

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2012. március



MAGYAR NEMZETI BANK

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL
2012. március

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

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

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

Az elemzés az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, a Pénzügyi elemzések, valamint a Pénzügyi stabilitás szakterületein készült. A jelentés 1–4. és 6. fejezete Csermely Ágnes igazgató, az 5. fejezet Gereben Áron igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítését Virág Barnabás, a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés vezető elemzője irányította. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Antal Judit, Baksa Dániel, Baksay Gergely, Bauer Péter, Berki Tamás, Csaba Iván, Fábíán Gergely, Fehér Csaba, Felcser Dániel, Gábrriel Péter, Gyöngyösi Győző, Hevesi Nóra, Horváth Ágnes, Horváth Dániel, Hudák Emese, Jeney Johanna, Kékesi Zsuzsa, Kiss Regina, Koroknai Péter, Kovács Mihály András, Köber Csaba, Lehmann Kristóf, Lénárt-Odorán Rita, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Martonosi Ádám, Oláh Zsolt, Pellényi Gábor, P. Kiss Gábor, Rác Olivér Miklós, Schindler István, Soós Gábor D., Sóvágó Sándor, Szabó Lajos Tamás, Szilágyi Eszter, Szilágyi Katalin, Szörfi Béla, Szűcs Péter, Tamási Bálint, Varga Lóránt, Várhegyi Judit, Várnai Tímea, Vásáry Zoltán, Vonnák Balázs.

A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, a Pénzügyi elemzések és a Pénzügyi stabilitás szakterületek további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, a Pénzügyi elemzések, valamint a Pénzügyi stabilitás szakterületeinek véleményét tükrözik, és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2012. március 20-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

Összefoglaló	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	13
1.1. Inflációs előrejelzésünk	14
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	17
1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk	21
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	25
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	27
3.1. Nemzetközi környezet	27
3.2. Aggregált kereslet	36
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás	41
3.4. Foglalkoztatás és munkapiac	44
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója	46
3.6. Költségek és infláció	48
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	54
4.1. Hazai pénzpiaci folyamatok	54
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer kamatkondíciói	59
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	62
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	62
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	65
5.3. Költségvetési folyamatok	68
6. Kiemelt témák	73
6.1. A 2011-es évre adott jegybanki inflációs előrejelzések értékelése	73
6.2. A nemzetgazdaság foglalkoztatási folyamatainak értékelése	77
7. A 2012. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	80

Keretes írások jegyzéke

A 2012–2013-as hiánycélok teljesítéséhez szükséges addicionális kormányzati intézkedések lehetséges makrogazdasági hatásai	19
Az európai bankszektor mérleglépítése	34
A 2012. januári áfakulcsemelés inflációs hatásai	52

Összefoglaló

A márciusi előrejelzés alappályája középtávon csökkenő inflációt és visszafogott növekedést jelez előre

A márciusi előrejelzés alapján mind itthon, mind Európában folytatódik a gazdasági szereplők fokozatos mérlegkiigazítása, ami az előrejelzési horizonton visszafogott növekedési kilátásokat eredményez. Az infláció 2012-ben költségsokkok és adóintézkedések következtében számottevően az inflációs cél felett alakulhat. 2013-ban ugyanakkor az indirektadó-emelések hatásának kiesésével és a költségsokkok kifutásával a gyenge keresleti környezet válhat meghatározóvá az infláció alakulásában, így az árindex gyorsan mérséklődhet. A gazdaság tartós növekedési pályára állításához szükséges a pénz- és tőkepiaci környezet, valamint a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának biztosítása. Az előrejelzés alappályájával konzisztens irányadó kamatpálya a következő negyedévekben az induló kamatszint fennmaradásával számol. Amennyiben az inflációs folyamatok az előre jelzettel összhangban alakulnak és a kockázati megítélésünk tartósan javul, az alapkamat fokozatosan csökkenhet az előrejelzési horizont második felében. A 2012–2013-as kormányzati hiánycélok elérése érdekében további hiánycsökkentő lépések várhatóak. Ezek még részleteikben nem ismertek, így az előrejelzés alappályája ezekkel nem számol. A hiánycélok elérését célzó kormányzati intézkedések ugyanakkor számottevően befolyásolhatják az inflációs és növekedési folyamatokat.

A konjunktúra 2011 végi élénkülése jórészt átmeneti hatásoknak köszönhető

A negyedik negyedévben a gazdaság a vártnál dinamikusabban bővült, ami nagyrészt átmeneti hatások eredménye. A mezőgazdaság növekedése a negyedik negyedévben is jelentős maradt, az építőipari teljesítményét és a beruházásokat állami infrastrukturális projektek támogatták az év végén.

Az európai konjunktúra lassulása miatt az előrejelzési horizonton az export csak visszafogottan bővíthet

A növekedést továbbra is kettősség jellemzi. Az export hozzájárulása a növekedéshez jelentős maradt, míg a belső kereslet visszafogottan alakult. Hazánk főbb kereskedelmi partnereinek konjunktúrája ugyan 2011 első negyedévet követően folyamatosan mérséklődött, a hazai exportértékesítések volumene továbbra is dinamikusabban bővült. Az exportértékesítések növekedésében feltehetően a német feldolgozóipar teljesítményének és a gyengébb árfolyamnak lehetett jelentősebb szerepe. Az európai gazdaság kibocsátása ugyanakkor rövid távon csökkenhet, majd ezt követően is csak lassan élénkülhet. A visszafogott növekedési kilátásokat részben az európai országok többségében szigorodó fiskális politikák okozzák. Ugyanakkor – a bankrendszert támogató jegybanki intézkedések ellenére – az európai bankrendszer továbbra is jelentős alkalmazkodás előtt áll, így a növekedést csak korlátozott mértékben tudja támogatni. Az európai növekedési kilátásokkal összhangban a külső kereslet az elkövetkező években várhatóan csak lassan bővíthet.

A belső kereslet az előrejelzési horizonton visszafogottan alakulhat

A gyenge belső kereslet változatlanul korlátozza a hazai növekedési kilátásokat. A bizonytalan konjunktúráis kilátások, a reáljüvedelmek várható csökkenése és a továbbra is szigorú hitelezési feltételek egyaránt a lakossági fogyasztás élénkülése ellen hatnak, amit csak részben tud ellensúlyozni, hogy

az árfolyamgát rendszerében az elkövetkező években csökkennek és kiszámíthatóbbá válnak a háztartások törlesztőterhei. A beruházási aktivitás továbbra is rendkívül visszafogott. A vállalatok többsége a finanszírozási feltételek és a bizonytalan kilátások miatt elhalasztja a beruházásait, ami alól néhány külső piacra termelő feldolgozóipari vállalat nagyberuházása jelenti a kivételt. A magánszektor elhúzódó mérlegalkalmazkodása és a költségvetés korrekciója a teljes előrejelzési horizonton visszafogott belső keresletet vetít előre.

Szigorú hitelfeltételek, további banki mérlegalkalmazkodás, valamint a lakossági- és vállalati hitel-állomány csökkenése várható

Az elmúlt időszakban a bankrendszer csak nagyon korlátozott mértékben támogatta a gazdaság élénkülését. A hitelezés élénkülését a gyenge hitelkereslet és a továbbra is erős kínálat oldali korlátok gátolják. Az európai bankrendszer finanszírozási problémái nehezítik és drágítják a hazai bankok forráshoz jutását, ami a fogyasztás és a beruházás élénkülését is visszafogja. Az elmúlt időszakban a külföldi anyabankok folyamatosan vonták ki a forrásaikat a magyarországi leánybankjaikból. Ezt egyrészt a hazai bankrendszer hitelkihelyezési lehetőségeinek beszűkülése és jövedelmezőségének romlása, másrészt az európai bankrendszer problémáinak növekedése és mérlegalkalmazkodása indokolta. A vállalati szegmensben a bankrendszer hitelezési aktivitása tovább mérséklődött. A nem árjellegű feltételek továbbra is szigorúak, a bankszektor elsősorban a jó hitelképességű vállalati ügyfelekre koncentrál. A háztartási szegmensben a végtörlesztés hatására átmenetileg élénkült a hitelkereslet, ugyanakkor összhangban a nyomott ingatlanpiaci környezettel, ez már rövid távon korrigálódhat.

A következő években mind a vállalati-, mind a lakossági hitel-állomány további csökkenésével számolunk. A gyenge hitelkereslet mellett, a magas hitelkamatok, a hitelkínálati korlátok és a bankrendszer alacsony hitelezési hajlandóságának fennmaradása tartósan gátolhatja a hitelezés élénkülését. E kedvezőtlen tendenciák ellensúlyozása érdekében a jegybank több likviditásbővítő intézkedést is bevezetett, ezek azonban csak részben képesek ellensúlyozni a külföldi források elérhetőségével kapcsolatos megnövekedett bizonytalanság hitelezést visszafogó hatását.

2012-ben stagnálás közeli GDP-alakulás, 2013-ban lassú élénkülés várható

A fenti tényezők következtében 2012-ben stagnálás közeli GDP-alakulás várható, míg 2013-ban visszafogott növekedést prognosztizálunk. A gazdaság potenciális növekedési üteme ugyan érdemben továbbra is elmarad a válság előtti években megfigyelt ütemtől, de a visszafogott növekedés miatt a gazdaság kibocsátása csak lassan közelíti meg potenciális szintjét, így a kibocsátási rés a teljes előrejelzési horizontunkon negatív marad.

Tartósan laza munkapiaci környezet várható, a bérdinamika a minimálbéremelés átmeneti hatásán túlmenően visszafogott marad

A gyenge növekedési kilátásokkal összhangban a munkapiaci környezet tartósan laza maradhat. 2011-ben a korábban meghozott kormányzati intézkedések következtében folytatódhat a munkapiaci aktivitás növekedése. A növekedési kilátások újbóli romlásával párhuzamosan ugyanakkor a vállalatokat a továbbiakban is rendkívül óvatos foglalkoztatási döntések jellemezhetik. A versenyszféra munkakereslete érdemben nem változik, jelentősebb munkaerő-keresletet elsősorban a közmunka-programok támaszhatnak.

A laza munkaerő-piaci környezet korlátozza a nominális bérek növekedését. Az év eleji adminisztratív béremelések a bérdinamika átmeneti gyorsulását okozhatják, 2013-ra azonban a bérezés ismét visszafogottan alakulhat.

Az inflációt az elkövetkező évben kormányzati intézkedések és költségsokkok tartják magasan, 2013-ra azonban a gyenge keresleti környezet hatása válik meghatározóvá, így az inflációs cél 2013 első félévében érhető el

A gyenge belső kereslet és a laza munkapiaci környezet ellenére 2012 elején számottevően emelkedett a hazai infláció. Az árindex gyorsulását döntően a kormányzati indirektadó-emelések okozták, ugyanakkor az árfolyam 2011 második felében lezajlott jelentős mértékű gyengülése, valamint a tartósan magas szinten ragadó nyersanyagárak a fogyasztói kosár egyre szélesebb körében éreztetik inflációs hatásukat. A költségsokkok mérete és begyűrzésének mértéke is valamelyest nagyobb a korábban vártnál, ami a korábban feltételezettnél magasabb inflációs pályát eredményez.

Alap-előrejelzésünk szerint a fogyasztóiár-index 2012-ben számottevően meghaladja az inflációs célt. 2013-ban ugyanakkor az indirektadó-emelések hatásának kiesésével és a költségsokkok kifutásával a gyenge keresleti környezet válhat meghatározóvá az infláció alakulásában, így az árindex gyorsan mérséklődhet. Az infláció csökkenését az alapkamat szinten tartása is támogatja. Előrejelzésünk szerint az infláció 2013 első felében érheti el a 3 százalékos célt.

A hazai pénz- és tőkepiaci eszközök kockázati felára továbbra is magas

A pénz- és tőkepiaci környezet alakulása továbbra is érdemben befolyásolhatja a gazdasági kilátásokat. A pénzpiacokon az elmúlt negyedévben tapasztalt jelentős ingadozásokat az európai adósságválsággal kapcsolatos fejlemények mellett az Európai Bizottsággal és az IMF-fel folytatandó tárgyalások megkezdésének időpontjára és várható kimenetelére vonatkozó elemzői várakozások mozgatták. A kockázati felárak év eleji emelkedését követően a tárgyalások melletti újabb kormányzati elköteleződés megnyugtatta a pénzügyi piacokat. Az Európai Központi Bank likviditásbővítő lépéseinek köszönhetően az eurozóna pénzügyi piaci normalizálódott, ami ugyancsak segítette a hazai felárak mérséklődését. A hazai pénz- és tőkepiaci eszközök kockázati felára ugyanakkor továbbra is magas.

Előrejelzésünkben a historikusan magas kockázati felárak rövid távú fennmaradásával, majd fokozatos csökkenésével számolunk. A kockázati felárak fokozatos csökkenését támogathatja az Európai Bizottsággal és az IMF-fel kötendő megállapodás, az európai pénzügyi piaci környezet további javulása és a globális kockázatvállalási hajlandóság erősödése.

2011-ben a költségvetés jelentősen élénkítette az aggregált keresletet, az elkövetkező két évben azonban a GDP 3 százalékának megfelelő keresletszűkítéssel számolunk

2011-ben a költségvetési folyamatok jelentős lazítást eredményeztek, elsősorban a jövedelemadók csökkentésének hatására. A fiskális hiánycélok teljesítése érdekében ugyanakkor 2012-ben jelentős mértékű költségvetési kereslet-visszafogás várható. 2012-ben a költségvetési törvényjavaslat, illetve a költségvetést megalapozó intézkedéssorozat révén, várakozásaink szerint mintegy három százalékpontos költségvetési kiigazításra kerülhet sor. 2013-ban az eddig megismert intézkedések alapján nem várható további, jelentősebb mértékű keresletszűkítés.

A gazdaság finanszírozási képessége tartósan magas maradhat a költségvetési kiigazítás és a növekvő kivitel következtében

A gazdasági szereplők mérlegalkalmazkodásával párhuzamosan az előrejelzési horizonton magas marad a magyar gazdaság nettó külső finanszírozási képessége. A finanszírozási képességet 2012-ben az államháztartás finanszírozási igényének prognosztizált visszaesése növeli. A háztartások pénzügyi megtakarítása a következő években fokozatosan csökkenhet, de a teljes előrejelzési horizonton magas maradhat. A tartósan magas finanszírozási képességet az autóipari beruházások következtében növekvő export, a 2012 végétől várhatóan élénkülő külső konjunktúra, továbbá az EU-transzferek növekvő felhasználása is támogatja.

A gazdasági kilátásokat övező bizonytalanságok elsősorban a kockázati megítélésünkhöz és a nyersanyagárak alakulásához kapcsolódnak

A kockázati megítélés tartós javulása esetén mérséklődhet az irányadó kamat

Amennyiben a magas kockázati felárak huzamosabb ideig a jelenlegi szintjükön maradnak, az irányadó kamat az előrejelzési horizont második felében sem csökkenhet

A magas olajárak fennmaradása ugyancsak a jelenlegi kamatszint fenntartását indokolhatja

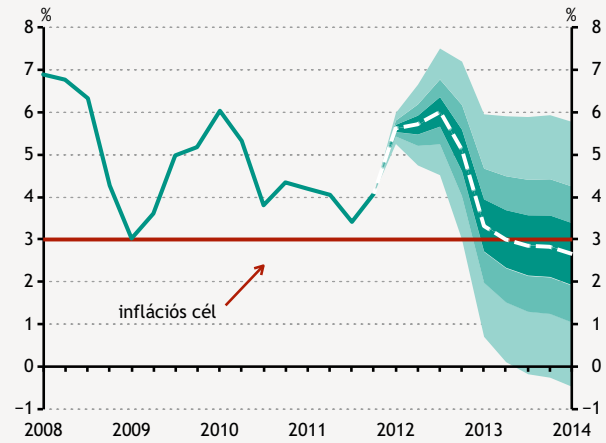
Az előrejelzés alappályáját jelentős bizonytalanság övezi. A Monetáris Tanács megítélése szerint a legnagyobb bizonytalansági tényezőt a kockázati megítélés alakulása jelenti. A Monetáris Tanács ugyancsak számottevő kockázatot látja annak, hogy az olajárak az előrejelzési horizonton – az alap-előrejelzésben feltételezettel ellentétben – nem csökkennek.

Alap-előrejelzésünkben a kockázati felárak egy ideig a jelenlegi szintjükön maradnak, majd fokozatosan mérséklődnek. A kockázati megítélés gyors javulására akkor kerülhet sor, ha a kormányzat és az Európai Bizottság, valamint az IMF közötti megállapodás gyorsan létrejön és az államháztartás finanszírozási kockázatai mérséklődnek. Ugyancsak az előrejelzettnél kedvezőbb lehet a hazai pénz- és tőkepiaci eszközök megítélése, ha az európai pénz- és tőkepiaci környezet tovább javul és a globális kockázatvállalási hajlandóság erősödik. A kockázati megítélés javulása egyrészt segítheti a gazdaság növekedését, másrészt az árfolyam erősödésén keresztül mérsékelheti az inflációt. Az országhoz tartozó felárak gyors csökkenése lehetővé teszi, hogy az irányadó kamat fokozatos csökkentése már 2012-ben megkezdődjön.

A jelenlegi, rendkívül volatilis pénz- és tőkepiaci környezetben nem elhanyagolható a valószínűsége, hogy a kockázati felárak huzamosabb ideig a jelenlegi magas szinteken maradnak. Ez alacsonyabb növekedési pályát, gyengébb árfolyamot és kedvezőtlenebb inflációs kilátásokat eredményezhet. A magasabb felárak, valamint a gyengébb forint miatt emelkedő infláció az előrejelzési horizont második felében is az alapkamat szinten tartását teheti szükségessé.

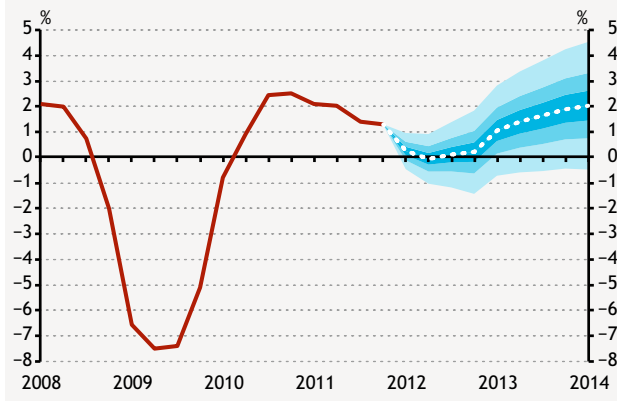
Előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy az olajárak a határidős árakkal összhangban az előrejelzési horizonton fokozatosan csökkennek. A geopolitikai kockázatok realizálódása az olajkínálat tartósabb szűküléséhez és a jelenlegi magas olajárak fennmaradásához vezethet. A tartósan magas olajárak érdemben rontják az inflációs kilátásokat. Ennek ellensúlyozása érdekében a jelenlegi kamatszint az előrejelzési horizont végéig fennmaradhat.

