkanélküliség várható.....	63
3. 3. Az erősödő importált inflációs hatások miatt az inflációs cél elérése kitolódik.....	64
3. 4. A belföldi kereslet élénkülésével párhuzamosan a külső finanszírozási képesség fokozatos csökkenésére számítunk	66
3. 5. Inflációs és növekedési kockázatok	67
3. 6. Az államháztartási egyenleg alakulása	74
3. 7. Továbbra is számottevő kockázatot jelentenek az államháztartáson kívüli tételek.....	79

Összefoglaló

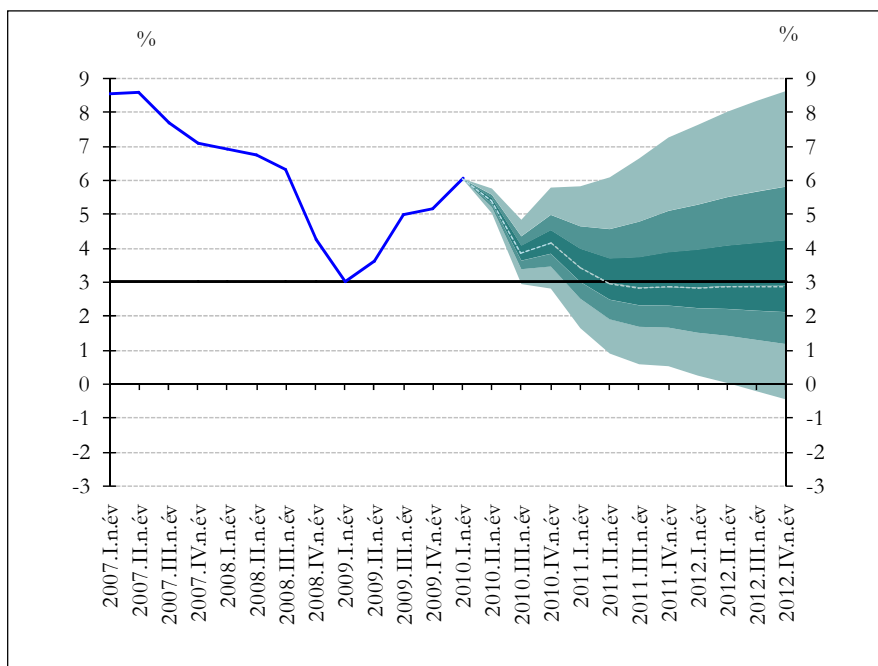
<p><i>Az élénk globális konjunktúra hatására az idei év elejétől megindul a gazdasági növekedés</i></p>	<p>A magyar gazdaság növekedési és inflációs kilátásait továbbra is az élénkülő nemzetközi konjunktúra, valamint a csak lassan magára találó belső kereslet kettőssége formálja. Feltételes előrejelzésünk szerint – mely a jegybanki alapkamat és az árfolyam áprilisi szinten (5,25% illetve 265,4 HUF/EUR) történt rögzítésével készült – 2010-ben az export dinamikus bővülése és az erősödő vállalati készletfeltöltés ellensúlyozni tudja a fogyasztás visszaesését, így az idei évben enyhe növekedés is jellemezheti a hazai GDP-t. A következő két évben már 3 százalék fölötti növekedésre számítunk, amihez a belső kereslet élénkülése is egyre markánsabban hozzájárul. A kapacitáskihasználtság gyors növekedése ellenére a kibocsátás szintje teljes előrejelzési horizontunkon elmarad a potenciálistól.</p>
<p><i>Az infláció középtávon cél körüli alakulhat</i></p>	<p>A gyenge belső kereslet árleszorító hatását 2010-ben elfedik a globális konjunktúra és az euro gyengülése miatt emelkedő energiaárak, így az infláció csak 2011 közepén süllyed az MNB 3 százalékos céljára. 2012-ben az importált hatások mellett már az élénkülő belföldi kereslet is gátját jelentheti a további dezinflációnak, ami az emelkedő maginflációs pályában is jelentkezik.</p>
<p><i>Az ország finanszírozási képessége tartósan megmarad</i></p>	<p>A fogyasztás lassú felívelése ugyan növekvő importkeresletet vetít előre, ám a kedvezőbbé váló külső kereslet részben ellensúlyozhatja az élénkülő belső felhasználás egyensúlyrontó hatását, így a reálgazdasági egyenleg szintje középtávon is a korábbi években tapasztaltnál lényegesen kedvezőbb maradhat. A külső finanszírozási képesség csak az előrejelzési horizont végéhez közeledve csökkenhet érdemben.</p>
<p><i>Az optimista nemzetközi befektetői légkörben kedvezőtlen fordulatot okozott a szuverén adósságokékal és az eurozóna stabilitásával kapcsolatban kibontakozó bizonytalanság</i></p>	<p>A nemzetközi pénzügyi piacokon április közepéig alapvetően pozitív befektetői hangulat uralkodott, elsősorban az időszakban megjelenő kedvező makrogazdasági adatoknak tulajdoníthatóan. A közép-európai országok, és ezen belül Magyarország kockázati megítélése érdemben javult, ami tükröződött a devizák felértékelődésében és a hozamfelárak csökkenésében. Ennek köszönhető, hogy előrejelzésünkben a februárinál alacsonyabb alapkamattal, és némileg felértékeltőbb forint-euro árfolyammal számolhattunk.</p> <p>Április közepétől a görög adósságválság elmélyülése fordulatot hozott a befektetői hangulatban. Előbb a gyengébb fiskális pozícióval rendelkező eurozóna-tagállamok, majd a jelentős görög kitétséggel rendelkező országok kockázati felárai emelkedtek meg. Ezt követően az egész eurozóna fenntarthatóságával kapcsolatos aggodalmak kerültek előtérbe, ami már az általános kockázati étvágyat is érdemben csökkentette. Az IMF-EU-megállapodás még átmeneti megnyugvást sem okozott. Az utóbbi időben a kockázatos eszközökben felvett pozíciók leépítése tapasztalható világszerte.</p>

<p><i>Az élénk külső keresletet érdemi átmeneti batások is erősíthették ezért közép távon változatlanul fenntarthatósági kockázatokat érzékelünk</i></p>	<p>Várakozásaink szerint a recesszió 2009-ben véget ért, 2010-ben a GDP negyedéves bázison már növekedésnek indult, és az éves átlagos indexben is érzékelhető emelkedés valószínűsíthető. A fordulat a növekedésben elsősorban a globális konjunktúrának köszönhető. Az ázsiai gazdasági régió dinamikus keresletbővülése részben közvetlenül, részben főbb európai kereskedelmi partnereink – elsősorban Németország – kivételén keresztül húzza magával a hazai exportszektort. A nemzetközi fiskális élénkítő intézkedések hatása és a vállalati készletfeltöltések is kedvezőbben alakultak korábbi várakozásainknál, ami ugyancsak a rövid távú exportkilátásokat javítja. Az államadósság-pályák fenntarthatóságával kapcsolatos aggodalmak felerősödése miatt ugyanakkor erőteljesebb fiskális korrekciókra lehet számítani középtávon, így a jelenleg tapasztalt dinamikus külső keresletnövekedést középtávon továbbra sem tartjuk fenntarthatónak.</p>
<p><i>A belföldi kereslet érdemi bővülésére 2011-től számítunk</i></p>	<p>Az elmúlt időszak adatai némileg kedvezőbb képet sugallnak a háztartások fogyasztásáról, mint azt korábban vártuk. Ezen elmozduláshoz az elmúlt hónapokban lecsökkent makrogazdasági bizonytalanság, az elmúlt negyedévek erős pénz- és tőkepiaci korrekciója és az alacsony szintre süllyedő reálkamat is hozzájárulhatott. Ugyanakkor a szektor jövedelem-kilátásai, a tartósan magas munkanélküliség, és a bankrendszer korábbiaknál lényegesen visszafogottabb hitelaktivitása rövid távon továbbra is visszafogott fogyasztási aktivitást indokol, így 2010-ben a tavalyihoz képest még érezhetően alacsonyabb lakossági fogyasztási kiadással számolunk. A jövedelmek emelkedésének hatására növekedésnek induló fogyasztás csak 2011-től járul hozzá a hazai konjunktúrához, amit vélhetően a bankrendszer hitelezési hajlandósága is támogatni fog.</p> <p>A vállalati bruttó felhalmozás idei évre valószínűsíthető növekedése elsősorban a korábban vártnál gyorsabb készletfeltöltéshez, valamint néhány egyedi beruházáshoz köthető. A lakossági szektornál ezzel szemben még 2010-ben is a beruházások erőteljes visszaesésével számolunk, így nemzetgazdasági szinten csak 2011-től élénkület számottevően az állóeszköz-felhalmozás.</p>
<p><i>A gazdasági növekedést nem kíséri a munkanélküliség lényegi csökkenése, így a munkapiac továbbra is laza marad</i></p>	<p>A visszaesés időszaka alatt a vállalatok az aktuális keresleti viszonyokhoz képest magasabb munkaerő-állományt tartottak meg, hogy ezzel az elbocsátással, majd toborzással járó költségeket minimalizálják. Emiatt, valamint a munkatermelékenység növekedésének köszönhetően a fellendülést eleinte várhatóan nem kíséri majd a foglalkoztatás hasonló dinamikájú bővülése. A versenyszférában foglalkoztatottak létszáma csak 2011-től indul lassú emelkedésnek, a munkanélküliség a teljes előrejelzési horizonton magas maradhat. A korábban vártnál kedvezőbb konjunktúra és a magasabb infláció így a laza munkapiacnak köszönhetően 2011 végéig nem jár a versenyszféra béreinek gyorsabb növekedésével. A</p>

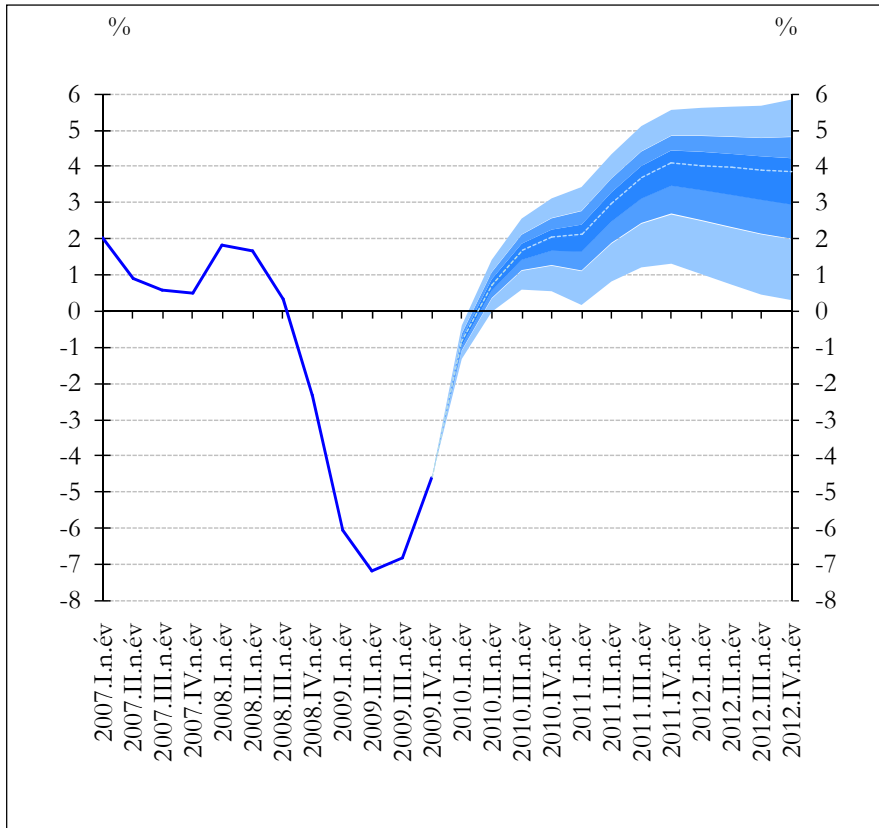
	<p>következő években a reálbérek dinamikája várhatóan elmarad a termelékenység bővülésétől.</p> <p>A külső és a belső kereslet dinamikája közti elnyílás a munkapiacra belül is szektorális különbségekhez vezet: a feldolgozóiparban hamarabb várható a bérinfláció gyorsulása és a létszámbővülés, mint a piaci szolgáltató ágazatokban.</p>
<p><i>A vállalati hitelezés visszaesése még idén megállhat, a háztartások esetében azonban hosszabb ideig szigorúbb hitelfeltételekre számíthatunk</i></p>	<p>A magánszektor hitelezése továbbra is igen visszafogott. A vállalati hitelezés visszaesése jelentős, bár az elmúlt két negyedévhez képest lassult. A közelgő fordulat jele lehet, hogy a bankok a vállalati portfólió jelentős növelését tervezik 2010-ben. A jelenlegi szigorú hitelezési feltételek miatt azonban a jó hitelképességű vállalatok köre továbbra is igen szűk, és a feltételek közeljövőbeli enyhítésének egyelőre nincs jele. A háztartási szektor egyre nagyobb mértékben nettó hitel-visszafizető, és úgy tűnik, hogy a lakosság hitelezésének visszaesése hosszabb időre elnyúlik. Kedvező fejlemény azonban, hogy az új hitelkihelyezésen belül növekszik a forinthitelek aránya.</p>
<p><i>A nemzetközi konjunktúrának főként az emelkedő energiaárakon keresztül érvényesülő hatása, valamint a gyenge belső kereslet eredőjeként az infláció csak 2011-ben érheti el az inflációs célt</i></p>	<p>A rövid távú inflációs kilátásokat az élenkülő globális konjunktúra és a tartósabban gyenge belföldi kereslet határozza meg. 2010-ben megmarad a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatása, ami a maginflációs tételekben jelentkezik markánsan. A nemzetközi konjunktúra által felhajtott energiaárak, valamint a szabályozott árú termékek inflációja ezzel szemben inflációs nyomást jelent, melynek következtében a fogyasztóiár-index az év második felében, az indirektadó-emelés hatásának kiesése után is 4 a százalék közelében maradhat. Az elmúlt évek recessziós környezete ellenére az inflációs cél elérése kitolódik.</p> <p>A maginfláció, és ezen belül a piaci szolgáltatások inflációja 2010 végére historikus mélypontra kerülhet. Az alacsony inflációt támogatja a gyenge belső kereslet és a laza munkapiaci feltételek. Bár a hazai gazdaság kibocsátása teljes előrejelzési horizontunkon a potenciális szint alatt maradhat, ám a belföldi kereslet élenkülése nyomán 2011-től a maginfláció is fokozatos emelkedésnek indul. Összességében a monetáris politika időhorizontján az infláció a 3 százalékos inflációs cél közelében alakulhat.</p>
<p><i>Felfelé mutató inflációs és lefelé mutató növekedési kockázatokat látunk</i></p>	<p>Reálgazdasági előrejelzésünk szempontjából a legfontosabb kockázatot továbbra is a külső kereslet alakulása jelenti. A külső kereslet elmúlt negyedévekben megfigyelt dinamikus növekedése a fejlett gazdaságok jelentős mértékű eladósodása mellett zajlott le. Tekintve, hogy az adósságpálya fenntarthatósága egyre nagyobb figyelmet kap a befektetői döntésekben, a fiskális kiigazító lépések már rövid távon is szükségessé válhatnak, ami a hazai gazdaság növekedési kilátásait is negatívan befolyásolná, miközben vélhetően mérsékelné az importált inflációs hatások mértékét.</p> <p>Az inflációs kilátások tekintetében azonban továbbra is kockázatot jelent az inflációs várakozások jelenleg is magas szintje. A</p>

	<p>várakozások lassú alkalmazkodása a gazdasági növekedés élénkülésével ismét az infláció gyorsulásában jelentkezhet. A hosszabb távú inflációs folyamatok tekintetében további kockázatot jelenthet az alkalmazott olajár-feltevésünk gyenge és általánosan egy alacsonyabb infláció irányába torzító előrejelzési képessége. Ezen hatásokat figyelembe véve összességében a külső keresleti kockázatok miatt a növekedésben lefelé (alacsonyabb növekedés irányába) mutató, míg az inflációban erősen felfelé mutató kockázatokat látunk az alappályánkhoz képest.</p>
<p><i>A konjunktúra élénkülésével emelkedő költségvetési bevételek 2011-től csökkenő hiánypályát eredményezhetnek</i></p>	<p>Költségvetési előrejelzésünk – mely az idei évre a hatályban lévő költségvetési törvényre, míg a következő évekre technikai kivetítéseket használva készítettünk el – a tervezettnél magasabb kiadások és az elmaradó bevételek következtében a hivatalos hiánycélnál több mint 0,5 százalékponttal magasabb 2010-es hiányt jelez. Előretekintve 2011-től csökkenő hiánypálya várható, aminek alapjai a kibocsátási rés záródásával emelkedő bevételek, a kiadások mérsékelt ütemű emelkedéséből származó megtakarítások, az önkormányzati egyenleg várt ciklikus javulása, illetve a mérséklődő kamatkidadások. Továbbra is számottevő kockázatot jelentenek a költségvetésben meglévő, részben a kvázifiskális tevékenységhez kötődő strukturális feszültségek, melyek kezelése már rövid távon is magasabb hiányt eredményezhet. Az államadósság várhatóan 2010-ben stagnálhat, majd azt követően lassú ütemű mérséklődés várható.</p>

1 ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



2 ábra: A GDP előrejelzés legyezőábrája
 (szezonálisan 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.)

	2009	2010	2011	2012
	Tény	Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció ¹	4,1	3,0	1,6	2,5
Fogyasztóiár-index	4,2	4,9	3,0	2,9
Gazdasági növekedés				
Külső kereslet (GDP alapon)	-4,3	1,5	2,0	2,3
Háztartások fogyasztási kiadása	-7,6	-2,6	3,0	4,3
Állóeszköz-felhalmozás	-6,5	1,4	5,5	6,0
Belföldi felhasználás	-11,5	-0,2	3,1	3,9
Export	-9,1	8,8	8,1	10,1
Import	-15,4	8,1	8,4	10,7
GDP*	-6,3	0,9	3,2	3,9
Külső egyensúly²				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	0,2	-0,6	-0,9	-1,4
Külső finanszírozási képesség	1,6	1,4	1,4	0,8
Államháztartás²				
ESA egyenleg ³	-4,0	-4,5 (-4,3)	-3,9	-2,9
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	0,5	2,7	4,4	5,4
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	-2,5	-0,8	0,3	0,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	4,4	4,2	4,4	5,4
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	-3,8	-1,6	0,4	0,9
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	8,2	-1,4	1,2	2,0
Lakossági reáljövedelem**	-4,6	-2,9	2,5	3,0

¹2009. májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre. ²A GDP arányában ³Zárójelben a költségvetésben lévő tartalékok teljes zárolása mellett elérhető biány. Alapelőrejelzésünkben nem számoltunk a felhalmozott adósságok átválalásából adódó kockázatokkal. ⁴Pénzforgalmi szemléletben ⁵A KSH munkaerő-felmérése szerint. ⁶Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint. ⁷A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a febrűtett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

* Naptári hatással nem korrigált adatok.

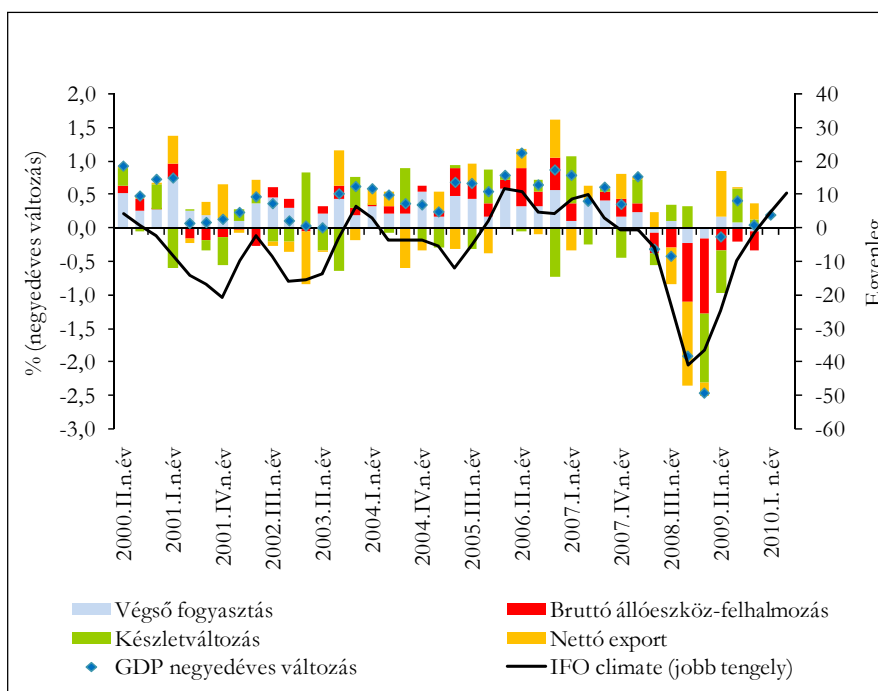
** MNB becslés.

1. A makrogazdasági adatok értékelése

A fokozatosan élénkülő külső konjunktúrából a hazai export-szektor is egyre többet profitál

Az elmúlt negyedévekben folytatódott a globális konjunktúra tavalyi év közepétől megfigyelhető élénkülése. Bár a fejlett gazdaságok belföldi kereslete változatlanul rendkívül visszafogottan alakul, az ázsiai régió dinamikus keresletnövekedése a külkereskedelem vártnál erősebb felépülését okozta. Az élénkülő külső környezet a hazai növekedési folyamatokat is kedvezően befolyásolta, így a globális és a régiós folyamatokat késve követve az idei év elején a hazai gazdaság recesszióból történő kilábalása is elkezdődött. A dinamikus külső kereslet mellett a belföldi kereslet továbbra is visszafogottan alakul, így a növekedésre az elmúlt években jellemző kettősség 2010-ben is fennmaradhat.

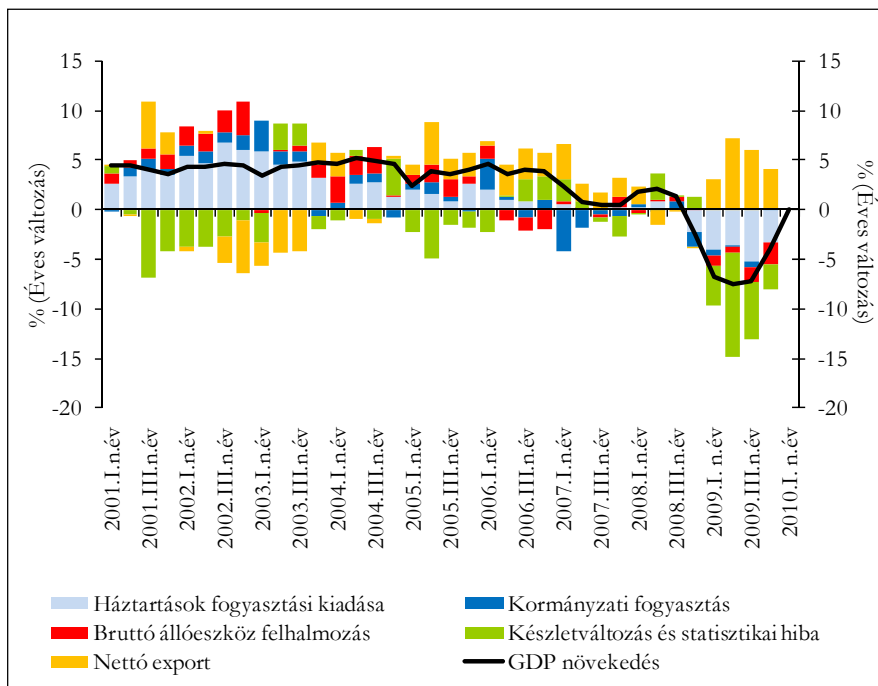
1-1. ábra: Az eurozóna növekedése és az IFO bizalmi indikátor
(szézszerűen igazított adatok)



A hazai növekedés szerkezete az elmúlt negyedévekben eltért korábbi várakozásainktól. A belföldi kereslet legfontosabb komponensei kedvezőbben alakultak rövid távú előrejelzésünknel. A változatlanul gyenge munkapiaci környezet és a visszafogott hitelaktivitás ellenére a lakosság fogyasztási kiadásai egyre kevésbé fogják vissza a hazai növekedés kibontakozását. A kisebb mértékben visszaeső fogyasztás mögött a válság időszakában drasztikusan megváltozó fogyasztási-megtakarítási viselkedés korrekciója állhat. A vállalatok és a háztartások beruházási aktivitása az elmúlt negyedévekben is visszafogott maradt, érdemi új beruházások változatlanul csak az állami – elsősorban EU-forrásokból finanszírozott – körben jelentkeztek. A kereslet élénkülésével összhangban – az elmúlt év végi megtorpanást követően – a nemzetgazdasági készletek az idei év elején ismét érdemben emelkedhettek.

Az élénkülő külső konjunktúrából a hazai exportszektor is egyre növekvő mértékben részesült, ami a szintén emelkedő, de még jelenleg is alacsony importkereslettel, illetve a javuló cserearánnyal párosulva az elmúlt hónapokban is jelentős külkereskedelmi többletet eredményezett.

1-2. ábra: A fő felhasználási tételek hozzájárulása a GDP változásához



A munkapiaci folyamatokat továbbra is a vállalatok kedvezőtlen profithelyzethez való alkalmazkodása határozza meg. A versenyszférában a foglalkoztatottak elbocsátása az elmúlt év végéhez közeledve már egyre kevésbé volt megfigyelhető, miközben a reálgazdasági folyamatokban megfigyelt kettőség a bérezésben is érdemi eltéréseket okozott. A bérek lassulása elsősorban a belföldi szolgáltató ágazatokban jellemző, míg a javuló értékesítési eredmények a feldolgozóiparban már bérek gyorsulásában is jelentkeztek.

Az inflációs folyamatok alakulását továbbra is a gyenge kereslet árleszorító hatása és az állami indirektadó-intézkedések valamint az erősödő importált infláció kettősége határozza meg. A jelentős gazdasági visszaesés ellenére az éves inflációs ráta – a középtávú inflációs célnál érdemben magasabban – az év elején 6 százalék körül alakult. Ugyanakkor összhangban a gyenge belföldi kereslettel, a laza munkapiaci feltételekkel, illetve az elmúlt hónapokban stabilan alakuló forintárfolyammal, az infláció trendjét jellemző mutatóink változatlanul historikusan alacsony szinteket mutatnak.

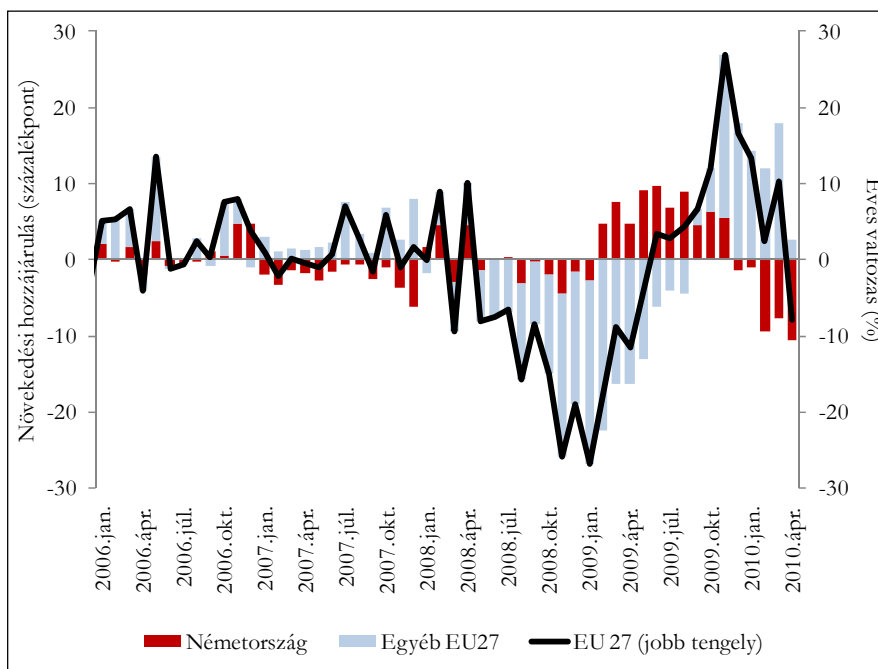
1. 1. Töretlenül élénkülő globális konjunktúra és erősödő importált inflációs hatások

2009 közepén megkezdődött fordulatot követően az elmúlt negyedévekben töretlenül volt a globális konjunktúra élénkülése. A fokozatos javulás a fontosabb nemzetközi bizalmi indikátorok emelkedése mellett a termelési adatokban is egyértelműen megfigyelhető.

A fellendülés egyik legfontosabb forrása a fiskális keresletélénkítő intézkedések életbe léptetése volt. Bár ezen programok részben már befejeződtek, néhány gazdaságban még az idei év első felében is

éreztetik pozitív hatásukat. Tekintve, hogy azon országokban, ahol a programok már befejeződtek – pl. német roncsprémium-program – a kereslet azonnali csökkenése látványosan érzékelhető, így a most még hatályban lévő programok fokozatos kifizetésével az idei év második felében valamennyi fejlett gazdaság esetében hasonló keresletcsökkenésre számíthatunk.

1-3. ábra: Újautó-regisztrációk alakulása Európában



Forrás: *mm.aca.be*.

A fejlett gazdaságokban bevezetett fiskális gazdaságélénkítő csomagok mellett az elmúlt negyedévekben az ázsiai és a fejlődő – többnyire nyersanyagexportőr – gazdaságok újból dinamikusabban bővülő kereslete is számottevően hozzájárult a világkereskedelem helyreállításához. Az említett régiókba irányuló export az idei év elejére elérte, illetve meg is haladta a válság előtti években jellemző szinteket. Az Ázsiába irányuló külkereskedelem élénkülése közvetlenül és közvetve is javítja a hazai export szektor növekedési kilátásait. A közvetett csatorna a hazai exportértékesítésekben jelentős súllyal bíró eurozóna gazdaságok – elsősorban Németország – exportjának növekedésén keresztül jelentkezik. Ez utóbbi folyamatot az euro/dollár árfolyam elmúlt negyedévekre jellemző leértékelődése is segítette, így az eurozóna árversenyképességének javulása a beszállítói kapcsolatokon keresztül a magyar és a régiós kivitel is élénkíti.

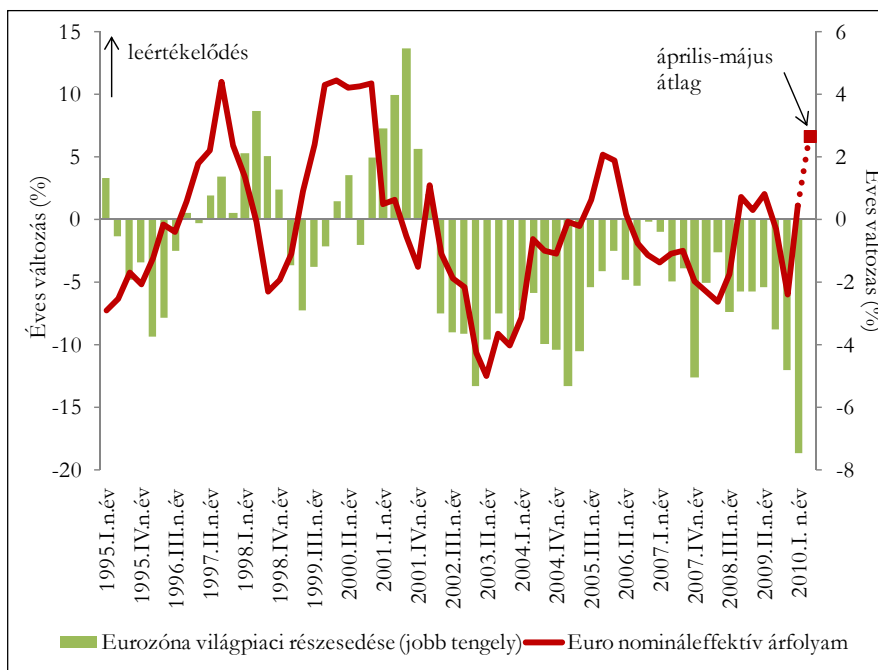
1-1. keretes írás: Az euro effektív árfolyamának lehetséges hatásai a hazai konjunktúrára

A nemzetközi pénzügyi válság kezdete óta az euro árfolyama jelentős ingadozásokat mutatott. 2008 második felében az euro közel 24 százalékkal értékelődött le a dollárhoz képest, mely a legnagyobb bizonytalanság időszakában menedékvaluta szerepet játszott. A krízis elültével az euro fokozatosan erősödött, majd a görög államadóssággal kapcsolatos bizonytalanságok nyomán 2010 első felében ismét számottevően gyengült.

Az eurozóna exportőreinek teljesítménye a múltban néhány negyedéves késéssel követte az árfolyam változásait. Így az euro (illetve elődjei) leértékelődése tipikusan az exportpiaci részesedés növekedésével járt együtt. A gyengülő euro lehetővé teszi, hogy az európai vállalatok piaci

részesedést nyerjenek a válságból legdinamikusabban kilábaló ázsiai piacokon is. Mivel a hazai exportőrök jórészt exportorientált nyugat-európai vállalatok beszállítói, ezért az euro árfolyamának változása a hazai konjunktúrára is érdemi hatást gyakorolhat. Keretes írásunkban e hatást igyekszünk számszerűsíteni.

1-4. ábra: Az euroárfolyam és az eurozóna exportjának világgpiaci részesedése*



* Világgpiaci részesedés = eurozóna árúexport volumen / világ árúimport volumen (forrás: CPB Netherlands). A nomináleffektív árfolyam adatok forrása az EKB.

Az euro effektív árfolyama, különösen az euro-dollár keresztárfolyam közvetlen hatása a magyar exportra elenyésző lehet, mivel a kivitel több mint 80 százaléka euro elszámolású.¹ A dollárárfolyam csupán néhány ágazat (pl. gyógyszergyártás) árbevételét befolyásolhatja közvetlenül. Ám a közvetett hatások jelentősebbek lehetnek. Egyrészt az euro leértékelődése javítja az eurozóna exportőreinek árversenyképességét, ami magyarországi beszállítóik számára is keresletet teremthet. Másrészt az eurozóna exportvezérelt GDP-növekedése piacbővülést jelent minden hazai exportőr számára. Végül, ezt valamelyest ellensúlyozhatja, hogy az euro leértékelődésével emelkedhet az eurozóna inflációja, melyre a közös monetáris politika kamatemeléssel reagálhat.

Ahhoz, hogy felmérjük az euroárfolyam magyar gazdaságra gyakorolt közvetett hatásait, először azt kell megismernünk, hogy az euroárfolyam miként hat az eurozóna növekedésére és inflációjára, mivel ezek a hazai konjunktúra kiemelten fontos exogén tényezői. Egy 2008-ban készült EKB-elemzés² több módszer segítségével vizsgálta, miként hat az árfolyam az eurozóna makrogazdasági folyamataira. A dinamikus általános egyensúlyi Area Wide Model (AWM) mellett 26 ország, illetve régió kölcsönhatásait figyelembe vevő Globális VAR (GVAR) modellel is végeztek számításokat.

¹ Goldberg, L. S. – Tille, C. (2008): Vehicle Currency Use in International Trade, *Journal of International Economics*, 76 (2), 177-192 (December).

² Di Mauro, F. – Rüffer, R. – Bunda, I. (2008): The Changing Role of the Exchange Rate in a Globalised Economy, European Central Bank, *Occasional Papers* No. 94 (September).