Inflációs előrejelzésünk legyezőábrája



GDP-előrejelzésünk legyezőábrája

(szezonálisan igazított és kiegyensúlyozott adatok alapján)



Alap-előrejelzésünk összefoglaló táblázata (előrejelzésünk endogén kamatpálya feltételezése mellett készült)			
	2011	2012	2013
	Tény	Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)			
Maginfláció ¹	2,7	5,3	2,9
Indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció	2,5	3,0	2,7
Fogyasztóiár-index	3,9	5,6	3,0
Gazdasági növekedés			
Külső kereslet (GDP-alapon) ²	2,8	0,9	1,8
Háztartások fogyasztási kiadása	0,0	-0,9	0,2
Állóeszköz-felhalmozás	-5,4	-1,4	1,8
Belföldi felhasználás	-0,5	-1,5	0,3
Export	8,4	5,8	8,7
Import	6,3	4,6	8,2
GDP*	1,7	0,1	1,5
Külső egyensúly			
Folyó fizetési mérleg egyenlege	1,6	3,1	3,7
Külső finanszírozási képesség	3,6	5,7	7,0
Államháztartás³			
ESA-egyenleg	4,2	-4,0 (-3,1)	-4,3 (-3,4)
Munkaerőpiac			
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	5,0	3,1	3,1
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	0,8	1,8	0,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	5,3	6,5	4,1
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	1,4	-0,1	0,5
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5, 7}	5,0	3,8	3,5
Lakossági reáljövedelem ⁸	1,6	-2,2	-0,1

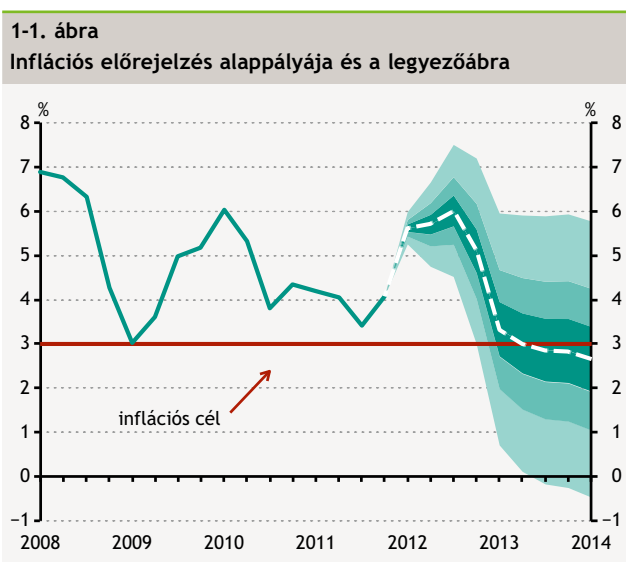
¹ 2009 májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre.
² Összhangban exportszerkezetünk elmúlt évi változásával, külső keresleti mutatónk súlyait is revideáltuk.
³ A GDP arányában. A zárójeles adat a központi szabad tartalékok törlését is tartalmazza.
⁴ Pénzforgalmi szemléletben.
⁵ A KSH munkaerő-felmérése szerint.
⁶ Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.
⁷ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.
⁸ MNB-beclés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági jövedelmeket korrigáltuk a kötelező magán-nyugdíjpénztári befizetések miatti vagyonsvtozások hatásával.
* Munkanaphatástól szűrt adat.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

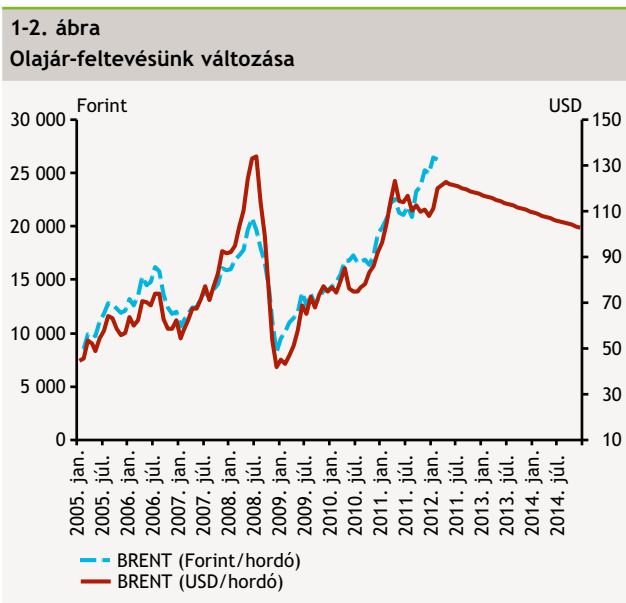
Idén a gazdaság stagnálása várható, és csak 2013-ban indulhat meg a növekedés. A kibocsátás az előrejelzés horizontján mindvégig elmarad potenciális szintjétől. Az indirektadó-emelések és az árfolyamgyengülés következtében a fogyasztóiár-index 2012-ben az inflációs cél fölött marad. A magasabb költségek miatt az inflációs alapfolyamatok gyorsulása várható. Az indirektadó-emelések és az árfolyamgyengülés hatásának kiesése, valamint a költségsokkok feltételezett kifutása után az alacsony belső kereslet dezinflációs hatása dominál, így az inflációs cél 2013 első felében teljesülhet. Az alap-előrejelzéssel konzisztens kamatpálya az elkövetkező negyedévekben a kamatszint szinten tartásával számol, fokozatos csökkenésre csak a kockázati felárak érdemi mérséklődésével és az inflációs alapfolyamatok várt javulásával párhuzamosan, az előrejelzési horizont második felében kerülhet sor.

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Előrejelzési horizontunkon az inflációt a kormányzati indirektadó-intézkedések, valamint a világgpiaci folyamatok és a gyenge árfolyam miatt megemelkedett nyersanyagköltségek, illetve a tartósan gyenge keresleti környezet hatásai alakítják. Az év elején hatályba lépett indirektadó-emelések, az emelkedő világgpiaci olajárak és a 2011. évi átlagnál gyengébb szinten stabilizálódó forint/euro árfolyam 2012-ben 5 százalék fölött tartja az árindexet. A magasabb költségek miatt az inflációs alapfolyamatok gyorsulása várható. A tartósan visszafogott keresleti környezetben az adóintézkedések közvetlen inflációs hatásainak kiesésével és a költségsokkok feltételezett kifutásával az árindex csökkenhet és 2013 első felében elérheti az inflációs célt.



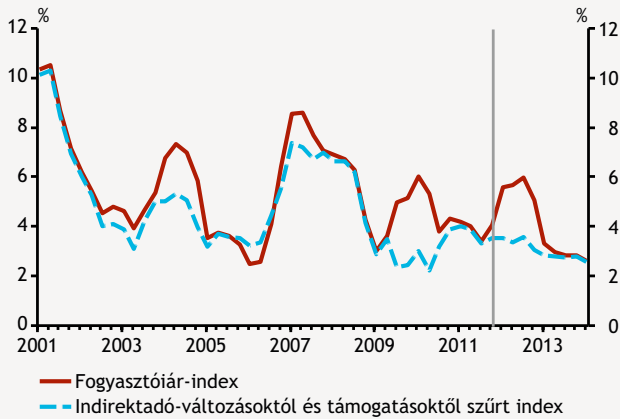
A tartósan visszafogott keresleti környezet ellenére a rövid távú inflációs kilátások romlottak a decemberi előrejelzéshez képest. A magasabb infláció több hatásra vezethető vissza. A gyenge kereslet ellenére az indirektadó-emelések hatása a vártnál erőteljesebben érvényesült az árakban. Az olajár a romló világgazdasági kilátások ellenére magas szinten alakul. A növekvő költségek a gyenge belső kereslet ellenére fokozatosan beépülnek a fogyasztói árakba, mivel a romló profithelyzetű vállalatok áthárítják költségeiket a fogyasztókra. Ennek következtében az idei év első felében az inflációs alapfolyamatok gyorsulnak. A jelenlegi monetáris kondíciók fenntartása elősegíti, hogy a költségsokkoknak ne alakuljanak ki másodkörös hatásai. Az adószúrt maginfláció az átmeneti gyorsulást követően az előrejelzési horizont második felében 2,7 százalék körül alakul.



A kibocsátási rés az idei évben a gyengülő globális konjunktúra és a keresletszűkítő kormányzati intézkedések hatására ismét nyílhat, majd 2013-tól fokozatosan záródhat, de a teljes előrejelzési horizonton negatív marad. Emiatt az indirektadó-emelések hatásának kiesésével és a költségsokkok feltételezett kifutásával a tartósan gyenge belső kereslet dezinflációs hatása válhat meghatározóvá a fogyasztóiárindex alakulásában. Az inflációs cél 2013 első felében teljesülhet (1-1. ábra).

A munkapiacra várható folyamatok változatlanul alacsony inflációs nyomást valószínűsítene a következő években. A gyenge növekedési kilátások következtében tartósan laza munkaerő-piaci feltételekre számíthatunk. A minimálbér-emelés miatt megemelkedő vállalati bérköltségek jelentős részét az állami kompenzáció ellensúlyozza, így az intézkedés rövid távon feltehetően nem okoz érdemi inflációs hatást. A bérkompensáció összegének 2013-as csökkentésével párhuzamosan a minimálbér-emelés hatása az inflációban is megjelenhet. Ugyanakkor a gyenge keresleti

1-3. ábra
A fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünk

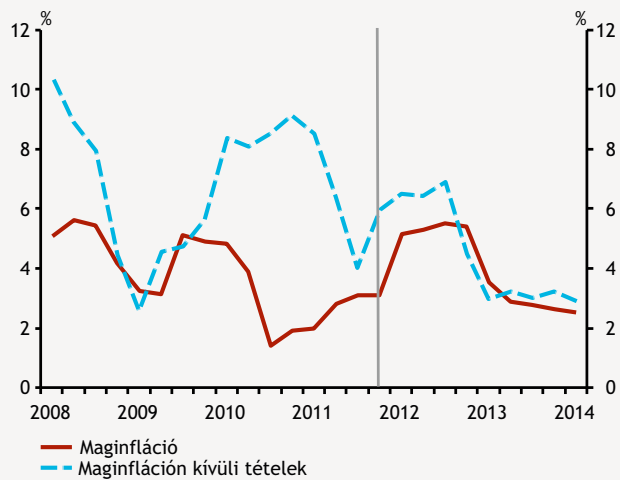


feltételek mellett ez a hatás visszafogott maradhat (1-3. ábra).

A fogyasztói kosár legfontosabb tételeinek áralakulását – eltekintve az indirektadó változásától – az alábbi folyamatok jellemezhetik (1-4. ábra). Az iparcikkek inflációja a tavalyi év közepe óta bekövetkezett árfolyamgyengülést követően gyorsult, a beérkezett adatok a költségbegyűrés erősödésére utalnak. A költségsokkok kifutásával a gyenge belföldi kereslet hatására érdemi csökkenés következhet be a csoport árindexében. A piaci szolgáltatások esetében az év eleji megugrást követően visszafogott áremelkedésekre számítunk, amely összhangban van a kedvezőtlen keresleti környezettel. Középtávon a csoport inflációja az inflációs céllal konzisztens, 2-3 százalékos tartományban alakulhat. A feldolgozott élelmiszerek árának alakulásában az év eleji erőteljesebb áremelkedés a magasabb termelői áraknak és az emelkedő üzemanyagáraknak köszönhető. Az Európában is magas élelmiszerárak valamint a gyengébb árfolyam miatt a magasabb inflációs dinamika az év közepéig folytatódhat, majd az új mezőgazdasági termés következtében csökkenhet az árindex.

1-4. ábra
Előrejelzésünk a maginfláció és a maginfláción kívüli tételek alakulására

(2008–2014. I. n.év)



Az alkohol- és dohánytermékek inflációját elsősorban a jövedékiadó-emelés befolyásolja, amely szinte teljes mértékben beépülhet a fogyasztói árakba.

A maginfláción kívüli tételek közül a feldolgozatlan élelmiszerek áralakulását a globális nyersanyagár-mozgások határozhatják meg. Az elmúlt év második felében megfigyelt erőteljes csökkenést követően, a feldolgozatlan élelmiszerek árai rövid távon mérsékelten emelkedhetnek. Ezt követően folytatódhat az elmúlt évtizedben megfigyelt trendszerű áremelkedés a csoport árindexében. Az üzemanyagárak a forintban számított olajárakkal összhangban alakulnak. A gyenge globális konjunktúra ellenére magasak az olajárak, amit feltehetően geopolitikai okok magyaráznak. Ugyanakkor a határidős jegyzések csökkenő árakat valószínűsítenek. Ezért az olajárpályára alkalmazott határidős jegyzéseken alapuló feltevésünkkel, valamint a monetáris kondíciók várható alakulásával összhangban csökkenő árakra számítunk (1-1. táblázat).

1-1. táblázat
Inflációs előrejelzésünk részletei

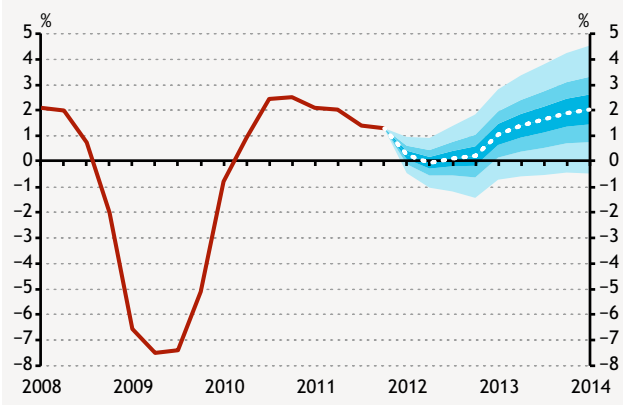
		2011	2012	2013
Magainfláció		2,7	5,3	2,9
Magainfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	4,3	3,7	4,0
	Járműüzemanyag és piaci energia	13,8	11,3	-0,4
	Szabályozott árú termékek	4,0	4,5	4,6
	Összesen	6,4	6,1	3,1
Fogyasztóiár-index		3,9	5,6	3,0

A szabályozott árak esetében – a kormányzat szándékával összhangban – 2012-ben mérsékelt, infláció alatti árváltozásra számítunk. A megemelkedett olajár és a tartósan gyenge forint/dollár árfolyam ugyanakkor növelik a szolgáltatók beszerzési költségeit, amelyek 2013-tól fokozatosan érvényesülhetnek a szabályozott árakban is.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

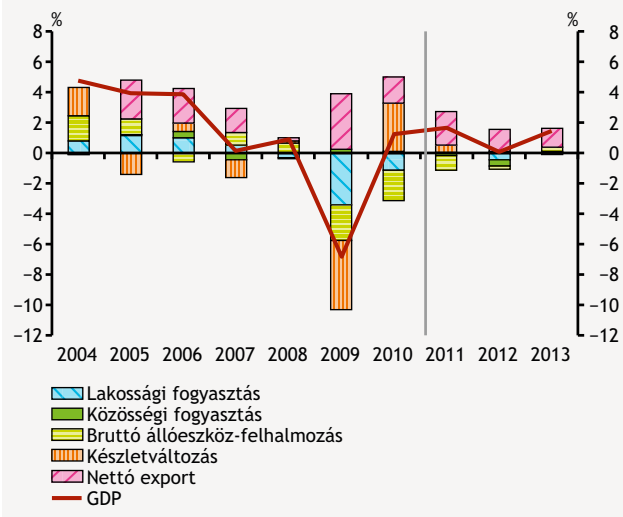
Reálgazdasági előrejelzésünk a hazai gazdaság lassulásával számol az idei évben. A globális növekedés lassulása, az európai bankrendszer problémái és az eurozónában várható fiskális intézkedések kedvezőtlenebb külső környezetet vetítenek előre felvevőpiacainkon, ami a hazai export dinamikáját is visszafoghatja. Ezt részben ellensúlyozhatják a feldolgozóipari nagyberuházások. A szigorú hitelkondíciók és a bizonytalan növekedési kilátások következtében a beruházások tartósan visszafogottan alakulhatnak. A lakosság romló jövedelmi helyzete a fogyasztás csökkenését vetíti előre. A költségvetési hiánycélokot prioritásként kezelő kormány intézkedései rövid távon közvetlenül is mérséklék a belső keresletet. A kibocsátási rés az előrejelzési horizont első felében tovább nyílhat, majd 2013-tól fokozatosan záródhat, de a teljes előrejelzési horizonton negatív marad.

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



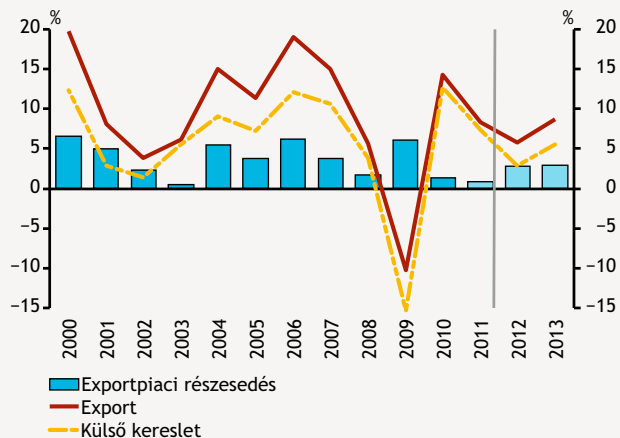
Reálgazdasági előrejelzésünk a hazai gazdaság érdemi lassulásával számol. A tavaly év végi, a decemberi előrejelzéshez képest kedvezőbb növekedési adatot részben a mezőgazdasági és – állami infrastrukturális beruházások miatt – az építőipari szektorok előző évhez képest kiugró teljesítménye magyarázza. Ezeknek az egyedi hatásoknak a kifizetésével lassuló növekedés várható, amit rövid távú indikátorok is megerősítenek. Idén a gazdaság 0,1 százalékkal növekedhet, míg jövőre 1,5 százalékos bővülésre számítunk (1-5. ábra). A felvevőpiacaink lassulásával összhangban a hazai export dinamikája csökkenhet, ennek ellenére továbbra is az export jelenti a gazdasági növekedés támaszát. Az idei szerény növekedés a fogyasztás és a beruházás csökkenésének köszönhető. Ugyanakkor jövőre már mind a fogyasztás, mind a beruházás bővülésére számítunk. A kibocsátási rés az idén tovább nyílhat, majd 2013-tól fokozatos záródása ellenére is negatív marad az előrejelzési horizonton.

1-6. ábra
A GDP-növekedés szerkezete



A globális növekedési kilátásokat, a decemberi pályához hasonlóan, kedvezőtlenül ítéljük meg. Az európai bankrendszer várható mérlegalkalmazkodása és az eurozóna periferiájának elhúzódó adósságproblémái kedvezőtlenebb külső környezetet vetítenek előre. Az EKB intézkedései ugyan enyhítették a bankrendszer finanszírozási problémáit, de ezek inkább csak egy kedvezőtlen kockázati forgatókönyv bekövetkezését tették elkerülhetővé. Az eurozónában az adósságprobléma kezelése érdekében szigorúbb fiskális szabályokat fogadtak el. Ezek betartása megszorító intézkedéseket tehet szükségessé, aminek következtében alacsonyabb gazdasági növekedés várható az eurozónában. A külkereskedelmi partnerek növekedésének lassulása visszafogja a hazai export dinamikáját is az előrejelzési horizonton. Ugyanakkor 2012 közepétől fokozatos élénkülésre számítunk a felvevőpiacainkon, és ezzel párhuzamosan az export dinamikájában is. A gyenge árfolyam és a nagy

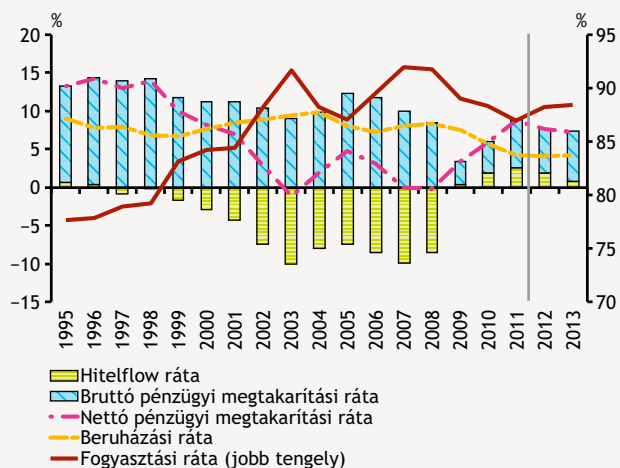
1-7. ábra
Az exportpiaci részesedés alakulása



autóipari beruházások termelési aktivitásának fokozatos felfutása támogatja az exportpiaci részesedésünk emelkedését (1-7. ábra).

A gyorsuló infláció, a változatlanul lanya konjunktúra és a költségvetési hiánycélok tartását célzó kormányzati intézkedések miatt a lakosság jövedelmi helyzete az előrejelzési horizont első felében romlik. Ezzel párhuzamosan a háztartások fogyasztásának csökkenése várható az idei évben. Enyhe növekedésre csak 2013-ban számítunk. Az alacsony keresetűeknél a minimálbéremelés és a bérkompenzáció ugyan szinten tartja a nettó nominális béreket, azonban a magas infláció miatt a jövedelmük vásárlóértéke csökken. A munkapiaci aktivitást – és ezen keresztül a gazdaság potenciális növekedését – ösztönző kormányzati intézkedések csökkentik a háztartások közvetlen költségvetési juttatásait. A devizahitelek végtörlesztése érdemben javította a programban részt vevő háztartások vagyoni helyzetét, ugyanakkor ennek fogyasztásra gyakorolt pozitív hatása vélhetően csak hosszabb távon érvényesülhet. Rövid távon a fogyasztási-megtakarítási döntéseket a bizonytalan gazdasági környezet következtében továbbra is erős óvatossági megfontolások jellemezhetik, így a megtakarítási ráta változatlanul a válság előtti szint fölött alakulhat. A devizahittel rendelkező háztartások esetében a Bankszövetség és a kormány között létrejött megállapodás értelmében az árfolyamgát bevezetése enyhíti a magas törlesztőterhekből adódó feszültséget. A program esetében széles körű részvételre számítunk, ami különösen az alacsonyabb jövedelmű, likviditáskorlátos háztartások fogyasztását élénkítheti (1-8. ábra).

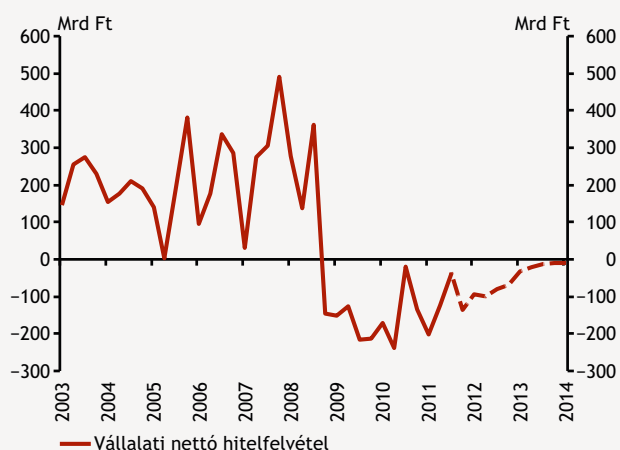
1-8. ábra
Lakossági jövedelmek felhasználása
(rendelkezésre álló jövedelem arányában)



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

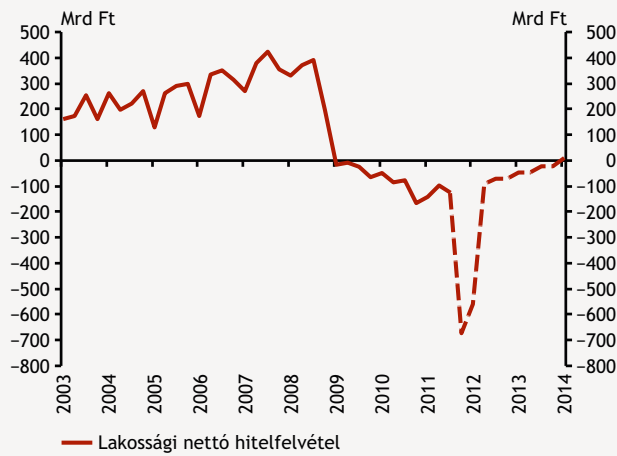
Előrejelzési horizontunkon továbbra is visszafogott beruházási dinamikával számolunk. A fegyelmezett költségvetési politika miatt a kormányzati beruházások is csökkenhetnek. Új beruházások döntően csak uniós források bevonásával keletkezhetnek. A magánszféra beruházásai várhatóan az idei évben is csökkennek. A vállalati szféra esetében az elmúlt időszakban fokozatosan romlottak a gazdasági konjunktúrával kapcsolatos várakozások. Emellett továbbra is szigorú hitelkondíciókra lehet számítani, melyek együttesen historikusan alacsony beruházási rátát vetítenek előre az ágazatok többségében. Ezt csak részben ellensúlyozzák a nagy autóipari beruházások, melyek a következő negyedévekben is folytatódhatnak. Az egyedi nagyberuházások hatásától eltekintve, a vállalati beruházások csak az amortizáció pótlását fedezik. A háztartások beruházási aktivitása 2012 során elérheti mélypontját, melyet lassú bővülés követ előrejelzési horizontunkon. A folyamatot segítheti az új állami lakáshitelprogram is.

1-9. ábra
Előrejelzésünk a vállalati hitelezés alakulására



A következő években a hitelezés mind a lakossági, mind a vállalati szférában igen visszafogottan alakul, a hiteltörlesz-

1-10. ábra
Előrejelzésünk a lakossági hitelezés alakulására



tés mindvégig meghaladja a hitelfelvételt. A kedvezőtlen konjunkturális kilátásokat jelző gyenge hitelkereslet mellett a hitelkínálati korlátok is erősödtek. A bankok hitelezési képességét javító jegybanki eszközök a hitelkereslet élénkülése esetén fejthetik ki pozitív hatásukat. Rövid távon várhatóan továbbra is inkább a pénzügyi közvetítők hitelezési hajlandósága marad a hitelaktivitás korlátja, így a hitelezési feltételek csak 2013-tól enyhülhetnek (1-9. 1-10. ábra).

A gazdaság potenciális növekedési üteme a következő években is érdemben elmaradhat a válság előtti években megfigyelt ütemtől. Ennek oka egyrészt, hogy a felvevőpiacaink potenciális növekedési rátája csökkenően van, mely hosszabb távú növekedésünk mértékét negatívan befolyásolja. Kínálati oldalról a bizonytalan konjunkturális kilátások, a szigorú hitelfeltételek és az adósságkeelési folyamat következtében a privát beruházási aktivitás évek óta tartó gyengélkedése tovább folytatódhat.

1-1. keretes írás

A 2012–2013-as hiánycélok teljesítéséhez szükséges addicionális kormányzati intézkedések lehetséges makrogazdasági hatásai

A fiskális politikáról alkotott képünk az elkövetkező hónapokban jelentős mértékben változhat. A Túlzott Deficit Eljárás (EDP) alól történő kikerülés kritériumainak teljesítéséhez, illetve a 2012–2013-as kormányzati hiánycél eléréséhez ugyanis további hiánycsökkentő lépések szükségesek. Számszerűsíthető intézkedések hiányában ugyanakkor az alappályánkban nem számolunk kiigazítással.

Az alappálya mentén, a tartalékok maradéktalan törlése esetén 2012-ben 3,1 százalékos, 2013-ban pedig 3,4 százalékos GDP-arányos ESA-hiányt valószínűsítünk (lásd az 5.3. fejezetet). Így a kormányzati hiánycélok eléréséhez 2012-ben nettó értelemben 0,5 százalékos, 2013-ban pedig további 0,6 százalékos kiigazítási igény adódik. Ha a kormányzat célja a túlzott deficit eljárás (EDP) alól kikerülés, akkor az EU-Bizottság március eleji döntése értelmében 2012-ben ugyancsak 0,5 százalékos kiigazításra van szükség, ami előrejelzésünk szerint egyben azt is biztosíthatja, hogy a bizottság által megfogalmazott követelményeknek megfelelően a 2013-as ESA-hiány is 3 százalék alá csökkenjen.

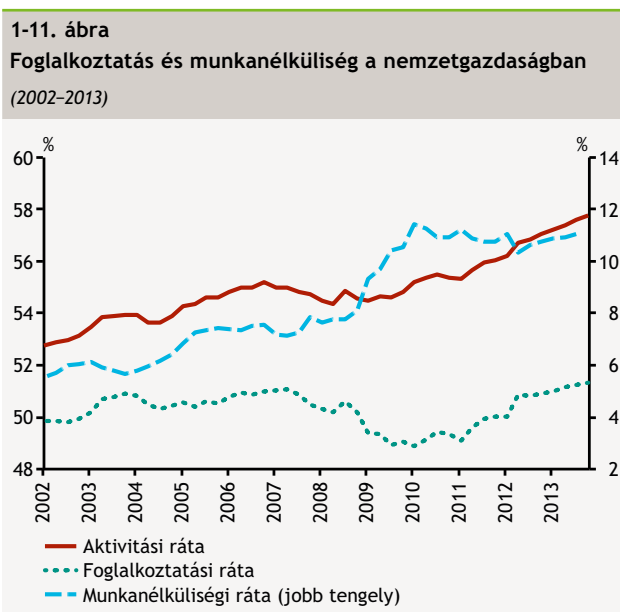
Az intézkedések konkrét formájuktól és mértéküktől, illetve strukturális jellegüktől függően befolyásolhatják a makrogazdasági folyamatokat. Amennyiben a kormány a hiánycsökkentést elsősorban indirekt adók emelésével és közvetlen vagy közvetett ártámogatások leépítésével kívánja elérni, akkor a csomag rövid távon akár számottevő átmeneti inflációs nyomást eredményezhet, a keresleti és kínálati viszonyok által meghatározott inflációs alapfolyamatok azonban nem változnak. Ha ezzel szemben a kiigazítás elsősorban a kiadások csökkentésén, illetve olyan bevétel-növelő intézkedéseken keresztül valósul meg, amelyeknek nincs közvetlen hatása az árak alakulására, akkor a negatív fiskális impulzus a belső kereslet csökkenésében, a kibocsátási rés nyílásában tükröződhet, ami közvetetten az infláció mérséklődése irányába hat. A fentiek mellett egy kiigazítási csomag makrogazdasági folyamatokra, illetve monetáris politikára gyakorolt hatása szempontjából kitüntetett szerepe van az intézkedések piaci fogadtatásának. Amennyiben a piaci szereplők szerint a kiigazítás döntően strukturális, a hiánycsökkentést hosszú távon biztosító lépésekre támaszkodik, akkor bejelentések az elvárt kockázati prémium csökkenését, azaz az árfolyam erősödését és a hozamok csökkenését eredményezhetik.

A kormány egyelőre nem jelentett be olyan intézkedési tervet, amely alapján a kiigazítás számszerűsíthető. A döntéshozók szándékairól ugyanakkor némi iránymutatást adhat az a 2012 februárjában megjelenő kormányhatározat (1036/2012), amelyet a kormány a 2012–13. évi költségvetési hiánycél biztosítása érdekében hozott. Eszerint a kormány a gyógyszer-támogatások leépítésével, a BKV központi költségvetési támogatásának csökkentésével, az elektronikus útdíjfizetési rendszer 2013. júliusi bevezetésével, valamint a

szervek és fejezetek kiadásainak mérséklésével kívánja a költségvetési hiányt csökkenteni. A kormányhatározat nem jelöli meg, hogy az egyes területektől milyen kiadáscsökkenést vagy bevételnövelő hatást vár el. Ugyanakkor abban az esetben, ha a félszázalékos kiigazítást a kormány kizárólag a fenti területeken kívánja elérni, akkor a gyógyszerfinanszírozás leépítése, illetve a közösségi közlekedés központi támogatásának csökkenése következtében feltehetően emelkedő gyógyszerárak és menetdíjak rövid távon akár jelentősebb inflációemelkedést okozhatnak.

1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk

A munkaerő-piaci kilátásokat egyfelől a kormányzat aktivitás bővítését célzó intézkedései, másfelől a bizonytalan növekedési kilátások és a vállalati terhek növekedése miatti gyengébb munkaerő-kereslet határozza meg. A gyengébb konjunkturális kilátással összhangban tartósan laza munkaerő-piaci környezet várható. A minimálbéremelés és elvárt béremelések 2012-ben átmenetileg gyorsuló bérnövekedést eredményezhetnek, azonban a tartósan magas szinten maradó munkanélküliség mellett 2013-tól ismét visszafogottan alakulhat a bérdinamika.



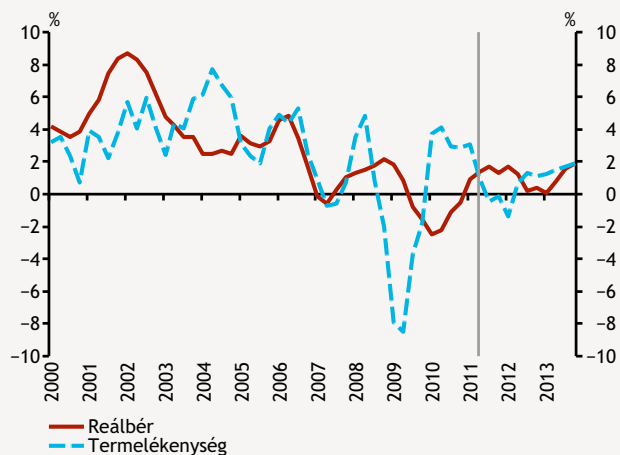
A rokkantnyugdíjakra és az öregségi nyugdíjakra vonatkozó szabályok már megtörtént és tervezett szigorításainak hatására a munkakinálat korábbi bővülése előrejelzési horizontunkon is folytatódhat. A foglalkoztatási folyamatokat azonban továbbra is a gyenge konjunkturális kilátások határozzák meg, ezért rövid távon a foglalkoztatás csökkenésére számítunk és érdemi létszámbővülést 2013-ban sem várunk. A kedvezőtlen növekedési kilátások munkapiaci hatását az állami közmunkaprogramok enyhíthetik, különösen a magas munkanélküliséggel és alacsony elhelyezkedési esélyekkel rendelkező térségekben. Összességében azonban a munkanélküliség a teljes előrejelzési horizonton magas szinten ragadhat (1-11. ábra).

Az év elején érvénybe lépett minimálbér-, garantált bérminimum- és elvárt béremelések bérköltségnövelő hatását 2012-ben nagyrészt ellensúlyozza a munkavállalói adójóváírás munkáltatói adókedvezményé (bérkompenzáció) konvertálása. Azonban az állami kompenzáció csökkentésével 2013-ban a vállalatok profithelyzetének romlása várható.

A kormányzati intézkedések együttesen a teljes bérköltség megközelítőleg egy százalékának megfelelő költségnövekedést jelentenek 2012-ben a versenyszektor vállalatai számára.¹ A korábbi feltételezésünkhöz képest a vállalatok nagyobb mozgástérrel rendelkeznek a sokk kivédésére. A szükséges béremelések nem a teljes, hanem csak a rendszeres bérekre vonatkoznak, így a vállalatok egyéb, nem rendszeres juttatásaik (pl. prémium, cafetéria) visszafogásával kompenzálhatják a megemelkedett rendszeres béreket. Másrészt az intézkedések döntően az alacsonyabb jövedelmű munkavállalókra vonatkoznak, ezért a munkáltatóknak lehetőségük van a magasabb keresetűek mérsékel-

¹ Azt gondoljuk, hogy 5 százalék feletti infláció mellett a bruttó bérek 2012-ben a minimálbéremelés nélkül körülbelül 4 százalékkal emelkednének. A bérkompenzáció igénybevételével az érintett vállalatok bérköltsége ennél egy százalékponttal, 5 százalékkal emelkedik. Azok a vállalatok ráadásul, amelyek ezt a költségnövekedést sem tudják vállalni, kiegészítő kompenzációra pályázhatnak.

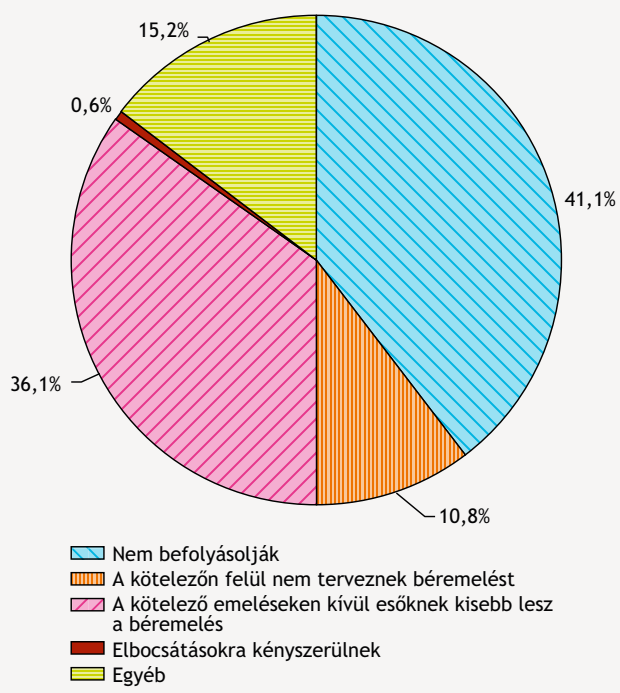
1-12. ábra
A termelékenység és a reál-munkaköltségek alakulása a versenyszférában



tebb béremeléseivel is tompítani a növekvő bérköltségek hatását. Ezt erősítik meg a Hay Group 2012. januári felméréseinek eredményei is (1-13. ábra). A megkérdezett vállalatok legnagyobb mértékben az alacsonyabb keresetű adminisztratív és fizikai dolgozók bérét tervezik emelni, míg a közép- és felső vezetők körében a béremelések mérsékletek maradhatnak. A vállalatok a minimálbér-emelés hatására gyakorlatilag nem terveznek elbocsátásokat.