Továbbá az OECD új globális makromodelljét bemutató tanulmány³ is szimulálja az euro leértékelődésének nemzetközi hatásait. E modellek a monetáris politika historikusan megszokott reakciója mellett mutatják be az árfolyamsokk hatását. Végül a NiGEM nemzetközi makromodellel olyan árfolyamsokkot szimuláltunk, melynek inflációs hatásaira a monetáris politika nem reagál. Ezt az motiválhatja, hogy a jelenlegi gyenge keresleti feltételek mellett csekély az inflációs nyomás az eurozónában.

1-1. táblázat: Az eurozóna egyes makrováltozóinak impulzusválasza az euro nomináleffektív árfolyamának 10%-os leértékelődésére

(százalékos eltérés az alappályától 1/2/3 év elteltével)

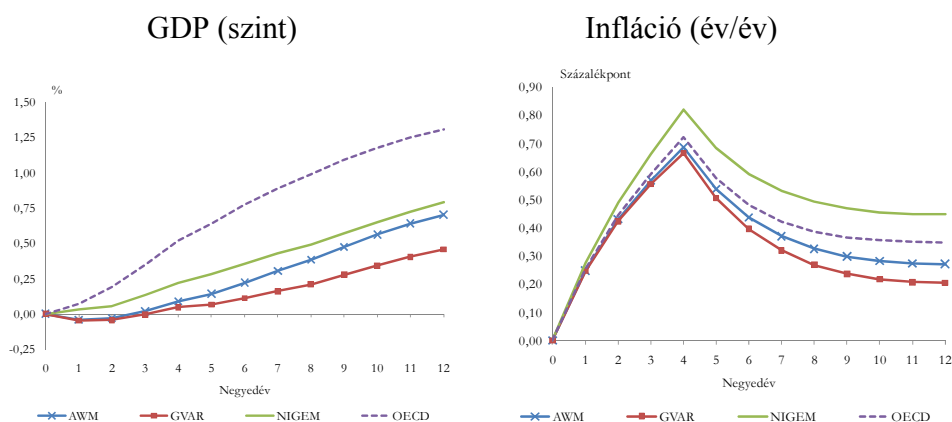
Modell	Eurozóna GDP	Eurozóna árszint
AWM (EKB, 2008)	0,2 / 0,6 / 0,9	0,3 / 0,9 / 1,4
GVAR (EKB, 2008)	0,2 / 0,4 / 0,6	0,2 / 0,5 / 1,0
NiGEM	0,5 / 1,1 / 1,3	1,4 / 2,4 / 3,4
OECD (2010)	0,7 / 1,3 / 1,7	0,3 / 0,7 / 1,0

Egy tartós 10 százalékos euroleértékelődés az összes modellben emeli a GDP és az árak szintjét. Az AWM és a GVAR impulzusválaszai nagyságrendileg hasonlóak, míg az OECD-modellben erősebb a GDP reakciója. A NiGEM-szimulációból monetáris politikai szigorítás hiányában jóval erőteljesebb áremelkedés adódik.

A következőkben az új makroökonometriai előrejelző modellünk (az ún. DELPHI-modell rövid írásunkat lásd az előrejelzési fejezet kapcsolódó keretes írásában) segítségével vizsgáljuk, hogy az eurozóna növekedési és inflációs környezetének megváltozása miként hat a magyar gazdaságra. A külső kereslet, az eurozóna inflációja és az euro-dollár árfolyam számunkra exogén változók, melyek sokkjait a fenti szimulációk eredményeiből számítjuk.

³ Hervé, K. – Pain, N. – Richardson, P. – Sédillot, F. – Beffy, P. (2010): The OECD's New Global Model, OECD Economics Department, Working Paper No. 768, ECO/WKP(2010)24 (May).

1-5. ábra: A magyar gazdaság egyes makrováltozóinak impulzusválasza az euro nomináleffektív árfolyamának 10 százalékos leértékelődésére

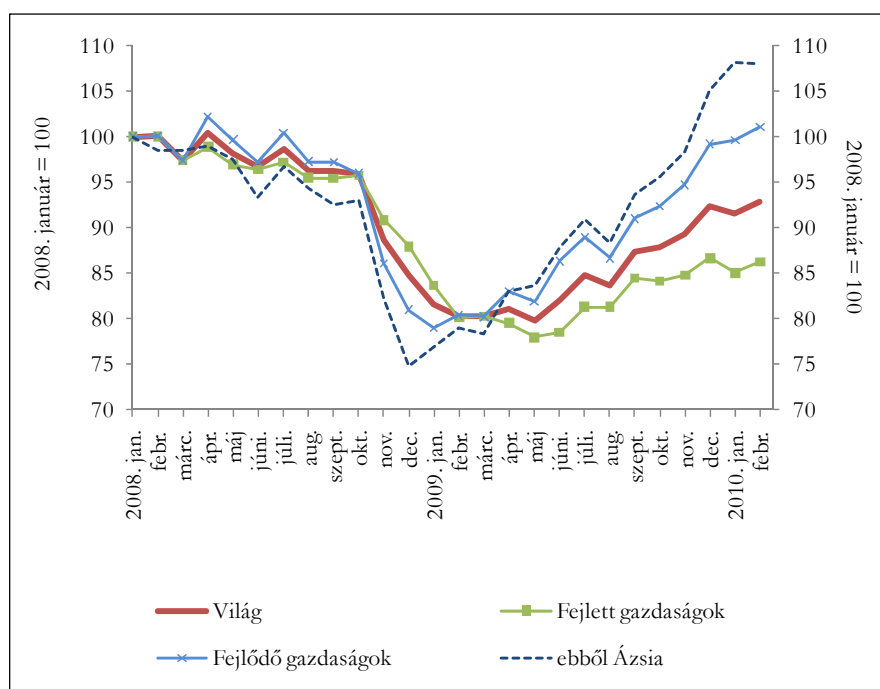


Megjegyzés: az impulzusválaszok a DELPHI alap előrejelzésétől való eltérést mutatják. A DELPHI modell exogén változóinak sokkjait többféle modelltől (AWM, GVAR, NiGEM, OECD) származtattuk.

A modellszimulációk arra engednek következtetni, hogy az euro-dollár árfolyam kilengései érdemi hatással lehetnek a hazai konjunktúrára, elsősorban az eurozónába beszállító exportszektor teljesítményén keresztül. Ezt részben ellensúlyozza, hogy az euro gyengülése főként az olajáron keresztül emeli az inflációt, ami pedig csökkenti a lakosság reáljövedelmét és visszaveti a fogyasztást. Összességében az euro effektív árfolyamának 10 százalékos gyengülése – változatlan forint-euro árfolyam mellett is – 2-3 év alatt átlagosan 0,2-0,3 százalékponttal emelheti a hazai GDP növekedését.

Bár az elmúlt hónapokban mindkét irányban mutatkozott érdemi árfolyammozgás, a globális válság kitörése óta az euro összességében leértékelődött. Az euro-dollár árfolyam előrejelzési horizontunkon feltételezett szintje közel 5 százalékkal gyengébb, mint a megelőző 12 hónap átlagos árfolyama. Így fix euro-dollár árfolyam feltételezésünk mellett a következő években pozitív hatással számolhatunk a hazai exportszektorra nézve, mely a GDP alakulásában is érzékelhető lehet. Másfelől a gyengébb euro főleg az energiahordozók árán keresztül emeli az inflációt.

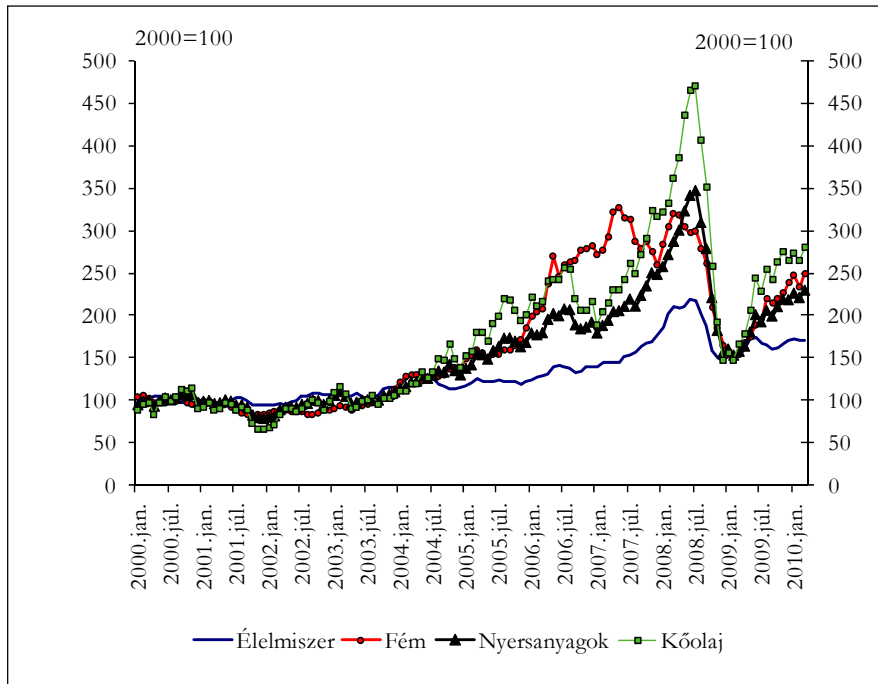
1-6. ábra: A világ áruimport-volumenének alakulása
(szezónálisan igazított szintek)



Forrás: CPB Netherlands.

A globális – és azonban belül is főleg az ázsiai – konjunktúra élénkülése a világpiaci nyersanyagárakat is ismételten emelkedő pályára állította. Ennek inflációs hatásai az euro/dollár árfolyam-gyengülés miatt különösen erősen jelentkeznek az európai nyersanyag importőr gazdaságokban. Kivételt csak az élelmiszerárak jelentenek, ahol a várhatóan kedvező ideai terméseredmények következtében érdemi áremelkedés egyelőre nem érzékelhető. Összességében az euróban kifejezett nyersanyagárak emelkedése a hazai inflációban is erősödő költségoldali inflációs nyomást okozhat.

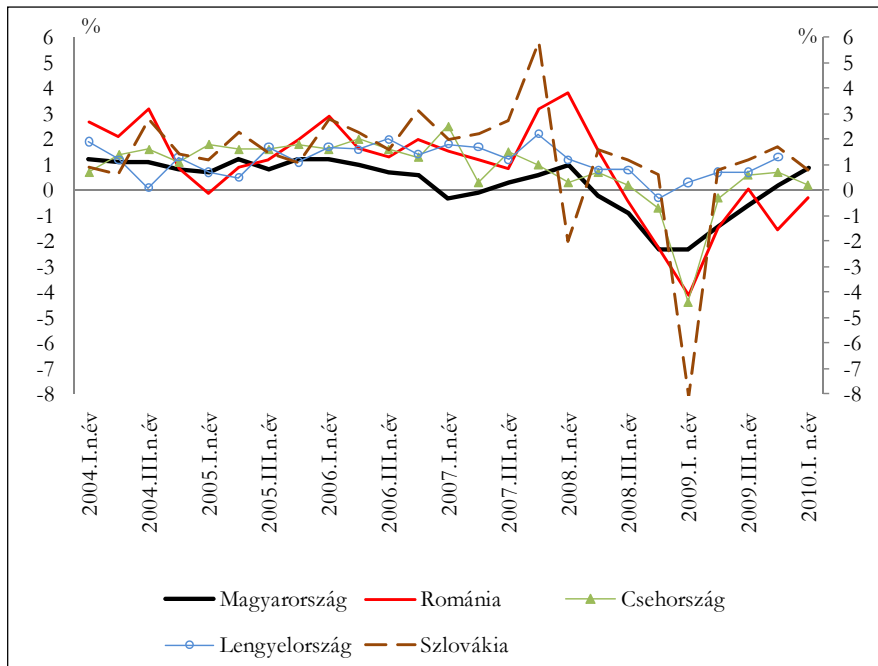
1-7. ábra: Világpiaci nyersanyagárak alakulása



1. 2. Véget ért a közel két éve tartó hazai recesszió

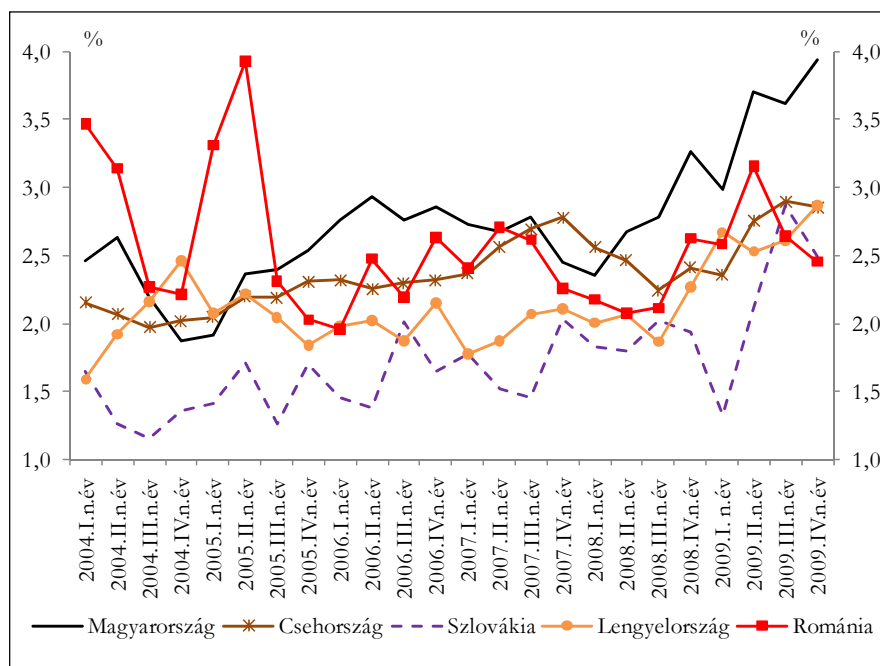
A nemzetközi konjunktúra élénkülése az egész régiós és azon belül a magyar ipar termelését kedvezően érintette. Bár az erősödő exportértékesítések mellett változatlanul visszafogottan alakuló belföldi kereslet miatt a magyar gazdaság élénkülése a régiós tendenciákat késve követte, a 2010 első negyedében tapasztalt bővülés már régiós összehasonlításban is erőteljesnek tekinthető.

1-8. ábra: Gazdasági növekedés a régióban
(negyedéves változás)



A fejlett európai gazdaságok belföldi kereslete továbbra is visszafogottan alakul, így a régiós exportértékesítésekre az elmúlt negyedévekben jellemző dinamikus bővülés döntően főbb külkereskedelmi partnereink exportjához végzet beszállítói tevékenységen keresztül jelentkezik. Ugyanakkor érdemes megemlítenünk, hogy Magyarország esetében az ázsiai kereslet növekedése nemcsak a közvetett kapcsolatokon, hanem közvetlenül is élénkítette az exportot. Az elmúlt félév dinamikus ázsiai exportjának köszönhetően az ázsiai piacok részaránya kivitelünkben – bár alacsony szintről – de a régióban egyedülálló mértékben emelkedett. Rövid távon az európai fiskális keresletösztönző programok fokozatos kifizetésére számíthatunk. Ennek negatív hatásait a leértékelt euro/dollár árfolyam mellett azonban továbbra is ellensúlyozhatja főbb exportpartnereink – főleg Németország – erősödő ázsiai kereskedelme. Így összességében a külső keresleti környezet a következő negyedévekben is kedvezőbb lehet korábbi várakozásainknál, amiből a beszállítói kapcsolatokon keresztül várhatóan a hazai ipar is egyre nagyobb mértékben részesül.

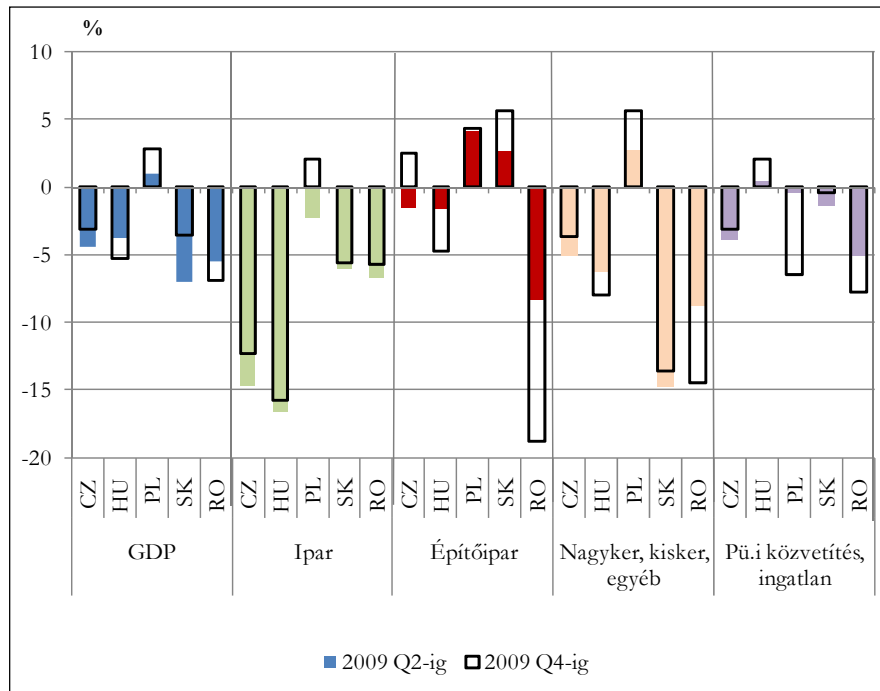
1-9. ábra: A régiós országok Ázsiába irányuló exportja az összes export arányában



Ellentétben az exportra termelő vállalatokkal, a főbb belföldi piacra termelő ágazatok kibocsátása egyre mérséklődő ütemben, de az elmúlt negyedévekben is visszaesést mutatott. Ennek oka változatlanul a háztartások visszafogott fogyasztása és beruházása, illetve a vállalatok alacsony beruházási hajlandósága. Ugyanakkor az idei év első hónapjaiban már érzékelhetünk arra utaló jeleket, hogy a lakossági fogyasztásban várt fordulat korábbi várakozásainknál hamarabb következhet be, ami majd egyes szolgáltató-ágazatok (kereskedelem, turizmus) teljesítményét is kedvezően érintheti. Így az első negyedévben az exportáló vállalatok mellett már néhány belföldi ágazat javuló kibocsátása is segítheti a hazai gazdasági kilábalást.

A piaci szolgáltatások közül egyedülként a pénzügyi, ingatlan, és egyéb üzleti szolgáltatások ágazat a válság időszakában is folyamatos hozzáadottérték-növekedést mutatott. A jelenség régiós összetetésben is egyedülállónak számít, mivel a hitelaktivitás csökkenésével és az ingatlanpiac összeomlásával párhuzamosan az ágazat teljesítménye – Magyarországon kívül – mindenütt visszaesést mutatott.

1-10. ábra: A főbb szektorok teljesítménye a régióban
(2008. negyedik negyedévéhez képest)



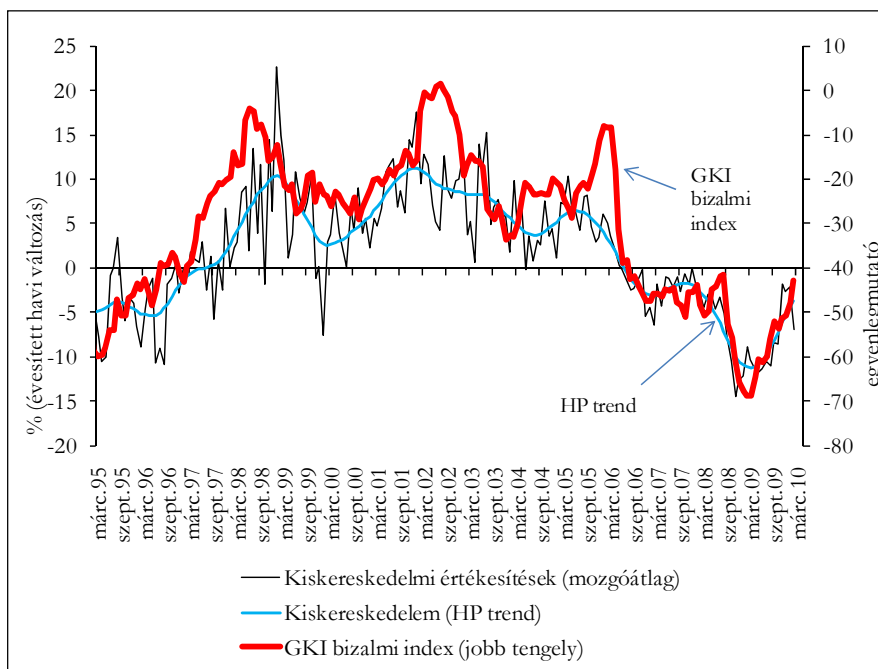
A kisebb súlyú ágazatok közül a mezőgazdaság hozzáadott értéke 2009-ben is átlag felett alakult. Ám a 2008-as év kimagasló terméseredményei miatt az ágazat a tavalyi évben negatívan járult hozzá a hazai GDP alakulásához. Az építőipar teljesítménye az elmúlt évben is folyamatosan csökkent. A visszaesés mögött érdemi szektorális eltérés mutatkozott. Míg a lakossági és vállalati épületberuházások visszaesése jelentős volt, addig a jórészt EU-forrásokkal finanszírozott állami infrastrukturális beruházások némileg ellensúlyozták a csökkenés mértékét. 2010 első hónapjainak adatai az említett tendencia fennmaradására utalnak. Az építőipari szerződésállományok és a lakáspiaci indikátorok (új lakásépítések és kiadott engedélyek) alakulásából rövid távon a lakossági beruházások további markáns visszaesésére számíthatunk, aminek negatív hatásait az EU-forrásokra alapozott beruházások, illetve néhány nagy egyedi beruházás kivitelezése tompíthatja az ágazat termelésében.

Az egyes ágazatok kibocsátásában megfigyelhető érdemi eltérés a GDP főbb felhasználási tételeiben is markánsan megjelenik. A háztartások fogyasztása 2009 végén is jelentősen csökkent, ám a visszaesés mértéke elmaradt várakozásainktól. Az első negyedéves kiskereskedelmi adatok alapján a kedvezőbb fogyasztási pálya az idei év elején is jellemző maradhat, így a lakossági fogyasztásban várt fordulat időben hamarabb is jelentkezhet. Tekintve, hogy a lakosság fogyasztását meghatározó főbb makrogazdasági változók (munkapiaci adatok, pénzügyi közvetítők hitelaktivitása) alakulása megfelelt várakozásainknak, a kedvezőbb fogyasztási adatot a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseit befolyásoló egyéb tényezőkben érdemes keresnünk.

Ezek közül az általános makrogazdasági bizonytalanság csökkenését, az erőteljes pénz- és tőkepiaci korrekciónak a lakossági pénzügyi vagyonára gyakorolt kedvező hatásait, a számottevő év eleji személyijövedelemadó-mérséklést és az elmúlt év végére alacsony szintre süllyedő reálkamatot lehet kiemelni (bővebben lásd az 1-2. keretes írást). Ezen hatásokkal összhangban a háztartások esetében a válság időszakában megfigyelt gyors mérlegkiigazítás az elmúlt negyedévekben már nem folytatódott

tovább. A lakosság fogyasztási keresletében érzékelt kedvező elmozdulás az idei év első hónapjaiban is jellemző maradhatott, igaz, ez változatlanul a fogyasztás enyhe visszaesését jelentheti.⁴

1-11. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és lakossági bizalmi indikátor alakulása



1-2. keretes írás: A lakosság fogyasztási-megtakarítási viselkedésének fontosabb meghatározó tényezői a válság időszakában

A háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseiben 2008 ősze óta jelentős változásokat figyelhetünk meg. A 2006-2007-ben gyors adósságnövekedést felmutató háztartási szektor 2008-tól a munkaerő-piaci alkalmazkodás, a kormányzati intézkedések, a megnövekedett bizonytalanság, és a banki kondíciók alakulása miatt korábbi fogyasztási pályája jelentős kiigazítására kényszerült, amely a megtakarítási ráta emelkedésével párosult. Az elmúlt év végén azonban már a korábbinál pozitívabb fejleményeket figyelhetünk meg a fogyasztás alakulásában, annak ellenére, hogy a fogyasztási kiadások még mindig csökkentek. Ebben a keretes írásban összefoglaljuk azon tényezők alakulását, amelyek a leginkább befolyásolhatták a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseit.

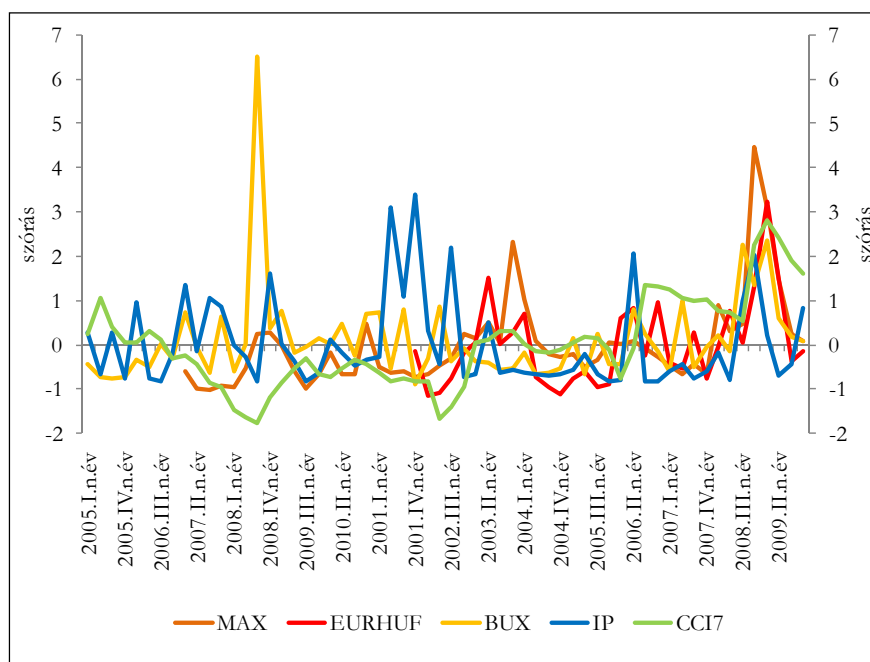
Az általunk használt elméleti keret, a permanens jövedelem hipotézise szerint a háztartások csökkentik fogyasztásukat, amikor a hosszú távon várható jövedelem csökkenésére számítanak, és növelik azt, amikor a jövedelem növekedését várják. A permanens jövedelmet legjobban a stabil, kiszámítható jövedelemelemekkel közelíthetjük, így a munkajövedelmekkel és a kormányzattól kapott pénzbéli transferekkel. Ezek a jövedelemelemek ugyanakkor már a válságot megelőző években is mérséklődtek, ami a válságot követő időszakban tovább fokozódott, összhangban a munkaerő-piaci folyamatokkal (növekvő béralkalmazkodás és munkanélküliség) és a kormányzati

⁴ Érdemes megemlíteni, hogy a lakossági fogyasztást jellemző indikátorok között az elmúlt negyedévekben a korábbiaknál lényegesen nagyobb különbségeket figyelhetünk meg. Ez 2009 negyedik negyedévében különösen a GDP szerinti fogyasztási kiadások és a kiskereskedelmi forgalom eltérésben, míg 2010 első hónapjaiban a gépjármű regisztrációk száma és a kiskereskedelmi forgalomban megjelenő gépjármű- és járműalkatrész-értékesítések között jelentkezett. A jelentős adatbizonytalanságok miatt a lakossági viselkedés elmúlt negyedévekben érzékelt megváltozásáról tett megállapításaink a szokásosnál is nagyobb bizonytalanságok mellett érvényesek.

intézkedésekkel (bérfagyasztás, 13. havi bérek eltörlése az állami szektorban, 13. havi nyugdíj eltörlése, a tervezett nyugdíjkorrekció elhagyása, stb.). Az idei év eleji személyijövedelemadó-csökkenés azonban a munkavállalók széles körében érzékelhető pozitív hatással bírhatott. Ez a várható jövedelem pályával kapcsolatos várakozásokat is pozitívan érintheti, amelyek a múltbeli tapasztalatok alapján a parlamenti választások időszakában egyébként is az átlagosnál kedvezőbben alakulnak.

A válság hónapjaiban a jövedelem csökkenése mellett annak bizonytalansága is emelkedett. Ez egyaránt fakadt a reálgazdasági környezet kockázatosabbá válásából (termelés csökkenése, munkanélküliség emelkedése), a pénz- és tőkepiaci folyamatokból (árfolyam-alakulás, eszközárak), valamint a költségvetés és a bankszektor viselkedéséből. A folyamatokat jól mutatják a bizonytalanság számszerűsítésére kalkulált indikátoraink. 2009 végére azonban a bizonytalansági mutatók visszacsökkentek a válságot megelőző időszak szintjének közelébe. Mindez összhangban van a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseinek alakulásával: a magas bizonytalansággal jellemzett időszakban az óvatossági megtakarítási motívumok erősödtek, az év végére azonban újra csökkentek.

1-12. ábra: Bizonytalansági mutatók alakulása⁵



Megjegyzés: MNB-becslés.

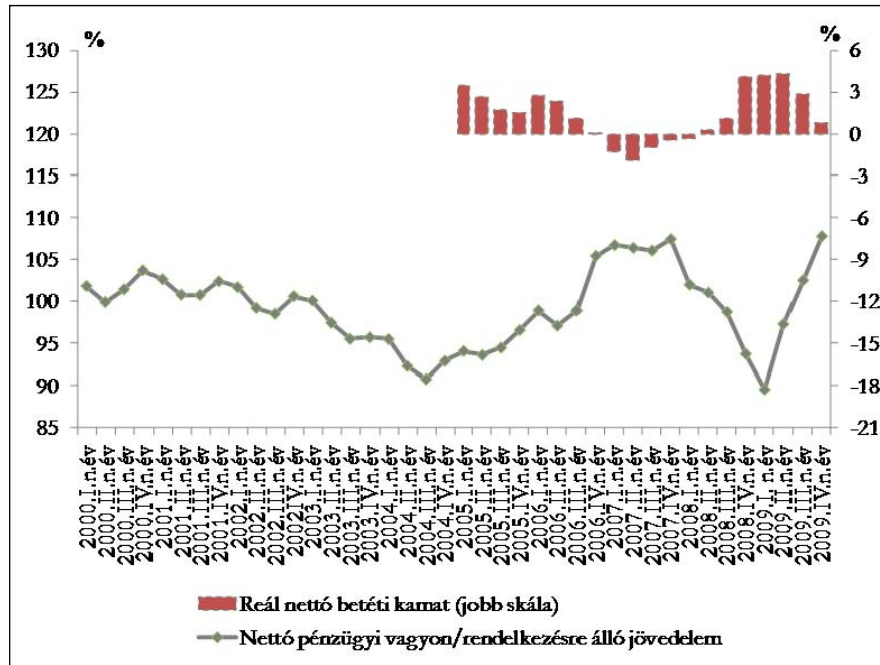
A turbulens pénz- és tőkepiaci folyamatok a válság első negyedéveiben számottevően *leértékelték a háztartások pénzügyi vagyonát*, ami kezdetben növelhette a háztartások megtakarításait. Az elmúlt félszázad folyamatainak (korrekció a tőzsdéken, a forint árfolyamának erősödése) köszönhetően azonban a háztartások nettó pénzügyi vagyonában történt csökkenés már visszakorrigálódott. Ennek megfelelően a vagyoni helyzet további javítása a korábbi negyedévekben jellemzőnél kisebb kényszert jelenthet a háztartások megtakarítási hajlandóságának alakulásában.

Végül, a *banki kondíciók* is jelentős mértékben befolyásolhatták a háztartások magatartását. A válság első hónapjaiban a hitelkínálat csökkenése és a magas reál betéti kamatok miatt a háztartások visszafogták fogyasztásukat és növelték banki betételhelyezéseiket. A jegybanki alapkamat csökkenésével, a kockázattérzékelés javulásával és a kereskedelmi bankok belső forrásokra való ráutaltságának enyhülésével azonban az új betéteken elérhető nettó reálkamat nulla közelébe

- ⁵ MAX: A MAX hazai, éven túli lejáratú kötvényeket tartalmazó index napi adataiból számolt, negyedévesített szórás. A háztartások pénzügyi vagyonát ért sokkokkal van összefüggésben, amely a fogyasztási-megtakarítási döntésekre jelentős hatással bír.
- EURHUF: A napi EUR/HUF árfolyamokból számolt, negyedévesített szórás. A devizahitelrel rendelkezők törlesztőrészletének ingadozását közelíthetjük vele, amely befolyásolja az adósok rendelkezésre álló jövedelmét, és így fogyasztási döntéseit. Emellett a vállalatok árfolyamkitettségen keresztül közvetett hatással is bír a háztartások jövedelmére.
- BUX: A BUX-index napi adatai alapján számolt és negyedévesített GARCH-szórás mutató. A háztartások pénzügyi vagyonát ért sokkokkal lehet összefüggésben.
- IP: Az ipari termelés hó/hó növekedéséből számolt és negyedévesített GARCH-szórás mutató.
- CCI7: A GKI bizalmi indikátor felmérés 7., a munkanélküliség várható alakulására vonatkozó kérdése (standardizált egyenlegmutató). A munkanélküliség valószínűségére vonatkozó várakozások a jövedelmi kilátásokat és azok bizonytalanságát mérhetik.

csökkent, emiatt a banki betétek vonzereje visszaesett, ami szintén a fogyasztási kiadások növekedése irányába hat.

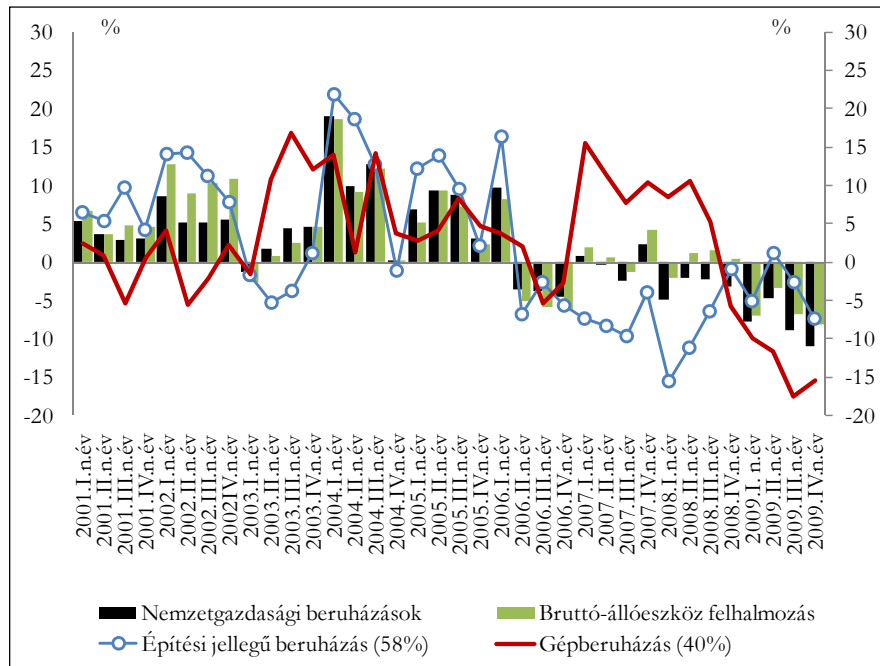
1-13. ábra: A lakosság nettó pénzügyi vagyona és a nettó reálkamat alakulása



Összefoglalva, számos olyan tényező azonosítható, amelyek a válság kezdeti időszakában felgyorsították a háztartások fogyasztási-megtakarítási viselkedésének alkalmazkodását, azonban az elmúlt hónapokban ezen hatások már számottevően enyhülhettek.