A gyenge növekedési kilátások következtében tartósan laza munkaerő-piaci feltételekre számítunk a teljes előrejelzési horizonton. Ezért bár a kormány által bevezetett intézkedések magasabb bérimdexhez vezetnek 2012-ben, jövőre a bérezés visszafogottan alakulhat. A reálbérek a termelékenység növekedésétől elmaradó ütemben emelkedhetnek (1-12. ábra).

1-13. ábra
Hogyan befolyásolja a minimálbér-emelés a 2012-es bérpolitikai döntéseket?



1-2. táblázat					
Előrejelzéseink változása az előző inflációs jelentéshez képest					
	2011	2012		2013	
	Tény	Előrejelzés			
		December	Aktuális	December	Aktuális
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció ¹	2,7	4,6	5,3	2,4	2,9
Indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció	2,5	2,7	3,0	2,1	2,7
Fogyasztóiár-index	3,9	5,0	5,6	2,6	3,0
Gazdasági növekedés					
Külső kereslet (GDP-alapon) ²	2,8	0,9	0,9	1,9	1,8
Háztartások fogyasztási kiadása	0,0	-0,7	-0,9	0,2	0,2
Kormányzat végső fogyasztása	0,4	-2,9	-3,6	-1,2	-0,6
Állóeszköz-felhalmozás	-5,4	-1,4	-1,4	1,9	1,8
Belföldi felhasználás	-0,5	-1,3	-1,5	0,2	0,3
Export	8,4	6,3	5,8	9,2	8,7
Import	6,3	5,5	4,6	8,6	8,2
GDP	1,7	0,1	0,1	1,6	1,5
Külső egyensúly					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	1,6	3,8	3,1	4,5	3,7
Külső finanszírozási képesség	3,6	6,4	5,7	7,8	7,0
Államháztartás³					
ESA-egyenleg	4,2	-3,7 (-2,8)	-4,0 (-3,1)	-3,9 (-3,0)	-4,3 (-3,4)
Munkapiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	5,0	3,6	3,1	2,9	3,1
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	0,8	2,9	1,8	0,2	0,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	5,3	7,1	6,5	3,8	4,1
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	1,4	-0,2	-0,1	0,3	0,5
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5, 7}	5,0	4,9	3,8	3,0	3,5
Lakossági reáljövedelem ⁸	1,6	-1,2	-2,2	-0,1	-0,1

¹ 2009 májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre.
² Összhangban exportszerkezetünk elmúlt évi változásával, külső keresleti mutatónk súlyait is revideáltuk.
³ A GDP arányában. A zárójeles adat a központi szabad tartalékok törlését is tartalmazza.
⁴ Pénzforgalmi szemléletben.
⁵ A KSH munkaerőfelmérése szerint.
⁶ Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.
⁷ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.
⁸ MNB-becslés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági jövedelmeket korrigáltuk a kötelező magán-nyugdíjpénztári befizetések miatti vagyonváltozások hatásával.

1-3. táblázat			
Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal			
	2012	2013	2014
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2012. március)	5,6	3,0	-
Consensus Economics (2012. március) ¹	5,0 – 5,3 – 5,8	2,5 – 3,2 – 4,0	3,2
Európai Bizottság (2012. február)	5,1	4,1*	-
IMF (2012. január)	5,0	3,7	-
OECD (2011. november)	4,9	2,9	-
Reuters-felmérés (2012. március) ¹	5,2 – 5,5 – 6,2	2,5 – 3,3 – 4,2	2,8 – 3,2 – 3,6
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2012. március)	0,1	1,5	-
Consensus Economics (2012. március) ¹	(-1,5) – (-0,4) – 0,5	0,5 – 1,5 – 2,5	2,2
Európai Bizottság (2012. február)	-0,1	1,4*	-
IMF (2012. január)	0,3	1,5	-
OECD (2011. november)	-0,6	1,1	-
Reuters-felmérés (2012. március) ¹	(-1,5) – (-0,3) – 0,5	0,6 – 1,4 – 2,5	-
Folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP %-ában)			
MNB (2012. március)	3,1	3,7	-
Európai Bizottság (2011. november)	3,2	3,8	-
IMF (2012. január)	2,2	1,1	-
OECD (2011. november)	1,4	1,2	-
Államháztartás egyenlege (ESA-95 szerint, a GDP %-ában)			
MNB (2012. március) ⁴	- 4,0 (-3,1)	-4,3 (-3,4)	-
Consensus Economics (2012. március) ¹	(-2,8) – (-3,3) – (-4,8)	(-2,5) – (-3,1) – (-4,4)	-
Európai Bizottság (2011. november)	-2,8	-3,7	-
IMF (2012. január)	-3,5	-3,7	-
OECD (2011. november)	-3,4	-3,3	-
Reuters-felmérés (2012. március) ¹	(-2,5) – (-3,1) – (-4,5)	(-2,2) – (-3,1) – (-4,6)	-
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2012. március)	2,9	5,6	-
Európai Bizottság (2011. november) ²	3,8	5,7	-
IMF (2012. január) ²	4,5	4,9	-
OECD (2011. november) ²	3,0	5,4	-
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2012. március)	0,9	1,8	-
Consensus Economics (2012. március) ¹	0,8	1,9	-
Európai Bizottság (2012. február) ²	0,8	2,0*	-
IMF (2012. január) ²	0,7	1,8	-
OECD (2011. november) ²	1,1	2,2	-
Euroövezet GDP-növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
Consensus Economics (2012. március) ³	0,1	1,2	-
Európai Bizottság (2011. november)	0,7	1,4	-
IMF (2012. január)	-0,3	1,1	-
OECD (2011. november)	0,4	1,6	-

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

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

³ MNB által rendszeresen megfigyelt eurozónatagokból képzett aggregátum.

⁴ A GDP arányában. A zárójeles adat a központi szabad tartalékok törlését is tartalmazza.

* A magán-nyugdíjpénztári bevételek nélkül.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2012. március); European Commission Economic Forecasts (2012. február, 2011. november); IMF World Economic Outlook Database (2012. január, 2011. szeptember); IMF Country Report No 12/13 (2012. január); Reuters-felmérés (2012. március); OECD Economic Outlook No. 90 (2011. november).

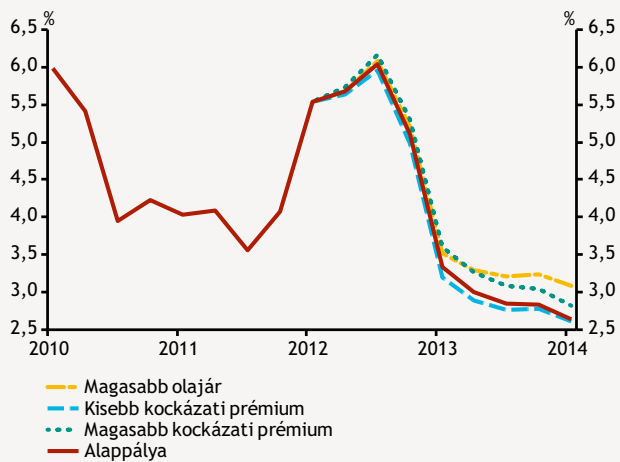
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

Az alappálya körüli kockázatokat három – a Monetáris Tanács megítélése alapján legrelevánsabbnak tartott – alternatív pálya bemutatásával illusztráljuk. A három pálya közül az első kettőben a kockázati megítélésünket övező kétirányú kockázatokat jelenítjük meg, míg a harmadikban az előrejelzettnél magasabb olajár következményeit mutatjuk be. Míg hazánk kockázati megítélésének az alappályában feltételezettnél gyorsabb mérséklődése az irányadó kamat fokozatos csökkentésének megkezdését már 2012 második felében lehetővé teszi, addig a huzamosabb ideig magas maradó kockázati felár, illetve a magasabban alakuló olajárpálya az inflációs nyomás emelkedését eredményezik és a jelenlegi monetáris kondíciók hosszabb ideig való fenntartását teszik szükségessé.

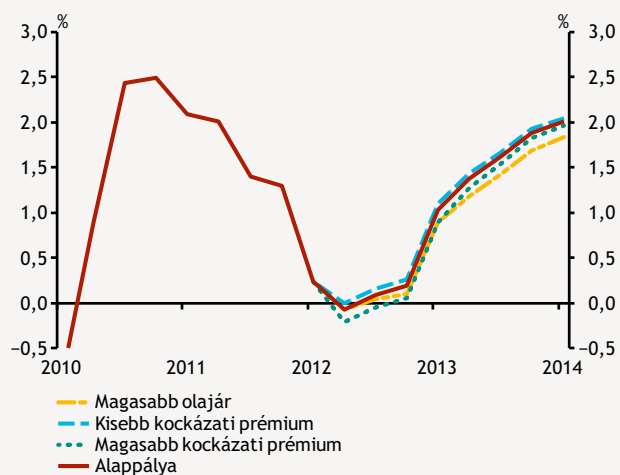
Az államháztartás finanszírozásával kapcsolatos aggodalmak, az állam és a magánszektor magas devizakitettsége és a pénzügyi közvetítőrendszerben meglévő kockázatok miatt a kockázati felárunk a pénzügyi válság kezdete óta tartóan magas. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy folytatódik a belföldi gazdasági szereplők mérlegalkalmazkodása. Ez a folyamat több évig elhúzódhat, így a gazdaság sérülékenysége és a kockázati felárak is csak fokozatosan mérséklődhetnek. Az államadósság finanszírozását övező kockázatokat az Európai Bizottsággal és az IMF-fel kötendő megállapodás számottevően mérsékelheti. A kockázati megítélés alakulását továbbra is számos bizonytalanság övezi, mely az előrejelzési horizonton az alappályában feltételezettnél alacsonyabb és magasabb kockázati felárakat is eredményezhet.

A kockázati megítélésünkkel kapcsolatos első pálya a kockázati prémium alappályában feltételezettnél gyorsabb javulását tételezi fel. A forgatókönyv bekövetkezésének valószínűségét növeli, ha a kormányzat és az Európai Bizottság, valamint az IMF közötti megállapodás a vártnál korábban létrejön, és ennek következtében az államadósság finanszírozási kockázatai már rövid távon mérséklődnek. Ugyancsak az előrejelzettnél kedvezőbb lehet a hazai pénzügyi piaci eszközök megítélése, ha az európai pénzügyi piaci környezet tovább javul és a globális kockázattalálási hajlandóság erősödik. Az alacsonyabb kockázati felár egyrészt segítheti a gazdaság növekedését, másrészt a forint árfolyamának erősödésén keresztül az inflációs nyomás csökkenését eredményezné. Az országgkockázati felárak gyors csökkenése lehetővé teszi, hogy az irányadó kamat fokozatos csökkentése már 2012-ben megkezdődjön.

2-1. ábra
Alternatív scenáriók hatása inflációs előrejelzésünkre



2-2. ábra
Alternatív scenáriók hatása GDP-előrejelzésünkre



A jelenlegi volatilis pénzügyi környezetben azonban annak a valószínűsége sem elhanyagolható, hogy a kockázati felárak huzamosabb ideig a jelenlegi magas szinteken maradnak. A tartósan kedvezőtlen kockázati megítélést az államháztartás finanszírozásával kapcsolatos kockázatok fennmaradása és a globális kockázattvállalási kedv mérséklődése is okozhatja. A tartósan magas kockázati prémium rontja a növekedési kilátásokat, és a forint árfolyamának gyengülésén keresztül magasabb inflációt eredményezhet. A romló inflációs kilátások huzamosabb ideig szükségessé teszik a monetáris kondíciók jelenlegi szintjének fenntartását, és az irányadó kamat érdemi csökkentésére az előrejelzési horizont második felében sem kerül sor.

Előrejelzésünk alappályájában, a határidős árakkal összhangban azt feltételezzük, hogy az olajárak az előrejelzési horizonton fokozatosan csökkennek. Az olaj árának csökkenő tendenciáját azonban érdemben veszélyezteti a geopolitikai kockázatok realizálódása – például az Iránnal szembeni olajembargó megvalósulása. Ez esetben ugyanis az olajkínálat tartósan szűkülhetne, mely az olajár jelenlegi, magas szinten maradását eredményezné. A tartósan magasabb olajárak érdemben rontják az inflációs kilátásokat. Ennek ellensúlyozása érdekében a jelenlegi monetáris kondíciók az előrejelzési horizont végéig fennmaradhatnak. A szigorúbb monetáris kondíciók az alappályában előrejelzettnél erősebb árfolyamot eredményeznek, valamint a magasabb nyersanyagárakkal együtt a kibocsátási rés lassabb záródásához járulnak hozzá (2-1., 2-2. ábra).

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. Nemzetközi környezet

A globális környezetet a keresleti feltételek romlása és a gazdasági kilátásokat övező bizonytalanság növekedése jellemezte az elmúlt negyedévekben. A romló világgazdasági környezet az egyes régiókat eltérő mértékben érintette. Az USA-ban és Németországban folytatódott a gazdasági klíma fokozatos javulása, miközben az eurozóna adósságproblémáinak mélyülése az övezet egyre több országában okozta a kereslet csökkenését. A fejlett gazdaságokban az államadósság fenntarthatóságát célzó nagymértékű költségvetési kiigazítások és a magánszektor folytatódó mérlegleépítési folyamata az idei évben a növekedés lassulását okozhatja.

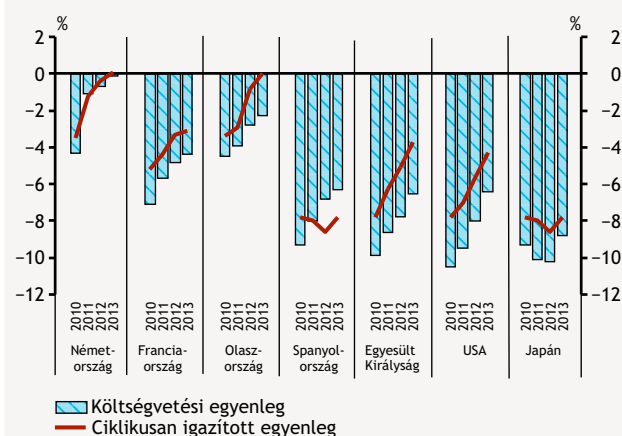
A gyengülő globális konjunktúra hatása az inflációs folyamatokban is érzékelhető. A fejlett gazdaságok inflációs rátája a tavalyi év közben megfigyelt gyorsulást követően az elmúlt hónapokban már lassulást mutatott. A globális növekedési kilátások romlása a főbb nyersanyagpiacokon is a gyors áremelkedés megtorpanását okozta, érdemi árcsökkenésre rövid távon azonban nem számíthatunk. Ennek oka, hogy a magasabb fajlagos erőforrásigénnyel rendelkező fejlődő gazdaságok gyors növekedése mellett, az elmúlt negyedévekben ismét erősödő geopolitikai kockázatok lehetnek. Ezen folyamatokkal összhangban a feldolgozott termékek globális inflációja általánosan visszafogott maradhat, ám a hazai infláció szempontjából meghatározó nyersanyagárakban (kőolaj, földgáz, nyers élelmiszerek) a romló növekedési kilátások ellenére sem számíthatunk érdemi korrekcióra. A nyersanyagárak továbbra is tartósan magas szinten ragadhatnak.

3.1.1. GLOBÁLIS KONJUNKTURÁLIS FOLYAMATOK

A világgazdasági konjunkturális kilátásokat elsősorban az euroövezet adósságproblémái és azok megoldási javaslatai alakítják. A fejlett országok GDP-arányosan súlyozott államadóssága 2008 óta dinamikusan – az IMF előzetes becslései alapján 2011-ben 103,5 százalékra – növekedett. Ez elsősorban a válság első szakaszában alkalmazott fiskális kereslet-élénkítő intézkedések, a bankkonszolidációk és az automatikus stabilizátorok alkalmazásának a következménye. 2010 májusától az európai szuverén válság hatására elsősorban az euroövezet tagországaiiban keresletszűkítő fiskális politikát alkalmaznak, de a fiskális pozíciók és a kiigazítás mértéke jelentős eltérést mutatott. A fiskális szigor az aggregált keresleten keresztül érdemben lassíthatja a gazdasági növekedést. Az IMF január végi előrejelzései szerint Németországban és Olaszországban várhatóan már idén 3 százalék alá csökkenhet a költségvetési deficit a GDP arányában, miközben Franciaországban és Spanyolországban a jelenlegi erőfeszítéseken túl további jelentős kiigazításra van szükség (3-1. ábra).

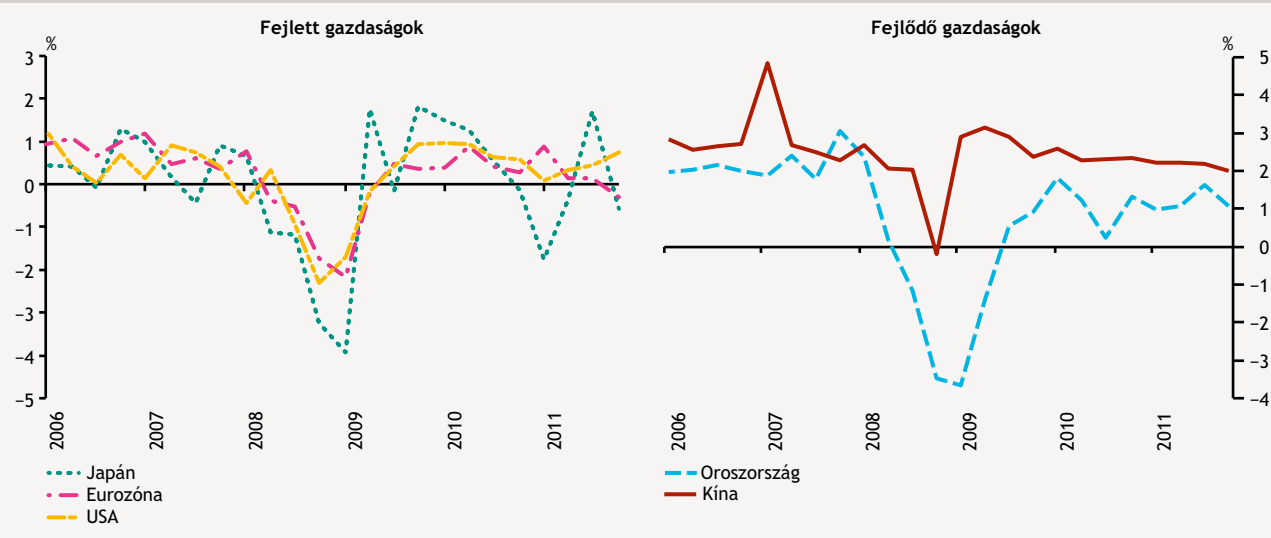
A költségvetési egyensúly javítására irányuló intézkedések az euroövezeten kívüli fejlett gazdaságokban is egyre hang-

3-1. ábra
Költségvetési egyenleg a főbb fejlett gazdaságokban
(a GDP százalékában)



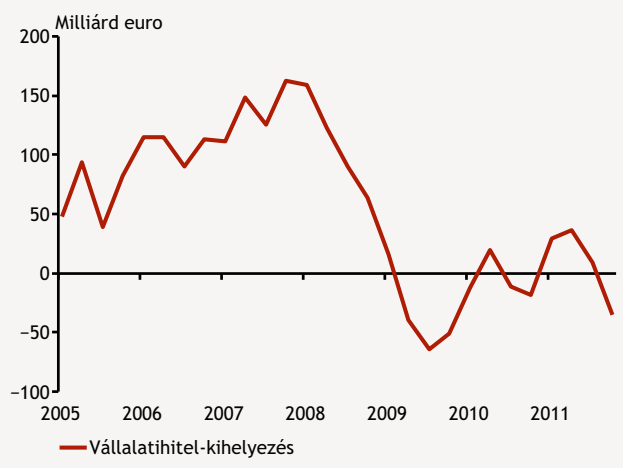
Megjegyzés: IMF, Fiscal Outlook 2012. január alapján.

3-2. ábra
GDP-növekedés a jelentősebb gazdaságokban
 (szezonálisan igazított adatok negyedéves változása)



súlyosabban jelennek meg. Japán és az USA adósságával kapcsolatban fenntarthatósági kockázatok már mutatkoztak, de fenntarthatósági problémák egyelőre nem jelentkeztek, így van tér a nemzetközi átlagnál lazább fiskális kondíciókon alapuló gazdaságpolitika alkalmazására. Középtávon azonban költségvetésük strukturális kiigazítására kényszerülhetnek az államadósság növekedésének lassítása érdekében.

3-3. ábra
Vállalati (nettó) hitelkihelyezés az euroövezetben



A növekedési kilátásokat az államadósság fenntarthatóságát célzó költségvetési politika mellett az európai bankok mérleglépítése is érdemben befolyásolja (3-2. ábra). A bankrendszer mérleglépítése globálisan lassítja a gazdasági aktivitást. A fejlett térségben a gyenge hitelaktivitás elsősorban Európát érinti, ahol a tavalyi év végi bankszektorbeli feszültségek jelentős hitelezéssel kapcsolatos félelmekhez vezettek (3-3. ábra). Az év elején a bankszektor feszültségei az EKB intézkedéseinek hatására enyhültek, de a mérlegkiigazítás más fejlett térségekhez hasonlóan folytatódik. A feltörekvő régiókban az európai bankszektor forráskivonása miatt lassulhat a hitelezés, ami különösen Dél-Amerikát és Kelet-Közép-Európát sújthatja idén. Ugyanakkor a fejlett jegybankok likviditásbővítő intézkedéseinek hatására, a portfóliótőke-beáramlás erősödött, problémák a működő tőke mozgásában lehetnek.

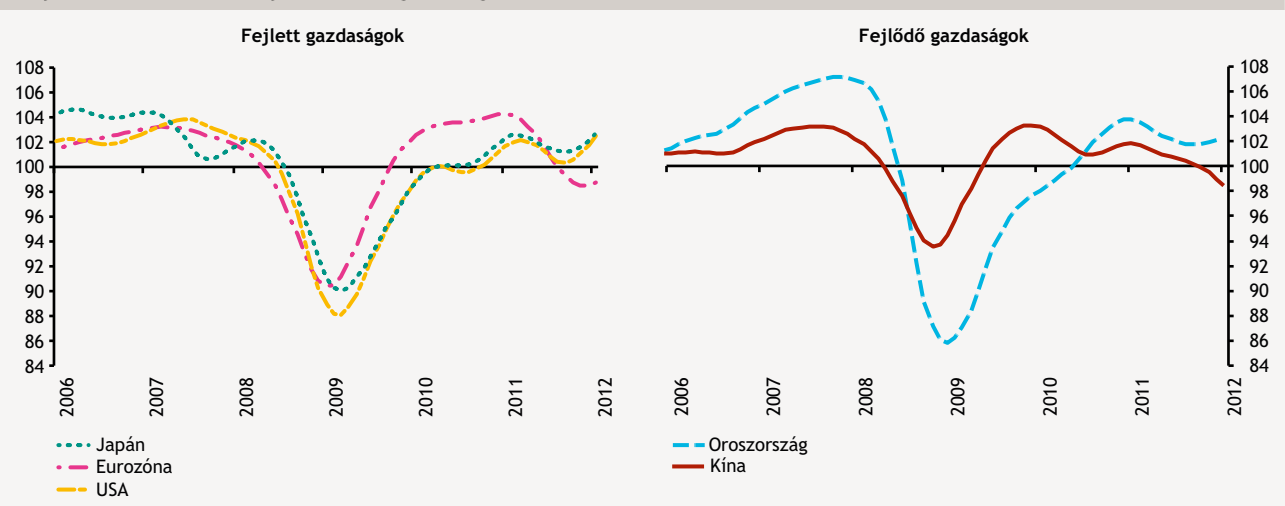
Az eurozóna növekedése számottevően lassult 2011 második felében. A romló üzleti és lakossági bizalom, valamint a bankrendszeri problémák következtében 2011-2012 fordulójára recesszióközeli helyzetbe került a régió. A nagy gazdaságok közül egyedül Franciaország növekedett 2011 negyedik negyedévében. A német gazdaság 0,2 százalékos visszaesésében a gyengülő export játszhatott kulcsszerepet. A

legjelentősebb költségvetési kiigazítást végrehajtó gazdaságok – pl. Olaszország, Spanyolország – várhatóan receszióban maradnak 2012 folyamán is. A német gazdaság a legtöbb előrejelzés szerint az idén növekedhet, de a gyenge globális keresleti feltételek miatt ennek üteme mérsékelt marad.

Az Európán kívüli gazdaságok kissé kedvezőbb konjunktúrát mutatnak. Az amerikai gazdaság a gyenge évkezdet után 2011 végére dinamikusabban növekedett, a foglalkoztatási helyzet és a lakossági fogyasztás is kedvezően alakult. A Fed legfrissebb jelentése szerint az idei évben nőtt az ipari termelés és a kiskereskedelmi forgalom, enyhén javult a munkapiaci és lakáspiaci helyzet. A jelentés továbbá kiemeli, hogy az autógyártásban és az acéliparban erőteljes élénkülés mutatkozott az év elején. A japán gazdaság kilábalását a 2011. márciusi földrengés után a világereskedelem lassulása, valamint a thaiföldi árvizek okozta ellátási problémák vetették vissza 2011 végén. Ugyanakkor a kedvező decemberi ipari termelés és a javuló bizalmi indikátorok arra utalnak, hogy 2012 elején élénkülés következhet. A kínai növekedés fokozatosan lassul, 2011 negyedik negyedévében 9 százalék alá mérséklődött az éves növekedési ütem. A szigorodó fiskális és monetáris politika, valamint az ingatlanpiaci túlfűtöttséget mérséklő szabályozási lépések a beruházási aktivitás fokozatos lassulásához vezettek. Emellett a gyengülő világ gazdasági kereslet az exportot is mérsékelte. Ezekkel összhangban a kínai kormány 7,5 százalékra csökkentette az idei növekedési célját.

Bár a beérkező 2011 végi növekedési adatok számos országban gyengülő gazdasági teljesítményről tanúskodnak, több bizalmi indikátor is arra enged következtetni, hogy a világ gazdasági konjunktúra a következő negyedévekben túljuthat mélypontján (3-4. ábra). Az EKB kamatcsökkentései,

3-4. ábra
Konjunktúraindikátorok a jelentősebb gazdaságokban



november–decemberi összehangolt likviditásbővítő intézkedései, valamint az adósságválság tovaterjedésének megfékezése segíthették az üzleti és lakossági bizalom stabilizálódását az európai országokban.

Ugyanakkor a világgazdasági növekedés középtávon is visszafogott maradhat. A fejlett gazdaságokban az eladósodott háztartások mérlegkiigazítása és a költségvetésihiánycsökkentés huzamosabb időn keresztül szűkítheti a keresletet. A fejlődő gazdaságok a válság óta élénken növekedtek, de a kereskedelmi kapcsolatokon keresztül negatívan érintheti őket a fejlett országok gyengélkedése. Emellett folytatódhat a kínai belföldi kereslet – különösen az ingatlanpiac – lassulása is. Így a növekedés még 2013-ban is elmaradhat a historikus átlagtól.

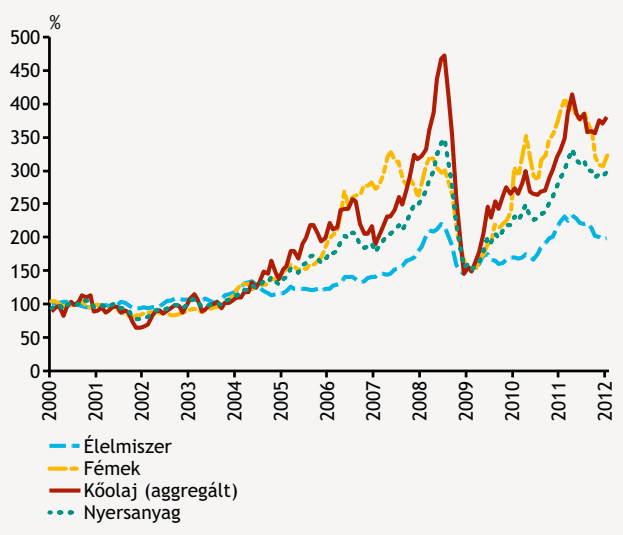
3.1.2. GLOBÁLIS INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

A gyengülő globális konjunktúra hatása az inflációs folyamatokon is érzékelhető. A pesszimistább növekedési kilátások az inflációs félelmeket is oldották. A romló növekedési kilátásokkal összhangban, 2011 második felében mérséklődtek a nyersanyagárak, ami az iparcikkek világpiaci árának stabilizálódását is elősegítette. A mezőgazdasági nyersanyagok esetében a kedvező terméseredmények is támogatták az árcsökkenést. 2012 év elején mind a fémek, mind az élelmiszerek ára enyhén emelkedett, de a tavalyi árcsökkenés miatt az emelkedés inflációs kockázatot egyelőre nem hordoz (3-5. ábra).

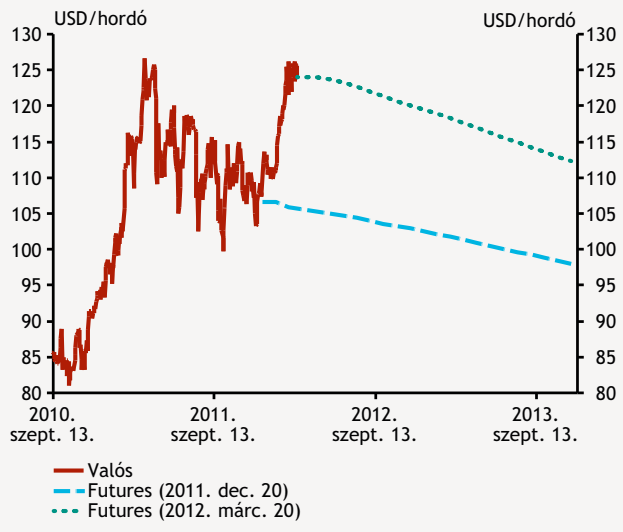
A kőolaj ára az utóbbi hónapokban tovább emelkedett, amit elsősorban a fokozódó geopolitikai feszültségek indokolhatnak. Az USA az iráni olaj embargóját tervezi válaszul az ország nukleáris programjának folytatódására. Emellett több arab országban belpolitikai feszültségek zavarják meg a kitermelést. Végül elemzők szerint a növekvő állami kiadások miatt az arab országok csak a korábbinál magasabb olajár mellett képesek biztosítani a költségvetési stabilitást, ami recessziós időszakban is korlátot szabhat az olajár csökkenésének. Mindezek miatt a nyersanyagpiaci átlagnál intenzívebben, 18 százalékos mértékben emelkedett december közepe óta a Brent típusú kőolaj ára és február végére 125 dolláros szintre drágult. Idén a határidős jegyzések a Brent olajár 120 dollár közeli stabilizálódását jelzik (3-6. ábra).

A költségsokkok kifutásával a legtöbb gazdaságban mérséklődő inflációt figyelhettünk meg 2011 végén. Előre tekintve, a fejlett gazdaságokban fennálló kapacitásfelesleg az infláció további csökkenését eredményezheti 2012–2013-ban. Emellett több, korábban a túlfűtöttség jeleit mutató fejlődő gazdaságban – különösen Kínában – is lassulhat a növeke-

3-5. ábra
Fontosabb nyersanyagárak alakulása
(USD)



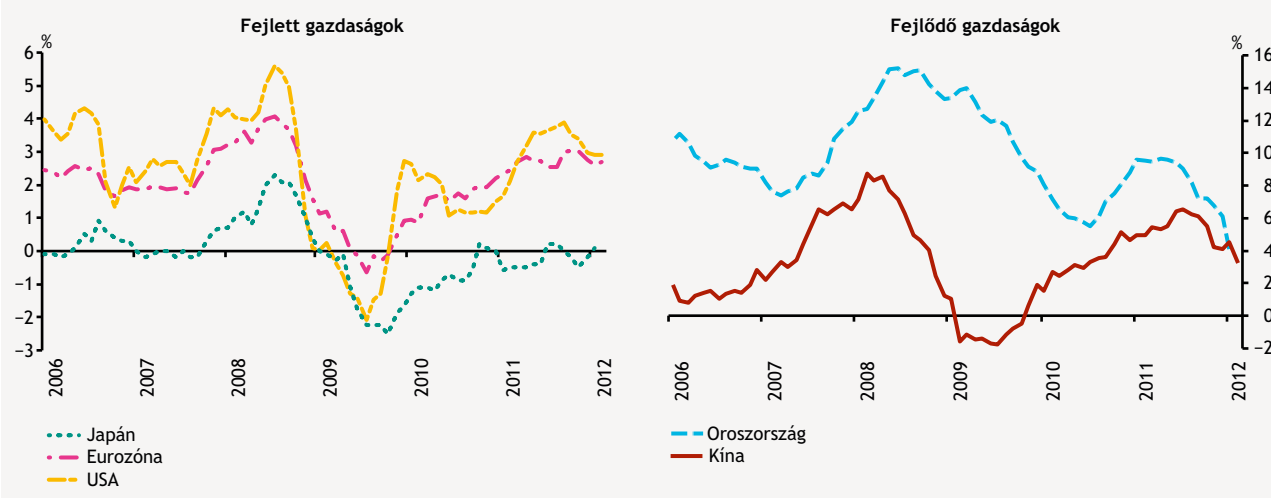
3-6. ábra
A Brent olajár várható alakulása
(USD/hordó)



3-7. ábra

Infláció a jelentősebb gazdaságokban

(% , év/év)



dés, ami elősegítheti a nyersanyagár-infláció lassú mérséklődését (3-7. ábra).

3.1.3. MONETÁRIS POLITIKAI FOLYAMATOK

Az elmúlt hónapokban a globális konjunktúrára vonatkozó kilátások romlása és az inflációs kockázatok csökkenése tükröződött a világ jegybankjainak kamatdöntéseiben is. A világ fő jegybankjai gyakorlatilag elérték a zero alapkamatszintet, az egyetlen kivételnek tekinthető EKB október óta két lépésben, összesen 50 bázisponttal, 1 százalékra csökkentette az irányadó kamatot. A csökkentést azzal indokolta a Kormányzó Tanács, hogy a monetáris politika döntési horizontján a bér-, az ár- és a költségoldali inflációs nyomás alacsony. A Consensus Economicsnek a kamatcsökkentéseket közvetlenül megelőző felmérésében a piaci várakozások 2011 végére egy 25 bázispontos csökkentéssel voltak konzisztensek, és 2012-ben csak elenyésző mértékben várták a kamat további mérséklődését. A kamatdöntések után januárban

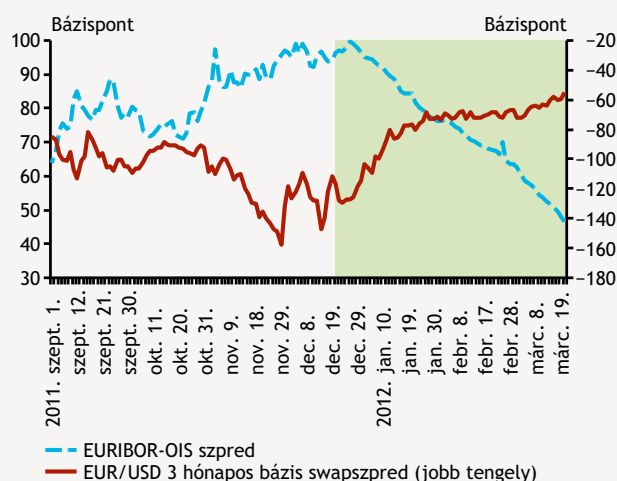
3-1. táblázat

Nemkonvencionális monetáris politikai eszközök a KKE-régió országaiban

Ország	Nemkonvencionális monetáris politikai eszközök a régióban
Csehország	2008. okt. 15-től 2 hetes fedezett hitelnyújtás alapkamat + 10 bp kamaton 2008. nov. 20-tól 3 hónapos fedezett hitel alapkamat + 30 bp kamaton (2010 végéig futott) 2 hetes és 3 hónapos FX-swap eszköz (a 3 hónapos eszközt 2010 végén megszüntették)
Lengyelország	Hosszabb futamidejű fedezett hitelek (leghosszabb lejárat 1 éves) FX-swap tenderek Az elfogadható fedezeti kör bővítése A svájci jegybankkal EUR/CHF swap megállapodás Az EKB-vel 10 Mrd eurós összegű euro repoline létrehozása
Románia	A kötelező tartalékráta csökkentése (RON forrásra 20%-ról 15%-ra)

3-8. ábra

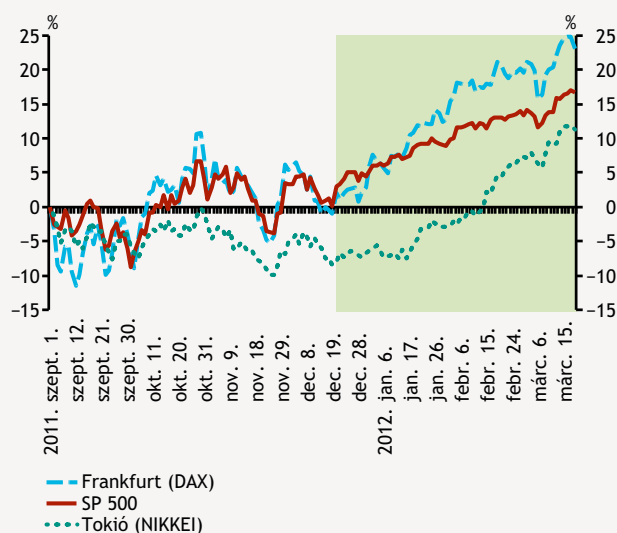
Bankközi és swappiaci szpredek alakulása



Forrás: Bloomberg, Thomson Reuters.