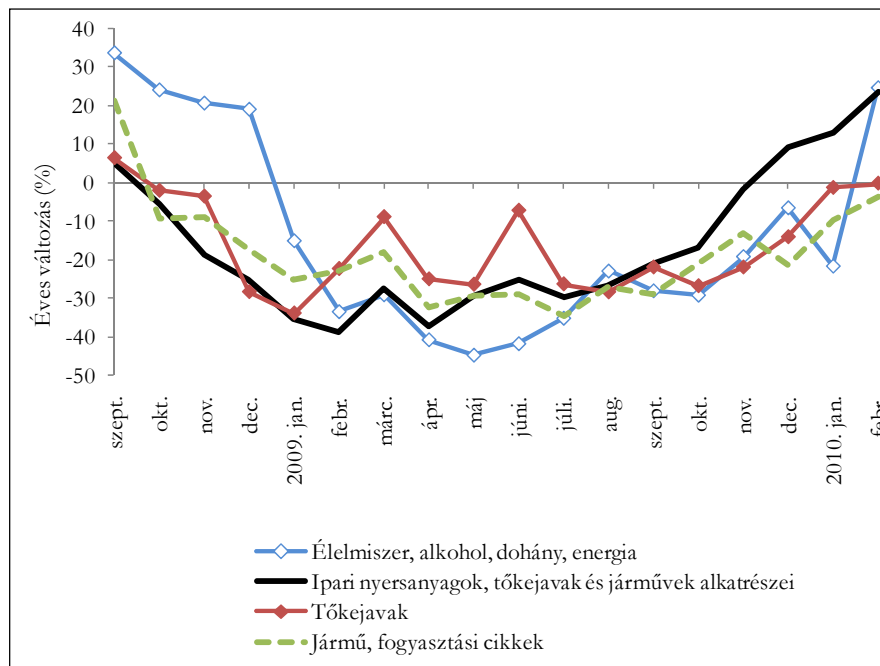
2009 végén tovább fokozódott a nemzetgazdasági beruházások visszaesése. A változatlanul historikusan alacsony kapacitáskihasználtság mellett továbbra is a gépjellegű – elsősorban vállalati – beruházások csökkentek a legerőteljesebben, ám az év második felében az épületek beruházásai is egyre mélyebb visszaesést mutatottak. Ez utóbbi folyamatot döntően a lakossági beruházások jelentős mérséklődése okozza. Az állami lakástámogatási rendszer év közepi megszűrése, illetve az alacsony kereskedelmi banki hitelaktivitás az új lakásépítések és -vásárlások erőteljes visszafogását eredményezte a háztartások körében. A lakossági beruházások csökkenése az idei évről ismert lakáspiaci indikátorok alapján rövid távon is jellemző maradhat, miközben a külső kereslet élénkülésével – az emelkedő kapacitáskihasználtság mellett – a feldolgozóipari ágazatokban már új beruházások kivitelezése is szükséges lehet. Az EU-forrásokból finanszírozott állami beruházások az elkövetkező negyedévekben is meghatározóak maradnak.

1-14. ábra: A nemzetgazdasági beruházások alakulása
(éves index)



2009 második felében a nemzetgazdasági készlet csökkenése már nem folytatódott tovább. A külső konjunktúra folyamatos élénkülésével a válság első periódusában drasztikusan csökkenő feldolgozóipari készletekben a kapacitáskihasználtság növelésével párhuzamosan ismételtlen a készletek feltöltése lehet szükséges. Erre utalnak az év eleji importadatok. Az import dinamikus növekedése különösen a további gyártásra felhasznált jármű és egyéb alkatrészek esetében volt erőteljes. Ugyanakkor a belföldi kereslet alakulását övező bizonytalanságok mérséklődésével a kereskedelemben is a készletek újbóli feltöltése várható, így a készletfelhalmozás ellentétben az elmúlt évvel, 2010 első negyedéveiben érdemi pozitív növekedési hozzájárulást mutathat a hazai GDP-ben.

1-15. ábra: A hazai import változása



A hazai gazdaság recesszióból történő kilábalása az idei év elején korábbi várakozásainknál erősebben indult meg. A növekedés legfontosabb komponense a külső keresleti környezet további élénkülése, amely az export dinamikus bővülését és a készletek újbóli emelkedését eredményezheti. Ezzel egy időben a háztartások fogyasztási viselkedésében is érzékelhetünk pozitív jeleket, így a belföldi kereslet alakulása rövid távon egyre kevésbé foghatja vissza a hazai növekedés kibontakozását.

1. 3. Régiós viszonylatban is érdemi külső egyensúly alkalmazkodás

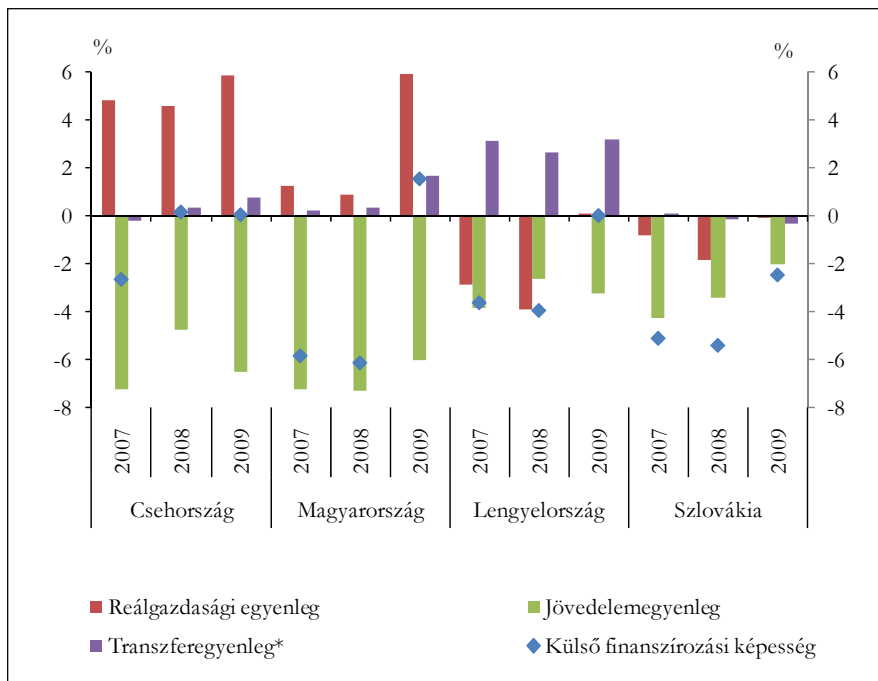
2009 folyamán Magyarország külső egyensúlyi pozíciója olyan mértékben javult, hogy a gazdaság nettó megtakarítóvá vált. Az éves szinten a GDP 1,6 százaléka emelkedő külső finanszírozási képességhez a nettó export megugrása járult hozzá legmarkánsabban, mértékét tekintve ezt követte a jelentősen növekvő, mintegy 2,7 milliárd eurónyi Európai Uniótól érkező támogatás, majd a jövedelemkiadások mérséklődése.⁶

A visegrádi országok viszonylatában is jelentősnek tekinthető a hazai egyensúlyjavulás mértéke, tükrözve a lakossági fogyasztás és a vállalati beruházások drasztikus visszaesését. Régiókban közös vonás a belső kereslet zsugorodása által vezérelt külső egyensúlyi alkalmazkodás, a környező országokban ugyanakkor jóval mérsékeltebben jelentkeztek a recessziós hatások. Érdekes ezen túlmenően kitérni a jövedelemáramlások alakulására. A magyar folyamatokhoz hasonlóan a szlovák gazdaságban is megfigyelhető a jövedelemegyenleg hiányának a válság kirobbanását követő mérséklődése. A cseh és a lengyel jövedelemegyenlegben azonban ettől eltérő dinamika rajzolódik ki. A cseh és lengyel gazdaság közvetlentőkéhez kapcsolódó jövedelemkiadásai ugyanis 2009-ben már

⁶ A közvetlen tőkéhez kapcsolódó jövedelemáramlások 2009-es adatai a fizetésimérleg-statisztikában becsléseken alapulnak. A becslést 2010 szeptemberében váltják fel a vállalati jelentéseken alapuló adatok.

növekedtek, amely arra utalhat, hogy a külföldi tulajdonban lévő vállalatok profitromlása a válságperiódus kezdeti szakaszára koncentrált. ⁷

1-16. ábra: A külső finanszírozási képesség komponensei a régió országaiban
(GDP-arányos értékek)



Forrás: Eurostat, nemzeti jegybankok.

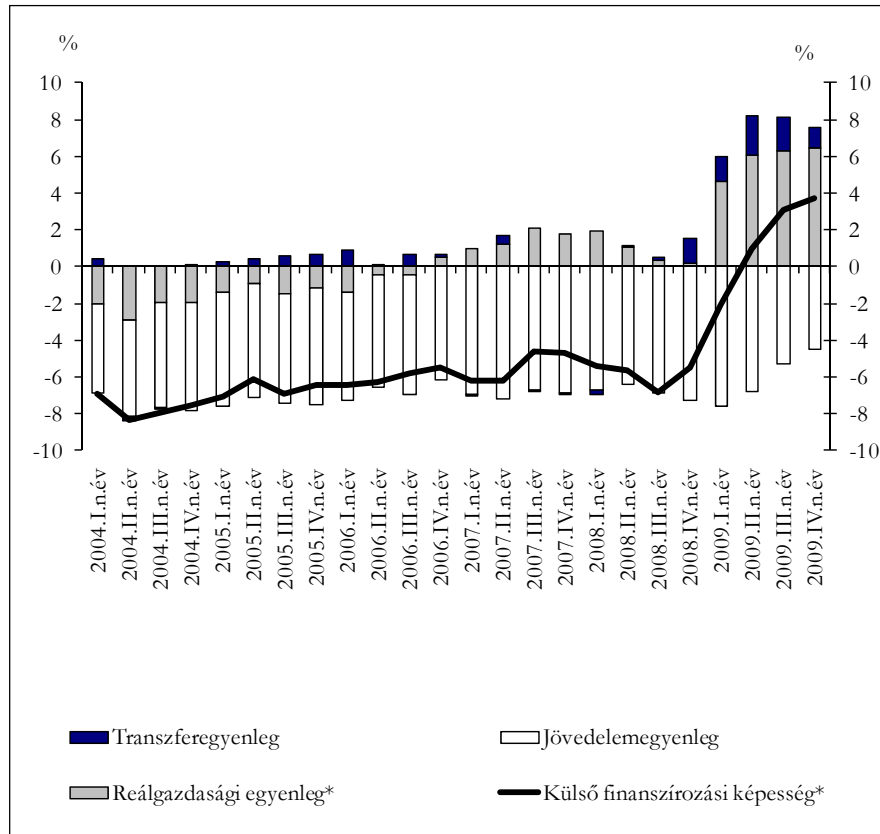
*A transzferegényleg az EU-támogatások mellett tartalmazza a külföldre és bázis utalt munkajövedelmek adótartalmának egyenlegét, valamint a nem termelt, nem pénzügyi javak (pl. szerzői jogok, szabadalmak) adásvételét.

Az év végéhez közeledve hazánkban már az alkalmazkodási folyamat lassulását figyelhettük meg. A reálgazdasági folyamatoknak az év második felében összességében már nem volt további egyensúlyjavító hatásuk. Az exportteljesítményünk a kedvezőbbé váló külső környezet hatására élénkült, az ehhez és a készletfeltöltésekhez kapcsolódó, emelkedő importkereslet azonban stabilizálta az áru- és szolgáltatás egyenleg többletét. A külföldi tulajdonú vállalatok profitromlása, valamint a külföldi adósságra fizetett kamatok mérséklődése mint a jövedelemegyenleg hiányát csökkentő tényezők ugyanakkor a negyedik negyedévben is fennmaradtak.

⁷ A vállalatok adózott eredményére a hazai adatokhoz hasonlóan a nemzetközi fizetésimérleg-statisztikákba is érdemi késéssel kerülnek be tényadatok, amelyeket addig becslések helyettesítenek.

1-17. ábra: A külső finanszírozási képesség komponensei

(szezónálisan igazított, GDP-arányos értékek)



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

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

A lassuló külső egyensúlyi alkalmazkodás mellett a magánszektor pénzügyi pozíciójában már nem tapasztaltunk további javulást. A készletfeltöltésekkel összefüggésben a vállalatok nettó megtakarításainak bővülése megállt. A lakossági hitelfelvétel folytatódó mérséklődése 2009 második felében már nem eredményezett további emelkedést a szektor finanszírozási képességében, mivel a pénzügyi eszközök bővülése is érdemben lassult. A rendkívül alacsony eszközfelhalmozásban több, a lakosság megtakarítási viselkedését érintő motívum is megjelenhetett. A háztartások egy része pénzügyi eszközei felélésével tompíthatta a jövedelmeiket érő sokknak a fogyasztásra gyakorolt hatását. A jövőbeli jövedelmi és foglalkoztatási kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság emellett olyan mértékben megnövekedett az elmúlt egy évben, hogy az a lakossági szereplőket pénzügyeik nagyon óvatos kezelésére ösztönözhetette. Az adatok arra utalnak, hogy ez az óvatosság a hitelfelvétel visszafogásában öltött testet. Mindemellett a magán-nyugdíjpénztári szabályozás is hozzájárult az alacsony megtakarítási szint kialakulásához (erről részletesebben lásd az 1-3. keretes írást).

1-3. keretes írás: A nyugdíjpénztári szabályozásváltozás hatása a lakosság és az államháztartás pénzügyi pozíciójára

A közteherviselés rendszerének átalakítását célzó 2009. évi LXXVII. törvény 2009 év végéig biztosított lehetőséget a magánnyugdíjpénztárakból a társadalombiztosítási nyugdíjrendszerbe történő visszalépésre. A visszalépés lehetősége azon pénztártagok számára nyílt meg, akik önként váltak a magánnyugdíjpénztár tagjává és 2008. december 31-éig betöltötték 52. életévüket.

A nyugdíjpénztári szabályozásváltozás lakossági megtakarításokra gyakorolt hatását tekintve egy egyszeri és egy hosszú távú hatást különböztethetünk meg. Az egyszeri hatás az átlépések időpontjában jelentkezett. Jelenlegi információink szerint az átlépések összesen mintegy 90 milliárd forintnyi magán-nyugdíjpénztári megtakarítást érintettek. Ebből – a hatályba lépésük időpontjától függően – 2009 negyedik negyedévében mintegy 25 milliárd forint, 2010 első negyedévében pedig 65 milliárd forint került át a társadalombiztosítási rendszerbe, azaz hasonló összegben csökkentek a lakosság nyugdíjpénztári követelései, valamint a szektor finanszírozási képessége. A szabályozás emellett hosszabb távon is érinti a lakossági megtakarításokat. Az átlépések következtében ugyanis a korábbi magán-nyugdíjpénztári tagok befizetései az átlépést követően járulékbefizetesként már a társadalombiztosításhoz kerülnek. Számításaink szerint 2010-ben ez további 10-12 milliárd forinttal csökkentheti a lakosság pénzügyi megtakarításainak szintjét.

A lakossági megtakarítások változásával párhuzamosan természetesen az államháztartás pozíciója is hasonló mértékben változik. A mintegy 90 milliárd forintos tétel egyszeri bevételként javítja a 2009-10-es egyenlegeket, míg a több mint 60 ezer átlépő járulékbefizetése tartósan jelent magasabb bevételeket. Mindemellett azonban figyelembe kell venni, hogy középtávon, amikor a most visszalépők elkezdnek nyugdíjba vonulni, a nyugdíjkiadások emelkedésére számíthatunk.

2009 végén is jellemző maradt az adóssággeneráló finanszírozás csökkenése

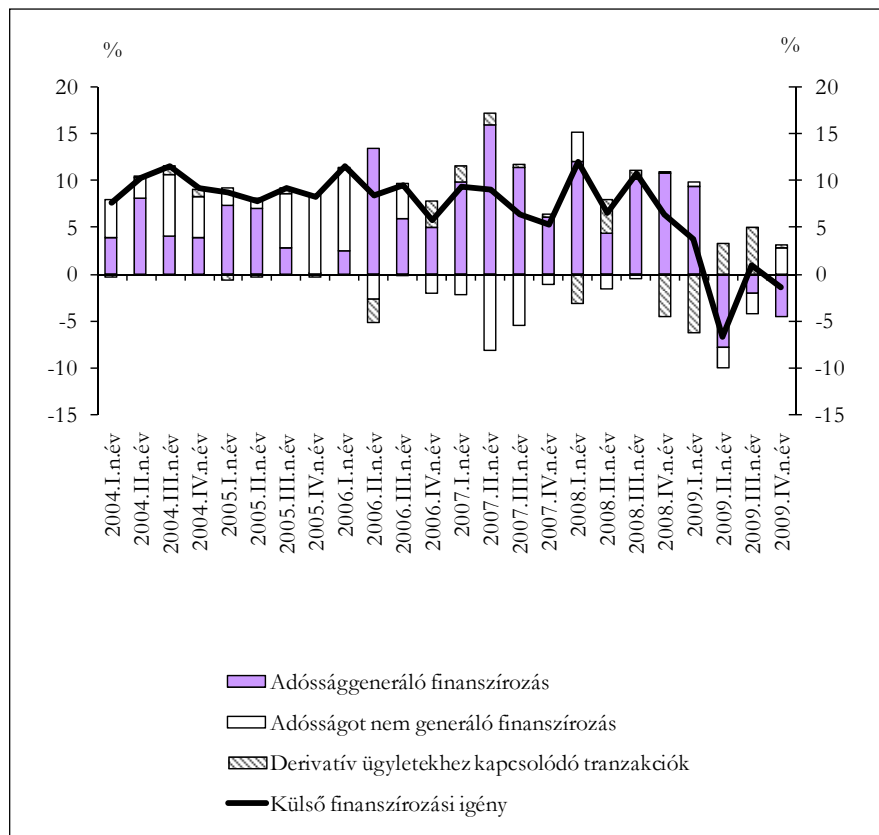
2009 IV. negyedévében is folytatódott az adósságtípusú források kiáramlása, amelyben a megelőző negyedévektől eltérően nem a bankszektor finanszírozási folyamatai, hanem a külföldi befektetők állampapír-állományának csökkenése tükröződött. Ez a nettó külső adósság folytatódó mérséklődésében is tetten érhető volt. A GDP-arányos adósságráta⁸ 2009 végén 54 százalék körül alakult, ez a szint azonban a válság előtti mértéket az érdemi adósságkiáramlás ellenére továbbra is meghaladja. Az adósságráta értékelésekor egyrészt fontos figyelembe venni azt, hogy 2008 szeptemberéhez képest a forintárfolyam lényegesen gyengébb, ami az adósság devizában denominált részének – ártértékelődésből fakadó – emelkedését eredményezte. Másrészt a számottevő mértékű GDP-visszaesés is a ráta emelkedése irányába hatott az elmúlt évben.

Az év végéhez közeledve a bankok külföldi hitelállományának stabilizálódását figyelhettük meg. A bankok mérleg szerkezetét vizsgálva a folyamat háttérében részben a magánszektor visszafogottabb betételhelyezése állhat. Az év első feléhez képest tehát kevesebb belföldi forrás képződött a bankoknál. Emellett a külföldi derivatív ügyletekhez kapcsolódó tranzakcióknak sem volt finanszírozó hatása az év utolsó hónapjaiban.⁹ A bankrendszer eszközeit tekintve azt is fontos hozzátenni, hogy a visszaeső hitelezési aktivitás 2009 folyamán fokozatosan csökkentette a szektor forrásigényét, ezt a hatást azonban bőven ellensúlyozta a felduzzadt MNB-kötvényállomány.

⁸ A tulajdonosi hitelek és a pénzügyi derivatívák nélkül vett, forint alapon számított adósságmutató.

⁹ A forintárfolyam jelentős gyengülése idején (2008 IV. és 2009 I. negyedévében) bekért fedezetek (margin call) meghatározó része ugyanis az év során már visszakerült a bankrendszerbe. 2009 utolsó hónapjaiban a derivatív ügyletekhez kapcsolódó tranzakciók egyenlege már nulla körül alakult.

1-18. ábra: Az egyes finanszírozási formák alakulása a GDP arányában



*Az alulról számított finanszírozási igény megegyezik külső finanszírozási igény és a fizetési mérleg statisztika tévedések és hiba egyenlegének összegével.

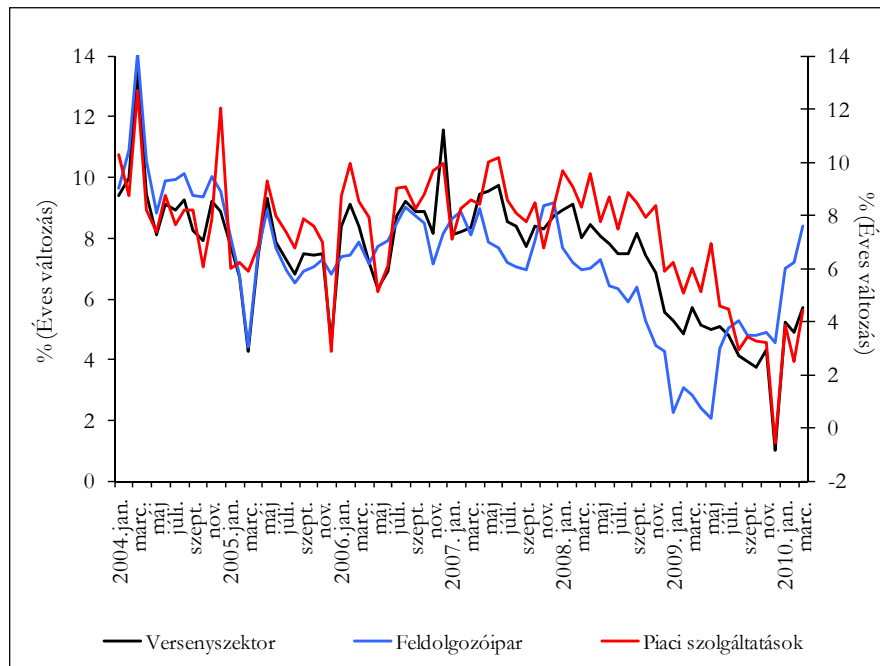
A tavalyi év végén a hazánkba irányuló friss tőkebehozatal és az újrabefektetett jövedelmek ugyan ellensúlyozták a tulajdonosi hiteltartozások folytatódó csökkenését, ez a magyarországi működőtőkebefektetésekről korábban kialakított képünkön érdemben nem változtatott. A teljes működőtőkebehozatal rendkívül alacsony szintre süllyedt 2009 egészét tekintve. Az újrabefektetett jövedelmek zsugorodása a külföldi tulajdonú vállalatok profit-visszaesését tükrözi, a vállalatcsoporton belüli tartozásokban megfigyelt csökkenés pedig a szektor alacsony hitelkeresletével, valamint a szűkösse vált finanszírozási lehetőségeivel állhat összefüggésben. A friss tőkebehozatal tekintetében ugyanakkor továbbra sem érzékelünk a kedvezőtlen beruházási környezettel összefüggő negatív hatásokat.

1. 4. A növekvő munkanélküliség mellett is erős bérkiráramlás tapasztalható az ipari vállalatoknál

A vállalatok munkapiaci döntéseit a válság következtében jelentősen romló profithelyzet stabilizálása alakította a tavalyi év egészében. A döntően 2009 első felében végrehajtott elbocsátások és az egész évben visszafogottan alakuló béremelések következtében a versenyszféra profitomlása 2009 utolsó negyedében erőteljesen mérséklődött, s a versenyszféra vállalatai esetében az idei év elején már enyhe profitjavulást is megfigyelhettünk. Ezzel összhangban az elmúlt negyedekben már számottevően mérséklődött az elbocsátások üteme a versenyszférában. A vállalatok a konjunkturális fordulat közeledtével a meglévő munkaerő megtartására törekuszenek.

A bérezésben érdemi ágazati eltéréseket figyelhetünk meg. A termelési eredmények javulásával és a ledolgozott munkaórák növekedésével párhuzamosan a feldolgozóipari bérek a tavalyi év közepe óta gyorsulást mutatnak, miközben a visszafogott belföldi keresleti környezetben a szolgáltatóágazatok bérnövekedését továbbra is alacsony dinamika jellemzi. Bár a múltban a két szektor bérnövekedése szorosan követte egymást, a konjunkturális feltételekben meglévő jelentős ágazati különbség miatt a jelenség várakozásaink szerint rövid távon is fennmaradhat.

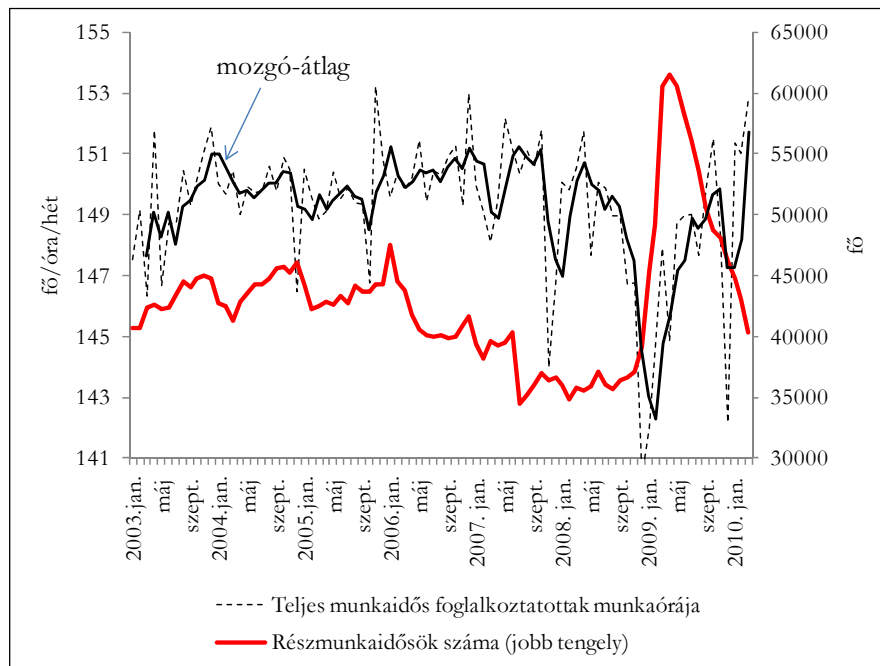
1-19. ábra: Béralakulás a versenyszektorban
(éves növekedés)



A feldolgozóiparban a bérek gyorsulása általánosnak tekinthető. A bérek növekedése az idei év márciusában már megközelítette a válság előtti időszakra jellemző értéket. Érdeemes megjegyezni, hogy az éves bérdinamika gyorsulásában számottevő bázishatások is szerepet játszanak. 2009 elején a ledolgozott munkaórák drasztikus csökkentése és a részmunkaidős foglalkoztatás elterjedése érdemben hozzájárult a bérek lassulásához. Ezen folyamatok korrigálódása az idei év elején a bérindexet is átmenetileg jelentékenyen megemeli.

Ugyanakkor a feldolgozóipari béreket nem csak a növekvő termelékenység és a bázishatások emelhetik. A munkanélküli álláskeresők magas száma ellenére az ágazat egyes területein rövid távon szakemberhiány is felléphet. Ilyen környezetben az élénkülő keresletre a cégek a létszám bővítése helyett a meglévő munkaerő-állomány egyre intenzívebb foglalkoztatásával reagálnak. Erre utalhat a ledolgozott munkaórák historikusan is magas szintje, illetve a részmunkaidős foglalkoztatás gyors korrekciója is. A jelenség fennmaradása esetén az általánosan laza munkaerő-piaci feltételek ellenére a szektor bérei tartósabban is magas dinamikát mutathatnak.

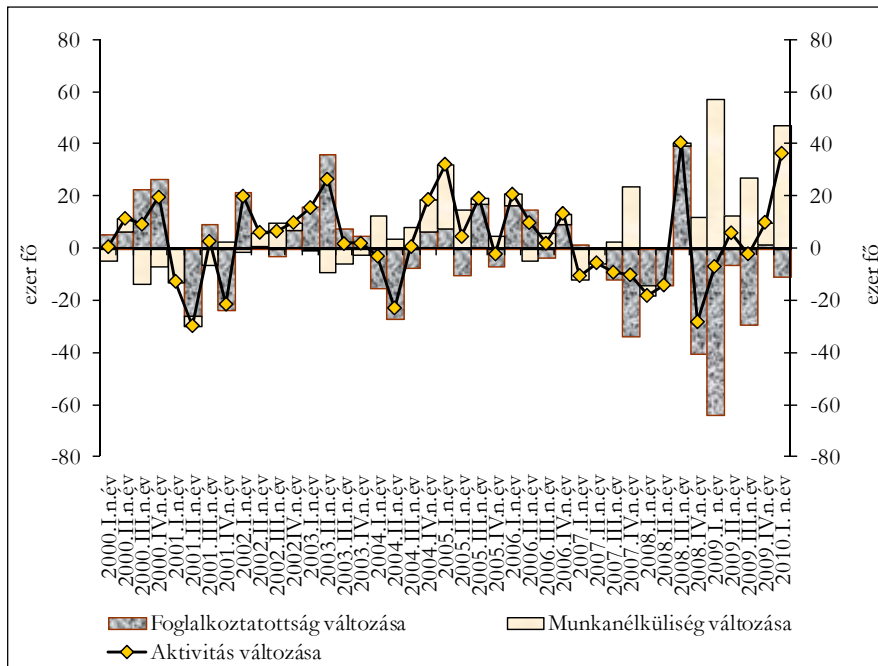
1-20. ábra: A ledolgozott munkaórák és a részmunkaidős foglalkoztatottak száma a feldolgozóiparban



Az egyre visszafogottabb elbocsátások ellenére az év első hónapjaiban a munkanélküliségi ráta tovább emelkedett, és meghaladta a 11 százalékot. Továbbra is igaz, hogy az elbocsátottak a korábbiaknál nagyobb arányban maradnak a munkaerőpiacon. Az elmúlt negyedévekben azonban új jelenség az aktívák számának számottevő emelkedése is. Az inaktivitásból ismét a munkaerőpiacra kerülő állás keresők számának emelkedésében részben statisztikai okok is szerepet játszhatnak¹⁰, ám a növekedéshez a kormányzat munkavállalási hajlandóságot növelő lépései is hozzájárulhattak.

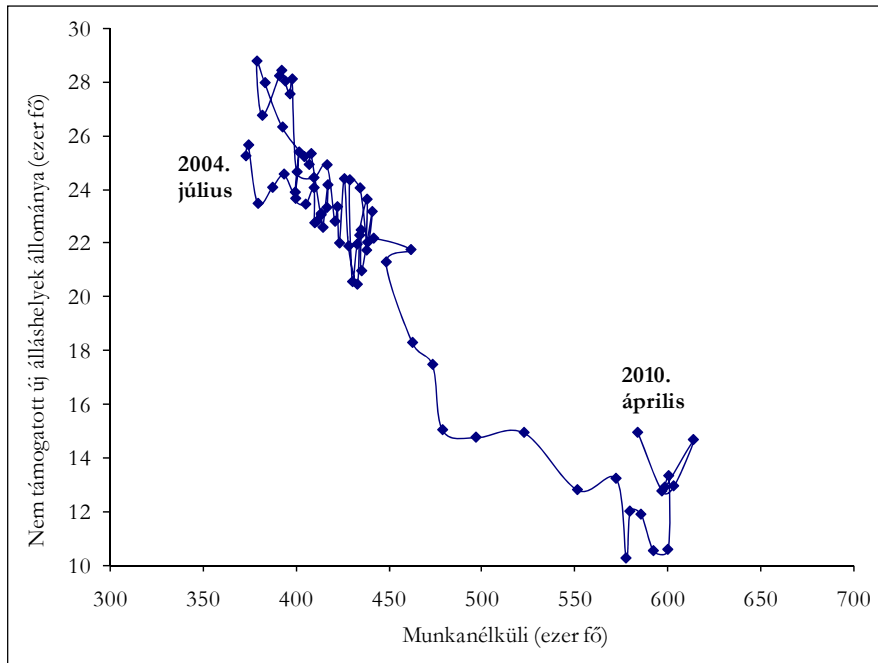
¹⁰ Erre utalhat, hogy az Állami Foglalkoztatás Szolgálat adatai szerint a regisztrált munkanélküliek száma az elmúlt hónapokban már nem emelkedett, ellentétben az egyéni lekérdezésen alapuló LFS-statisztika eredményeivel.

1-21. ábra: Az aktivitás változásának felbontása
(szezónálisan igazított adatok alapján)



A magas munkanélküliség mellett az új álláshelyek száma továbbra is alacsony a versenyszférában, s ez érdemi elmozdulást az idei év elején sem mutatott. Ennek oka a már említett munkaerő-tartalékolás jelensége, aminek hatására a válság időszakában a vállalatok – alacsonyabb kihasználtság mellett - igyekeztek megtartani jól képzett munkavállalóikat, így a konjunktúra újbóli felívelésének első fázisában számottevő foglalkoztatásbővülésre még nem számíthatunk. A munkanélküliek magas száma és az egyelőre kevés újonnan kiírt álláshely miatt a munkaerő-piaci feltételek általánosan továbbra is lazák. Azonban lehetnek olyan ágazatok, ahol már rövid távon is szakemberhiány jelentkezhet, ami miatt a laza munkaerőpiac bérleszorító hatása kevésbé jelentkezik. 2010 elején a foglalkoztatásban érdemi növekedést a tavalyi évben meghirdetett állami foglalkoztatási programok újbóli kiírása okozhat.

1-22. ábra: Beveridge-görbe*

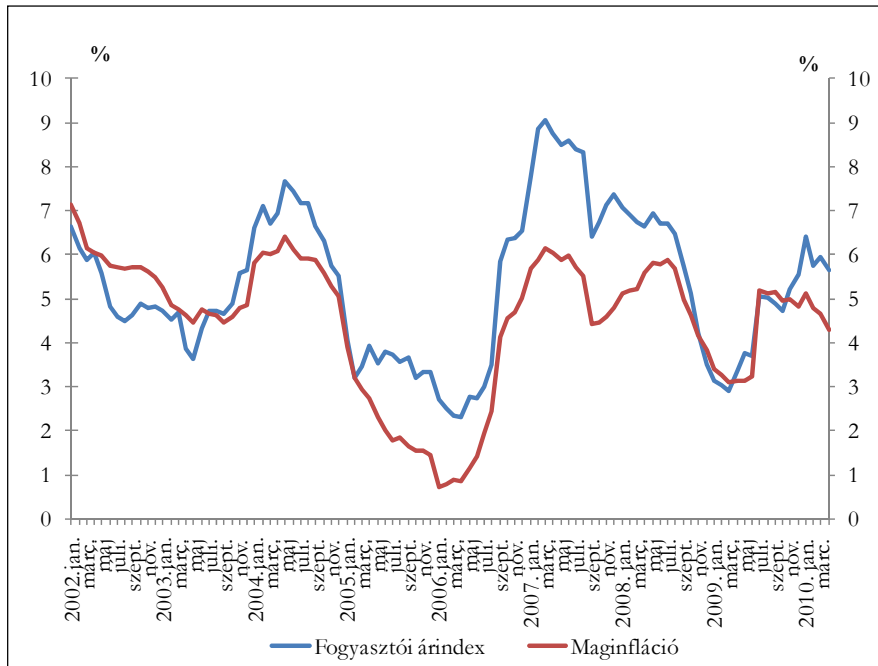


* A Beveridge-görbe a munkanélküliek és az üres állásbelyek száma közötti kapcsolatot mutatja be. Az ábra bal felső és jobb alsó sarkát összekötő tengely mentén – azaz „görbe mentén” – való elmozdulások a munkapiac ciklikus ingadozásainak köszönhetőek: recesszió idején csökken a munkaerő iránti kereslet és nő a munkanélküliség. Az ábra bal alsó és jobb felső sarka közötti tengelyen való elmozdulást – a görbe „eltolódását” – ugyanakkor rendszerint a munkanélküliség egyensúlyi szintjét ért sokkokkal azonosítják: az üres állásbelyek magasabb száma mellett – egy rövid alkalmazkodási periódust leszámítva – csak akkor állhat fenn magasabb munkanélküliség, ha az új állásbelyek betöltése a munkaerő-piacon jelen lévő súrlódások miatt több időt vesz igénybe, vagy jelentősebb átrendeződés történik a munkapiacon.