3-9. ábra

Főbb tőzszeindexek alakulása



Forrás: Bloomberg.

2012-re már lényegesen, nagyjából 40 bázisponttal alacsonyabb kamatpályát vártak az elemzők. Az Euribor határidős termékekből származtatott hozamgörbe alapján kamatemelés csak 2013-ban várható. Az euróövezeten kívül a fejlett országok közül az ausztrál, az izraeli, a norvég és a svéd jegybankok is csökkentették irányadó kamatukat.

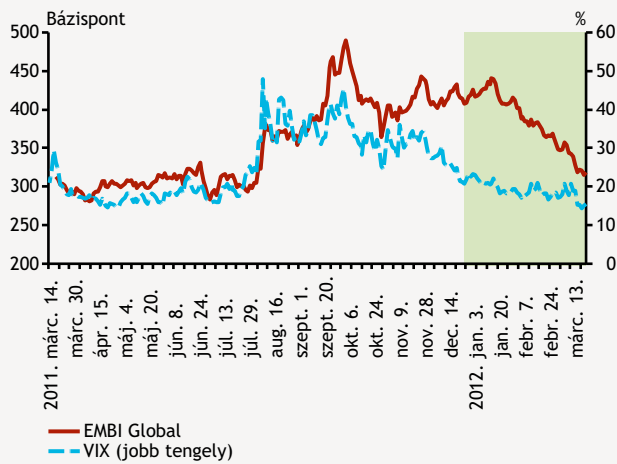
A lanyhuló konjunkturális várakozások miatt a zéró alapkamatu fejlett országok jegybankjai nem-konvencionális eszközökkel igyekeztek lazítani a monetáris kondíciókon. A japán jegybank októberben 55 billió jenre, majd februárban 65 billió jenre (a 2010-es GDP 12,1 százaléka) emelte eszközvásárlási programjának keretösszegét. Az indoklás szerint Japán gazdasági aktivitásának emelkedése az év végére megtorpant a belső kereslet emelkedése ellenére. A negatív fordulat elsősorban az európai recessziós várakozások és a thaiföldi árvíz következtében csökkenő exportban és ipari termelésben csapódott le. A brit jegybank októberben 50 milliárd fonttal, majd február elején további 75 milliárd fonttal, összesen 325 milliárd angol fontra (a 2010-es GDP 22,3 százaléka) növelte eszközvásárlási keretét. A döntések indoklása szerint a gazdasági aktivitás csökkenése miatt további monetáris lazítás nélkül a közép-távú 2 százalékos inflációs cél alullövését valószínűsítik. A piaci várakozások továbbra sem zárják ki a Fed harmadik kvantitatív lazító programjának bejelentését.

Az elmúlt hónapokban a Fed és a japán jegybank is hivatalos inflációs célt jelentett be. A Fed január végén bejelentette, hogy hármas mandátumának (árstabilitás, teljes foglalkoztatás, alacsony hosszú lejáratú kamatok) a jövőben egy explicit, hosszú távú inflációs cél követésével kívánnak megfelelni. Az inflációs célt a fogyasztási kiadások árindexében, 2 százalékos szinten határozta meg. Az indoklás szerint a kommunikált inflációs cél segíti a hosszú távú inflációs várakozások szigorú horgonyzását, ami az alacsonyabb hosszú távú kamatokon keresztül javítja a monetáris politika képességét a teljes foglalkoztatás elérésére és fenntartására. A japán jegybank közép- és hosszú távú célként jelentette be az 1 százalékos infláció elérését. Japánban a kilencvenes évek végétől kezdve folyamatos deflációs problémák jelentkeznek, így esetükben is indokolt lépésnek tűnhet a monetáris politikájuk inflációs célkövetés irányába való módosítása.

3.1.4. PÉNZÜGYI PIACOK

Az adósságválság mélyülése és terjedése miatt 2011-re az európai bankrendszer likviditási nehézségekkel szembesült, romlott a tőke megfelelése és jelentősen nőtt a lehetséges tőkevesztéseinek kockázata. Az EKB elsősorban a pénzügyi stabilitás fenntartásán keresztül és a kereskedelmi banki csatorna javításán keresztül próbálta enyhíteni a

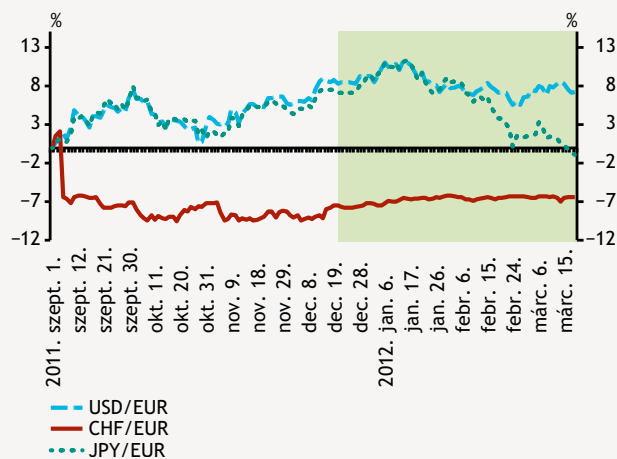
3-10. ábra
Kockázati indexek alakulása



Forrás: Bloomberg.

3-11. ábra
Főbb devizaárfolyamok alakulása

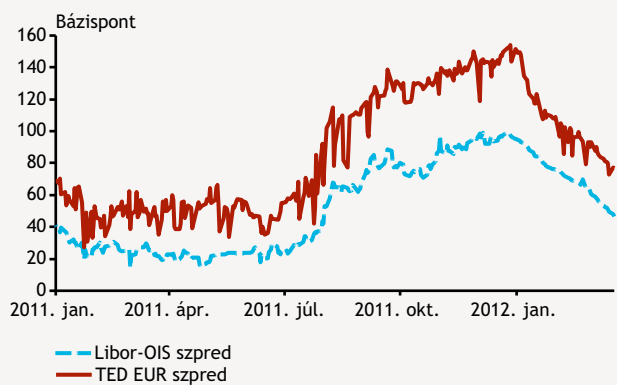
(2011. szept. 1. = 0)



Megjegyzés: A negatív értékek az euro felértékelődését jelzik.

3-12. ábra
Bankközi piaci mutatók alakulása

(bázispont)



Forrás: Thomson Reuters.

feszültséget és újabb összehangolt eszközszerkezet alkalmazását jelentette be. 2011. november 3-án az EKB meghirdette a második fedezett kötvényvásárlási program (CBPP 2) részleteit. A program keretében az EKB összesen 40 milliárd euro értékben vásárol majd kötvényeket. Az eszközvásárlási program 2011. novemberben indult és várhatóan legkésőbb 2012. októberig befejeződik. Az európai bankok október-novemberi dollárforrászavarainak kezelésére a fejlett országok jegybankjai november végén összehangolt akciót indítottak és december 5-től csökkentették a fennálló dollár swap keretek költségeit (OIS + 50 bázispont, korábban OIS + 100 bázispont) és bejelentették, hogy az akciót 2013. februárig folytatják.

Az EKB két alkalommal – 2011 decemberében és 2012 februárjában – hirdette meg új, 3 éves lejáratú hiteleszközét (LTRO), amelyet 489, illetve 529 milliárd euro értékben vettek igénybe az euroövezeti bankok. Az LTRO hatásaival kapcsolatosan konszenzusnak tekinthető, hogy lényegesen csökkentette az európai pénzügyi piacokon tapasztalt, augusztus óta felerősödött feszültségeket. Az instrumentum az egészségesebb mérleg szerkezet és a lejáratú prémiumot nem tartalmazó, olcsó hosszú finanszírozás irányába terelte az eurozóna bankjait: a piaci szereplők alacsony költség mellett, nehezen elérhető lejáraton juthattak forráshoz, olyan papírok fedezete mellett, amelyeket a piacon csak magas haircuttal, vagy egyáltalán nem lenne lehetséges fedezetként felhasználni. Ugyanakkor az LTRO nem tudja érdemben orvosolni a mérlegben tartott gyenge minőségű, nem repoképes (pl. nem teljesítő hitelek) eszközök okozta problémákat és a finanszírozási szükséglet szempontjából is közel semleges, mivel lényegében ekvivalens az EKB rövid hitelinstrumentumainak görgetéséből származó pozícióval.

Az elmúlt időszakban bejelentett fejlett piaci jegybanki lépések javították a likviditási helyzetet, de az állami és az európai bankrendszeri mérleglépítést érdemben nem tudják befolyásolni. December óta az enyhülő növekedési félelmek és az európai adósságválság oldódása kismértékben növelték a piaci bizalmat. Az EKB összehangolt lépései, a Fed hosszú távon laza monetáris kondíciókat hangsúlyozó kommunikációja, illetve az angol és a japán jegybank mennyiségi lazítási programjának bővítése támogatta a piacok megnyugvását. Az európai bankszektori feszültségek csökkenése, a hitelezés vártnál kisebb visszaesése enyhítette a korábbi recessziós félelmeket. Az EKB november elejétől alkalmazott eszközei a fedezett kötvények piacán kialakult feszültségeket jelentősen enyhítették és az adósságválság kezdete óta nem látott hozamcsökkenéshez vezettek. Az eszközök együttesen jelentősen javították az európai bankrendszer év végén csúcsosodó likviditási feszültségét. A hároméves EKB-hiteleszköz és a pénzpiaci helyzet enyhü-

lése az euroövezeti perifériaországok hosszú lejáratú állampapír-piaci hozamait jelentősen csökkentette.

Az európai bankszektor helyzetének javulása és a kockázatok enyhülése a pénzügyi piaci hangulat javulásához vezetett az utóbbi hónapokban. Az EURIBOR-OIS szpred szűkülése a bankközi bizalom erősödésére utal, a 3 hónapos euro/dollár bázis swapszpred jelentős csökkenése pedig az eurozóna bankrendszerének dollárlikviditási feszültségei enyhülését indikálja. A bizakodó hangulat következtében december óta érdemi, 15-20 százalékot meghaladó emelkedést produkáltak a vezető fejlett és feltörekvő piaci tőzszeindexek. A VIX-index 23-ról 16 százalékra csökkent, az EMBI-hozamindex pedig 100 bázisponttal mérséklődött, ami arra utal, hogy a javuló hangulat a feltörekvő piaci szuverén adósok kockázati megítélésében is érezte pozitív hatását. A globális kockázatvállalási kedv erősödésének és a görög helyzet átmeneti rendeződésének hatására a devizapiacra az euro a dollárral szemben 1, a jennel szemben pedig 7 százalékos mértékben erősödött. A svájci jegybank egyelőre kitart a tavaly szeptemberben felállított árfolyamküzöb mellett, így a frank/euro árfolyam az időszak nagy részében az 1,2-es szint környékén mozgott.

A globális befektetői attitűd alakulására az eurozóna adósválságával kapcsolatos aggodalmak és a globális bankok tőke kivonásai továbbra is negatív kockázatot jelentenek. A görög kötvénycsereprogrammal és az újabb IMF-EU mentőcsomaggal kapcsolatos bizonytalanságok csökkenése tovább javíthatja a pénzpiaci hangulatot, de a görög államadósság kezelése középtávon továbbra is negatív kockázatként értékelhető. December közepe óta az európai pénzpiaci feszültségek érdemben javultak, de a globális gazdasági folyamatokat továbbra is a mérleglépítési motiváció határozza meg.

3-1. keretes írás

Az európai bankszektor mérleglépítése

A válság előtt felépült egyensúlytalanságok kiigazítása, leépítése lassú folyamat. Ennek a folyamatnak része a bankrendszer, és különösen az európai bankok mérlegkiigazítása, ami az elmúlt év végén felgyorsult. A BIS 2011 harmadik negyedéről szóló nemzetközi banki statisztikái szerint szeptembertől az európai bankok nagy volumenben vontak ki forrást a feltörekvő országokból, különösen a közép-kelet-európai régióból. Erre a tavalyi évben a leánybankok relatíve magas (a 2008. év végi és 2009-es helyzethez képest) likviditása miatt volt lehetőség. A forráskivonás tovább rontja az érintett régiók növekedési kilátását. A mérleglépítések miatt a kelet-európai, a latin-amerikai központi bankok és néhány ázsiai jegybank is likviditásbővítő eszközök alkalmazására kényszerült. A likviditásbővítés azért válhat szükségessé, mert a gyors ütemű forráskivonás zavarokat teremthet az FX swap piacon, ami a helyi pénzügyi piacokon likviditási feszültségekhez vezethet.

A forráskivonások egyik oka az Európai Bankfelügyelet 2011 ősszel bejelentett tőke-megfelelési szabálya, ami arra készítette a kontinens bankjait, hogy csökkentsék a feltörekvő piaci kitétségeiket. A BIS nemzetközi banki statisztikái alapján a mérleglépítési folyamatok fokozottabban érintik az európai bankok feltörekvő piacokon lévő kitétségeit. Az év második felében valószínűsíthetően az

európai bankok likviditási zavarai és a tőke megfelelési kötelezettségük miatt, jelentős forrást vontak ki globálisan a feltörekvő piaci leánybankjaikból. A forráskivonás egyik oka az Európai Bankfelügyelet (EBA) által előírt 9 százalékos Tier 1 tőke megfelelési szabály. A szabály felgyorsította az európai globális érdekeltségű bankok feltörekvő piacokon lévő kitétségének leépítését és erőteljes tőke kivonást eredményezett. A folyamat leginkább a kelet-európai és a mediterrán térséget érintette, amelyek az európai banki forráskivonások közel 60 százalékát adták. A BIS számára adatot nyújtó bankok határon átnyúló követeléseai Lengyelországgal, Magyarországgal, Törökországgal, Romániával, Kazahsztánnal és Ukrajnával szemben jelentősen csökkentek.

A kelet-közép-európai tőke mozgások magyarázatában lényeges továbbá az Európai Bankkoordinációs (ún. Bécsi) Kezdeményezés is, amely az IMF- hitelkeretmegállapodás alatt álló országokban a 2008-as kitétségek szintjéhez viszonyított kitétségfenntartást írt elő az európai bankok számára. (Hazánkban 95 százalékos minimumot állapítottak meg.) Eszerint a külföldi bankok az IMF-megállapodás alatt nem csökkenthetik gyorsabban a kelet-európai kitétségüket, tehát a megállapodás a mérlegleépítést lassítja. Egy újabb hasonló megállapodásra (Vienna Initiative 2) Kelet-Európában növekvő igény mutatkozik. Ennek hiányában a kelet-európai térségben még jelentősebben visszaeshet az új hitelek kihelyezése, ami tovább rontaná a növekedési kilátásokat.

3.2. Aggregált kereslet

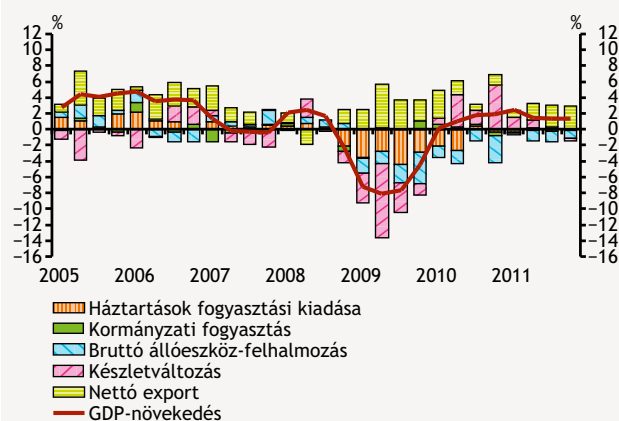
A globális konjunktúra fékeződése ellenére a negyedik negyedévben a magyar gazdaság vártnál erősebb bővülést mutatott. A növekedést továbbra is számottevő kettősség jellemzi: a nettó export növekedéshez való hozzájárulása jelentős maradt, miközben a belső kereslet összességében változatlanul visszafogottan alakul. A lakossági fogyasztás az év végén némileg mérséklődött, a nemzetgazdasági beruházások mérséklődő ütemben, de tovább csökkentek.

A keresleti feltételek javulása is hozzájárulhatott a maginfláció gyorsulásához és az év eleji, vártnál magasabb fogyasztóiár-emelésekhez. A belső keresleti feltételek 2011 végi élénkülését átmeneti folyamatnak értékeljük és rövid távon újból a fogyasztás csökkenésére számítunk. Az ismételten gyengülő keresleti kondíciók továbbra is tompíthatják a magas termelői költségek fogyasztói árakba történő begyűrűzését, segítve a 2012 elején magasnak alakuló infláció fokozatos csökkenését.

3-13. ábra

A hazai éves GDP-változás szerkezete

(2005–2011)



2011 utolsó negyedévében a hazai GDP várakozásainknál erősebb bővülést mutatott. Legfontosabb külkereskedelmi partnereink lassuló növekedése ellenére a GDP alakulásában változatlanul a külső kereslet hatása a meghatározó. Az elmúlt év végén a belföldi kereslet változatlanul visszafogottan alakult. A háztartások fogyasztása az elmúlt negyedévekhez hasonlóan tovább mérséklődött. A beruházási aktivitás – a nagy volumenű autóiipari projektek ellenére – folytatódó visszaesést mutatott (3-13. ábra).

3.2.1. KÜLKERESKEDELEM

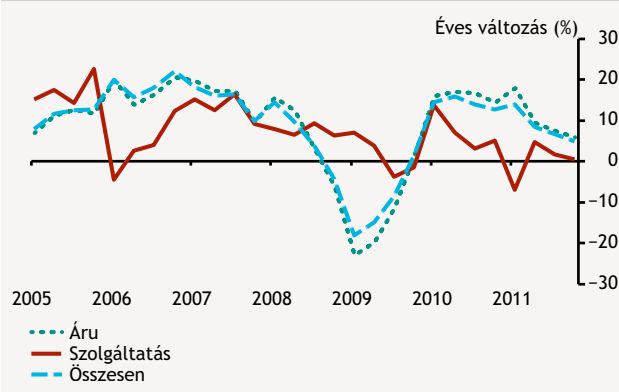
Hazánk főbb külkereskedelmi partnereinek konjunktúrája 2011 első negyedévét követően folyamatosan mérséklődött, ami a hazai exportcikkek értékesítési feltételeit is negatívan érintette. A romló feltételek ellenére a hazai exportértékesítések volumene az év utolsó hónapjaiban is erős növekedést mutatott. Kihhasználva a továbbra is erős ázsiai keresletet, a hazánkban működő járműipari vállalatok teljesítménye az év egészében kedvezőnek bizonyult, ami az exportértékesítések dinamikus bővülésében is jelentkezett. Ezzel szemben a híradás-technikai ágazat értékesítéseiben már jelentkeztek az elmúlt negyedévek átszervezéseinek és gyárbezárásainak negatív hatásai is (3-14. ábra).