1. 5. Erősödő importált árnyomás az infláció alakulásában

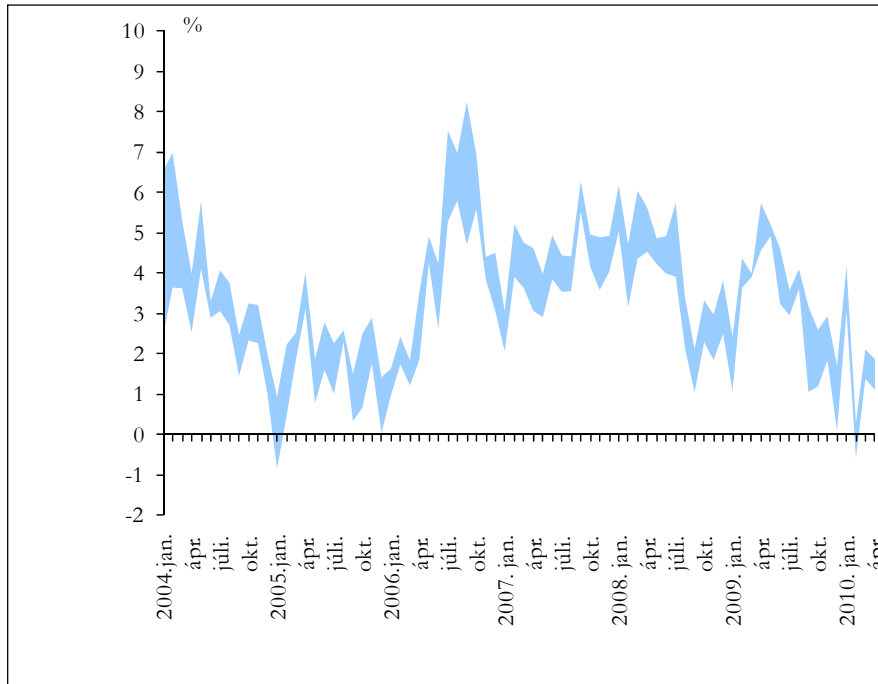
A 2009. második félévi emelkedést követően 2010 első hónapjaiban – a közép-távú inflációs célt számottevően meghaladva – 6 százalék körül stagnált az éves infláció, miközben az éves maginfláció enyhe, de fokozatos csökkenést mutatott. A magas év eleji inflációt döntően az újabb jövedékiadó-emelés és a világpiaci nyersanyagárak növekedése okozta, miközben a trendinflációs mutatók továbbra is visszafogott árazási környezetre utalnak.

1-23. ábra: Az éves fogyasztóiár-index alakulása



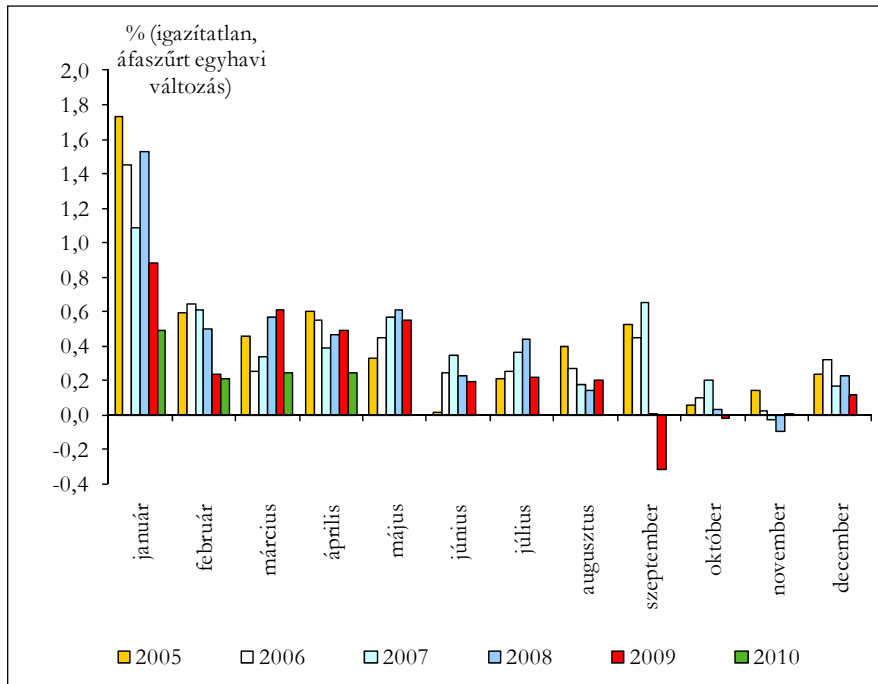
Az első negyedévben a maginfláció több mint 0,3 százalékponttal volt alacsonyabb korábbi prognózisunknál. Az eltérést döntően az alkohol- és dohánytermékek vártnál alacsonyabb árdinamikája okozta, miközben a középtávú deflációs tendenciát meghatározó iparcikk és piaci szolgáltatások árazása várakozásainknak megfelelően alakult. A januári átmeneti hirtelen emelkedést követően trendinflációs mutatóink az elmúlt hónapokban visszatértek a historikusan alacsony 1-2 százalék közötti tartományba. Az iparcikkek áraiban januárban megfigyelt növekedést a leárazások időzítésének megváltozása okozta. Ennek korrigálódását követően a termékkör árnövekedése visszatért a korábbi hónapokban megfigyelt alacsony dinamikára. A piaci szolgáltatóágazatban végrehajtott év eleji áremelések 2010 valamennyi hónapjában alacsonyabbak voltak a historikusnál. A visszafogott belföldi kereslet mellett a vállalatok továbbra sem tudnak érdemi áremeléseket érvényesíteni.

1-24. ábra: Trendinflációs mutatóink változása
(*évesített havi változás*)



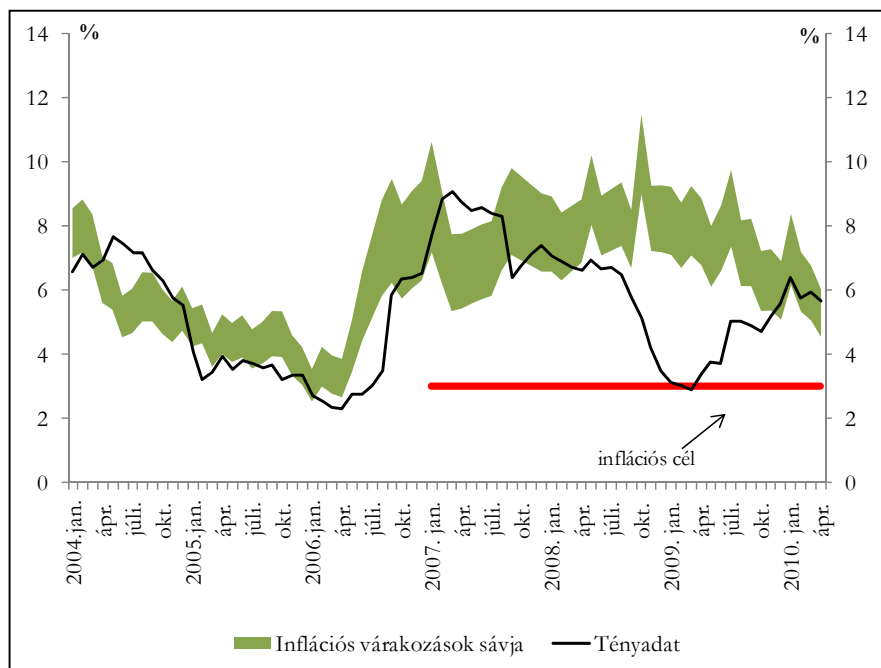
Az alacsony trendinfláció mellett az elmúlt hónapokban tovább folytatódott az importált inflációs nyomás erősödése. A dinamikusan bővülő ázsiai import miatt élenkülő globális konjunktúra árnövelő hatása a világszerte nyersanyagárak emelkedésében is egyre markánsabban megjelenik. Ezt a folyamatot erősítette az egyes eurozóna-tagországok adósságállományának fenntarthatóságával kapcsolatos kockázatok miatt gyengülő EUR/USD árfolyam. Az importált infláció elsősorban a kőolaj- és vele együtt mozgó földgázárakon keresztül jelentkezik. Rövid távon a globális gazdasági környezet további élenkülésével párhuzamosan az importált inflációs nyomás erősödésére számítunk, ami tompíthatja – az elmúlt évi indirektadó-emelések hatásainak kifutásával jelentkező – deflációs trendet.

1-25. ábra: A piaci szolgáltatások árainak havi változása



Az elmúlt hónapokban tovább folytatódott a lakosság inflációs várakozásainak mérséklődése. Bár az elmúlt negyedévekben végrehajtott indirektadó-emelések átmenetileg törést jelentettek az idősor alakulásában, azonban 2008 vége óta - a recessziós gazdasági környezetben – folyamatos lassulás jellemzi a háztartások inflációs várakozásait. Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy az indirektadó-intézkedések és az erősödő importált infláció miatt magas megfigyelt árnövekedések eredményeképpen a várakozások még jelenleg is meghaladják a középtávú inflációs cél mértékét. A jelenség tartós fennmaradása a konjunktúra újbóli élénkülése mellett kockázatokat jelenthet a várható infláció alakulásában.

1-26. ábra: Az inflációs várakozások alakulása



Megjegyzés: MNB-becslés a GKI lakossági bizalmi felmérése alapján. A becslés módszertanáról bővebben a 2009. augusztusi Jelentés az infláció alakulásáról 1.1. keretes írásában írtunk. Becslésünk – különösen a szintek megítélésében – jelentős bizonytalansággal rendelkezik. A legnagyobb bizonytalanságot az inflációs érzékelésen belül a moderált inflációt megjelölő válaszok számszerűsítése jelenti. Ennek megfelelően a moderált inflációt több értékkel is azonosítottuk, amelyek mindegyike az elmúlt 3,4,5 év átlagaként került meghatározásra. Az alapszámításunkban ezt az értéket 7 százaléknak feltételeztük.

2. Pénzügyi piacok és hitelezés

2.1. A pénzügyi piacokon a görög adósságválság hatására jelentősen növekedett az eurozónát övező bizonytalanság

A februári jelentésünk óta eltelt időben a nemzetközi pénzügyi piacokon megfigyelhető folyamatok jelentősen átalakultak. A vizsgált időszakon belül két periódust lehet elkülöníteni. Április közepéig a piacokon inkább optimista hangulat uralkodott, ami a kockázatos eszközök iránti kereslet növekedésével járt. Április második felétől, a görög adósságválság elmélyülésével fordulat következett be a piacokon. Ebben az időszakban az eszközárak alakulásában a korábban támogató globális kockázatvállalási hajlandóság mellett folyamatosan előtérbe kerültek és április végére dominánssá váltak a szuverén adósságokkal kapcsolatos kedvezőtlen országspecifikus tényezők, valamint ezeknek az egyes országok közötti fertőzőési hatásai. Ezek olyan kritikus szintet értek el, ami május elején már meg tudta fordítani a megelőző hónapokra jellemző pozitív globális befektetői hangulatot. A kockázati étvágy május második hetétől, az IMF, az Európai Bizottság és az EKB által kidolgozott 750 milliárd euro összegű mentőcsomag bejelentését követően csak kismértékben javult. A bejelentett intézkedések piaci fogadtatása nem nevezhető egyértelműen pozitívnak, az eszközár-emelkedés és hangulatjavulás átmenetinek bizonyult.

Habár a gyenge fiskális pozícióval rendelkező eurozóna-tagállamok államadosságának rövid távú megújítási kockázata érdemben csökkent, az érintett országok hosszú távú szolvenciáját és az

eurozóna egészének stabilitását a korábbinál lényegesen nagyobb bizonytalanság övezi. A befektetők összességében kevésbé preferálják a kockázatos eszközöket és egyelőre kérdéses, hogy a jövőben esetleg ismét meginduló vásárlások során a korábbiaknál nagyobb mértékben veszik-e figyelembe az országok közötti fundamentális különbségeket.

2-1. táblázat: Az IMF legfrissebb növekedési prognózisa

	<i>IMF előrejelzés</i> <i>WEO 2010.</i>		<i>Változás a 2010.</i> <i>januári WEO</i>	
	2010	2011	2010	2011
Világgazdaság	4,2	4,3	0,3	0
Fejlett gazdaságok	2,3	2,4	0,2	0
Egyesült Államok	3,1	2,6	0,4	0,2
Euroövezet	1	1,5	0	-0,1
Japán	1,9	2	0,2	-0,2
Egyesült Királyság	1,3	2,5	0	-0,2
Feltörekvő gazdaság	6,3	6,5	0,3	0,2
Közép-Kelet-Európa	2,8	3,4	0,8	-0,3
Magyarország	-0,2	3,2	0,7	0,7
Ázsia	8,7	8,7	0,3	0,3
Kína	10	9,9	0	0,2
India	8,8	8,4	1,1	0,6

Forrás: IMF World Economic Outlook, 2010. április.

Az április közepéig tapasztalható kedvező piaci hangulatban a reálgazdasági folyamatoknak volt meghatározó szerepe. A fejlett piacokon a konjunktúrafolyamatok továbbra is lassú felívelésre utalnak. Az egyes régiók között ugyanakkor differenciálódás figyelhető meg mind a tényadatok, mind a várakozások esetében (2-1. táblázat). Az Egyesült Államokban a felívelés kismértékben gyorsabb lehet a vártnál. Az elmúlt időszakban megjelent makroadatok többnyire a várakozásoknál kedvezőbben alakultak. Az ingatlanpiacon és a munkaerőpiacon megfigyelhető javuló trend azonban még mindig törékeny. A tőzsdei vállalatok első negyedéves eredményei felülmúlták a piaci várakozásokat, azonban a lakossági fogyasztás által determinált szektorok teljesítménye gyengébb volt az átlagosnál. Az eurozónában a makroadatok mérsékelt felívelésre utalnak. A negyedik negyedéves GDP enyhe csatlódást okozott, s összességében vegyesen értékelte a megjelent mutatókat a piac. A gyengébb európai reálgazdasági kilátásokat elsősorban a gyenge belső kereslet eredményezi, az exportkilátások némileg kedvezőbbek lehetnek. Érdemes megjegyezni, hogy a belső keresletet tovább fékezhetik az egyes eurozóna-tagállamokban bejelentett kormányzati megszorító intézkedések, melyek hatását a rendelkezésünkre álló előrejelzések még nem veszik figyelembe.

A pénzügyi piacokat április közepétől a görög események dominálták. A kockázatvállalási hajlandóság mérséklődéséhez egyrészt a gyengébb fiskális pozícióval rendelkező európai országok államkötvényei iránti kereslet csökkenése, másrészt az európai bankrendszer Görögországgal kapcsolatos jelentős kitettsége járult hozzá. Április folyamán nyilvánvalóvá vált, hogy az ország piacon kívüli forrásbevonás nélkül nem lesz képes a lejáró adósságállomány refinanszírozására.

Fokozta a görög eszközárakra nehezedő nyomást, hogy áprilisban mindhárom hitelminősítő rontotta Görögország hitelbesorolását. Ezek közül a Standard and Poor's BB+ minősítése már spekulatív

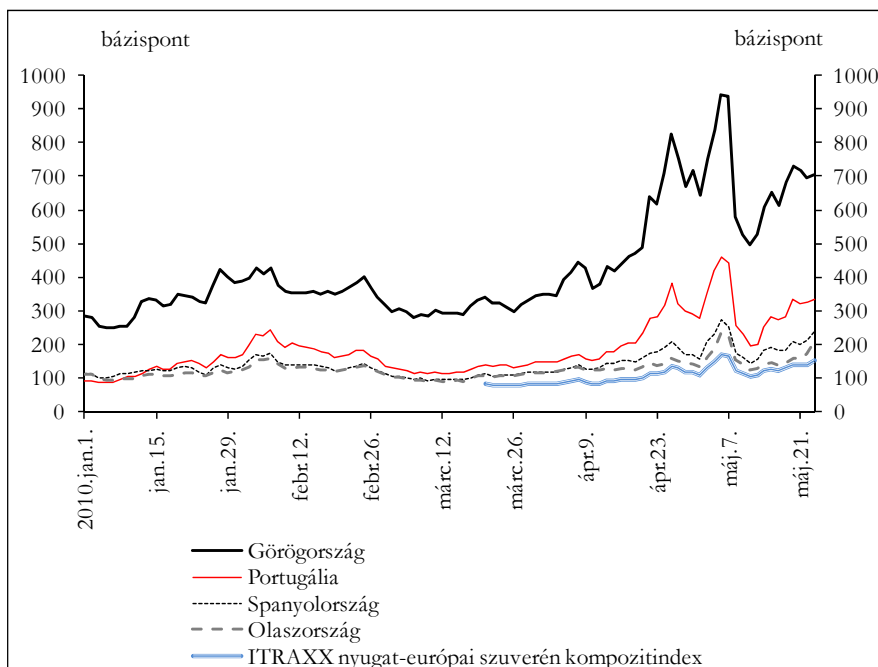
kategóriát jelent. A leminősítésekhez és az időszak végén tapasztalt drasztikus kockázatiprémiüm-emelkedéshez hozzájárult, hogy Görögország 2009-es költségvetési hiánya az Eurostat közlése alapján a vártnál is rosszabb lett (13,6 százalék).

A romló hitelminősítések kapcsán ismét előtérbe került, hogy az EKB részéről a görög állampapírok fedezetként való elfogadásának esetleges felfüggesztése komoly likviditási feszültségeket okozna a görög bankrendszerben. A turbulens piaci helyzetre és az európai bankrendszert övező kockázatok növekedésére reagálva az EKB – korábbi álláspontját felülbírálva – május elején bejelentette, hogy repoműveletei során hitelminősítéstől függetlenül befogadja a görög állampapírokat.

A május elején kiteljesedő kockázati sokk hatására a fejlett piacokon a tőzsdeindexek esése szinte teljesen erodálta a februártól április közepéig felhalmozott átlagosan 10 százalék körüli tehető növekedést. Az eurozóna szuverén kockázati felárainak emelkedése felgyorsult, az euro pedig számottevően gyengült a főbb devizákkal szemben. Május elején a német és amerikai állampapírok hozamcsökkenése olyan mértéket ért el, ami egyértelművé tette, hogy a menedékeszközök iránti kereslet megemelkedett, a befektetői döntésekben pedig dominánssá vált a kockázatkerülés.

A görög CDS-felárak április végén, majd május elején historikus csúcsokra emelkedtek: az 5 éves szpred 940 bázispontra ugrott, az 1 éves nemfizetési felár pedig – a rövid távú kockázatok súlyosságát mutatva – napok alatt több száz bázispontot emelkedve 1250 bázispont körüli szintre került (2-1. ábra). A görög-német hozamkülönbség a 2 éves lejáraton 1700, a 10 éves lejáraton 900 bázispont fölé emelkedett. A görög kockázati felárak emelkedése nyomán a gyenge fiskális pozícióval rendelkező eurozóna-tagállamok állampapírhozamai is emelkedtek, míg a menedék szerepet betöltő német és amerikai államkötvények hozama számottevően csökkent.

2-1. ábra: Egyes eurozóna-tagállamok 5 éves CDS-felárai és az iTraxx nyugat-európai szuverén kompozit indexe



Forrás: Bloomberg, Thomson Reuters.

A piacokat még átmenetileg sem tudta megnyugtatni, hogy az eurozóna-tagországok vezetői és az IMF döntést hoztak a Görögországnak nyújtandó 110 milliárd euro összegű hitelcsomagról. A befektetői hangulatban csak az IMF, az Európai Bizottság és az EKB által nem sokkal később kidolgozott általános eurozóna stabilizációs mechanizmus bejelentését követően következett be némi javulás. Az eddig nyilvánosságra került információk alapján összesen 750 milliárd euro összegű forrás állhat azon eurozóna-tagállamok rendelkezésére, amelyek nem tudják államháztartásuk piaci finanszírozását fenntartani. Ebből 60 milliárd euro azonnal rendelkezésre áll, 440 milliárdot – parlamenti jóváhagyással – az EU-tagállamok biztosítanak, az IMF pedig – a korábbi 110 milliárdos csomaghoz tartozó 30 milliárdon felül – 220 milliárd eurót ajánlott fel.

A bejelentést követően kezdetben számottevő emelkedés bontakozott ki a tőzsdéken, a kockázati felárak pedig jelentősen mérséklődtek: a görög-német hozamfelár a 2 éves lejáraton 650, a 10 éves lejáraton 450 bázispont alá csökkent, amihez az EKB kötvényvásárlásai is hozzájárultak. A befektetők eurozónával szembeni attitűdje, és a korábbi hónapokban megszokotthoz képest visszaesett kockázati étvágya alapvetően nem változott meg. Az európai tőzsdeindexek esése a korábbinál lassabb ütemben ugyan, de folytatódott. Az euro tovább gyengült a főbb devizákkal, különösen a dollárral szemben, ami arra utal, hogy a szuverén kockázatok összességében nem csökkentek, csak övezeten belüli újraelosztásokra került sor.

A jegybankok ismét a likviditásbővítő intézkedésekhez folyamodtak

A fejlett piacokon jegybankok likviditásbővítő eszközeinek felszámolása április végéig az előre meghirdetett menetrendben – érdemi piaci reakciók nélkül – folytatódott. A kockázati étvágy globális csökkenése nyomán azonban a pénzügyi piacokon a dollár- és eurofinanszírozás költsége megemelkedett. Mind a Libor-OIS, mind a TED-szpred kitágult az első negyedévben tapasztalt szintekhez képest. Értékük ugyan nem lépett ki a 2009 harmadik negyedéve óta jellemző szűk sávból, a piacon mindazonáltal május elején több jel is a likviditási feszültségek növekedésére utalt.

Az EKB erre reagálva bejelentette, hogy májusban és júniusban fix kamat mellett korlátlan mértékben teljesíti a – néhány héttel korábban kompetitívvé alakított – 3 hónapos LTRO-aukció keretében jelentkező likviditási igényeket. Ezen kívül – az eredeti terveken felül – még egy 6 hónapos LTRO-aukciót tartottak, korlátlan allokáció mellett. Az instrumentum kamatozása – az utolsó 12 hónapos repóhoz hasonlóan – a mindenkor EKB irányadó kamathoz kötött, így az EKB esetleges kamatemelése a lejáratig hátralévő időszakban az instrumentum költségét is emelné. Az EKB május elején állampapír-vásárlásokat is kezdett, ez azonban Trichet elnök szerint kizárólag a piaci folyamatok normalizálódását szolgálja, a keletkező többletlikviditást pedig egy új 1 hetes változó kamatozású betétoldali eszközzel vonják majd ki a bankrendszerből.

Az európai bankrendszer kielégítő dollárlikviditásának biztosítása érdekében felújították a Feddel kötött, februárban lejárt 1 hetes és 84 napos swapmegállapodást. Ennek keretében megfelelő eurofedezet mellett nyújtanak dollárlikviditást a bankoknak.

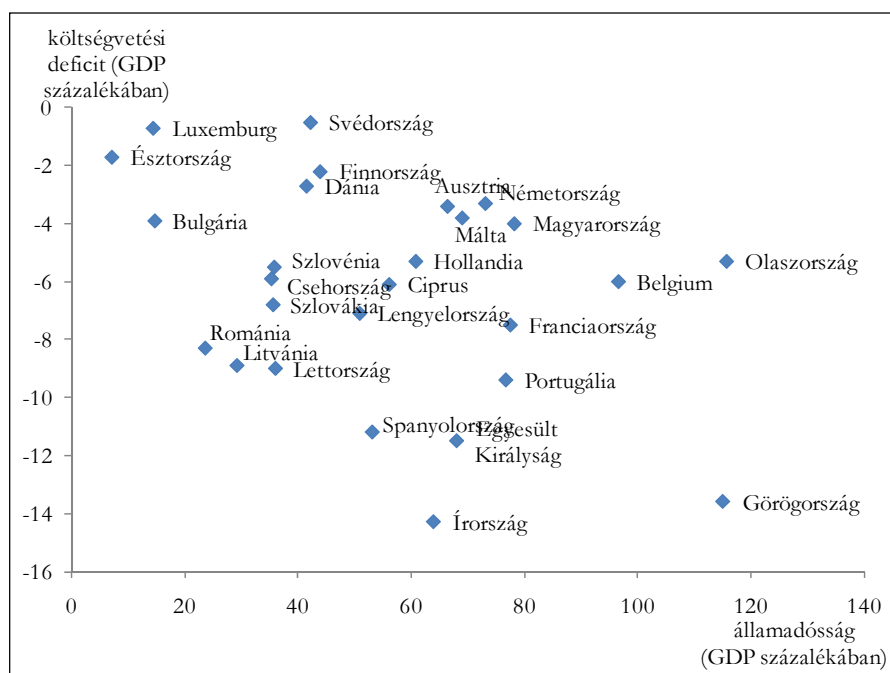
A feltörekvő piacok közül a közép-európai régió reagált a legérzékenyebben a görög válságra, de itt is a globális kockázati étvágy hatása a meghatározó

A feltörekvő piacok többsége esetében várhatóan gyorsabb lesz a felívelés, amit az elmúlt időszakban megjelent makrogazdasági adatokkal összhangban az IMF legfrissebb növekedési prognózisa is alátámaszt. Továbbra is érvényes az az állítás, hogy a következő időszakban a növekedés motorját az ázsiai országok jelentik majd, ami a legnagyobb mértékben a nyersanyag-exportáló latin-amerikai országokra lehet hatással. A közép-európai régió konjunkturális kilátásait a mérsékelt ütemben növekvő fejlett európai országok gyenge importkereslete határozza meg.

Az országspecifikus hatások hangsúlyosabb figyelembevételét alátámasztja, hogy a feltörekvő régiók eltérő konjunktúrakilátásai az országok monetáris politikai irányultságában is egyértelműen megmutatkoznak. Délkelet-Ázsiában egyre határozottabban jelentkezik a szigorú monetáris politika irányába történő elmozdulás. Malajziában és Indiában kamatemelésre került sor. Kínában, ahol a monetáris politika fókuszába egyre inkább az infláció kordában tartása és egy esetleges eszközárborék kialakulásának megakadályozása kerül, a jegybank a kötelező tartalékráta megemelésével, illetve adminisztratív módon szigorító szabályozással már megkezdte az effektív szigorítást. Latin-Amerikában egyedül Braziliában kezdődött meg a szigorítás, ahol április végén – a vártnál valamivel később – 75 bázisponttal 9,5 százalékra emelkedett az alapkamat.

Az elmúlt hónapokban a közép-európai régióval szembeni befektetői attitűdöt nagyobb mértékben a globális kockázatvállalási hajlandóság kezdetben támogató, majd negatív hatása határozta meg. A régió megítélését kisebb mértékben az befolyásolta, hogy milyen erős lehet a görög államadóssággal kapcsolatos feszültségek fertőzősi hatása (2-2. ábra). A kelet-európai kockázati mutatók ugyan pozitívan korreláltak a görög indikátorokkal, ez azonban egyrészt inkább a görög események globális – illetve európai – befektetői hangulatra gyakorolt hatásán keresztül közvetve érvényesült, másrészt az elmozdulások mértéke biztonságos tartományban maradt. A rendelkezésünkre álló információk alapján egyelőre nem figyelhető meg szignifikáns fertőzősi hatás.

2-2. ábra: Államadósság és költségvetési deficit az EU-tagállamokban 2009-ben



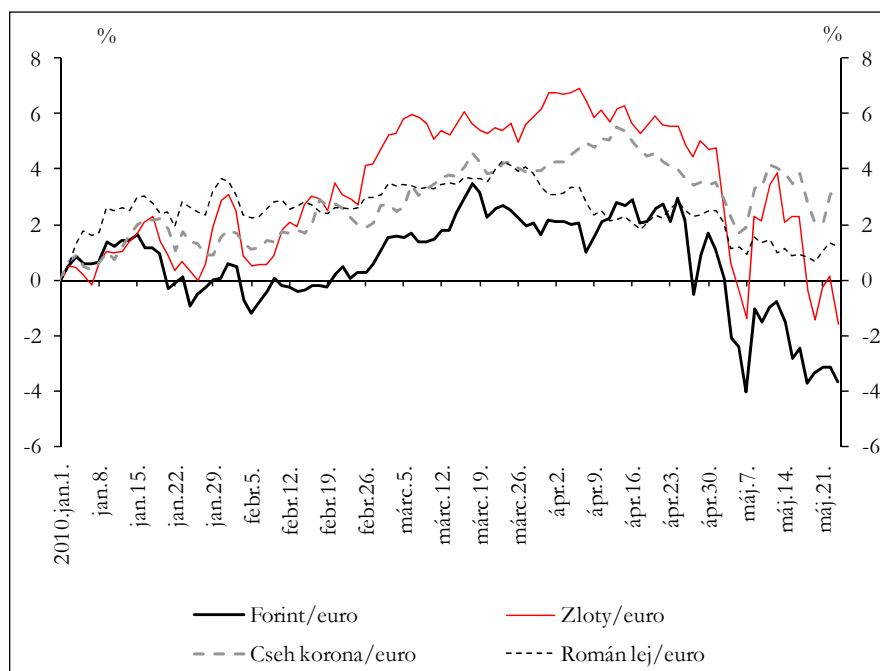
Forrás: Eurostat.

Össességében megállapítható, hogy régióspecifikus hatások csak korlátozott mértékben befolyásolták az eszközárak alakulását. A reálgazdasági folyamatokkal kapcsolatban mindazonáltal érdemes kiemelni, hogy az inflációs nyomás a régió országaiban továbbra is alacsony, emellett a belső kereslet is mérsékelt dinamikát mutat. Kedvező kép rajzolódik ki az előretékinő beszerzési menedzserindexekből és a külkereskedelmi adatokból, érdemes azonban megjegyezni, hogy az egyes eurozóna-tagállamokban bejelentett kormányzati megszorító intézkedések jelentős lefelé mutató kockázatot jelentenek a régió exportszektora számára.

Ebből következően a közép-kelet-európai jegybankokra a monetáris lazítás folytatódása, illetve a szigorítás megkezdésének kitolódása jellemző, ami részben a visszafogottabb konjunktúrakilátásokra és alacsony inflációs kockázatokra, részben az egyes devizákra nehezedő felértékelődési nyomásra volt visszavezethető. Magyarország mellett Romániában 75, Szerbiában 100, Lettországban pedig 50 bázisponttal csökkent az alapkamat. Lengyelországban nem került sor kamatváltoztatásra, a cseh jegybank azonban 25 bázisponttal 0,75 százalékra csökkentette az irányadó kamatot. A zloty és a korona árfolyam-alakulása alapján a piaci szereplők az elmúlt időszakban már valószínűsítettek egy esetleges csökkentést. A kivételt Törökország jelentheti a régióban, ahol az emelkedő infláció nyomán még az idén megkezdődhet a monetáris szigorítás.

A közép-európai országok más feltörekvő régióknál érzékenyebben reagáltak a görög adósságválságra. Régióinkban a devizák az év kezdete óta mintegy 3-6 százalékkal értékeldtek fel az euróval szemben, majd a görög helyzet kiéleződésével ezt megközelítő mértékben gyengültek. Az időszak egészében az árfolyamok lényegében együtt mozogtak, bár egyes periódusokban a zloty és a forint felülteljesítette az átlagot. Május elején azonban ez a két deviza szenvedte el a legnagyobb mértékű veszteséget (2-3. ábra).

2-3. ábra: Közép-európai devizák euróval szembeni árfolyamának változása



Forrás: Thomson Reuters.

A régiós országokban az állampapírhozamok az időszak első felében jelentősen csökkentek. Április közepéig a lengyel és a cseh hozamgörbe mintegy 60-80 bázisponttal tolódott lejjebb, míg a magyar hozamok 150 bázispont körüli mértékben csökkentek. Mindhárom ország esetében megfigyelhető volt, hogy a hozamcsökkenés a görbe meredekségének csökkenése mellett zajlott le. Ez a – CDS-felárak alakulásában is megfigyelhető – folyamat arra utal, hogy a kockázati prémium is csökkent ebben az időszakban. A befektetők kockázatvállalási hajlandóságának csökkenésével a hozamcsökkenések részben korrigálódtak. Május elején a cseh és a lengyel hozamok mintegy 30-40 bázisponttal emelkedtek, míg Magyarországon 100 bázispontos hozamemelkedés következett be. A

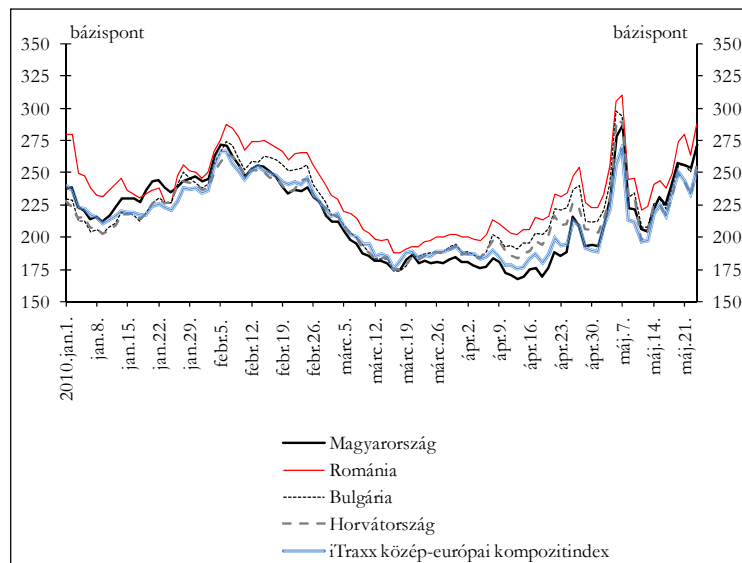
750 milliárd eurós mentőcsomag bejelentését követően a lengyel állampapírhozamok 20-25, a magyar hozamok 30-60 bázisponttal csökkentek.

A magyar eszközárak alakulása a globális befektetői hangulat ingadozását követte, az árfolyam és a hozamok nem reagáltak érzékenyebben a régiós átlagnál

A forint/euro árfolyam az időszak elején számottevően erősödött, és április végéig a 262-268 forintos sávban maradt, ahonnan a görög adósságválság eszkalálódása nyomán lecsökkenő globális kockázatvállalási hajlandóság következtében 283 forint közelébe gyengült. A forint kezdeti erősödését az árfolyam implikált volatilitásának csökkenése és a devizapiaci forgalom mérséklődése kísérte. Április közepéig a külföldiek forintpozíció-felvétele a devizapiacra koncentrált, állampapír- és részvényállományuk bővülése nem volt jelentős. A május elején bekövetkezett jelentős forintgyengülés során a forgalom megugrása volt tapasztalható, amit a külföldiek forint melletti pozícióinak felszámolása kísért. Érdemes kiemelni, hogy a forinteladások nagy részben nem állampapírok és részvények eladásához kapcsolódtak, hanem inkább a korábban felépített forint melletti devizapozíciók zárásához. Az európai stabilizációs csomag bejelentése után a forint – a régiós devizákkal együtt mozogva – erősödött, az euróval szembeni 270 és 280 forintos árfolyamsávból azonban nem lépett ki.

A magyar állampapírok kockázati felárát legjobban közelítő 5 éves CDS-felár alakulásában az időszak első felében kedvező trendet figyelhettünk meg. A felár márciusban 200 bázispont alá csökkent, és a görög adósságválság első hullámainak hatására sem mozdult ki a 175-185 bázispontos sávból. Ezekben a hetekben a CDS-csökkenés dinamikája meghaladta a hasonló kategóriába tartozó országokét, így nem csak abszolút, hanem relatív értelemben is javult hazánk kockázati megítélése. Ehhez áprilisban már az is hozzájárult, hogy a gyengébb fiskális pozícióval rendelkező eurozóna-tagállamok hátrébb csúsztak ebben a rangsorban. A hónap második felében kezdődő feláremelkedés során a CDS-jegyzés értéke elérte a 280 bázispontot, az ország relatív pozíciója azonban nem változott (2-4. ábra). Májusban a felár 210 bázispontonról – a régiós országokra jellemző emelkedést követve – fokozatosan 270 bázispont közelébe emelkedett, tehát a márciusra jellemző szintnél szignifikánsan magasabb tartományba került.

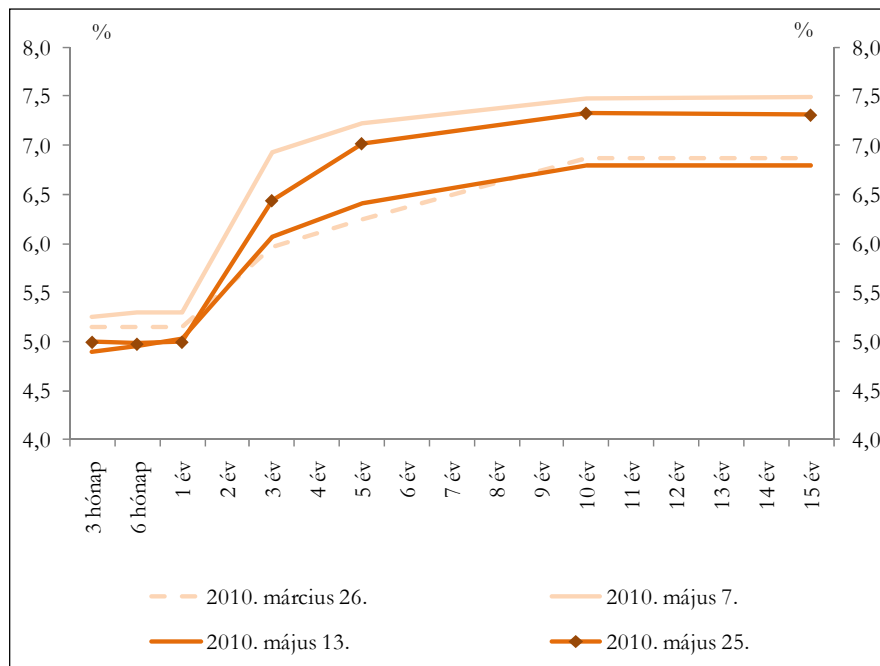
2-4. ábra: Egyes közép-európai országok 5 éves CDS-felárai, és a közép-európai kompozit mutató



Forrás: Thomson Reuters.

A forinteszközök kockázati megítélésének ingadozása a devizaárfolyam mellett az állampapírhozamokban volt a legszembetűnőbb. A márciusra és április első felére jellemző kedvező piaci hangulatban a rövid hozamok 4,85 százalékig csökkentek, a 3-5 éves papírok hozamai megközelítették az 5,5 százalékot, a hosszú hozamok pedig 6,4 százalékon érték el minimumpontjukat. A görög válság hatására számottevő hozamemelkedés következett be, ami az éven belüli lejáratok esetében a fenti értékhez képest 30-40, a hosszú hozamok esetében 80-100 bázispontot jelentett. Ebből májusban a hosszú hozamok mintegy 15-20 bázispontot tudtak ledolgozni (2-5. ábra).

2-5. ábra: Állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



Forrás: Bloomberg.

Az állampapírpiac az időszak egészére jellemző volt a mérsékelt külföldi kereslet. A külföldiek állampapír-állománya a februári számottevő emelkedést követően némileg csökkent. A másodpiaci és aukciós vásárlások nem tudták teljesen ellensúlyozni a kötvénylejárat és a DKJ-lejáratok miatti mintegy 100 milliárd forintos állománycsökkenést. A másodpiaci tranzakciók során megfigyelhető volt, hogy a nem rezidens szektor az állampapír-portfóliója átlagos hátralévő futamidejének meghosszabbítására törekedett. A hozamcsökkenés összességében inkább a belföldi szereplők (elsősorban a nyugdíjpénztárak) állampapír-vásárlásainak volt köszönhető.

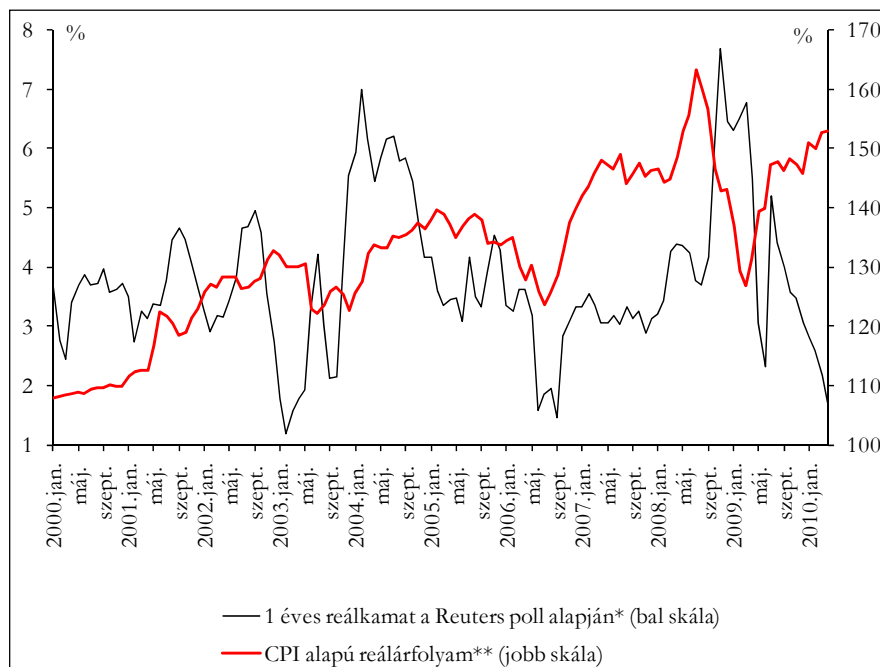
Az aukciókon a korábbi hónapokban megszokottnál némileg nagyobb kereslet volt megfigyelhető. Februári jelentésünk óta az ÁKK mintegy 530 milliárd forint értékben bocsátott ki 3 és 12 hónapos diszkontkincstárjegyeket, melyeket az elsődleges forgalmazók átlagosan több mint 3 és félszeresen túljegyeztek. A kibocsátások súlypontja továbbra is az éven belüli lejáratokon van. Az adósságkezelő a kötvényaukciókon mérsékelt túljegyzés mellett összesen több mint 350 milliárd forint értékben bocsátott ki 3, 5, 10 és 15 éves kötvényeket. Az aukciókat mindkét értékpapírtípus esetében csökkenő hozamok jellemezték. A másodpiaci likviditása március és április folyamán némileg javult, a piaci forgalom stabilan napi 100 milliárd forint felett volt, melynek nagy részét a 3 évnél hosszabb lejáratú papírok adták. Május első hetében a másodpiacon a likviditás számottevő romlását lehetett megfigyelni, ezt követően azonban a piaci folyamatok ismét a normalizálódás irányába mozdultak el.

2. 2. A monetáris kondíciókat az alacsony reálkamat és erősödő reálárfolyam kettőssége jellemzi

A monetáris kondíciók tekintetében a 2009 harmadik negyedéve óta megfigyelhető trendek folytatódtak (2-6. ábra). Az 1 éves reálkamat dinamikus csökkenése folytatódott, bár az ezt befolyásoló tényezők eltérően alakultak. A csökkenést alapvetően a nominális hozamok nagymértékű csökkenése okozta, míg az inflációs várakozások esetében továbbra is kismértékű emelkedés volt

megfigyelhető. 2009 vége óta a nominális hozam több mint 1 százalékkal csökkent, míg az inflációs várakozások mintegy 0,3 százalékkal emelkedtek.

2-6. ábra: Monetáris kondíciók alakulása



Megjegyzés: * Az 1 éves zérókupon-hozam és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretékintő elemzői inflációs várakozások alapján. ** Az árfolyam havi leértékelődése az euróhoz képest (2001. áprilisig a havi leértékelési ütem), korrigálva az adott hazai inflációs mutatóval és az EU harmonizált inflációjával (1997. jan. 1.=100%, a növekedés felértékelődést jelent).

A reálárfolyam erősödése folytatódott, itt azonban kevésbé volt egyértelmű és erős a trend. Tavaly év vége óta összességében több mint 7 százalékos felértékelődés volt megfigyelhető. Ez egyrészt a nominális árfolyamban áprilisig bekövetkezett mintegy 2 százalékos erősödésnek volt köszönhető. Másrészt, az infláció mértéke az elmúlt hónapokban hazánkban magasabb volt, mint az eurozónában, így a pozitív inflációs különbözet is a reálfelértékelődés irányába mutatott. A két tényező hatása közel azonos mértékű volt. Érdeemes megjegyezni, hogy az elmúlt hetekben a nominális árfolyamban bekövetkezett leértékelődés hatására várhatóan a reálárfolyam felértékelődése is megtorpan.

2. 3. A magánszektor hitelezése továbbra is visszafogott

A magánszektor hitelezése továbbra is gyenge. A vállalati hitelezés visszaesése jelentős, bár az elmúlt két negyedévhez képest lassult. A közelgő fordulat jele lehet, hogy a bankok a vállalati portfólió jelentős növelését tervezik 2010-ben. A jelenlegi szigorú hitelezési feltételek miatt azonban a jó hitelképességű vállalatok köre továbbra is igen szűk, és a feltételek közeljövőbeli enyhítésének egyelőre nincs jele. A háztartási szektor továbbra is nettó hitel-visszafizető, és úgy tűnik, hogy a lakosság hitelezésének visszaesése hosszabb időre elnyúlik. Kedvező fejlemény azonban, hogy az új hitelkihelyezésein belül a forinthitelek aránya nő.

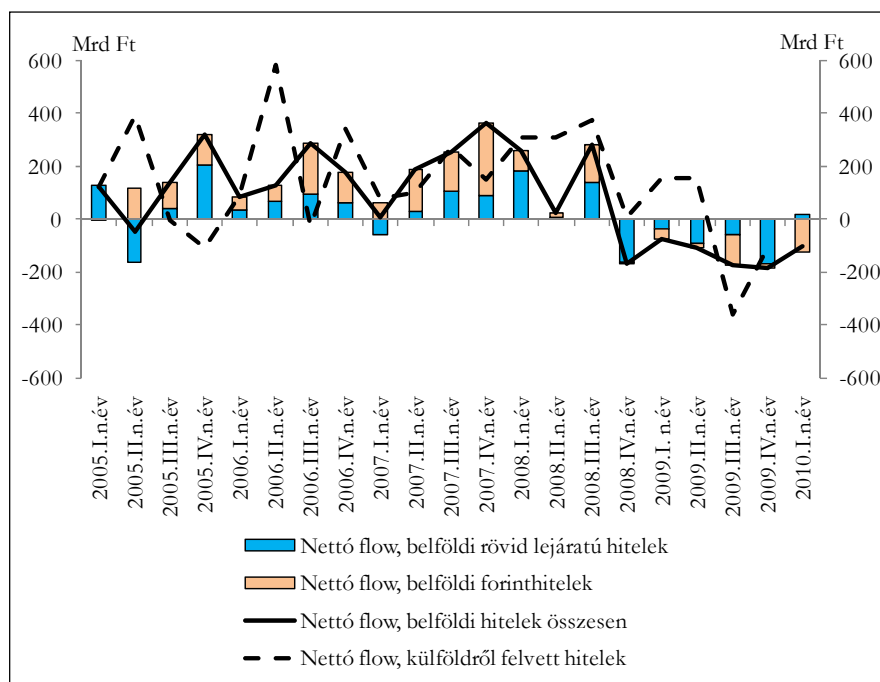
2010 első negyedévében a vállalati hitelek állománycsökkenése ugyan lassult, de március végéig így is várakozásainknál nagyobb mértékben, mintegy 103 milliárd forinttal esett vissza a nem pénzügyi

vállalatok banki forrása. Fontos fejlemény, hogy a rövid lejáratú hitelek állománya nőtt, így a visszaesés egyedül a hosszú lejáratú hitelekből adódik. A háztartási szegmensben a banki hitelezés csökkenése várakozásainknál nagyobb mértékben gyorsult, a háztartások banki hiteleinek állománya 44 milliárd forinttal csökkent az év első három hónapjában. A banki betétek a csökkenő kamatok miatt egyre kevésbé vonzóak, ami abban is megnyilvánul, hogy a háztartások 236 milliárd forintnyi betétet vontak ki a bankrendszerből, amelynek egy részét más megtakarítási formára váltották.

Vállalati hitelfelvételi és betételbepozíciós folyamatok

A vállalati hitelezés szűkülése kiemelt kockázat, és gátolhatja a gazdasági fellendülést. Ennek fényében aggasztó, hogy a vállalatok banki hitelezése összességében tovább szűkült az év első negyedében. Ugyanakkor a hitelállományon belül ezúttal csak a hosszú lejáratú hitelek csökkentek, a rövid lejáratú, főként forgóeszközhitel 2008 októberétől most először nőtt. Ez arra utalhat, hogy a hitelképes vállalatok köre már jelentősen nem szűkül, és ebben a szegmensben a hitelezés lassan normalizálódik. A 2008 vége óta tartó mérlegalkalmazkodás során a bankok a jellemzően rövid lejáratú hitelek visszafogásával tudtak élni; most úgy tűnik, hogy ez a fajta banki alkalmazkodás lassul, és a hitelképes vállalatok számára lassan bővülnek a rövid források. Másfelől a hosszú lejáratú, elsősorban beruházási hiteleknél tovább folytatódhat a hitelezés visszaesése, hiszen a vállalatok az alacsony termelési szint miatt a termelési kapacitások bővítését rövid távon nagyobb beruházások nélkül is képesek lehetnek megoldani.

2-7. ábra: A hazai bankszektor vállalati hiteleinek nettó negyedéves növekménye



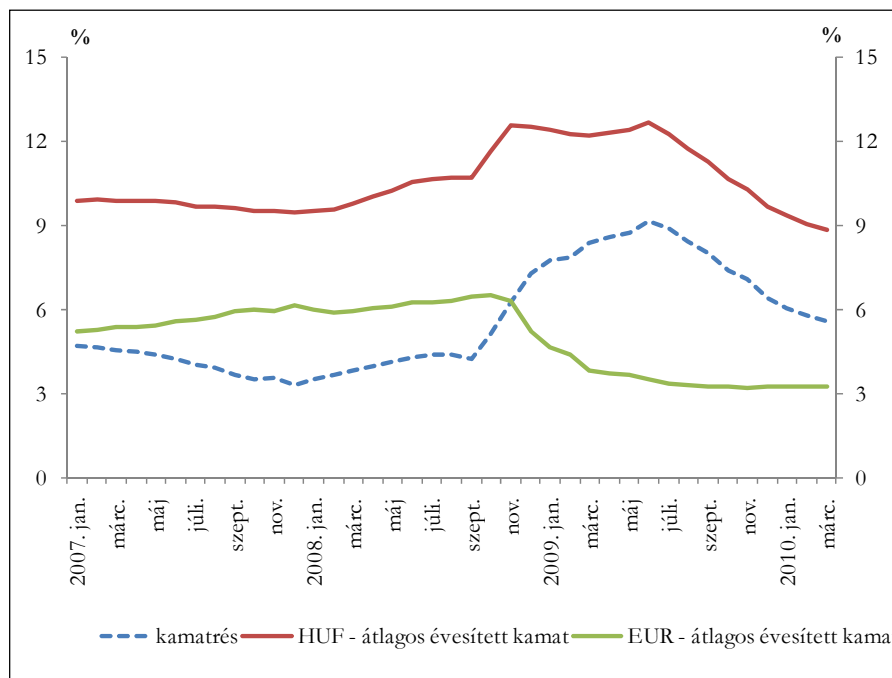
Megjegyzés: Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei. Szézonálisan nem igazított és árfolyambatással görgetetten korrigált nettó hitelállomány-bővülés.

A bankok körében végzett piacismereti felmérések¹¹ és az MNB 2010. májusi Hitelezési felmérés című kiadványa azt mutatja, hogy a bankok a vállalati hitelezési aktivitásukat érdemben bővíteni kívánják. 2010-re a vállalati hitelportfóliójukat átlagosan 6,4 százalékkal tervezik növelni, miközben

¹¹ *Jelentés a pénzügyi stabilitásról 2010. április*, 58-9. oldal.

2009-ben a vállalati hitelek 7,1 százalékkal csökkentek a bankrendszerben. A növekvő hitelkínálat az év második felétől a gazdaság élénkülése nyomán növekvő hitelkereslettel is párosulhat.

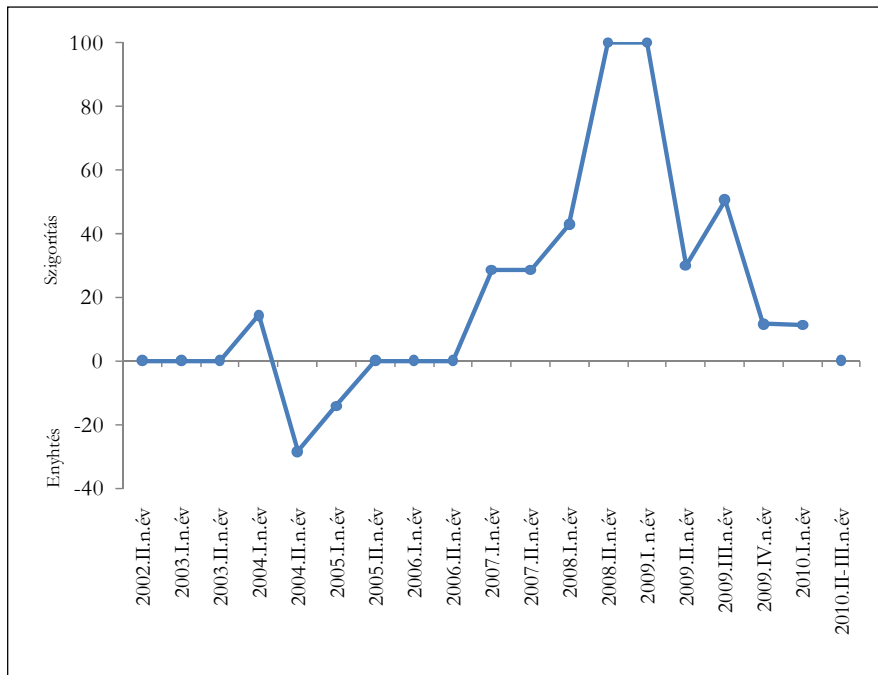
2-8. ábra: A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek átlagos évesített kamatlába



Megjegyzés: Hó végi állománnyal súlyozva.

A hitelezési feltételek 2010 első negyedévében a bankok többségében már nem szigorodtak. A forintbitelek kamata a forrásköltségek csökkenése miatt mérséklődött, azonban még így is jóval az eurohitelek kamata fölött van. A viszonylag olcsó eurohitelek azonban a szigorú feltételek miatt továbbra is csak a legjobb vállalatok szűk körének számára hozzáférhető. A hitelképesség megítélésében alapvetően két tényező számít: az elmúlt időszakok mérlegkimutatása, illetve a jövedelmezőségi kilátások. Mivel a vállalatok zömének 2009. évi mérlege rendkívül rossz képet mutat, és a jövőbeli kilátásokat továbbra is igen erős bizonytalanság jellemzi, fennáll annak a kockázata, hogy a jelenleg kevésbé hitelképes vállalatok még jó darabig kívül esnek a bankok preferált hitelezési körén.

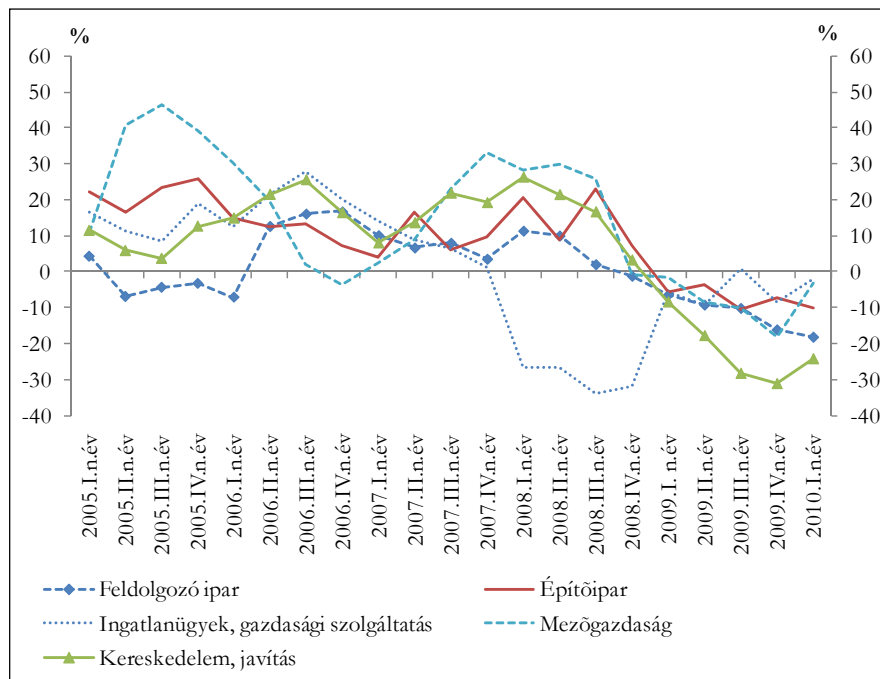
2-9. ábra: A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek nem árjellegű feltételeinek alakulása a bankszektorban



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége. 2010 II-III. negyedévére a megkérdezett bankok várakozása.

A legtöbb nemzetgazdasági ágazatnál az aggregált szinthez hasonlóak a folyamatok. Ez alól kivételt képez a feldolgozóipar és az építőipar, ahol a hitelezés visszaesése tovább gyorsult. Az építőipar esetében ez összecseng azzal, hogy a bankok egyöntetűen kerülnek a nagy ingatlanfejlesztési hitelezést. Az építőipari vállalatok nehéz helyzetét jelzi az is, hogy az évesített csődráta ebben a szektorban a többinél gyorsabban növekedett, és 2010 első negyedévében elérte a 9 százalékot.

2-10. ábra: Az egyes nemzetgazdasági ágazatokban fennálló rövid lejáratú bankhitelek éves növekedési üteme



Megjegyzés: Hitelintézetek, árfolyambatással korrigált adatok.

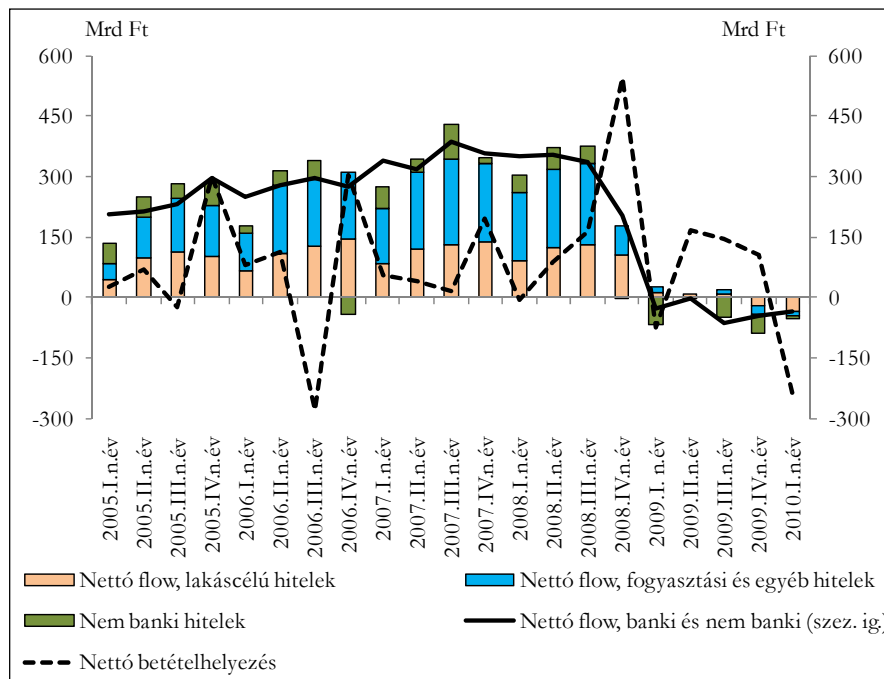
Az első három hónap alatt a vállalatok összesen 157 milliárdnyi forintbetétet vontak ki a bankrendszerből, és ezzel párhuzamosan 67 milliárd forintnyi devizabetétet helyeztek el. 2009 közepe óta ez az első alkalom, hogy a vállalatok új devizabetéteket képeztek, ami az élenkűlő exporttevékenység egyik jele is lehet. A kivont forintbetétek ugyanakkor valószínűleg a kevésbé hitelképes vállalatok számára még mindig szűkös banki hiteleket hivatottak helyettesíteni.

Várakozásaink szerint a vállalati hitelezés az éledező banki aktivitás és a közelgő gazdasági kilábalás nyomán az év második felében növekedésnek indulhat. Ezt azonban a külső gazdasági környezet bizonytalansága miatt komoly kockázatok fenyegetik.

Háztartási hitelfelvételi és betételhelyezési folyamatok

A háztartási hitelek állománya, azon belül is főleg a lakáscélú hitelek állománya gyorsulva csökkent az első negyedévben. Úgy tűnik, hogy mind a banki, mind a nem banki háztartási hitelezés visszaesése hosszabb időre elhúzódik. Ezt támasztják alá a piacismereti látogatások tapasztalatai is, amennyiben a megkérdezett bankok alig, mindössze 0,9 százalékkal tervezik növelni a háztartási portfóliójukat a 2010-es évben.

2-11. ábra: A hazai bankszektor és a pénzügyi vállalatok háztartási hiteleinek, valamint a háztartások bankbetéteinek nettó negyedéves növekménye

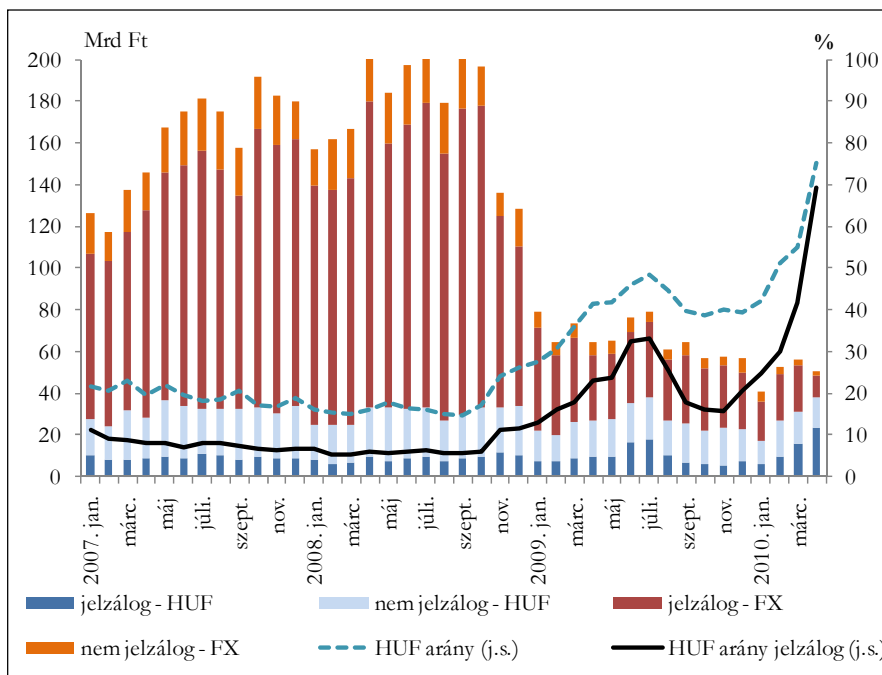


Megjegyzés: Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei és pénzügyi vállalkozások. Ellenkező jelzés hiányában szezonálisan nem igazított és árfolyambatással korrigált nettó hitelállománybővülés. A nem banki hitelkihelyezés utolsó adata előzetes érték.

2010. március 1-jén lépett hatályba a felelős hitelezésről szóló kormányrendelet, mely forintban és devizában eltérő mértékben korlátozza a hitelfedezeti arányt és a gépjárművásárlási-hitelek maximális futamidejét. Noha a rendelet hatása főleg a hitelezés újbóli megindulása esetén lesz igazán érezhető, az új szerződésű hitelek devizális összetételének változásában már most is szerepe lehetett a megváltozott szabályozásnak.

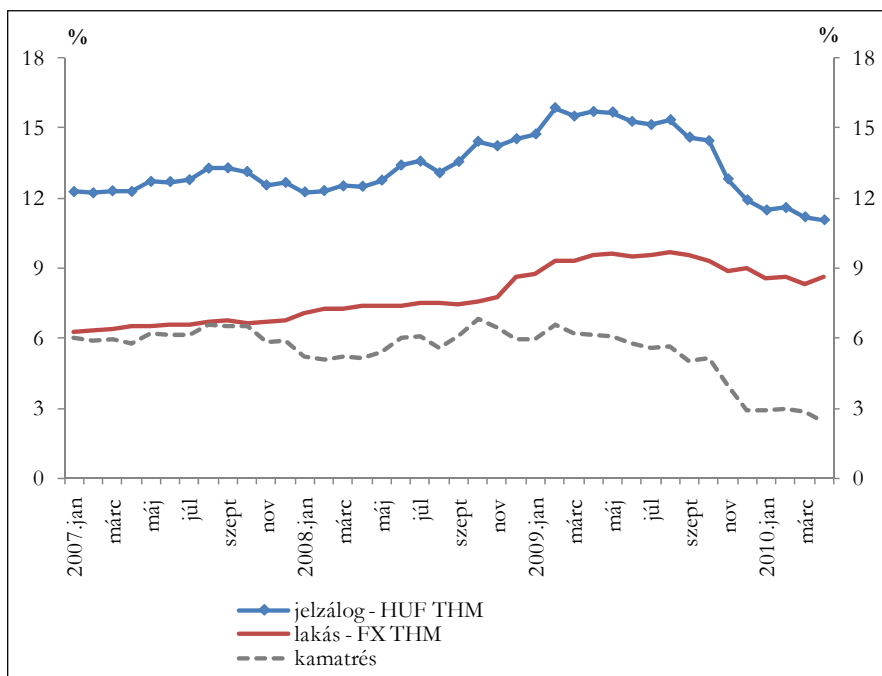
Az új szerződésű hitelek statisztikáiból az derül ki, hogy bár az új hitelek mennyisége továbbra is csekély, a forinthitelek részaránya mind a jelzáloghiteleken belül (áprilisban 69 százalék), mind az összes háztartási hitelen belül (75 százalék) egyre növekszik. Ez egyfelől a deviza- és forinthitelek kamatai közti különbség folyamatos csökkenésének tudható be, másfelől viszont az is közrejátszhat, hogy adott önerő mellett az új szabályozás értelmében több forinthitelt lehet felvenni, mint devizahitelt.

2-12. ábra: Új szerződésű lakossági bankhitelek összetétele



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

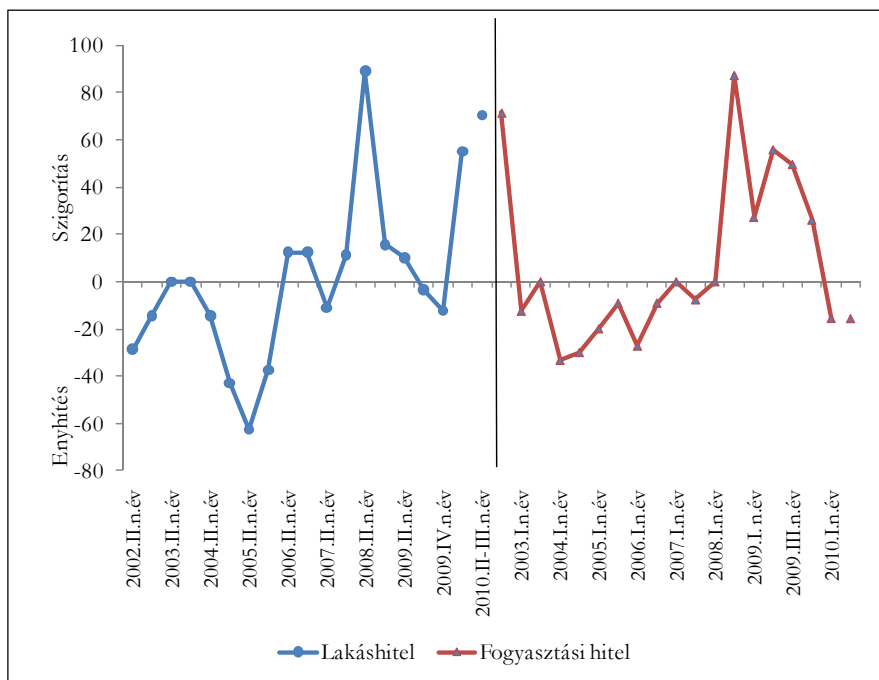
2-13. ábra: Az új folyósítású jelzáloghitelek átlagos THM-jei



A bankok a Hitezési felmérés során jelezték, hogy az első negyedévben szigorították a lakáscélú hitelek feltételein, ám ez alighanem csak a kormányrendelet által előírt kötelező szigorítás volt (a

fogyasztási hitelek feltételei nem szigorodtak). Fontos azonban kiemelni, hogy a bankok az elkövetkező félre újabb szigorítást terveznek, ami pedig a kormányrendelet második, június 11-étől hatályos részének az előírásait tükrözi. Eszerint a bankoknak forintban és devizában eltérő „hitelezhetőségi limiteket”, azaz jövedelemarányos törlesztőrészlet-plafonokat kell majd meghatározniuk.