Az év végén leértékelődő árfolyam is segíthette a hazai exportot. Ennek kedvező rövid távú hatásai elsősorban a mezőgazdaság és turizmus ágazatokban jelentkezhetnek. A továbbra is gyenge belső kereslet, és a globális konjunktúrakilátások romlása az importvolumen mérséklődését okozta, így a nettó export továbbra is jelentős pozitív növekedési hozzájárulást biztosított a hazai GDP-nek. Az érté-

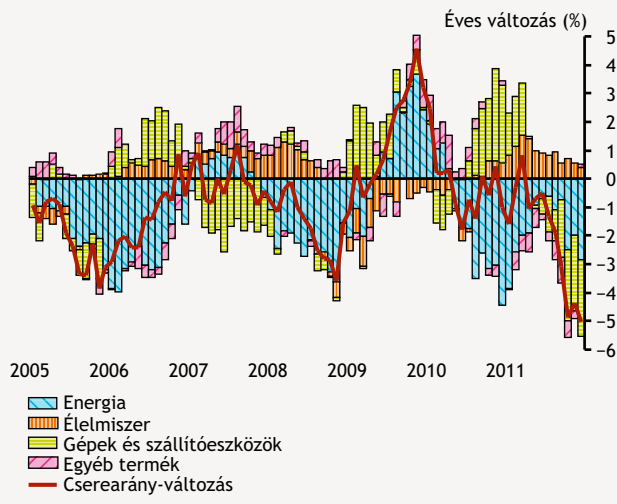
3-14. ábra

Az áru- és szolgáltatásexport volumenének alakulása

(2005–2011)



3-15. ábra
A cserearány éves változása



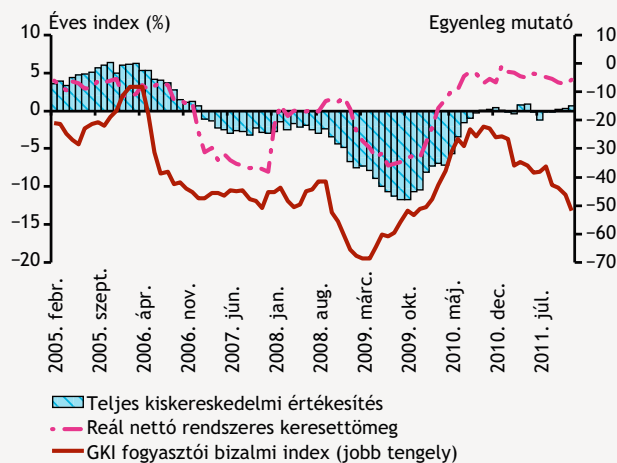
kesítési volumeneket jellemző kedvező tendenciák mellett az energiahordozók elmúlt évben megfigyelt emelkedő és tartósan magas árszintje a hazai cserearány folyamatos romlásában is érezteti negatív hatásait. A romló cserearány miatt az áruforgalmi többlet 2011 második felében folyamatosan mérséklődött (3-15. ábra).

A nemzetközi konjunktúra 2012 első felében túljuthat mélypontján, így a második negyedévtől az export fokozatos élénkülésére számítunk. Az exportvolumen élénkülését a kecskeméti Mercedes gyár termelésének fokozatos felfuttatása is segítheti. Ezt a hatást azonban tompítja a Malév első negyedévben lezajlott csődje és a Nokia termelési kapacitásainak leépítése.

3.2.2. LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS

A lakosság fogyasztása 2011 végén tovább mérséklődött. A lakossági vásárlásokat meghatározó makrogazdasági alapfolyamatokban (foglalkoztatottság, növekedési kilátások, lakossági bizalmi indikátorok, bankrendszer hitelaktivitása) érdemi pozitív elmozdulást az elmúlt hónapokban sem tapasztaltunk. Rövid távon a kereslet élénkülése ellen hatott a devizaadósok számára meghirdetett végtörlesztési program és a tovább szigorodó lakossági hitelkondíciók is. A program fogyasztásélénkítő hatásai hosszabb távon jelentkezhetnek. Mivel a részt vevő háztartások nagy része saját forrásból törlesztett, ez szűkíthette az érintett háztartások év végi fogyasztását. A programból kimaradó háztartások esetében az árfolyam elmúlt negyedévekben tapasztalt leértékelődése csökkentette a fogyasztásra fordítható jövedelmet. Az ebből adódó feszültségeket esetükben az idei évben induló árfolyamát lehetősége mérsékelheti. A fogyasztási kereslet év végi visszaesését tompíthatja a júliusi reálhozam kifizetések időben elhúzódó hatása, az év végi prémiumkifizetések decemberi időzítése, a – főleg a tartós iparcikkek esetében érzékelhető – januári áfaemelés miatt jelentkező előrehozott vásárlások és az év utolsó hónapjaiban jelentősen gyengülő forint árfolyam. Ez utóbbi főleg a külföldi háztartások keresletét erősíthette (3-16. ábra).

3-16. ábra
A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



3-17. ábra
A háztartási jövedelmek felhasználása

(2005–2011)

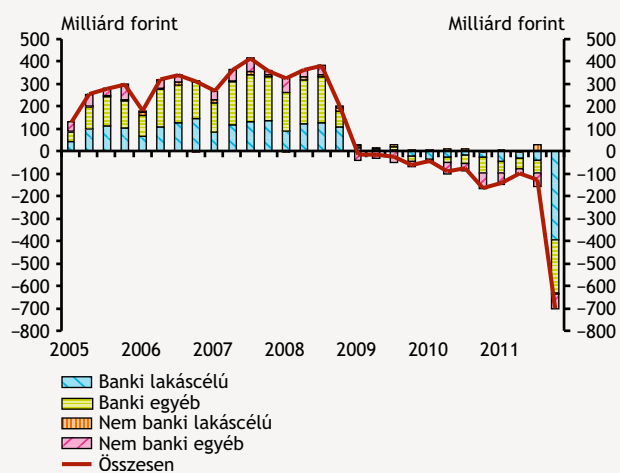


A háztartási hitelezés 2011 utolsó negyedévi alakulását is a devizahitelek végtörlesztése dominálta. A végtörlesztések nettó tranzakciós hatása (végtörlesztett bruttó összeg a hitelkiváltásokkal csökkentve) 550 milliárd forintot tett ki. A végtörlesztések a háztartási hitelek mindkét vizsgált termékcsoportját érintették: hatásuk a lakáscélú hitelek mellett a szabad felhasználású jelzáloghitelek által kiterjedt az egyéb, fogyasztási célú hitelekre is (3-18. ábra).

A végtörlesztések mellett számottevő volt a hitelezés egyéb okokból történő mérséklődése is. Kínálati oldalról a lakos-

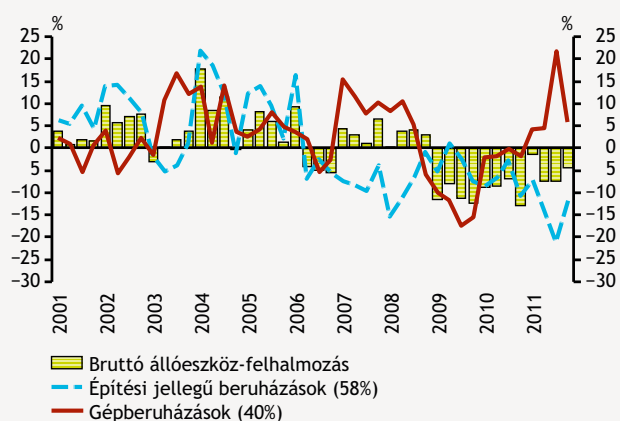
3-18. ábra
A háztartási szektor beföldi hitelállományának nettó negyedéves változása hitelcél szerint

(2005–2011)

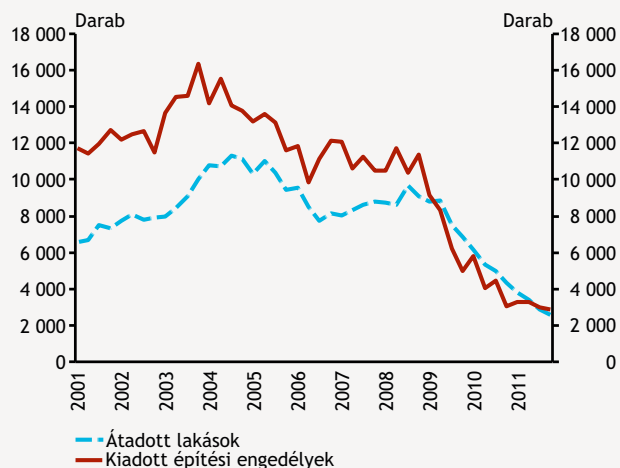


3-19. ábra
Nemzetgazdasági gépberuházások és az ipari bizalmi indikátor

(2001–2011, évlév)



3-20. ábra
Újlakás-építés és a kiadott engedélyek száma negyedévente



sági szegmens tovább szigorodó hitelezési feltételekkel szembesült, mind az ár mind pedig a nem árjellegű feltételeket tekintve. Ugyanakkor a háztartások hitelkereslete továbbra is gyenge: a devizahittel rendelkező háztartások rendelkezésre álló jövedelme változatlanul terhelt az erős svájci franktól, míg a végtörlesztő háztartások esetében rövid távon inkább a korábbi pufferek feltöltéséről beszélhetünk, mintsem újhitel-felvételről. Összességében a háztartások hiteltörlesztése változatlanul meghaladja az új hitel-felvételeket, a végtörlesztéseket meghaladó hitelcsökkenést eredményezve ezzel.

2012 elején a fogyasztás további visszaesésére számítunk. A lakosság jövedelmi alapfolyamatai továbbra is gyengék. A vártnál magasabb infláció és a minimálbér-emelés kompenzációja körüli késések felerősíthetik a reáljövedelmek várt csökkenését az idei év első hónapjaiban. Az alacsony szinten alakuló bizalmi indikátorok rövid távon szintén óvatos fogyasztói magatartásra utalnak.

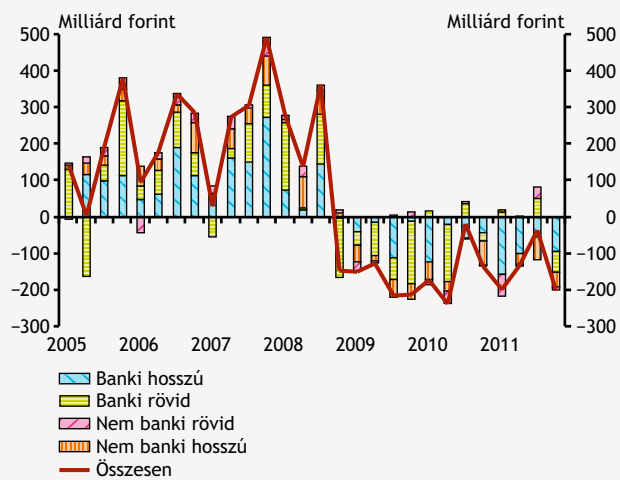
3.2.3. MAGÁNBERUHÁZÁSOK

Az általános makrogazdasági környezet a tavalyi évben sem támogatta a beruházási aktivitás élénkülését. Az alacsony beruházást keresleti és kínálati okok egyaránt magyarázzák. A rövid távú növekedéssel kapcsolatos kilátások romlása, az ismét csökkenő kapacitáskihasználtság és a szabályozói környezetet jellemző bizonytalanságok a vállalatok esetében óvatos beruházási aktivitást, a beruházások további elhalasztását eredményezhette. A bankrendszer hitelezési aktivitását továbbra is szigorú feltételek jellemzik, így a beruházásokhoz és az általános működéshez szükséges források is korlátozottan hozzáférhetőek. A szigorú banki hitelfeltételek felértékelték a vállalatok likvid eszközök tartásának jelentőségét (3-19. ábra).

Míg a külső piacokra termelő ágazatok beruházásai elsősorban a kiemelt feldolgozóipari nagyberuházásoknak köszönhetően bővültek, a belföldre termelő ágazatokban többnyire visszaesést tapasztaltunk a negyedik negyedévben is. Utóbbiak közül kivételt jelentettek a mezőgazdaság beruházásai, ahol a kedvező 2011-es teljesítménynek köszönhetően több tér nyílt az EU által támogatott gazdálkodási irányelveknek is megfelelő pótlólagos beruházások elvégzésére.

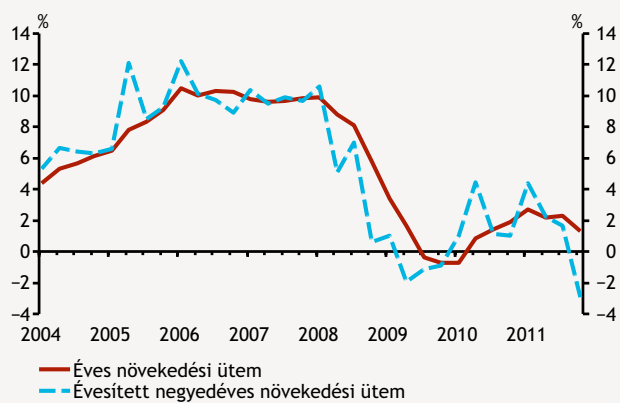
A lakosság beruházási aktivitását továbbra is nagyfokú óvatosság és kivárás jellemzi. Az új lakások piacát jellemző legfontosabb indikátorok historikusan is gyenge lakáspiaci aktivitást jeleznek. Az újlakás-építési engedélyek az elmúlt év második felében bár rendkívül alacsony szinten, de stagnálást jeleztek, így a jövő év során a hazai ingatlanpiac is fokozatosan elérheti a mélypontját (3-20. ábra).

3-21. ábra
A vállalati szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása futamidő szerint



A hazai pénzügyi közvetítőrendszer hitelezési aktivitása 2011 utolsó negyedévében tovább mérséklődött a vállalati szegmensben. Mind a banki, mind pedig a nem banki hitelezés csökkent a vizsgált időszakban, függetlenül a termékek lejáratától. A bankrendszer hitelezési képessége lényegesen romlott a legutóbbi negyedévben, amely a likviditási pozíciót, de a veszteségek növekedésével a tőkepozíciót illetően is egyaránt érvényes. A likviditási helyzet romlása az elmúlt időszakban új elemként hozzájárulhatott a banki hitelfeltételek további szigorodásához. A kínálati korlátok mellett a kereslet is szerepet játszik a vállalati hitelezés gyengeségében, így a hosszú lejáratú hitelek felvétele továbbra sem jellemző. A rövid lejáratú hitelezés (tehát a forgóeszköz-finanszírozás) is nagyobb mértékben mérséklődött a negyedév során, ami a kapacitáskihasználtság relatív alacsony szintjével állhat összefüggésben. Az exportszektoron belül erősen számító feldolgozóipari vállalatok rövid lejáratú hitelezését is enyhe mérséklődés jellemezte az időszakban (3-21. ábra).

3-22. ábra
A magánszektor hitelezése az eurozónában

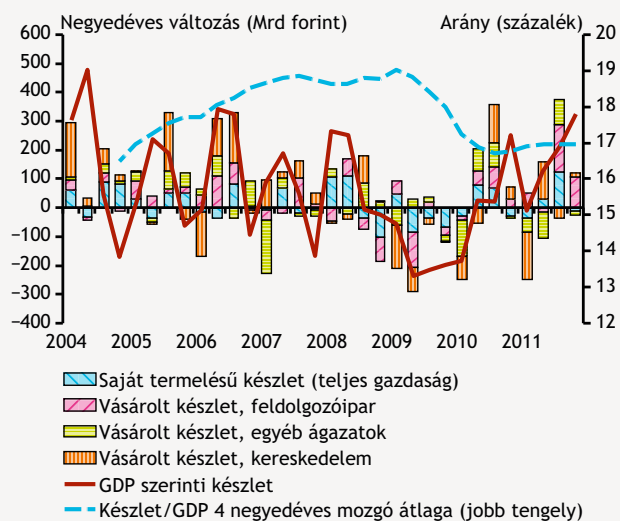


A mérséklődő külső kereslet és a romló hazai gazdasági kilátások, valamint a hazai bankszektor szigorú hitelezési feltételei arra engednek következtetni, hogy az együttesen szűkülő kereslet és kínálat miatt a hazai vállalatok hitelezése változatlanul törekeny marad.

A gyenge növekedési kilátások és a továbbra is szigorú hitelfeltételek mellett mind a vállalati, mind a lakossági beruházások az év első hónapjaiban is gyengék maradhatnak. A beruházások növekedésére továbbra is a feldolgozóiparban, a már megkezdett nagy autóipari beruházások következményeként számíthatunk.

3.2.4. KÉSZLETEK

3-23. ábra
A készletváltozás folyó áron és GDP szerint, illetve a készlet szint a nominális GDP arányában

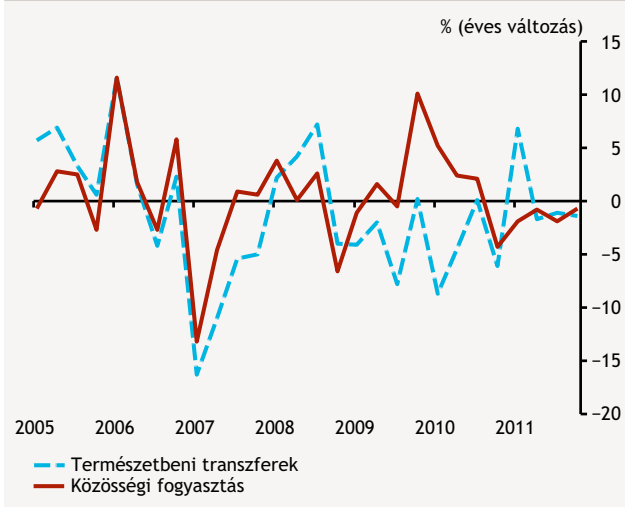


A nemzetgazdasági készletek szintjét egymással ellentétes folyamatok alakíthatják. A bizonytalan keresleti kilátások és a változatlanul szigorú vállalati hitel-kondíciók továbbra is feszes, alacsony készletszintekkel jellemezhető működést eredményezhetnek az ágazatok széles körében. A japán földrengés és a thaiföldi árvizek az elmúlt év közepén számos feldolgozóipari vállalat esetében okoztak készletelési problémát. Ugyanakkor a rendkívül kedvező 2011. évi mezőgazdasági termés a nemzetgazdasági készletek növekedését eredményezte. Összességében a negyedik negyedévben a készletváltozás negatívan járult hozzá a GDP növekedéséhez (3-23. ábra).