2-14. ábra: A háztartásoknak nyújtott hitelek nem árjellegű feltételeinek alakulása a bankszektorban

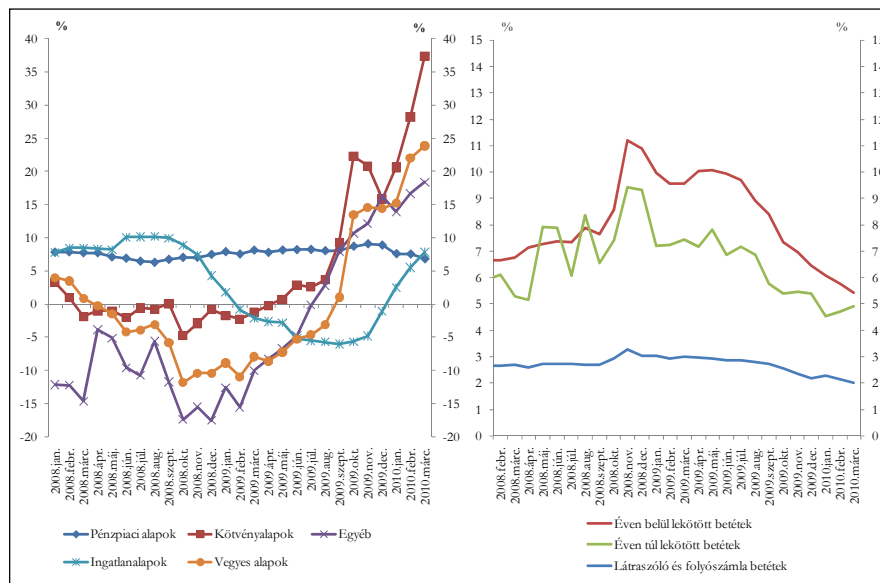


Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok (piaci részesedéssel súlyozott) arányának különbsége.

Forrás: MNB Hitelezési felmérés.

A csökkenő betéti kamatok miatt a bankbetét egyre kevésbé vonzó megtakarítási forma. Alighanem főleg ennek tudható be, hogy a háztartások három hónap alatt 236 milliárd forintnyi betétet vontak ki a bankrendszerből. A kivont megtakarítások egy részét az elmúlt hónapokban igen jól teljesítő befektetési alapokba helyezték. 2009-ben a pénzügyi piacok normalizálódásával már javult a befektetési alapok teljesítménye, így a betéti kamatok folyamatos csökkenésével párhuzamosan a befektetési jegyek mindinkább versenyképesé váltak a bankbetét típusú megtakarításokhoz képest. A tőkebeáramlás különösen a pénzpiaci és kötvényalapok esetében volt jelentős, ami részben (áttételes lakossági megtakarításként, pl. életbiztosításokon keresztül) az egyéb intézményi befektetőkhöz, részben a háztartásokhoz köthető. 2010 első hónapjaiban a lakossági bankbetétek kivonása mellett tovább nőtt a beáramlás a befektetési alapokba. A befektetési alapok portfóliójának betétaránya azonban növekedett ebben az időszakban, így a beáramló tőkének közel fele bankbetét formájában visszacsatornázódott a bankrendszerbe.

2-15. ábra: Egyes alaptípusok egyéves visszatekintő hozamai, illetve a bankbetétekre fizetett átlagos kamat



Megjegyzés: Az egyéb kategória tartalmazza a garantált, a származtatott és a nem besorolt alapok adatait. A részvényalapok hozamait szélsőséges mozgásuk miatt nem ábrázoltuk.

Forrás: BAMOSZ, MNB.

Számításaink szerint a háztartások eladósodottsága az elkövetkező negyedévekben tovább csökkenhet, és csak 2011-től várható a lakosság hitelezés újbóli bővülése.

3. Inflációs és reálgazdasági kilátások

A világkereskedelem vártnál robusztusabb helyreállása a magyar gazdaság rövid távú növekedési kilátásait is javítja. Így a hazai GDP már 2010 elején növekedésnek indulhat. A belföldi szereplők mérlegkiigazítása az elmúlt negyedévekben befejeződhetett, további érdemi mérlegkiigazításra nem számítunk. Ugyanakkor a háztartások és a vállalatok fogyasztási, beruházási döntéseit rövid távon továbbra is óvatosság jellemezheti, így a belföldi kereslet az idei évben még várhatóan gyenge marad, a gazdasági növekedéshez 2011-től járulhat hozzá pozitívan. A nemzetközi konjunktúra fokozatos talpra állásával párhuzamosan 2012-ben tovább élénkülhet a hazai növekedés.

A belső és külső keresleti feltételek kettőssége az inflációs folyamatokban is jelentkezik. Egyrészt a gyenge belföldi kereslet és a laza munkapiaci feltételek hatására a maginfláció teljes előrejelzési horizontunkon visszafogottan alakul. Másrészt a nemzetközi konjunktúra erősödése főként az energiaárakon keresztül növeli az importált inflációt. A fogyasztóiár-index a monetáris politika számára releváns időtávon a középtávú inflációs cél közelében alakulhat.

3-1. keretes írás: Az előrejelzésünkben használt új makroökonometriai modell (DELPHI)

A Magyar Nemzeti Bankban a makroökonometriai modellezésnek évtizedes múltja van. 1999-ben a NIGEM világmodell magyar blokkjának fejlesztésével kezdődött el az a munka, mely a bank által sok éven keresztül használt makroökonometriai negyedéves előrejelző modell (N.E.M.) megalkotását

eredményezte¹². A N.E.M. modellel a rendszeres előrejelzéseken kívül számos hatásvizsgálat, elemzés készült. Az elmúlt évek, különösen a globális pénzügyi válság időszakában új kihívások elé állította a N.E.M. modellt. A súrlódások és a válság hatására bekövetkező jelentős rövid távú reakciókat a szakértői rendszer a használt modelleknél jobban tudta megjeleníteni. Ezáltal szükségessé vált, hogy a szakértők által időközben a magyar gazdaság működéséről felhalmozott ismereteket ötvözzük a modell kedvező tulajdonságaival – konzisztens, transzparens keretet nyújt az előrejelzéshez.

Az elvárások felmérése után egy új modell fejlesztéséről született döntés. Ez lett a Jelentésben publikált előrejelzés elkészítéséhez is használt DELPHI (Dynamic Econometric Large-scale Prognosticator of Hungarian Inflation) modell¹³. Újdonsága mellett a DELPHI modell több szempontból is hasonló elődjéhez.

–Mindkettő modell közepes méretű makroökonometriai modell. Az egyenletek száma hasonló, igaz a DELPHI modell több blokkját tekintve is részletesebb (kb. 150 egyenlet a N.E.M. kb. 100 egyenlete helyett; a viselkedési egyenletek száma a DELPHI modellben 38, a N.E.M.-ben 29).

–A modell elődjéhez hasonlóan hosszú távon neoklasszikus kiegyensúlyozott növekedési pályára áll, azonban rövid távon a nominális súrlódások miatt új-Keynes-i tulajdonságokkal rendelkezik. A modell az állandósult növekedési állapotot jelentő hosszú táv és az előrejelzési horizontot jelentő rövid táv között képes a gazdaság felzárkózási folyamatának leírására is. A modell viselkedési egyenletei hibakorrekciós formában vannak felírva, mivel ez hasznos eszköz annak kezelésére, hogy az elméleti megkötetéseket tartalmazó hosszú távú összefüggéseket összekapcsoljuk a rövid távú Keynes-i típusú súrlódásokkal, lassú igazodásokkal.

–A modellben a potenciális kibocsátást (hozzáadott értéket) hosszú távon a rendelkezésre álló termelési tényezők és technológia határozzák meg. A keresleti hatások rövid távon eltéríthetik az aktuális kibocsátást a potenciális szinttől, azonban a többlet vagy elégtelen kereslet nominális alkalmazkodási folyamatokat is elindít.

A hasonlóságok mellett fontos a különbségek bemutatása is.

–A DELPHI modell a nemzeti számlák közti összefüggéseket maradéktalanul képezi le, azaz mind az adott perióduson belüli jövedelemáramlásokat, mind a periódusok közötti felhalmozásokat hiánytalanul számolja el.

–Az államháztartás blokkja részletesebben kidolgozott, többféle adón és kiadási tételen keresztül kapcsolódik a gazdaság többi részéhez. Ez a részletgazdagság több támpontot szolgáltat a szimulációkhoz, különösen a fiskális elemzésekhez.

–A modellbe épített hosszú távú neoklasszikus növekedési összefüggések túllendülésektől mentes dinamikát, elfogadható felzárkózási pályákat és állandósult arányokat eredményeznek.

–A DELPHI különbözik elődjétől abban is, hogy széleskörűen támaszkodik a szakértők felhalmozott tudására, az elemzők parciális összefüggéseit alapul véve biztosítja a változók közti szimultaneitást.

Az inflációs előrejelzés a modell és a szakértői tudás szoros interakciója révén jön létre: rövid távon (1-2 negyedév) a szakértői kép érvényesül. Hosszabb távon azonban alapvetően a – kalibrált és

¹² A N.E.M. modell részletes leírása a Benk Sz.-Jakab M. Z.-Kovács M. A.-Párkányi B.-Reppa Z.-Vadas G.: A Negyedéves Előrejelző Modell (N.E.M.) MNB-tanulmányban található.

¹³ A DELPHI modell leírását a közeljövőben MNB-tanulmányban publikáljuk.

becsült összefüggéseket tartalmazó – modellfutás határozza meg az előrejelzést, bár a változók viselkedésében – ahol az a historikustól eltérhet – a szakértői többletinformációt érvényesítjük.

Fontosnak tartjuk kiemelni, hogy előrejelzésünk információs bázisát a megszokottnál is nagyobb bizonytalanságok jellemzik. Ezen egy része a külső környezet megítélésének szokásos kockázataiból adódik. A belföldi kereslet alakulása tekintetében a pénzügyi közvetítő-rendszer várható aktivitását változatlanul jelentős bizonytalanságok jellemzik. Emellett azonban előrejelzésünk elkészítésekor az új kormányzat várható gazdaságpolitika intézkedéseiről sem rendelkezünk információkkal, ezért aktuális előrejelzésünket a 2010-es évre hatályban lévő költségvetési törvényre alapoztuk, míg a költségvetési folyamatok éven túli alakulását technikai kivetítések alkalmazásával számszerűsítettük.

3-2. keretes írás: Alapfeltevéseink változása

3-1. táblázat: Főbb feltevéseink változása a februári jelentéshez képest*

	2010. február			2010. május			Változás februárhoz képest (%)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Jegybanksi alapkamat (%)**	6,00	6,00	-	5,25	5,25	5,25	-0,75	-0,75	-
Forint/euro árfolyam	269,3	269,3	-	266,2	265,4	265,4	-1,1	-1,4	-
Dollár/euro árfolyam (cent)	142,8	142,8	-	135,3	134,3	134,3	-5,2	-6,0	-
Brent olajár (dollár/hordó)	79,4	84,8	-	84,4	90,4	91,8	6,3	6,6	-
Brent olajár (euró/hordó)	55,6	59,4	-	62,4	67,3	68,4	12,3	13,4	-
Brent olajár (forint/hordó)	14 970	15 990	-	16 616	17 873	18 146	11,0	11,8	-

* Éves átlagok, előretekintve a 2010. április átlagos árfolyam, illetve határidős olajár-pálya alapján.

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

Alapfeltevéseink összességében a magasabb inflációs pálya irányába változtak a februári jelentéshez képest. Az alapkamat a csökkentési ciklus eredményeképpen további 0,75 százalékponttal alacsonyabb és jelenleg 5,25 százalékos szinten áll. A forint árfolyama enyhén, a dollár/euro keresztárfolyam viszont nagyobb mértékben erősödött korábbi feltevéseinkhez képest. Ez utóbbi hatás erősítette az olaj világpiaci árának euróban kifejezett emelkedését. Az olajár-feltevésünk teljes előrejelzési horizontunkon jelentősen megemelkedett.

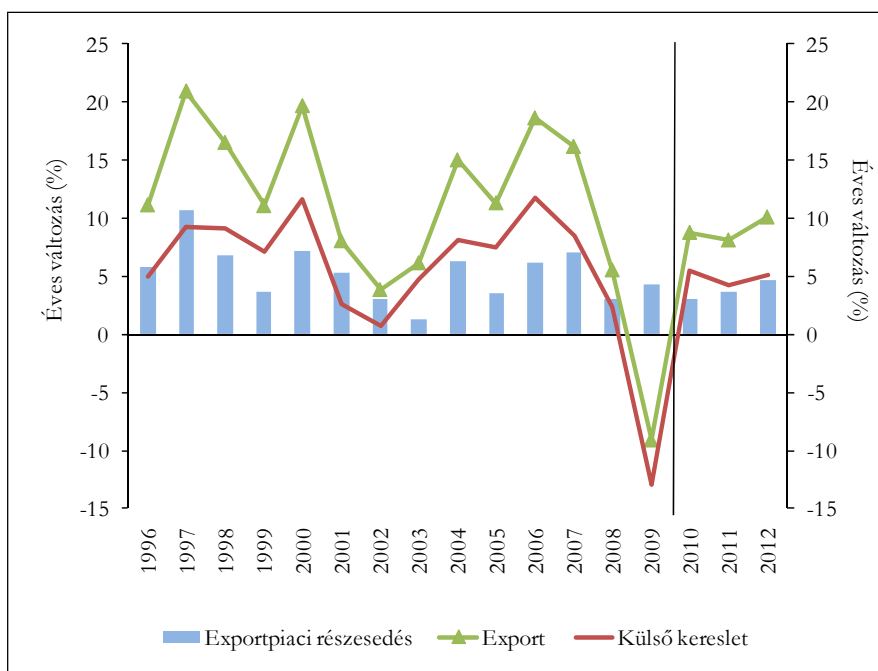
3. 1. A nemzetközi konjunktúrát követve az év elején beindul a hazai fellendülés

A világgazdasági konjunktúra továbbra is a várakozásoknál kedvezőbben alakul. Ezzel összhangban a nemzetközi intézmények 2010-re vonatkozó reálgazdasági előrejelzései is javultak az elmúlt hónapokban. Különösen a világkereskedelem bővülése multa felül a korábbi prognózisokat, ami rövid távon a magyar export markáns élénkülését eredményezheti. Ám a fellendülés továbbra is törékeny: a pozitív meglepetés elsősorban ahhoz köthető, hogy az átmenetinek tekintett növekedésélénkítő hatások (készletfeltöltés, állami gazdaságélénkítő lépések) hatása a korábban vártnál erőteljesebb és elnyújtottabb. A középtávú kilátásokat ezzel szemben ronthatja, hogy világszerte felerősödtek a költségvetési fenntarthatósággal kapcsolatos aggodalmak. Így a recesszió

elmúltával a kormányzatok a korábban tervezettnél erőteljesebb kiigazításra kényszerülhetnek, melynek hatása 2011-ben külső keresletünk lassabb bővülésében jelentkezhet¹⁴.

A külső konjunktúrában az ázsiai gazdaságok robusztus növekedése továbbra is meghatározó maradhat. Ez továbbra is két csatornán keresztül befolyásolja a magyar gazdaság kilátásait. Egyfelől elősegítheti az európai – elsősorban a német – exportszektor kilábalását, melyből beszállítóként a magyar gazdaság is profitálhat. Ezt támogathatja az utóbbi hónapokban leértékelődő euro is. Másfelől az ázsiai országok erőteljes kereslete emelheti a nyersanyagok világpiaci árát, ami azonban az importált inflációs nyomást erősítheti.

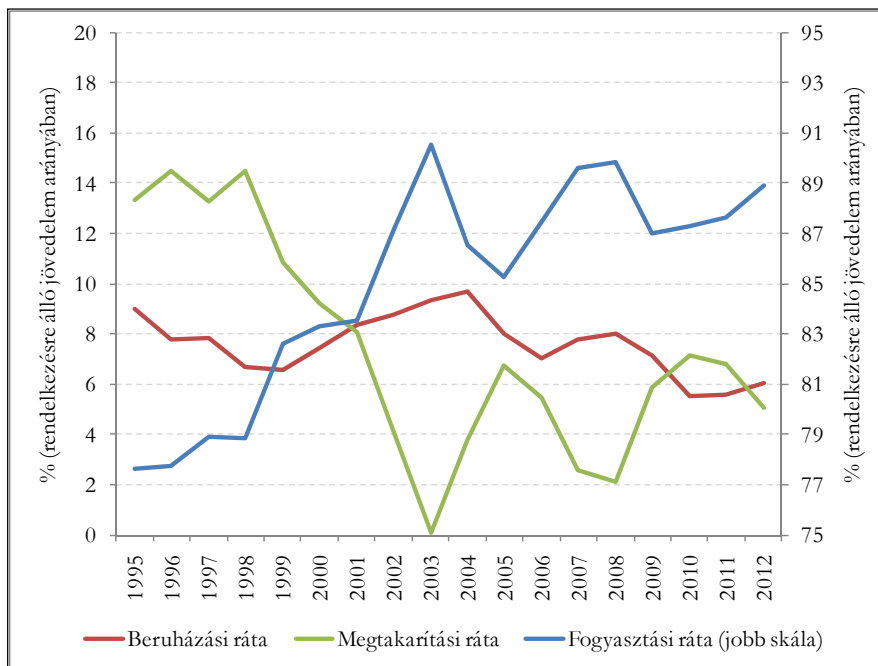
3-1. ábra: Az exportpiaci részesedés alakulása



A belső keresleti tételek közül rövid távon főként a fogyasztás alakulhat kedvezőbben korábbi várakozásainknál, melyet a közelmúltban beérkezett tényadatok is alátámasztanak. Középtávon a háztartások fogyasztási döntéseit azonban változatlanul a válság előttinél óvatosabb magatartás jellemezheti. A munkanélküliség teljes előrejelzési horizontunkon magas maradhat és a lakossági hitelezést is várhatóan a korábbiaknál szigorúbb feltételek jellemzik. A jövedelmek emelkedésével és a hitelpiac lassú élénkülésével 2011-től a háztartások fogyasztása is érezhető növekedést mutathat, ám a válság előtt jellemző magas fogyasztási ráta újbóli kialakulására a következő években nem számítunk. A lakossági megtakarítások magasabb szintje a belső források irányába mozdíthatja el a hazai gazdaság finanszírozását.

¹⁴ Fontosnak tartjuk kiemelni, hogy ezen költségvetési kiigazító intézkedések a legtöbb fejlett gazdaságban egyelőre még nem lettek bejelentve, így ennek növekedési hatásait is jelentős bizonytalanság övezi. Az intézkedések bejelentése már rövid távon is érzékenyen érintheti a magyar gazdaság exportkilátásait.

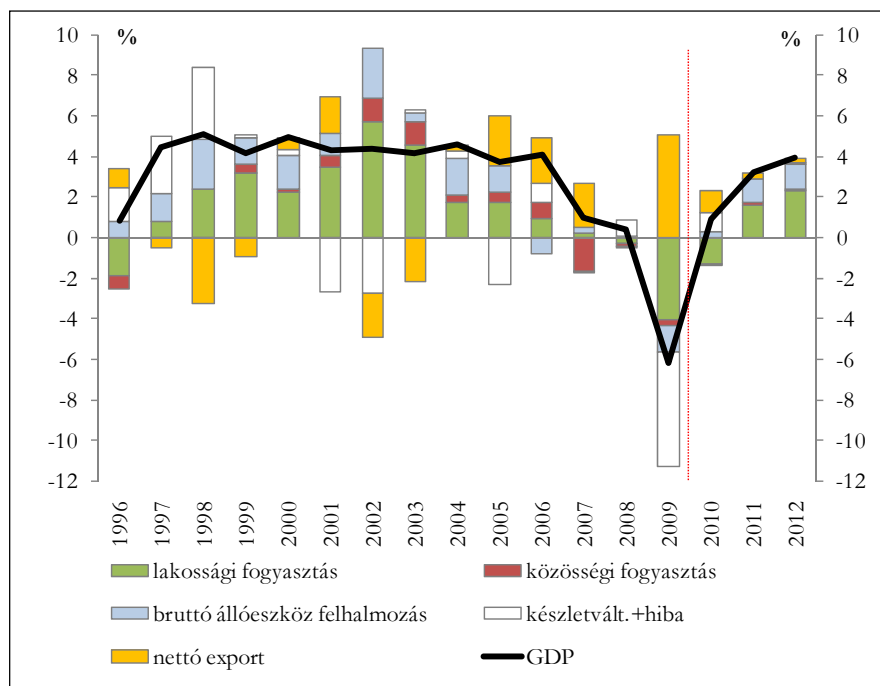
3-2. ábra: Lakossági jövedelmek felhasználása



A beruházási aktivitásról alkotott korábbi képünk érdemben nem változott. A vállalatok beruházásai csak lassan élénkülnek kihasználatlan kapacitásaik, valamint a finanszírozás korlátai miatt. A lakossági beruházásokat a háztartások gyenge jövedelmi pozíciója, a tartósan magas munkanélküliség és a gyenge hitelaktivitás korlátozza. Ennek megfelelően 2010-ben elsősorban állami infrastrukturális fejlesztések és néhány nagyberuházás (pl. a kecskeméti Mercedes-gyár) hatására bővíthetnek a nemzetgazdasági beruházások. A kedvezőbbé váló konjunkturális feltételek inkább 2011-től ösztönözhetik érdemben az állóeszköz-felhalmozást. A készletfelhalmozás növekedési hozzájárulása ugyanakkor markánsabb lehet 2010-ben, mint arra korábban számítottunk. A 2009. évi készletleépítést követően 2010-ben a kereslet vártnál erőteljesebb élénkülése a készletállomány újbóli felépítését teszi szükségessé.

Összességében javultak a 2010-re vonatkozó növekedési várakozásaink, melyet a külpiazi élénkülésen túl a belső kereslet elmúlt hónapokban megfigyelt, vártnál kedvezőbb alakulása is támogat. Mivel a külső kereslet erős bővülésében az idei év elején egyszeri tényezők – a készletek újbóli feltöltése főbb exportpartnereinknél – is szerepet játszhattak, ezért az év közepén a gazdasági kilábalás az első negyedévinél lassabb ütemben folytatódhat. 2011-12-ben már a belső kereslet bővülése is támogatja a hazai növekedést, miközben a nettó export növekedési hozzájárulása fokozatosan mérséklődik. A kibocsátási rés teljes előrejelzési horizontunkon negatív, bár korábbi várakozásainkhoz képest gyorsabban záródhat (lásd a 3-2. keretes írást). Ezzel együtt a hazai realgazdasági folyamatok továbbra is alacsony keresleti oldali inflációs nyomást indokolnak.

3-3. ábra: A gazdasági növekedés szerkezete



3-3. keretes írás: Revíziók a magyar gazdaság potenciális növekedésének előrejelzési horizontunkon várható alakulásában

Legutóbb – a globális pénz- és tőkepiaci válság kapcsán – 2009 augusztusában vizsgáltuk felül a potenciális kibocsátásról alkotott képünket¹⁵. Augusztusban a következő hatásokat vettük figyelembe.

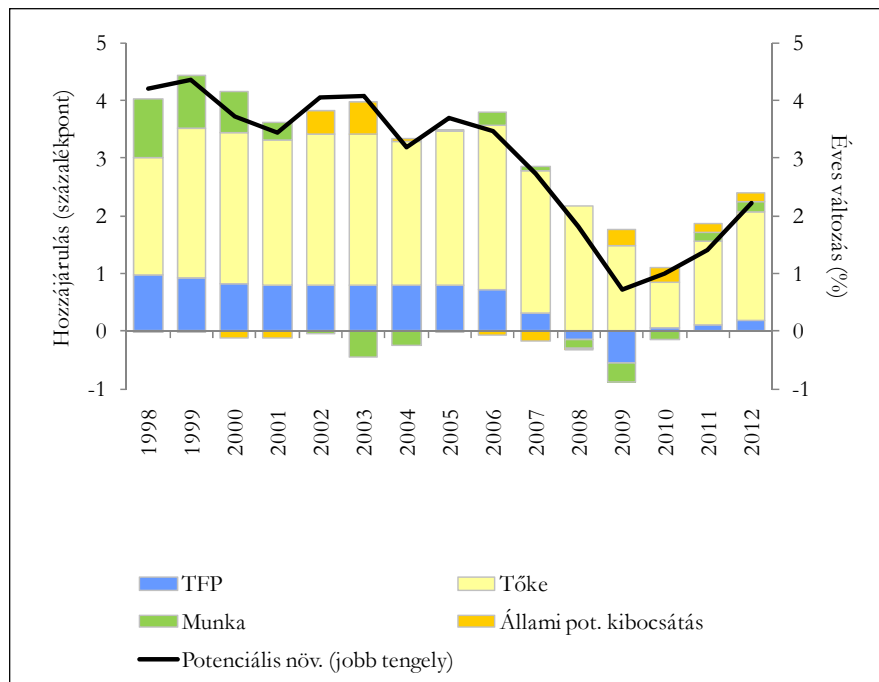
- *A tőkepiacon* a megemelkedő kockázati prémium eredményeként a vállalati beruházások visszaesésével számolunk. Ezt a potenciális növekedést visszafogó hatást erősíti, hogy a már meglévő kapacitások egy része tartósan feleslegessé válik, és egy teljes éven keresztül – 2009 során – a szokásosnál nagyobb ütemben értéktelenedik el. Emellett a válság fiskális kiigazító lépések megtételét tette szükségessé. A fiskális politika a kormányzati beruházások visszafogásán keresztül csökkentheti, míg a kockázati prémium csökkenésén keresztül javíthatja hazánk növekedési potenciálját.
- *A munkapiacon* a hosszabb recesszió következtében tartós munkanélküliség alakul ki, ami csökkentheti az aktivitási hajlandóságot. Ezt részben kompenzálhatja a visszaeső jövedelmek hatására kitolódó effektív nyugdíjkorhatár, illetve a munkakereslet és -kínálat élénkítését célzó fiskális intézkedések hatása.
- *A hatékonyság* (TFP) szintje a forgóeszközhitelek befagyásával 2008 végén visszaeshetett, és a korábbinál lassabb ütemben folytatódhat 2010 közepétől a felzárkózás.

A tavalyi év közepe óta beérkezett makrogazdasági indikátorok döntően megerősítették az idősor múltjában végrehajtott revízióinkat. A gazdaság nominális alkalmazkodása – a trendinfláció és bérek alakulását tekintve – az elmúlt negyedévekben többnyire várakozásainknak megfelelően alakult. Ugyanakkor a potenciális növekedés jövőben várható élénkülésével kapcsolatban az elmúlt negyedévek új információkat is szolgáltatottak. A csődráták a tavalyi évi magas szintekről még az idei

¹⁵ Ld.: Jelentés az infláció alakulásáról, 2009. augusztus, 3-2. keretes írás.

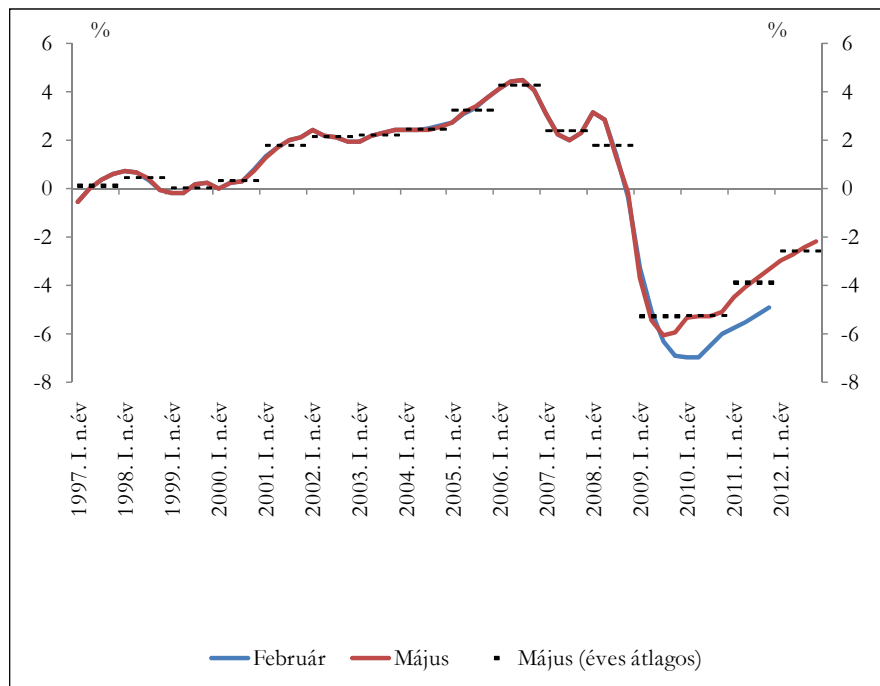
évben is emelkedtek, miközben a vállalatok – korábbi várakozásainkkal ellentétben – még az idei évben is változatlanul szigorú hitelfeltételekkel szembesülhetnek. Ennek megfelelően a pénzügyi válságnak a termelőkapacításokra gyakorolt hatása az eddig feltételezettnél tartósabb lehet, azaz 2010-ben is folytatódhat a feleslegessé váló kapacitások szokásosnál magasabb ütemű leértékelődése. Ezzel összhangban a potenciális növekedésről kialakított rövid távú képünk korábbi várakozásainknál némileg alacsonyabban alakulhat, és várakozásaink szerint csak 2012-ben éri el a jelenlegi feltételek mellett hosszabb távon fenntarthatónak tekinthető 2,5 százalékos körüli ütemet.

3-4. ábra: A potenciális növekedés összetevői (aktuális becslésünk)



A potenciális kibocsátás alacsonyabb növekedése és a javuló reálgazdasági előrejelzésünk eredményeként a negatív kibocsátási rés aktuális becslésünkben az idei évben korábbi képünkénél kevésbé negatív lehet. A változtatások eredményeként a hazai gazdaság kibocsátása februári feltevéseinknél hamarabb érheti el a termelési tényezők optimális kihasználása mellett érvényesülő potenciális kibocsátási szintet. Azonban tekintve, hogy ennek időpontja 2013-2014 lehet, így a kibocsátási rés továbbra is teljes előrejelzési horizontunkon negatív marad.

3-5. ábra: A kibocsátási rés alakulása aktuális és korábbi előrejelzésünkben
(a potenciális kibocsátás százalékában)



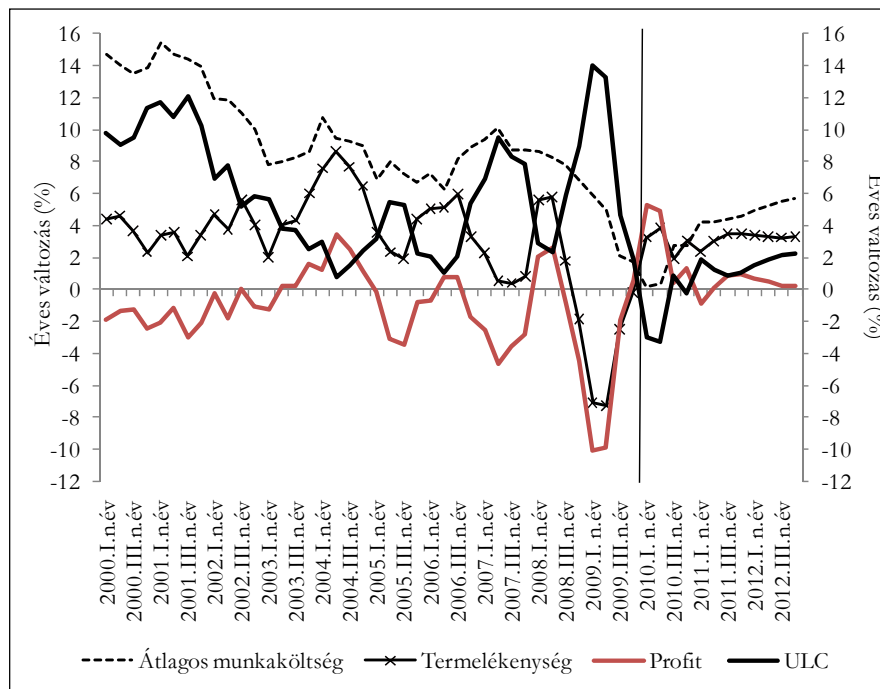
3. 2. Javuló konjunktúra mellett is tartósan magas munkanélküliség várható

A munkapiaci folyamatokat továbbra is az határozhatja meg, hogy a vállalatok a válság során visszaeső jövedelmezőségük helyreállítására törekcszenek. A válságból való kilábalás során is lassú foglalkoztatásnövekedésre és visszafogott bérezésre számítunk. A munkapiaci feltételek alakulása azonban – különösen rövid távon – érdemi ágazati eltéréseket mutathat.

A visszaesés időszakában jellemző munkaerő-tartalékolás mérsékelte a munkanélküliség növekedését. Ennek következménye, hogy a vállalatok a kezdődő fellendülésre elsősorban nem létszámbővítéssel, hanem a meglévő munkaerő-tartalékok intenzívebb foglalkoztatásával reagálhatnak. A foglalkoztatottság újbóli növelésének igénye először a külső keresletre termelő vállalatok esetében jelentkezhethet, így ezen ágazatokban már az idei év közepétől új felvételekre is sor kerülhet, amit a szolgáltató ágazatok foglalkoztatottságának emelkedése csak 2011-től követhet. Ugyanakkor az elmúlt években meghozott szabályozási változások a munkapiaci aktivitás növekedése irányába hatnak. Így várakozásaink szerint az állásukat elvesztők zöme továbbra sem vonul ki a munkapiacról, ezért előrejelzési horizontunkon tartósan magas maradhat a munkanélküliségi ráta.

A laza munkapiac hozzájárulhat ahhoz, hogy a béremelések üteme a fellendülés időszakában is mérsékelt maradjon. A külső és belső konjunkturális folyamatok kettőssége a munkapiacon is éreztetheti hatását. Így a létszámbővülés mellett a feldolgozóiparban a bérek élénkülése is hamarabb jelentkezhethet, mint a szolgáltató ágazatokban. A két szektor bérdinamikája a belső kereslet talpra állásával, 2011-től közeledhet egymáshoz, amit követően 2012-ben 5 százalék fölötti bérnövekedésre számítunk a versenyszférában. A versenyszféra reálbéreinek növekedése a teljes előrejelzési horizontunkon elmaradhat a termelékenység bővülésétől, így jelentős inflációs nyomásra a munkapiac felől nem számítunk.

3-6. ábra: A fajlagos bérköltség és összetevőinek alakulása a versenyszférában



3. 3. Az erősödő importált inflációs hatások miatt az inflációs cél elérése kitolódik

A hazai reálgazdasági és munkapiaci folyamatok alacsony maginflációt vetítenek előre. Ezzel szemben a vártnál erőteljesebb nemzetközi konjunktúra főként az energiaárakon keresztül növeli az infláció importált komponensét. Az erősödő importált inflációs hatások a változatlanul alacsony trendinfláció mellett is lassítják a rövid távon várható dezinflációt, így az elmúlt évi indirektadó-intézkedések árindexemelő hatásának kiesésével az éves infláció az év második felében is a 3 százalékos cél fölött maradhat. A 3 százalékos inflációs cél elérése 2011 közepére tolódhat, míg a monetáris politika számára releváns időtávon (5-8 negyedév) a fogyasztóiár-index a középtávú inflációs cél körül alakulhat.

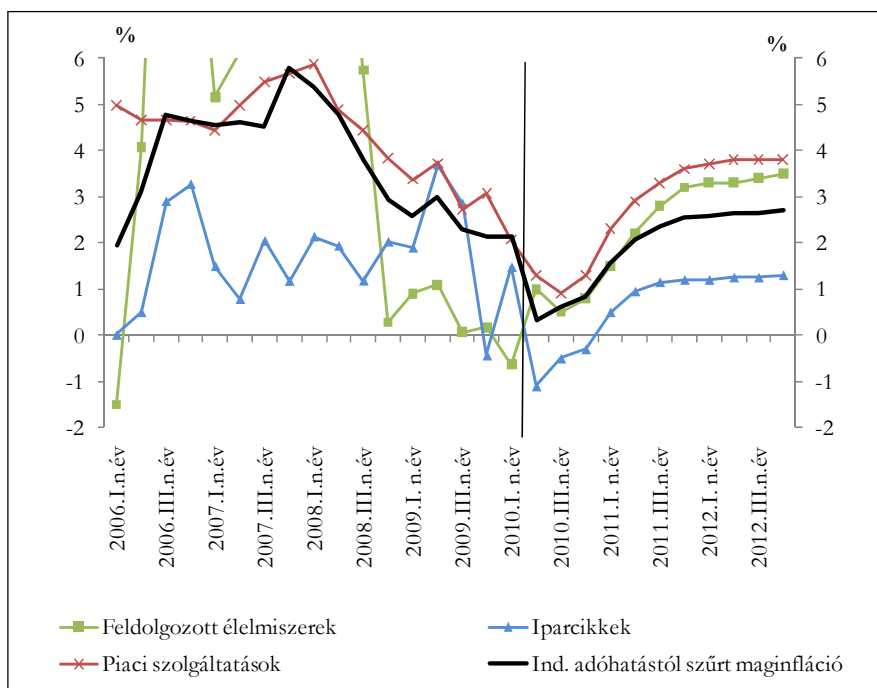
A maginfláció előrejelzési horizontunkon historikusan alacsony mértéket érhet el. A gyenge belső kereslet továbbra is számottevő árleszorító hatással bír az árazási döntésekben. Az alacsony inflációt támogatják a laza munkapiaci feltételek, melyek a korábbi éveknél visszafogottabb bérdinamikát eredményezhetnek a következő években. A negatív kibocsátási rés teljes előrejelzési horizontunkon dezinflációt indokolna. Ám a kibocsátási rés mértékével kapcsolatos bizonytalanság, és a továbbra is magas inflációs várakozások miatt úgy véljük, hogy a vállalkozások a belső kereslet élénkülésére már kismértékű áremeléssel is reagálhatnak. Ezért 2011-től a maginfláció trendjének enyhe emelkedésére számítunk.

A maginfláció tételei közül különösen a piaci szolgáltatások dezinflációja lehet markáns. E termékkör trendinflációja 2010-ben várhatóan historikusan alacsony lesz. 2011-től a belső kereslet helyreállításával élénkül az árak dinamikája, de a korábbi években megszokottnál jóval lassabb maradhat a szolgáltatások inflációja. Az iparcikkek körében a gyenge kereslet árleszorító hatását támogathatja a tavalyinál erősebb árfolyamszint is. A világpiacon élelmiszerárak a határidős jegyzések alapján 2011-től indulhatnak növekedésnek, ami a feldolgozott élelmiszerek inflációját is emelheti.

Inflációs nyomást leginkább a világgiazi nyersanyagárakban érzékelünk, mely a vártnál robusztusabb világgazdasági kilábaláshoz lehet köthető. Az olajár-emelkedés hatását erősíti az euro (és vele a forint) dollárral szembeni gyengülése is. Főként az olaj drágulása áll a szabályozott árakra (elsősorban gáz, távhő) vonatkozó magasabb előrejelzésünk mögött. Ezen túl az olajár a termelői árakon keresztül a maginflációt is emeli.

A trendinflációs folyamatok az éves árindexben csupán a 2009. júliusi indirektadó-emelések átmeneti hatásának kifutásával válnak nyilvánvalóvá. Ezzel összhangban 2010 közepétől az éves inflációs ráta várhatóan jelentős csökkenést mutathat, de még az idej év végén is a középtávú inflációs célt számottevően meghaladó árindexre számítunk. Az inflációs cél elérése 2011 közepére tolodhat, míg a monetáris politika számára releváns időtávon a cél közelében alakulhat az infláció. Éven túli időhorizonton – technikai alapfeltevéseink alkalmazásából adódóan – az importált inflációs hatások egyre kisebb szerepet játszanak az infláció alakulásában, ám 2011 elejétől a belföldi kereslet élénkülésével párhuzamosan a maginfláció trendjében is fordulatot valószínűsítünk. Bár a hazai gazdaság kibocsátása várhatóan teljes előrejelzési horizontunkon a potenciális szintje alatt marad, ám egy élénkülő keresleti környezetben lehetőség nyílt a korábban elhalasztott áremelések egy részének realizálására, így a maginfláció 2012-ben gyorsulást mutathat.

3-7. ábra: Trendinflációs folyamatok alakulása
(szezonálisan igazított, évesített negyedéves növekedés)



3-2. táblázat: Inflációs előrejelzésünk időbeli lefutása*

	Súly	2010. I. n.év	2010. II. n.év	2010. III. n.év	2010. IV. n.év	2011. I. n.év	2011. II. n.év	2011. III. n.év	2011. IV. n.év	2011. I. n.év	2011. II. n.év	2011. III. n.év	2011. IV. n.év
Feldolgozatlan élelmiszer	5,8	1,1	-4,5	4,2	7,0	5,2	4,0	5,1	4,7	4,3	4,1	3,8	3,5
Járműüzemanyag és piaci energia	7,6	21,3	21,1	15,3	15,7	8,1	3,5	2,6	2,9	2,7	2,5	2,4	2,4
Szabályozott árak	16,7	6,5	8,0	8,1	9,7	10,6	9,3	6,8	5,2	4,2	4,0	3,9	3,8
Maginfláció	70,0	4,8	4,1	1,6	1,3	1,0	1,3	1,7	2,1	2,4	2,5	2,6	2,6
Fogyasztói árindex	100,0	6,0	5,4	3,8	4,1	3,4	3,0	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9

* Az aggregátumokat láncindexálással számoltuk.

3. 4. A belföldi kereslet élénkülésével párhuzamosan a külső finanszírozási képesség fokozatos csökkenésére számítunk

Az előttünk álló negyedévekben már mérséklődhet a gazdaság külső finanszírozási képessége. A 2010-ben folytatódó készletfeltöltés, majd a fogyasztásban várt lassú felívelés egyaránt növekvő importkeresletet vetítenek előre, az egyre élénkülő külső kereslet hatására azonban a reálgazdasági egyenleg többete továbbra is magas maradhat. Várakozásaink szerint a jövedelemegyenleg alakulásában sem tükröződik még idén a vállalati profitok emelkedése. A kamategyenleg ugyanis éves szinten tovább javulhat a forint- és eurohozamok előrevetített pályája mentén. Az Európai Uniótól érkező támogatások tekintetében korábbi képünk nem változott. Az EU-transzferek 2009-hez hasonlóan számottevő mértékben járulhatnak hozzá a külső finanszírozási képességhez. Előrejelzésünk szerint a külső finanszírozási képesség érdemi csökkenésére csak 2012-től számíthatunk. A belföldi kereslet élénkülésével párhuzamosan a reálgazdasági többlet fokozatos mérséklődését vetítjük előre. A jövedelemáramlásokban ugyanakkor egyre markánsabban megjelenhet a külföldi tulajdonosoknak utalt profit emelkedése.

3-3. táblázat: A külső finanszírozási képesség szerkezete

(a GDP arányában, százalék, ha másképpen nem jelezzük)

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

A 2009-ben jelentősen bővülő belföldi (nettó) megtakarítások – összhangban a külső egyensúlyi pozíció feltételezett dinamikájával – 2010 egészét tekintve még magas szinten maradhatnak. Ebben az évben ugyanis még igen visszafogott lakossági fogyasztással és tovább mérséklődő hitelfelvétellel, a vállalatokat tekintve pedig csak lassan élénkülő beruházási aktivitással számolunk. A gazdasági növekedés beindulásával párhuzamosan már mérséklődhet a magánszektor finanszírozási képessége. A számottevő mértékű EU-transzfer ugyanakkor a vállalatok nettó megtakarítói pozíciójának hosszabb távon történő fennmaradását eredményezheti.

3-4. táblázat: Az egyes szektorok GDP-arányos nettó finanszírozási képessége

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

*A kibővített államháztartás az állami költségvetésen kívül tartalmazza az önkormányzatokat, az ÁPV Rt.-t, a kváziállami 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. 5. Inflációs és növekedési kockázatok

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

A külső kereslet élénkülését továbbra is törekenynek tartjuk. A következő évek globális konjunktúrájára adott előrejelzésünket alappályánkban a főbb nemzetközi intézmények prognózisaira alapoztuk. Ezek szerint a következő években a globális növekedést lassú, de fokozatos élénkülés jellemezheti. Ugyanakkor a fejlett gazdaságokat a kormányzati gazdaságélénkítő programok eredményeképp az elmúlt években jelentős államadósság-növekedés jellemzi. A jelenlegi folyamatok arra utalnak, hogy a befektetői döntések során a fiskális fenntarthatósági szempontok egyre hangsúlyosabbá válhatnak, ami miatt már rövid távon is jelentős fiskális kiigazító lépések lehetnek szükségesek. Ennek megfelelően a külső kereslet jelenleg érzékelt élénkülésének fenntarthatóságával kapcsolatban jelentős kockázatokat látunk. A kiigazítások hatására 2011-től a fejlett gazdaságok belső kereslete az alappályában feltételezettnél lényegesen visszafogottabban bővíülhet. A visszafogottabb konjunktúrális környezet a globális inflációt is mérsékelheti, ami a hazai folyamatok tekintetében alacsonyabb importált inflációs nyomást eredményezne. Összességében ez a scenárió az alappályában felvázoltnál kedvezőtlenebb GDP-pályát és alacsonyabb inflációt eredményezne a magyar gazdaság számára.

Bár az inflációs várakozások alakulására becsült mutatóink fokozatosan csökkennek, még jelenleg is magasabbak, mint a középtávú inflációs cél mértéke, és meghaladják a régió tartósan alacsony inflációt felmutató országainak hasonló értékeit is. A jelenség hátterében a kedvezőtlen hazai inflációs múlt és a magyar inflációt a recessziós periódusban is magasán tartó jelentős egyedi sokkok állhatnak. Tekintve, hogy a magyar infláció a rendszerváltás óta huzamosabb ideig még nem tartózkodott a 3%-os inflációs cél közelében, bizonytalan lehet annak megítélése, hogy egy újból növekedési fázisba lépő gazdaságban a kitűzött inflációs cél milyen mértékben tudja orientálni a gazdasági szereplők árazási és bérezési döntéseit. Az inflációs várakozások lassú alkalmazkodása érdemi felfelé mutató kockázatokat jelenthet inflációs alap-előrejelzésünkhöz képest, míg hatása a GDP-pályára közel semleges.

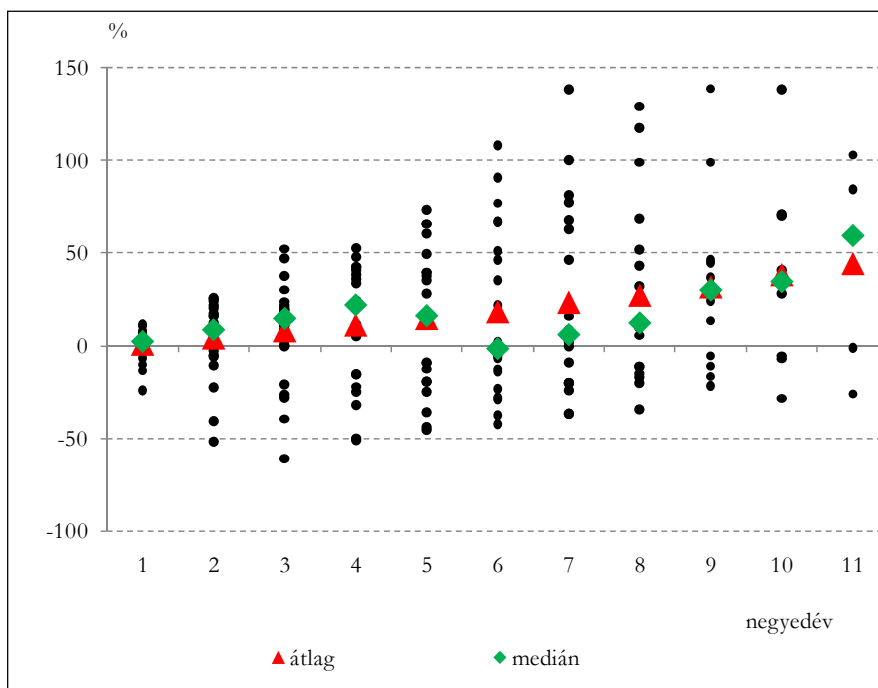
Harmadik kockázati scenárióunkat az olajárak várható alakulására alkalmazott technikai alapfeltevésünk jelentős múltbeli hibája indokolja. A határidős árak az elmúlt 20 évben torzított

előrejelzői voltak a tényleges ármozgásoknak (a jelenségről bővebben lásd a 3-3. keretes írásunkat). A torzítás különösen a monetáris politika időhorizontjain mutatkozott jelentősnek. A futures árak előrejelző-képességének javítására a nemzetközi irodalom számos lehetőséget ajánl, aminek alkalmazása különösen egy dinamizálódó külső kereslet feltevése mellett lehet indokolt. Alternatív szcenáriónkban a legegyszerűbben számszerűsíthető – a múltbeli átlagos előrejelzési hibákkal korrigált – alternatívát vettük figyelembe. Ezen pálya mentén a várható olajárpálya meredeksége a teljes előrejelzési horizonton pozitív, ami az infláció tekintetében különösen 2012-höz közeledve jelent erős felfelé mutató kockázatokat, míg a GDP-pálya esetében a kockázati eloszlás az alacsonyabb növekedés irányába mutat.

3-4. keretes írás: Az alkalmazott olajár-feltevésünk előrejelzési tulajdonságai

Az inflációs jelentésekben 2003 augusztusa óta az olajra vonatkozó alapfeltevésünket a határidős árak alapján számoljuk.¹⁶ Az azóta eltelt évek tapasztalatai azt bizonyítják, hogy ezek az alapfelvételek csak igen nagy hibával jelezték előre a későbbi olajárváltozásokat. A hibák különösen hosszabb, 1-2 éves előrejelzési horizonton bizonyultak jelentősnek és mutattak számottevően egy irányba (lásd 3-8. ábra).

3-8. ábra: Az olajár feltevés hibája különböző előrejelzési horizontokra
(az előrejelzés százalékában)



Megjegyzés: az olajár alapfeltevés hibáját a 2004. I. negyedévi inflációs jelentéstől vizsgáltuk.

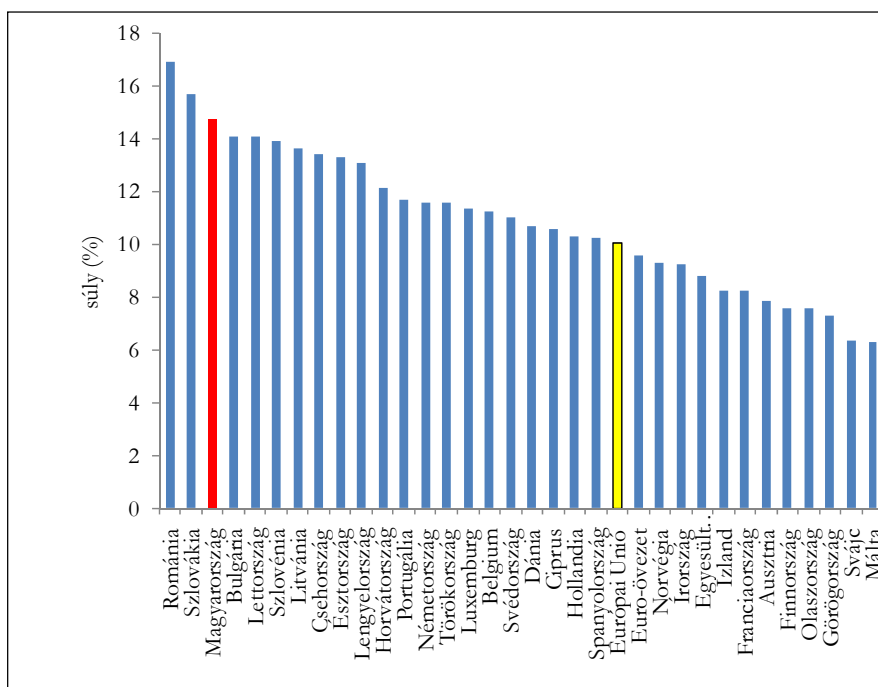
A hiba összefüggésben van azzal, hogy a monetáris politika számára releváns időhorizonton a határidős árak általában ellaposodnak, vízszintessé válnak, így nem képesek megragadni az olajárak várható dinamikáját. Ez ahhoz vezethet, hogy szokásos előrejelzési horizontunk végén az olajárakból várhatóan begyűrűző inflációs hatást alulbecsülhetjük.

¹⁶ Korábban a konstans olajár feltevést használtuk, ami a véletlen bolyongást feltételező viselkedésnek felel meg.

Nemzetközi tanulmányok hosszabb, a '90-es évek elejétől induló idősorok alapján szintén kimutatják, hogy a határidős árak rosszul jelzik előre a későbbi olajárakat. Azt találják, hogy hosszabb horizontokon szisztematikusan *alábecsülik* a várható olajárakat.¹⁷ Az eszközárzásra épülő elméleti megfontolások is amellet szólnak, hogy a határidős árak nem jól jelzik előre az azonnali (azaz spot) árat. Ugyanis megmutatható, hogy a spotárak várható értékénél a határidős árak alacsonyabbak lesznek, mégpedig az olajkészletek tartásával kapcsolatos kockázati prémium miatt.¹⁸

Mivel a magyar inflációra az energiaáraknak számottevő, és a fejlett országokhoz képest nagyobb a hatása (3-9. ábra), ezért az inflációs előrejelzés pontosságát alapvetően befolyásolhatja, hogy az általunk használt olajár-feltevésnek milyen az előrejelző képessége. Ezért, bár a legtöbb jegybank a határidős olajárakat használja alapfeltevésként, mégis megvizsgáltuk, milyen alternatív módszerek léteznek, amivel jobb olajár-feltevés adható. A javasolt módszer segítségével alakítottuk ki egyik kockázati pályánkat.

3-9. ábra: Az energiaárak súlya a fogyasztóiár-indexben különböző európai országok esetén



Megjegyzés: gáz, áram, ténbő, fűtő- és üzemanyagok összesen.

A legfrissebb tanulmányok több olyan módszert mutatnak be, amelynek a határidős áraknál jobb az előrejelző képessége. E módszerek közül az egyik legegyszerűbbet választottuk az alternatív olajár-feltevésnek, amelyben a múltbeli átlagos előrejelzési hibával korrigáljuk a határidős árakat, így a múltbeli szisztematikus torzítás kiküszöbölhető. Ez az előrejelzési hiba a horizonttól függ – minél távolabbi időszakra vonatkozik, annál nagyobb –, de az előrejelzés készítés időpontjától nem.¹⁹ Az

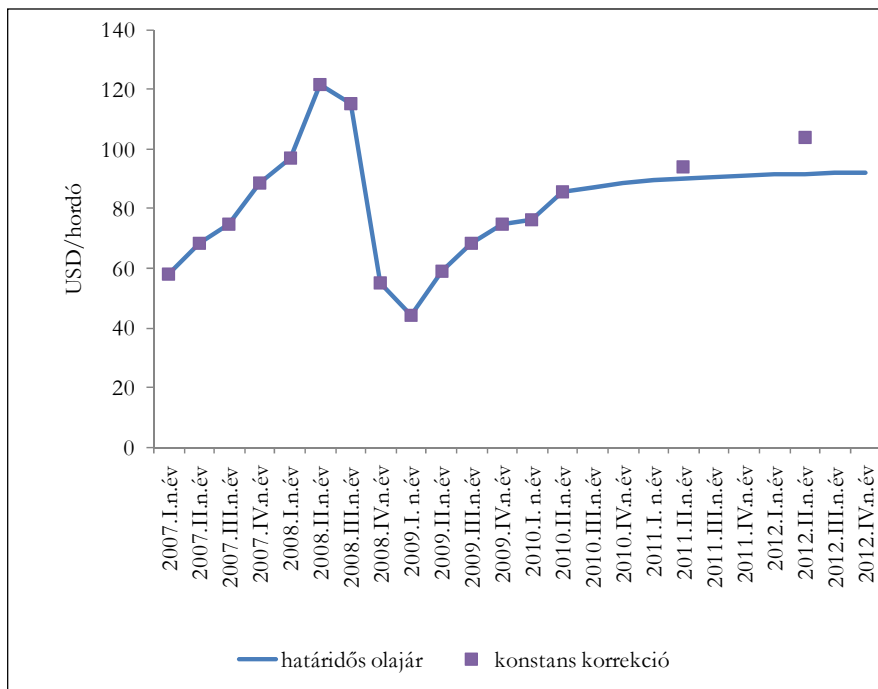
¹⁷ Coimbra, Carlos és Esteves, Paulo Soares (2004), „Oil Prices Assumptions in Macroeconomic Forecasts: Should We Follow Futures Market Expectations?”, *Banco de Portugal*, WP4-04.

¹⁸ Pindyck, Robert (2001), „The dynamics of commodity spot and futures market: a primer”, *The Energy Journal*, vol. 22, pp. 1-29.

¹⁹ Ennek egy alternatívája, ha időben változó értékekkel korrigáljuk a határidős árakat, például a konjunktúra állapotát is figyelembe vesszük (ld. Pagano és Pisani (2009), „Risk-Adjusted Forecasts of Oil Prices”, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Volume 9, Issue 1, Article 24.

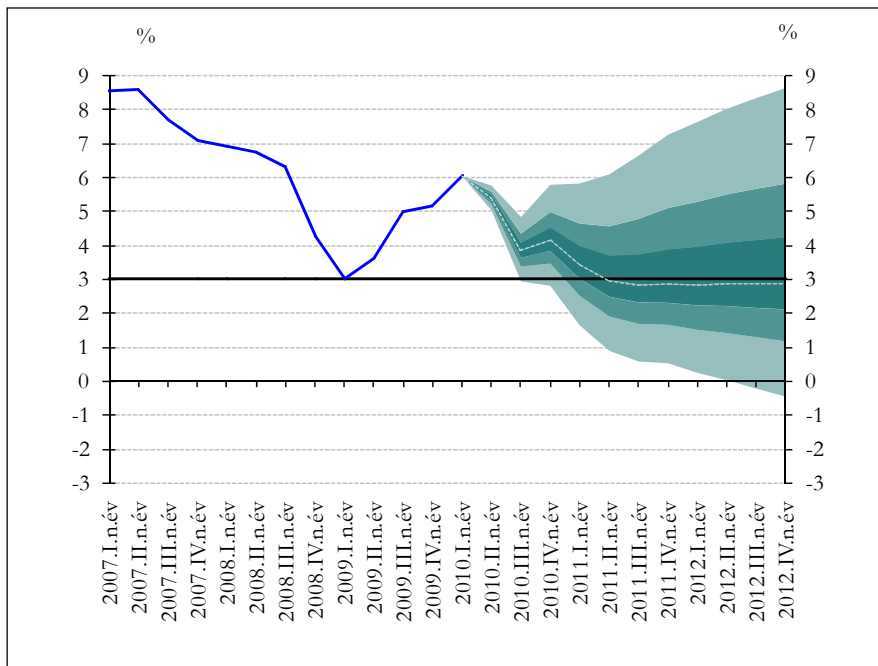
irodalomban szereplő becslések alapján a módszert követve egy éven belül gyakorlatilag nem kell módosítani a határidős árat, míg 1 éves horizonton kb. 4 dollárral, 2 éves horizonton pedig kb. 12 dollárral kell felfelé korrigálni azokat (3-10. ábra).

3-10. ábra: A kockázati pályában használt korrigált határidős olajárfeltevés és az alappályában használt korrigálatlan határidős olajár
(áprilisi átlagok alapján)



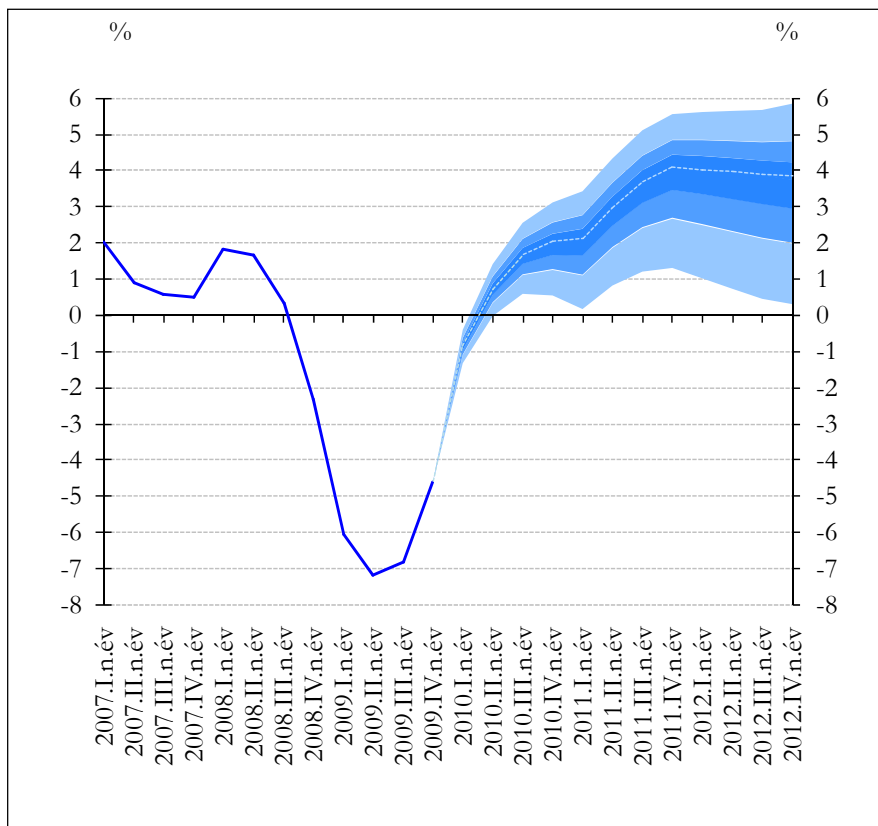
Össességében az infláció esetében – a várakozások lassú alkalmazkodása és az olajárakra alkalmazott feltevésünk alacsonyabb infláció irányába való torzítása miatt – erős felfelé mutató kockázatokat érzékelünk, míg a növekedés kockázati eloszlása 2011-től az alacsonyabb GDP-dinamika irányába mutat.

3-11. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



3-12. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája

(szezónálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok)



3-5. táblázat: Előrejelzésünk változása 2010. februárhoz képest

	2009	2010		2011		2012	
	Tény	Előrejelzés					
		Február	Aktuális	Február	Aktuális	Február	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ¹	4,1	3,2	3,0	1,3	1,6	-	2,5
Fogyasztóiár-index	4,2	4,4	4,9	2,3	3,0	-	2,9
Gazdasági növekedés							
Külső kereslet (GDP alapon)	-4,3	1,1	1,5	2,1	2,0	-	2,3
Háztartások fogyasztási kiadása	-7,6	-3,9	-2,6	2,7	3,0	-	4,3
Állóeszköz-felhalmozás	-6,5	1,8	1,4	5,0	5,5	-	6,0
Belföldi felhasználás	-11,5	-1,6	-0,2	2,9	3,1	-	3,9
Export	-9,1	5,8	8,8	9,0	8,1	-	10,1
Import	-15,4	4,7	8,1	8,8	8,4	-	10,7
GDP*	-6,3	-0,2	0,9	3,4	3,2	-	3,9
Külső egyensúly²							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	0,2	-0,4	-0,6	-0,4	-0,9	-	-1,4
Külső finanszírozási képesség	1,6	1,6	1,4	2,0	1,4	-	0,8
Államháztartás²							
ESA egyenleg ³	-4,0	-4,2 (-4,0)	-4,5 (-4,3)	-4,3 (-4,1)	-3,9	-	-2,9
Munkapiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	0,5	2,4	2,7	3,9	4,4	-	5,4
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	-2,5	-0,8	-0,8	0,1	0,3	-	0,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	4,4	3,6	4,2	3,9	4,4	-	5,4
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	-3,8	-1,7	-1,6	0,1	0,4	-	0,9
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	8,2	-1,2	-1,4	0,3	1,2	-	2,0
Lakossági reáljövedelem**	-4,6	-2,7	-2,9	2,0	2,5	-	3,0

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

² A GDP arányában.

³ Zárójelben a költségvetésben lévő tartalékok teljes zárólása mellett elérhető hiány. Alapelőrejelzésünkben nem számoltunk a felhalmozott adósságok átváltásából adódó kockázatokkal.

⁴ Pénzforgalmi szemléletben.

⁵ A KSH munkaerő felmérése szerint.

⁶ Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonálisának hatásaitól tisztított adatok szerepelnek.

⁷ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéretett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

* Naptári dátussal nem korrigált adatok

** MNB-becslés

3-6. táblázat: Előrejelzéseink összevetve más prognózissal

	2010	2011	2012
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2010. május)	4,9	3,0	2,9
Consensus Economics (2010. május) ¹	3,9 - 4,5 - 5,6	2,7 - 3,0 - 3,7	-
Európai Bizottság (2010. május)	4,6	2,8	-
IMF (2010. április)	4,3	2,5	2,6
OECD (2010. május)	4,5	2,3	-
Reuters-felmérés (2010. május) ¹	4,2 - 4,5 - 4,9	2,4 - 3,0 - 3,7	2,3 - 2,8 - 3,4
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2010. május) ⁴	0,9	3,2	3,9
Consensus Economics (2010. május) ¹	(-1,0) - (-0,1) - 1,2	1,5 - 2,6 - 3,5	-
Európai Bizottság (2010. május)	0,0	2,8	-
IMF (2010. április)	-0,2	3,2	4,5
OECD (2010. május)	1,2	3,1	-
Reuters-felmérés (2010. április) ¹	0 - 0,7 - 1,5	1,5 - 2,7 - 3,4	-
Folyó fizetési mérleg egyenleg (a GDP %-ában)			
MNB (2010. május)	-0,6	-0,9	-1,4
Európai Bizottság (2010. május)	-0,2	-0,3	-
IMF (2010. április)	-0,4	-1,0	-2,1
OECD (2010. május)	0,8	-0,4	-
Államháztartás egyenlege (ESA-95 szerint, a GDP %-ában)			
MNB (2010. május) ⁶	-4,5 (-4,3)	-3,9	-2,9
Consensus Economics (2010. május) ¹	(-4,4) - (-5,0) - (-6,3)	(-3,0) - (-4,1) - (-4,7)	-
Európai Bizottság (2010. május)	-4,1	-4,0	-
IMF (2010. március)	-3,8	-2,8	-
OECD (2009. november)	-4,5	-4,3	-
Reuters-felmérés (2010. május) ¹	(-4,1) - (-5,1) - (-6,5)	(-3,0) - (-4,4) - (-8,5)	-
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2010. május)	5,5	4,3	5,2
Európai Bizottság (2010. május) ²	4,5	5,1	-
IMF (2010. április)	3,0	3,2	-
OECD (2010. május) ^{2,3}	6,7	6,9	-
Kükereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2010. május)	1,5	2,0	2,3
Európai Bizottság (2010. május) ²	1,4	2,0	-
IMF (2010. április) ²	1,5	2,3	2,5
OECD (2010. május) ^{2,3}	1,9	2,4	-
Euroövezet GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2010. május) ⁵	1,0	1,4	1,5
Európai Bizottság (2010. május)	0,9	1,5	-
IMF (2010. április)	1,0	1,6	-
OECD (2010. május)	1,2	1,8	-

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

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

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

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

⁴ Napközi adatokkal nem korrigált adatok.

⁵ MNB által rendszeresen megfigyelt eurozóna tagokból képzett aggregátum.

⁶ Zárójelben a költségvetésben lévő tartalékok teljes zárólása mellett elérhető biány. Alapelőrejelzésünkben nem számoltunk a felhalmozott adósságok átválalásából adódó kockázatokkal.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. (London), 2010. május); European Commission Economic Forecasts (2010. május); IMF World Economic Outlook (2010. április); IMF Country Report No. 10/80 (March 2010); Reuters-felmérés (2010. május); OECD Economic Outlook No. 87 (2010. május).

3. 6. Az államháztartási egyenleg alakulása

Költségvetési előrejelzésünkkel kapcsolatban fontosnak tartjuk, hangsúlyozni, hogy a 2010-es folyamatok megítélésénél alapvetően a hatályos költségvetési törvényből indultunk ki, miközben figyelembe vettük az első négy hónap folyamatait és az egyéb rendelkezésünkre álló információkat. Ugyanakkor mivel 2011-12 vonatkozásában nem rendelkezünk költségvetési törvénnyel vagy egyéb hivatalos információval a gazdaságpolitika várható irányáról, ezért ezen időtávon technikai feltételezésekkel éltünk, változatlan költségvetési politikát feltételezve²⁰.

Az ESA-szemléletű költségvetési hiány csökkenő trendje 2009-ben megtört, alap-előrejelzésünk szerint pedig 2010-ben a hiány emelkedésére számítunk. A költségvetés megmaradt tartalékainak felhasználása esetén 4,5 százalékos, teljes törlése esetén 4,3 százalékos GDP-arányos ESA-egyenlegre számítunk, a költségvetési törvényben rögzített hiánycél nem teljesül. Elfogadott költségvetési törvény híján a 2011-12-re vonatkozó előrejelzésünk elsősorban a makrogazdasági folyamatok hatásait tükrözi, a kormányzat diszkrecionális intézkedései tekintetében pedig technikai kivetítéseket alkalmaztunk. Alap-előrejelzésünk szerint az ESA-szemléletű egyenleg 2011-től ismét csökkenő pályára kerülhet. A fokozatosan csökkenő hiánypálya alapjai (1) a kibocsátási rés záródásával emelkedő bevételek, (2) az elsődleges kiadások mérsékelt ütemű emelkedése, (3) az önkormányzati egyenleg – a várt (beruházási) ciklushoz kapcsolódó kiadáscsökkenés és a 2009-2010-ben lecsökkent központi támogatási szinthez való további alkalmazkodás miatti – javulása, illetve (4) a kedvezően alakuló hozamgörbéből eredő, kamatkiadásokon elért megtakarítások. Mindazonáltal a technikai szabályainkból adódóan csökkenő hiánypályát jelentős kockázatok övezik, azaz tényleges megvalósulása csak akkor tekinthető valószínűnek, ha a kormányzat a ciklikus pozíció javulásából adódó mozgásteret nem használja fel a meglévő feszültségek mérséklésére. Amennyiben azonban a költségvetéshez kapcsolódó kockázatok részben vagy egészben realizálódnak, akkor a hiánycsökkenés vagy magasabb kiinduló szintről kezdődhet, vagy stagnáló pályára is válhat.

A strukturális deficit alakulását leginkább megragadó, ciklikusan igazított SNA-típusú jelzőszámunk alakulása azt mutatja, hogy 2010-ben a gazdasági ciklus és az átmeneti, kiegészítő tételek hatásával korrigálva a költségvetési pozíció a GDP 0,7 százalékaival javulhat. Így a gazdasági ciklus és az átmeneti tételek együttes hatásával korrigálva 2,4 százalékos strukturális hiányszint alakulhat ki. Az ESA-egyenleg és a ciklikusan igazított SNA-típusú mutató alakulása közötti elnyílást a PPP-konstrukcióban épülő autópálya beruházások kifutásán felül többek között a magánnyugdíjpénztárból visszalépők befizetéseinek és a jegybanki eredménynek az eltérő számbavétele okozza.

2011-ben és 2012-ben a strukturális egyenleg további javulására számítunk, jelentősen csökkenő ESA-deficit mellett. Erre az időszakra feltételezzük a kvázifiskális tevékenységek jelentős csökkenését, továbbá azt is, hogy az önkormányzati alrendszerben a korábbi választási ciklusokra jellemző kiugazítás megismétlődik. A kiugazítás mértéke az önkormányzati alrendszerben nagyobb

²⁰ A főbb bevételek, illetve a makrogazdasági változóktól függő kiadások (pl. nyugdíj, kamatkiadások) előrejelzését a makrogazdasági prognózisunkkal összhangban készítettük el, figyelembe véve a már ismert és elfogadott intézkedések hatását. A nem makrogazdasági változóktól, hanem kormányzati döntésektől függő kiadások esetében alapvetően a törvényi előirányzatot alapul véve alakítottuk ki előrejelzésünket, ez képezi technikai előrevetítésünk alapját. Az állami kiadások nagy részénél azzal a feltevéssel éltünk, hogy a kiadások jelentős része reálértelemben a potenciális reálnövekedési ütemmel változik. Ezt tekintettük a ciklusra semleges kiindulópontnak, ez azonban azt eredményezi, hogy a kibocsátási rés záródásának időszakában a GDP-arányos kiadások csökkennek. Vannak azonban olyan kiadási tételek, amelyeknél a már ismert determinációk alapján pontosabb előrejelzést tudunk adni. Ilyen tételek például a családi támogatások, vagy a lakástámogatás, ahol a már korábban meghozott intézkedések biztosítják az alacsony növekedési dinamikát.

lehet a korábbi ciklusokra jellemzőnél, mivel a szokásos beruházási cikluson felül a 2009-2010-ben végrehajtott költségvetési forráskivonáshoz is igazodnia kell az alrendszernek. Az MNB eredményével kapcsolatos elszámolásra csak 2012-ben kerülhet sor az ESA-egyenlegben.

A strukturális deficit javulásában továbbra is szerepe lesz az uniós forrásbevonásnak, ugyanis azt feltételezzük, hogy az uniótól kapott források a teljes előrejelzési horizonton mérséklék a saját forrású állami beruházási kiadásokat.

3-7. táblázat: Az államháztartás egyenlegmutatóinak* alakulása²¹

		2009	2010		2011	2012
		előzetes	Tartalékokkal	Tartalék törléssel	Előrejelzés	Előrejelzés
1. ESA egyenleg*	Tény/várható	-4,0	-4,5	-4,3	-3,9	-2,9
	Hivatalos cél	-3,9	-3,8	-3,2	-2,6	
2. Kiegészített (SNA) egyenleg		-4,6		-5,0	-3,9	-2,7
3. Ciklikus komponens		-1,5		-2,6	-2,1	-1,6
4. Ciklikusan igazított kiegészített (SNA) egyenleg**	4 = 2 - 3	-3,1		-2,4	-1,8	-1,1
memo: ESA elsődleges egyenleg	1-kamatkiadás	0,7		-0,3	0,0	0,8
memo: bruttó államadósság		78,3		77,6	76,1	73,3

*A potenciális GDP-becslésünk áttekintésével a költségvetés ciklikus igazításához használt módszereinket is újrabecsültük, ami a 2009-s évre is revíziókat eredményezett a februári inflációs jelentésünkben publikált adatokhoz képest.

Az ESA-hiányra vonatkozó előrejelzésünk februári jelentésükhöz hasonlóan tartalmaz tartalékot a teljes időhorizontra. 2010-ben még rendelkezésre áll az 50 milliárd forintos kamatkockázati tartalék, 2011-2012-re pedig technikai kivétítésként a GDP 0,15 százalékpontja körüli tartalékot feltételeztünk.

A ciklikusan igazított SNA-hiány erőteljesen javulhat előrejelzési horizontunkon

2009-ben a gazdasági ciklus és az átmeneti, kiegészítő tételek hatásával korrigált strukturális deficit a GDP 3,1 százalékát tette ki. A mutató 2010-ben 2,4 százalékra javulhat, majd 2011-2012-ben évente további 0,6 százalékponttal csökkenhet.

3-8. táblázat: A ciklikusan igazított strukturális egyenleg 2010 és 2012 között változásának felbontása a változást okozó tényezőkre (intézkedésekre)
(a GDP arányában)

Kamat és MNB eredmény változása	-0,3
Adókiengedés (szja sávhatár változása)	0,6
Önkormányzatok beruházási ciklusa	-0,4
Nyugdíjkiadás változása (parametrikus)	-0,3
Fejzeti és intézményi kiadások változása	-0,2
Determinált kiadások változása	-0,3
Kvázi-fiskális kiadások változása	-0,2
Egyéb változások	-0,1
Intézkedések és a feltevések hatása összesen	-1,2

²¹ A tartalékkal és a tartalék nélkül számolt mutatóknak a stabilitási és kamatkockázati tartalékban tér el egymástól.

A ciklikusan igazított SNA-mutató csökkenése azt mutatja, hogy az intézkedések révén mennyivel javul az államháztartás tartósnak tekinthető pozíciója. Előrejelzésünk szerint a javulás 2011-12-ben összességében 1,2 százalékpontot tesz ki. Ez csak akkor valósul meg, ha két feltételezésünk teljesül. Egyrészt azzal számoltunk, hogy a hivatalos körön kívül végzett PPP-beruházások megszűnnek, másrészt alapesetben feltételeztük, hogy a költségvetési szerveknél és az egészségügynél az elmúlt évek alacsony kiadásai csak mérsékelt ütemben emelkednek. Ez azonban függ attól, hogy a kiadások kordában tartását a hatékonyság javulásával, vagy a teljesítmény csökkentésével sikerül-e elérni, illetve utóbbi esetben ez fenntartható-e. A ciklikusan igazított strukturális egyenleg tágabb kategória, mint az ESA-egyenleg, így természetesen magában foglalja az ESA-egyenlegre ható legtöbb tényezőt, de ezen felül számos korrekciós tényezőt tartalmaz.

2010-es változás összetevői

2010-ben a kvázifiskális beruházások – autópálya-építés PPP-konstrukcióban – kifutása a kiegészített SNA-egyenleg javulása irányába hat – ennek hatás mintegy 0,5 százalékponttal egyenleg javulás lenne – ugyanakkor az eredményszemléletű (SNA-típusú) államháztartási egyenleg 0,9 százalékponttal romlik, mely hatások eredőjeként alakul ki a teljes egyenleg 0,4 százalékos romlása. A ciklus hatása azonban 2009-hez képest 1,1 százalékponttal nagyobb mértékben járul hozzá az egyenleg romlásához, így a ciklikusan igazított SNA-mutató már javulást jelez, így 2010-re a maastrichti kritérium közelébe kerül a strukturális egyenleg. Az eredményszemléletű egyenleg 2010. évi változását alapvetően ugyanazok a tényezők okozzák, amelyek az ESA-deficit növekedését.

Az ESA elszámolás szerinti egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk fontosabb tényezői

A költségvetési törvény a pénzforgalmi hiányt a GDP 4 százalékában határozta meg, amelyhez 3,8 százalékos ESA-egyenleg tartozik. A tervezett hiány a GDP 0,6 százaléka körüli rendkívüli tartalékokat tartalmazott (stabilitási és kamatkockázati tartalék), azaz az ESA-egyenleget 3,2 százalékos hiányra tervezte a kormányzat a költségvetési alapfolyamatok alapján.

A 2009. évi ESA-egyenleg korábbi előrejelzéseinknek megfelelően alakult, a márciusi túlzotthiány-eljárásra vonatkozó ún. EDP-jelentés szerint a GDP 4,0 százaléka lett. A 2009. évi alapfolyamatok legfontosabb tényezője a bevételek jelentős alulteljesülése. Különösen a társas vállalkozások adóbefizetése tért el jelentősen a trendtől, de a személyijövedelemadó-befizetéseknél is volt negatív meglepetés. Az áfabevételek ezzel ellentétesen alakultak, sokkal kevésbé estek vissza, mint amit a fogyasztás változása indokolt volna.

2010 első negyedében a bevételek és a kiadások egyaránt várakozásaink felett alakultak, kedvező képet mutat az áfabevétel alakulása, ugyanakkor a jövedéki adó és az szja-bevételek elmaradtak várakozásunktól. A költségvetési intézmények és fejezeti kezelésű kiadási előirányzatoknál nem láthatóak a jelei a kitűzött kiadáscsökkentési folyamat megkezdésének, miközben utóbbinak fontos szerepet szánt a kormányzat az eredeti költségvetési hiánycél eléréséhez. A kiadási oldalon halmozódnak a hiány elfutásának irányába mutató kockázatok, illetve néhány kormányzati lépés már az első hónapokban addicionális kiadásnövekedést okozott a törvényi előirányzatokhoz képest.

Számításaink szerint a makrogazdasági és költségvetési alapfolyamatokból adódóan a GDP 1,1 százalékpontjával lehet magasabb a deficit a tervezettnél. Így a 3,8 százalékos hiánycél helyett a tartalékok teljes elköltése esetén 4,9 százalékos GDP-arányos ESA-hiány adódna. A stabilitási tartalék végleges zárolása a hiányt 4,5 százalékra hozza le, a kamatkockázati tartalék jövőbeni végleges zárolásával lenne elérhető a 4,3 százalékos ESA-hiány. Az eltéréshez kisebb részben a bevételek alulteljesülése, nagyobb részben a kiadások várható felülteljesítése járul hozzá. Az utóbbi elsősorban az egyes kiadási tételek alultervezése okozza, illetve utólagos kormányzati intézkedések

többletköltsége (pl. gáz- és távhő támogatás időbeli kiterjesztése, állami közlekedési vállalatok támogatása stb.).

A bevételek alakulását meghatározó makrogazdasági folyamatok a korábban gondoltnál kedvezőbbé válhatnak, de idén még elmaradás érzékelhető az előirányzatokhoz képest

Korábbi feltételezésünkkel szemben a gazdaság már 2010-ben növekedési pályára áll, de a ciklus hatását tompítja, hogy a növekedés összetétele a költségvetési bevételek szempontjából még kedvezőtlen, ugyanis a bevételeket leginkább meghatározó bérek és fogyasztási kiadások a nominális GDP-től elmaradó mértékben bővülnek. Az összetételhatás időben előrehaladva fokozatosan kedvezőbb lehet. 2011-ben a fogyasztás már kismértékben meghaladja a gazdasági növekedés ütemét, a keresetek dinamikája ekkor még alacsonyabb lesz, 2012-ben pedig már a bértömeg növekedése is felzárkózik a gazdasági növekedés üteméhez.

Idén a törvényi előirányzatokhoz képest bevételkieséssel számolunk a személyi jövedelemadónál, a társasági adónál, a jövedéki adóknál és az illetékbevételeknél. 2010 első negyedévében a bevétel elmaradt a várakozásunktól, annak ellenére, hogy az állami szektorban a korábban bejelentett keresetkiegészítések kifizetésére már sor került. Itt továbbra is bizonytalanságot jelent, hogy a béren kívüli juttatások megadóztatásából származó bevételek nagysága és időbeli lefutása miképp alakul az év hátralévő részében. Úgy becsüljük, hogy a sávhatár 2011. évi felemelésének hatása a GDP 0,7 százalékaára tehető.

A társasági adóbevételt az adott évben nyereséges vállalatok profitja és korábbi évekről elszámolt vesztesége határozza meg. Az adott évben veszteséges vállalatok eredményének ezzel szemben nincsen hatása az adóbevételre, csak később, amennyiben majd nyereségesé válnak. 2009-ben a vállalatok befizetése nagyobb mértékben esett, mint összevont működési eredményük, ami elvben csak akkor fordulhat elő, ha profittömegük jobban csökken, mint veszteségtömegük.²² Ez azt is jelenti, hogy a költségvetés az adóbevétel kiesését már nagyobb mértékben „realizálta”, ezért a veszteségelhatárolásokon keresztül késleltetett hatás kisebb lesz. Más szóval, a következő években a társasági adó a 2009-ben elért alacsony szintről gyorsabban zárhat vissza, mint a vállalatok működési eredménye.

A jövedéki adók esetében a dohánytermékek jövedéki adójának mintegy 30 milliárd forint összegű előrehozatala 2009-re, valamint az üzemanyagok fogyasztásánál látható visszaesés hatása miatt a GDP 0,2 százaléka körüli adóbevétel-kieséssel számolunk, megjegyezve, hogy ez a becslés arra a feltevésre épül, hogy a 2010 első negyedévében érzékelhető üzemanyagfogyasztás-visszaesés az év hátralévő időszakában tompul. Az illetékbevételeknél az első negyedévi visszaesés technikai kivetítését hajtottuk végre, ennek eredményeképpen közel 0,1 százaléknyi GDP-arányos bevételkiesés adódott.

A fontosabb adónemek közül a járulékbévételek összességében a várakozásainknak megfelelően alakultak, 2010-re nem érzékelünk jelentősebb kockázatot

Az áfabevételek várakozásunkon felül teljesültek, továbbra is az látható, hogy a bruttó befizetések a vártak megfelelően alakulnak, míg a visszatérítések rendre alacsonyabbak várakozásunknál. A kedvezőbb makrogazdasági kivetítéssel összhangban éves előrejelzésünket megemeltük. A költségvetési törvényben szereplő előirányzathoz képest a GDP 0,15 százalékaival magasabb teljesülést várunk, amely már figyelembe veszi a jövedéki adóbevétel előrehozásához kötődő

²² Ennek egyik lehetséges magyarázata, hogy korábban a vállalatokat időről időre érték ágazatspecifikus sokkok, minek következtében egy részük veszteségesé vált, most azonban a vállalatokra általában igaz, hogy romlott a helyzetük, így a tömeget tekintve jóval nagyobb nyereséges körben is érzékelhető egy komoly profitsökkenés.

áfabevétel-kiesést, valamint az Európai Bíróság korábbi döntéséhez tartozó rendkívüli visszatérítési kötelezettség 2010. évi hatását is. 2011-2012-re a nominális GDP indexénél magasabb adóbevételi dinamikával számolunk, melyet a belföldi fogyasztás élénkülése hajt, így a két évben a GDP-arányos áfabevételek mintegy 0,25 százalékkal emelkedhetnek. A vállalati készletek alakulása ciklikus folyamat lehet, a készletek felépülése átmenetileg a nettó áfabevételek csökkenését okozhatja, ennek hatásával szétterítve a teljes időhorizonton számolunk.

Az adó- és járulék-bevételi folyamatok 2010-ben összességében a GDP 0,5 százalékos hiánytúllépését okozhatják, ide nem értve az ingatlanadó eltörlésének hatását. Ez utóbbi 2010. évi hatását egyszeri bevételként túlkompenzálja a magán-nyugdíjpénztári tagok állami pillérbe történő visszalépése. Ezzel a hatással a költségvetési törvény nem számolt. Ha ezt a hatást is figyelembe vesszük, akkor az adó- és adójellegű bevételek a GDP mintegy 0,4 százalékkal járulnak hozzá az egyenleg romlásához 2010-ben.

A kiadások várhatóan előirányzat felett teljesülnek 2010-ben

Kiadási oldalon némely esetben az előirányzatnál magasabb teljesülést tapasztaltunk az év első négy hónapjában, és a korábban jelzett kockázatok továbbra is fennmaradtak. A kiadási előirányzat teljesülését nagymértékben meghatározó költségvetési intézményi és fejezeti kezelésű előirányzatok 2010 első négy hónapjában várakozásaink felett teljesültek. Időarányosan magasabb a nettó kiadás teljesülése a törvényi előirányzathoz képest. Ráadásul az addicionális kiadásnövelő intézkedések miatt ez a tendencia még fennmaradhat, ezért a kockázatok a magasabb kiadásteljesülés irányába mutatnak.

Alap-előrejelzésünk az elsődleges kiadások esetében mintegy 210 milliárd forintos túllépést tartalmaz a törvényi előirányzathoz képest

A kiadásoknál felfelé mutató kockázatot jelent az, hogy szabályainkból adódóan a szervezetek kiadásai esetében a költségvetési törvény előirányzatait fogadjuk el kiindulópontnak, amelyek már önmagukban implicit kiigazítást feltételeznek. Ebből következően, ha a feltételezett implicit kiigazítást későbbi konkrét intézkedések nem támasztják alá, akkor alulbecsüljük a kiadások várható szintjét. Az év első négy hónapjának tényadatai nem támasztják alá azt, hogy a költségvetési szervezetek esetében a tavalyi évhez képest ténylegesen léteznek a 100 milliárd forintnyi kiadás-visszafogás feltételei. Előrejelzésünk azzal számol, hogy a szervezetek eredmény szemléletű nettó kiadásai idén a GDP 0,3 százalékkal lesznek magasabbak ezeknél a kiadási tételeknél. Előrejelzésünk 2011-2012-re arra a feltevésre épül, hogy a szervezetek kiadásai a potenciális reálnövekedés indexével változnak. Így technikai kivetítésünk szerint a 2010. évi 8,5 százalékos GDP-arányos értékről 2012-re 8,2 százalék körüli szintre csökkenhet a központi fejezetek és intézmények nettó kiadása.

A normatív vállalati támogatások (pl. MÁV támogatása) a GDP több mint 0,1 százalékkal lehetnek magasabbak az előirányzatnál 2010-ben, mivel a korábban kitűzött intézkedések jelentős része nem valósult meg, illetve a vasúttársaság üzleti eredménye gyengébb lehet a korábban gondoltnál. Intézkedés hiányában várhatóan a következő években is ekkora összeggel megemelt támogatásban kell részesíteni a vasutat.

A makrogazdasági folyamatokkal összhangban idén a GDP közel 0,1 százalékkal túlteljesülhetnek a Munkaerőpiaci Alap munkanélküliséggel kapcsolatos kiadásai

Az önkormányzatok költségvetési támogatása a GDP mintegy 0,3 százalékkal lehet magasabb az előirányzathoz képest (ideértve a BKV-nak jutatott támogatást és az „Út a Munkába” program alakulását). Többletkiadást valószínűsítünk az „Út a Munkába” programhoz kapcsolódóan. Az igénybevevők magas száma, illetve az alultervezett előirányzat következtében további 0,1-0,2 százalékpontos kiadási többletet becsülünk. Az önkormányzati választások szokásos kiadásoldali

ciklusának megismétlődését feltételezzük, így előrejelzésünk a magasabb összegű költségvetési támogatás ellenére 0,1 százalékponttal magasabb hiánnyal számol az alrendszernél, mint a költségvetés. Ugyanakkor, 2011-2012-ben az önkormányzati alrendszer hiánya visszatérhet a historikus átlagához, becslésünk szerint az alrendszer két év alatt a GDP 0,6 százalékával igazítja ki egyenlegét, elsősorban kiadási oldalon. A kiugazítás mértéke meghaladhatja a korábbi ciklusokban tapasztalt mértékeket, mivel minden korábbinál erőteljesebb, központi forrásszűkítéssel szembesül az alrendszer, melyet 2010-ben csak részlegesen lesz képes kiugazítani. Ezért 2011-2012-ben további jelentős egyensúlyjavító intézkedések feltételezésére épül előrejelzésünk.

Az eredményszemléletű kamatkiadás 0,2 százalékkal lehet kedvezőbb a költségvetésben feltételezetttnél, így a kiadási oldalon az elsődleges kiadások mintegy 0,9 százalékos GDP-arányos várható túllépése a teljes kiadások szintjén a GDP 0,7 százalékára mérséklődhet.

Az eredményszemléletű kamategyenleg 2011-2012-ben a GDP 0,1 százalékával javíthatja a hiányt. Az MNB eredményére vonatkozó előrejelzésünk februárhoz képest változott, alap-előrejelzésünk szerint 2011-ben nem lesz szükség az MNB veszteségének rendezésére, arra csak 2012-ben kerülhet sor, mértéke a GDP 0,2 százaléka körül alakulhat.

3. 7. Továbbra is számottevő kockázatot jelentenek az államháztartáson kívüli tételek

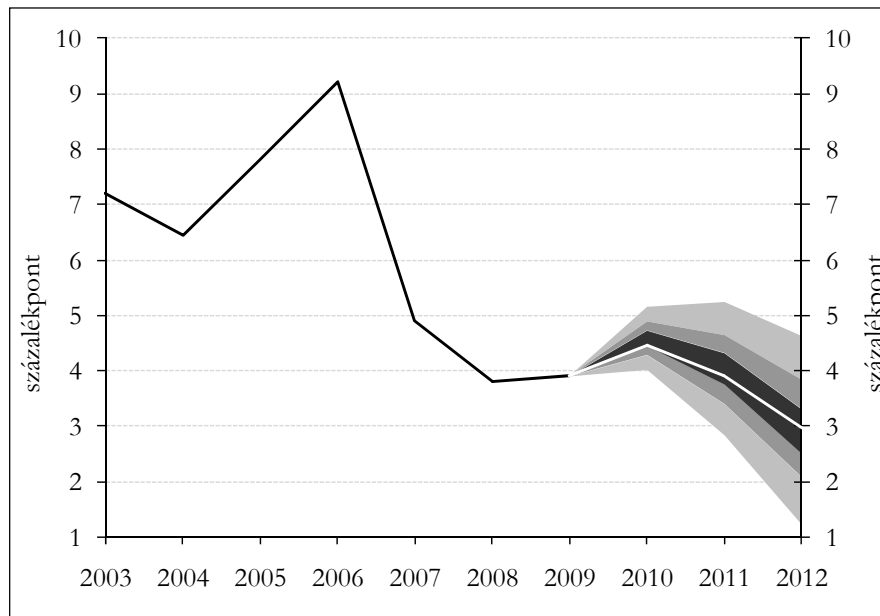
Költségvetési legyezőábra

A legyezőábra 2010-ben az alap-előrejelzésnél magasabb hiány kialakulásának irányába mutató kockázatokat jelez, míg a következő két évben az eloszlás közel szimmetrikus. A 2010-re vonatkozó eloszlás ferdesége elsősorban a szakértői tételek előrejelzése körüli bizonytalanságra vezethető vissza. A szakértői tételek közül az intézményi és fejezeti kiadásoknál érzékelünk jelentős kockázatokat, valamint az önkormányzatok központi támogatásánál és az egészségügyi kiadásoknál látunk számottevő kockázatot.

A 2011-12-es előrejelzés körüli bizonytalanság szimmetrikussá válik, mert a felfelé mutató szakértői kockázatokat ellensúlyozza a makrogazdasági pályából eredő bizonytalanság, elsősorban a magasabb infláció irányába mutató kockázatok.

A legyezőábra nem tartalmaz adósságtvállalásokkal kapcsolatos kockázatokat, az ilyen típusú kockázatok bemutatására külön fejezetet készítettünk.

3-13. ábra: Költségvetési legyezőábra



Egyes területeken komoly strukturális feszültségek érzékelhetőek

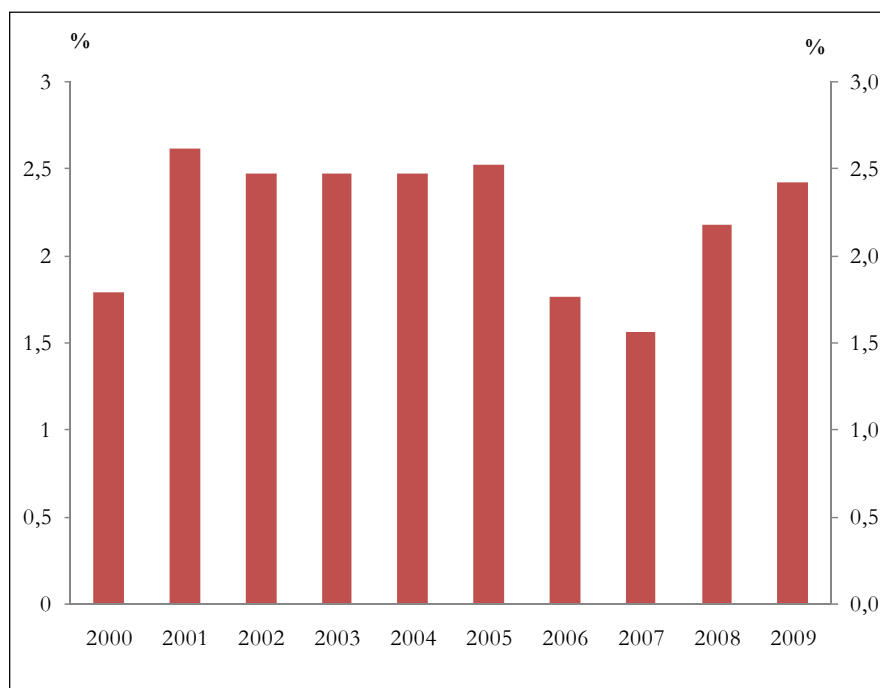
A költségvetési alapfolyamatokban meglévő bizonytalanság mellett – ahogy arra már a tavaly novemberi inflációs jelentésben is felhívtuk a figyelmet – a hivatalos államháztartási statisztikákon kívül maradó (például kvázifiskális tevékenységhez) kapcsolódó kockázatok is komoly veszélyt jelentenek a költségvetési hiánypálya tekintetében. Az ilyen típusú kockázatokra vonatkozó becslésünk nem változott érdemben a novemberi jelentéshez képest. Az állami tulajdonú közlekedési vállalatok működési eredménye, a költségvetési szervek kiadásai, a helyi önkormányzatok gazdálkodása és az egészségügyi rendszer érzékelhető strukturális problémái esetében az elmúlt időszak tapasztalatai azt mutatják, hogy a feszültségek már a mindennapi működés szintjén is megjelennek és előrevetítik egy jövőbeni kormányzati beavatkozás szükségességét. Mindazonáltal úgy véljük, hogy a kockázatok kezelése nem feltétlenül egy évben és teljes összegben kell, hogy megtörténjen. Így az alábbiakban bemutatott kockázatok mértéke nem adható hozzá automatikusan egyik év előrejelzéséhez sem.

Az állami tulajdonú közlekedési vállalatok (MÁV, BKV, Malév) esetében egyre nyilvánvalóbbak a feszültségek, így a kormánynak az elmúlt időszakban már a folyó működés támogatásához is be kellett avatkoznia a társaságok működésébe. 2010-ben a MÁV és a BKV folyó működésének támogatása a GDP több mint 0,2 százalékpontjával emelkedhet az előirányzatokhoz képest. A Malév esetében az újraállamosítás 2011-12-ben várhatóan összességében 0,1 százalékpontos állami támogatást igényel. Ezekkel a hatásokkal már az alap-előrejelzésünkben is számolunk. A folyó támogatások már megtörtént emelése, előretételek pedig egy hiteles, a hosszú távú fenntarthatóságot biztosító reorganizációs terv mellett is szükség lehet a felhalmozott kvázifiskális adósságállomány legalább részleges rendezésére is. 2009 végén a MÁV adóssága a GDP 0,9, míg a BKV adóssága 0,3 százalékát tette ki. A két társaság együttes adóssága idén további 0,2 százalékponttal emelkedhet, így 2010 végére megközelítheti a GDP 1,5 százalékát. A múltbeli tapasztalatok azt mutatják, hogy adósságvállalások, tőkerendezések stb. esetében az állam általában nem a teljes adósságot, és sokszor nem egy időpontban vállalta át. A „szükséges” adósságkonszolidáció mértékét nagyon nehéz meghatározni, az függhet a jövőben alkalmazandó

üzleti modelltől, a társaság tőkehelyzetétől, a fennálló adósság szerkezetétől, finanszírozási költségeitől és a piaci finanszírozás lehetőségeitől. Historikus tapasztalatok alapján például a MÁV esetében a fennálló állomány mintegy fele került rendezésre egy-egy állami beavatkozás alkalmával.

A költségvetési szervek kiadásainál komoly kockázatot jelent a kiugróan magas előirányzat-maradvány állomány.²³ Ennek természetes szintje – nagy bizonytalanság mellett – a GDP 1,5 százaléka körül lehet. Az elmúlt évtizedben azt figyelhettük meg, hogy 2001-ben a maradványállomány elsősorban az autópálya-építések eredeti terveknél lassabb megvalósulása miatt jelentősen megugrott és egészen 2006-ig magas szinten maradt. Az autópálya-építések 2006-2007. évi felgyorsítása következtében a maradványállomány nagy része „kitisztításra” került a költségvetésből, amelyet a hiány alakulása is mutat. 2008-2009-ben újfent elindult az állomány növekedése, ami azonban immáron nem egy konkrétan meghatározott témához (mint korábban az autópálya-építés), hanem alapvetően az állami feladatok megfelelő mértékű szűkítése nélküli, „mesterséges” kiadáscsökkentéshez kötődött. Ez a folyamat pedig oda vezetett, hogy az állomány a GDP 2,5 százaléka közelébe emelkedett. Amennyiben a kormányzat az előirányzat-maradványt ismét természetes szintjére akarja csökkenteni, akkor ez a GDP 0,7-1,0 százalékanak megfelelő többletkiadást jelenthet a következő években. Az előirányzat-maradványok leépítésére vonatkozó becslés azért nem szerepel alap-előrejelzésünkben, mert az időben szétterítve végrehajtható, és az állomány leépítésének időpontja és üteme diszkrecionális kormányzati döntésektől függ.

3-14. ábra: Az előirányzat-maradványok állományának alakulása
(a GDP arányában)



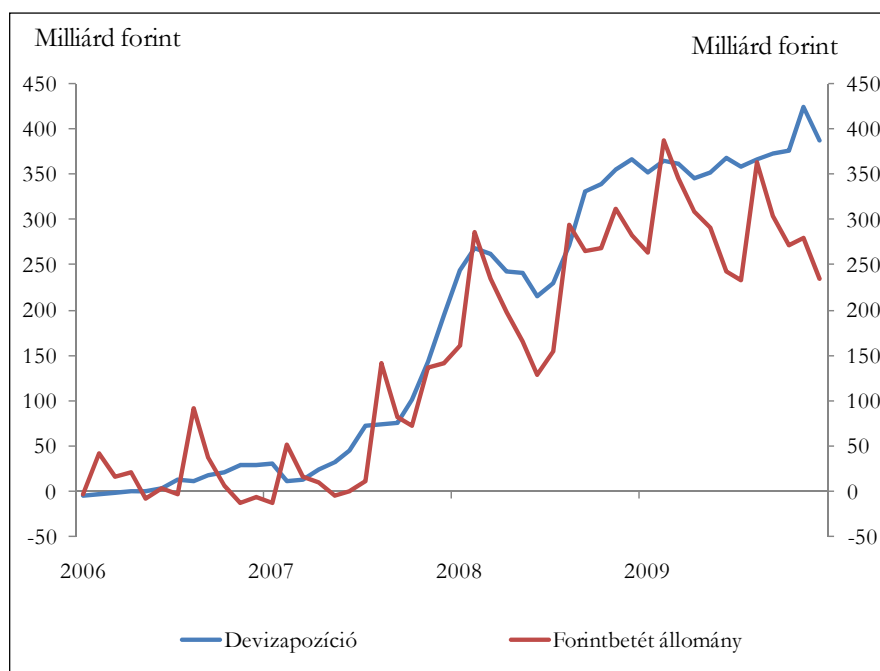
Az elmúlt évek önkormányzati eladósodása következtében 2010 második felétől jelentős mértékű törlesztési igény merül fel, ami egyes önkormányzatoknál visszafizetési problémákat, így a központi költségvetésnél beavatkozási kényszert jelenthet. Egyes települési és megyei önkormányzatok 2007-től kezdődően számottevő mértékű devizakötvény-kibocsátást hajtottak végre, amelynek célja

²³ Az előirányzat maradványok túlnyomó többsége a költségvetési szervek kiadásaihoz kötődik.

részben a kormányzati kiigazítási tervekre, konkrétan a csökkenő költségvetési támogatásra való felkészülés volt. Ezzel párhuzamosan azonban az alrendszer forint követelésállománya is jelentősen emelkedett, ami arra utal, hogy a bevont finanszírozási források nagyobbik részét az önkormányzatok továbbra is tartalékolják és abból szükség esetén tudják magasabb kiadásukat fedezni.

A kibocsátásokra sok esetben jellemző kezdeti türelmi időszak lejárta után 2010 végétől megkezdődik a kötvények törlesztése, ami egyes önkormányzatok esetében, ahol a kötvénykibocsátásból származó pénzt működési kiadásokra költötték, fizetési nehézségeket jelenthet. Mivel nincs információnk arról, hogy az eladósodott és a jelentősebb követelésekkel rendelkező önkormányzatok köre milyen mértékben fedi át egymást, ezért nehéz megítélni az alrendszerhez kapcsolódó kockázatok pontos mértékét. Ugyanakkor a kockázatok növekedésére utal, hogy az alrendszer bruttó névértékes konszolidált adóssága 2009-ben meghaladta a GDP 4 százalékát, és ennek közel kétharmada devizaadósság. További figyelmeztető jel, hogy a pénzügyi számlák alapján az alrendszer nettó pénzügyi vagyona nominálisan is historikus mélypontra került, 2009 végére a GDP mindössze 0,5 százalékára csökkent.

3-15. ábra: A helyi önkormányzatok devizapozíciójának és forintbetét állományának alakulása 2006 elejétől kumulálva



A 2006-ban elkezdett fiskális konszolidáció eredményeképpen az egészségügyre fordított kiadások GDP-arányos értéke tovább csökkent, miközben érdemi strukturális intézkedésekre nem került sor. Ennek következtében az elmúlt években a GDP 0,2 százalékára tehető kórházi adósságállomány halmozódott fel, illetve a kormányzat a törvényi előírásokhoz képest kénytelen volt több alkalommal is többlettámogatást nyújtani az ellátórendszernek. Továbbá, az egészségügyi közkiadások szintje, valamint az egészségügyi beruházások (pl. fejlett diagnosztikai berendezések száma) nemzetközi összehasonlításban is elmaradnak a regionális átlagtól, melyek arra utalnak, hogy kormányzati beavatkozást igényelhet a rendszer.

3-9. táblázat: Az államháztartás egyes kiemelt tételeihez kötődő kockázatok becslét, maximális mértéke (GDP arányában)

	Potenciális kockázatok maximális mértéke (1+2+3+4)	2,7 - 3,0
1	Állami tulajdonú közlekedési vállalatok	1,5
2	Helyi önkormányzatok	0,3
3	Költségvetési szervek nettó kiadásai	0,7 - 1,0
4	Egészségügyi kiadások	0,2

Az államadósság GDP-arányos értéke idén stagnálhat, majd 2011-től csökkenésnek indulhat

A GDP-arányos államadósság 2010-ben minimálisan csökkenhet 2009-hez képest a jelentés technikai feltételezései alapján, de a tényleges érték nagymértékben függ a forint árfolyamának alakulásától. Inflációs jelentésünk technikai feltételezései május eleji állapotot tükröznek, az első négyhavi adatok alapján. Így a májusban bekövetkezett árfolyamgyengülés hatását nem tartalmazza számításunk. Korábban 2010-re vártuk az adósságráta tetőzését, de ez már 2009-ben megtörténhetett, amennyiben 2010 végén a forint árfolyama nem lesz gyengébb áprilisi, 265 forint/eurós szintjénél. A következő években várhatóan csökkenő pályára áll az államadósság GDP-hez viszonyított aránya. Ebben az elmúlt évek költségvetési kiigazításának, a 2010 első négy hónapjában bekövetkezett forinterősödésnek és hozamcsökkenésnek, valamint az állam rendelkezésére álló devizabetétek finanszírozási célra való felhasználásának egyaránt szerepe van. E négy tényező segít abban, hogy az alacsony gazdasági növekedés ellenére megkezdődjön a GDP-arányos bruttó adósságráta mérséklődése. Előrejelzésünkben azt feltételeztük, hogy a kormány 2012 végéig felhasználja a devizabetétben elhelyezett forrásait és a bankszektor részére nyújtott hitelek 2011-2012-ben lejáró és visszafizetendő összegét. Állami hitelátvállalás nem szerepel a szimulációban.

3-16. ábra: Az államadósság alakulása a GDP százalékában