3.2.5. ÁLLAMI KERESLET

Az állam fogyasztási kiadásai csökkentek a negyedik negyedévben. Összhangban a költségvetési egyensúly javításával, feszes gazdálkodás jellemezte a költségvetés köz-

3-24. ábra
A kormányzati fogyasztás változása
 (2005–2011)



vetlen állami kiadásait. Az állami foglalkoztatottak száma az elmúlt negyedévekben folyamatosan csökkent, miközben a részben EU-s finanszírozással megvalósuló állami beruházások enyhén emelkedtek. A beruházások növekedése főleg a folyószabályozást célzó „Vásárhelyi-terv” megvalósításához köthető (3-24. ábra).

3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

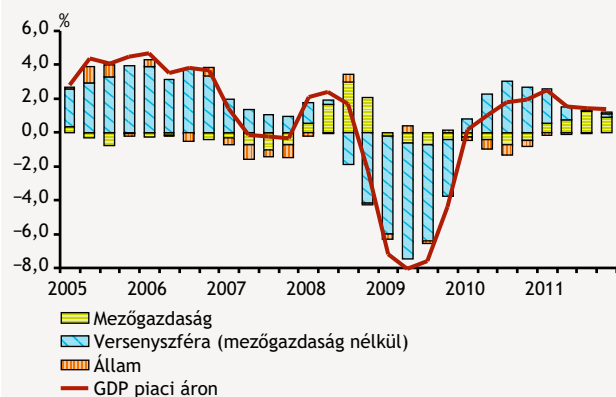
2011 utolsó negyedében várakozásunknál erősebben bővült a nemzetgazdasági kibocsátás. A GDP növekedését a változatlanul erős ipari exporton kívül a mezőgazdaság 2010. évinél számottevően kedvezőbb teljesítménye okozta. A belföldre termelő ágazatok továbbra sem támogatják a növekedést. A gazdaság potenciális növekedési üteme az elmúlt évben túl juthatott a mélypontra, amit nagyon lassú, fokozatos élénkülés követhet.

A mezőgazdaság rendkívül kedvező 2011-es terméseredményei a kínálat növekedésén keresztül érdemben hozzájárultak a mezőgazdasági termelők árak elmúlt év második felében megfigyelt normalizálódásához, ami a hazai inflációt is mérsékelte az elmúlt negyedévekben.

3-25. ábra

A hazai éves GDP-változás szerkezete

(2005–2011, %)



Megjegyzés: Az ágazatok hozzáadott értéke alapján számítva.

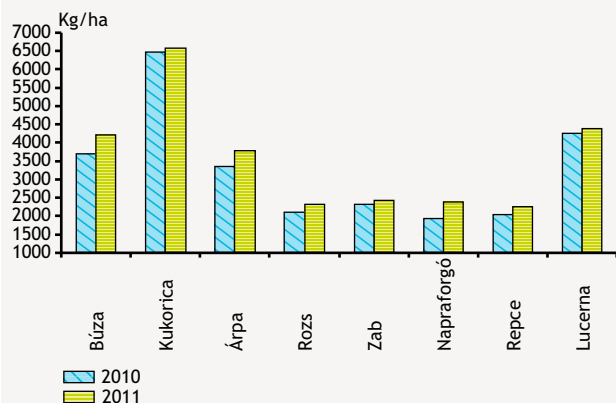
2011 negyedik negyedében élénkült a nemzetgazdaság kibocsátása, így a válságot követően a hazai gazdasági kilábalás – az elmúlt évben lassuló dinamikával, de – 2009 óta szinte folyamatosnak tekinthető. A gazdasági kibocsátás szintje még jelenleg is alacsonyabb, mint a válság előtti években. A növekedésben a változatlanul erős ipari export mellett kiemelt szerepet játszottak a 2010. évinél érdemben kedvezőbb mezőgazdasági terméseredmények. Ennek eredményeként a GDP-ben kis súllyal rendelkező ágazat a 2011. évi növekedéshez közel 1 százalékponttal járult hozzá (3-25. ábra).

A versenyszféra teljesítményében a kilábalási periódus egészében megfigyelhető erős kettősség az elmúlt negyedévben némileg mérséklődött. Főbb felvevőipacaink kereslete fokozatosan lassul, ami az ipari hozzáadott értékben is a korábbiaknál visszafogottabb növekedést okozott, miközben a tartósan gyenge belső kereslet ellenére néhány belföldi szolgáltató ágazat hozzáadott értéke 2011 utolsó negyedében némileg emelkedett.

3-26. ábra

A fontosabb növényi kultúrák termésátlaga

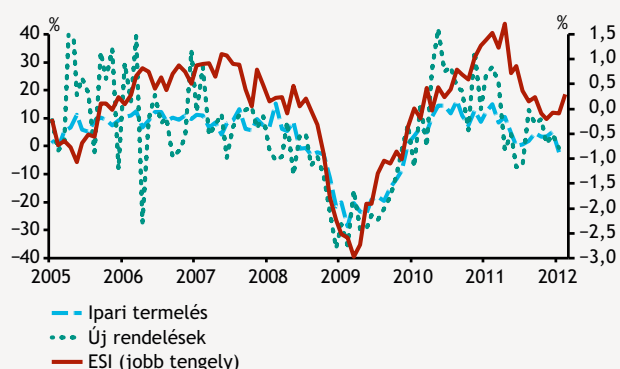
(kg/ha)



A mezőgazdaság számára kedvező időjárási feltételek – a 2010-es rossz évet követően – 2011-ben számottevő termésnövekedést eredményeztek. A főbb növényi kultúrák esetében szinte kivétel nélkül az elmúlt 10 év átlagánál kedvezőbb terméseredményeket regisztrálhattunk. A kedvező feltételek a mennyiség jelentős növekedése mellett a termények minőségét is érdemben javították, tovább növelve az ágazat hozzáadott értékét. Az aratási időszakot követően az őszi hónapokban gyengülő forint/euro árfolyam az azonnali értékesítési lehetőségeket segítette. Az idei évre várható terméshozamok megítéléséhez egyelőre nem rendelkezünk információkkal (3-26. ábra).

3-27. ábra

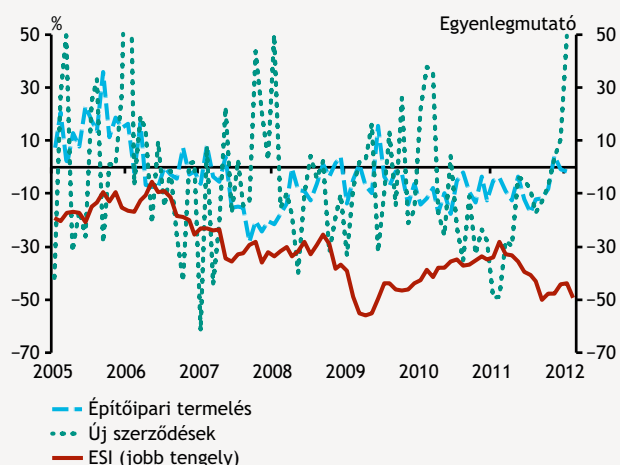
Az ipari termelés, új rendelések és az ipari ESI bizalmi index alakulása



Megjegyzés: Az ESI idősort normalizáltuk.

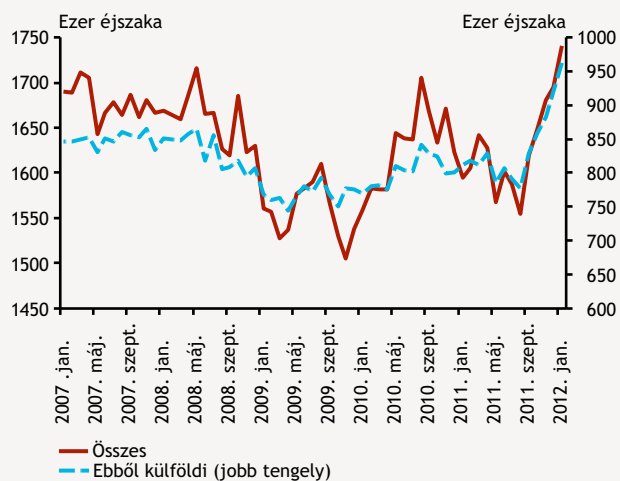
3-28. ábra

Építőipari termelés, új rendelések és az ESI bizalmi index alakulása



3-29. ábra

A kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák száma



Az ipari termelés dinamikája 2010 közepe óta folyamatosan lassult. 2011 utolsó negyedéve azonban enyhe növekedést hozott az ágazat értékesítéseiben. Bár a hazai fogyasztás továbbra sem támogatja az ipar bővülését, így az ipari konjunktúra fő hajtóereje az export maradt. Az ágazat új rendeléseinek alakulása az idei év első hónapjaira az értékesítések dinamikájának további lassulását vetítik előre (3-27. ábra).

2011-ben folytatódott az építőipar kibocsátásának 2006 óta tartó visszaesése. A romló tendencia az elmúlt év utolsó hónapjaiban azonban megtorpant. Néhány állami infrastrukturális projekteknek (pl. út- és vasútfejlesztésnek) köszönhetően az ágazat termelése enyhén növekedett a korábbi negyedévekhez képest. További pozitív jel, hogy az ágazat szerződéses adatai alapján tavaly decemberben – hosszú idő után első alkalommal – a megkötött új szerződések 10 százalékot meghaladó mértékkel bővültek. A néhány kedvező elmozdulás ellenére rövid távon az ágazat termelésének enyhe csökkenésére számítnak. A háztartások lakáspiaci beruházásai historikusan is alacsony szintre süllyedtek, miközben a gyengülő konjunkturális kilátások mellett a vállalatok beruházási aktivitását is kivárás jellemezheti. Az ágazat termelésének továbbra is a döntően EU-forrásból megvalósuló állami projektek nyújthatnak támaszt (3-28. ábra).

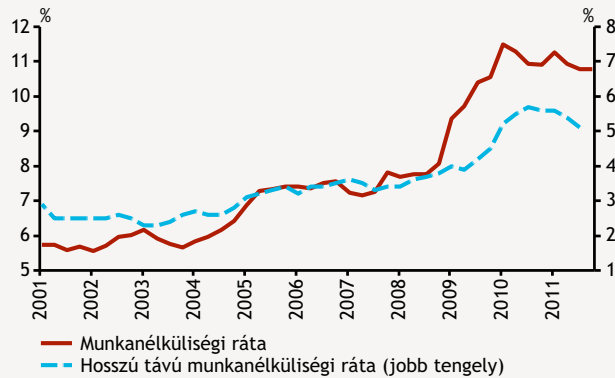
Érezhető növekedés jellemezte a kereskedelem és vendéglátás ágazat 2011 végi teljesítményét. A kiskereskedelmi értékesítések növekedését az év közepén lezajló reálhozam-kifizetések mellett a várakozásainknál nagyobb decemberi prémiumfizetések is támogathatták. Ezen hatások mellett a gyenge forintárfolyam a karácsonyi időszak előtt a határon átnyúló bevásárlóturizmust is felerősíthette.

A gyenge árfolyam a turizmusban is éreztette hatását. Az év végén a külföldi foglalásoknak köszönhetően számottevően növekedett a különböző szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák száma. Különösen erős volt a kihasználtság a luxus- és wellnessszállodák esetében, ami a gyógy- és konferenciaturizmus erősödésére utal. A visszafogott belföldi jövedelmi alapfolyamatokat, a tartósan szigorú hitelfeltételeket és a romló hazai fogyasztói bizalmat figyelembe véve, az ágazat teljesítménye az idei év elején korrekciót mutathat (3-29. ábra).

A pénzügyi szektor hozzáadott értéke az elmúlt év végén tovább csökkent. Az ágazat hitelezési aktivitása továbbra is gyenge, miközben a romló lakossági és vállalati portfólió újabb veszteségeket jelent. A folyamatban rövid távon fordulatra nem számíthatunk. Az újlakás-építések folyamatos csökkenésével párhuzamosan az ingatlanügyletek ágazat teljesítménye is fokozatos leépülést mutatott. A végtörleszt-

3-30. ábra

A hosszú távú munkanélküliség alakulása



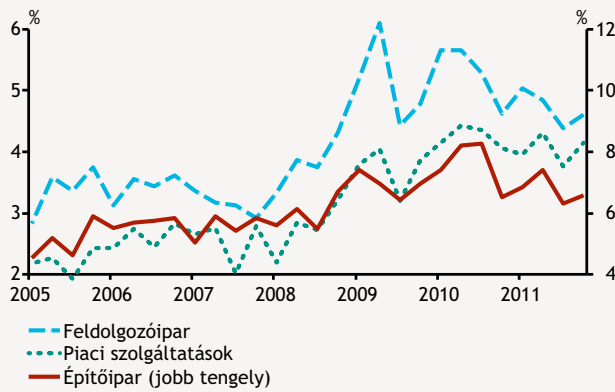
téshez kapcsoló használatlakás-értékesítések januári megugrása átmenetileg javíthatja a szektor teljesítményét az idei év első negyedében. A romló fogyasztói és üzleti bizalmi indikátorok alapján csökkenhet a belföldi keresletre érzékeny távközlés és az egyéb gazdasági szolgáltatás ágazatok hozzáadott értéke is. Egyedül az ipari konjunktúrára érzékeny szállítás ágazatban várható a hozzáadott érték érzékelhető bővülése 2012 első felében.

Az állami kiadáscsökkentés, különösen a közszférában bekövetkező leépítések mellett az állami hozzáadott érték az elmúlt év végén enyhén mérséklődött. A kormányzati terveknek továbbra is központi eleme az oktatási és egészségügyi rendszer állami fenntartásának racionalizálása, ami rövid távon ezen ágazatok hozzáadott értékét is visszafoghatja.

3-31. ábra

Vállalati csődráták alakulása

(2005–2011)



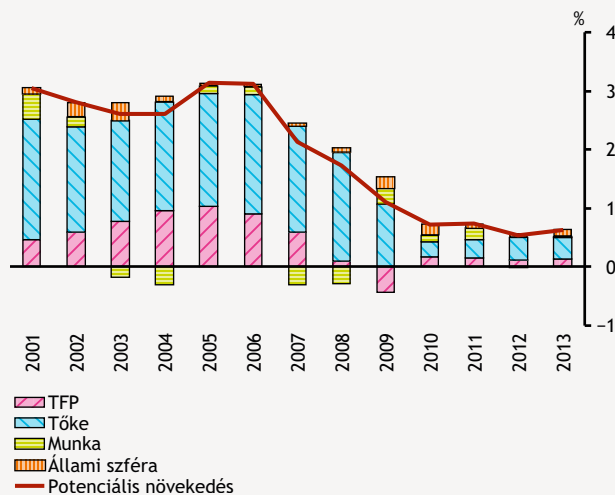
Megjegyzés: Az adott negyedévben csődben lévő vállalkozások a négy negyedévvél korábban működő vállalkozások arányában.

A kibocsátás potenciális szintjéről alkotott képünk érdemben nem változott a decemberi inflációs jelentés óta. A továbbra is magas vállalati csődráták a tőkeállomány további leépülését jelzik (3-31. ábra). Bár a válság legintenzívebb szakaszát követően a tőke amortizációs rátája ismét normalizálódhatott, az új kapacitásbővítő beruházások egyelőre nem tudják érdemben támogatni a termelő kapacitások bővülését.

Az utolsó negyedévben a munkakinálat elmúlt két évben megfigyelt folyamatos növekedése megtorpant. A tartós munkanélküliek aránya változatlanul magas, ami továbbra is kockázatot jelenthet az érintettek újbóli foglalkoztathatóságát illetően (3-30. ábra). A tartósan állás nélkül maradók képességei idővel megkopnak, így nehezebben tudnak elhelyezkedni. A már bejelentett új kormányzati intézkedések 2012-től a munkapiaci aktivitás további emelkedését okozhatják, ami az új autóiipari beruházások aktiválásával a potenciális növekedést is már némileg emelheti (3-32. ábra).

3-32. ábra

A potenciális növekedés alakulása



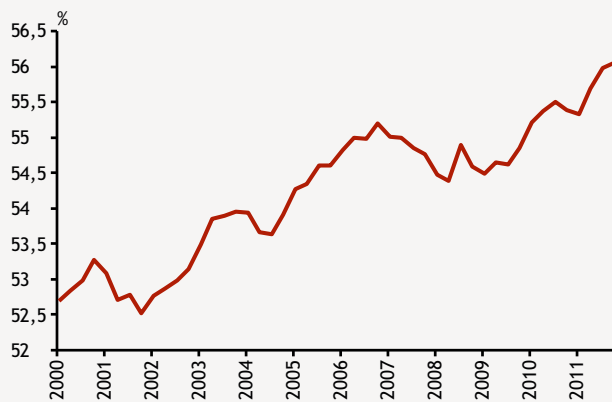
Megjegyzés: Az oszlopok a termelési tényezők növekedési hozzájárulását jelzik.

3.4. Foglalkoztatás és munkapiac

2011-ben folytatódott a munkapiaci aktivitás bővülése. Bár a folyamat az év utolsó hónapjaiban megtorpant, az aktivitás további bővülését ösztönző kormányzati intézkedések az idei évben a javuló tendencia folytatódását eredményezhetik. A gyengülő konjunktúrakilátásokkal összhangban versenyszféra munkakereslete az elmúlt hónapokban fokozatosan csökkent, miközben az állami foglalkoztatás a költségvetés kiadási oldalának racionalizálásával összhangban mérséklődött. A munkanélküliségi ráta tartósan 10 százalék fölött alakul, így a munkaerő-piaci feltételek továbbra is lazának tekinthetők.

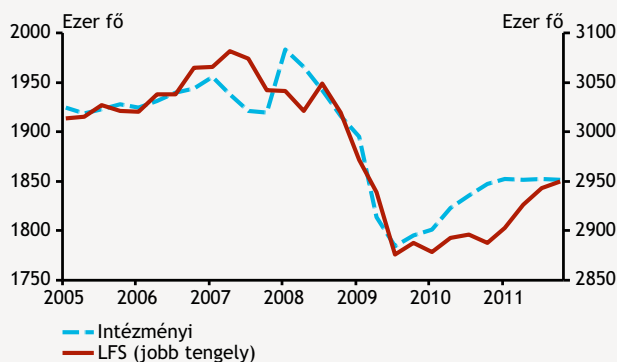
A laza munkapiaci feltételek változatlanul erősen korlátozzák a nominális bérek növekedését. Az év eleji adminisztratív béremelések a bérek gyorsulását okozhatják, ám ezen hatást kiszűrve a bérezés alapfolyamatait a válság előtti évek átlagánál érdemben visszafogottabb dinamika jellemezheti. A gyenge keresleti környezetben a munkapiaci oldalon erős alkalmazkodás – ami a foglalkoztatás mellett a bérnövekedést is érintheti – a következő negyedévekben is tompíthatja az egyéb termelési költségek növekedése miatt a fogyasztói árakra nehezedő nyomást.

3-33. ábra
Az aktivitási ráta alakulása 15–74 éves korosztályban



2011-ben folytatódott a munkapiaci aktivitás növekedése. Az aktivitási ráta 2011-ben 1 százalékponttal, 56 százalékra emelkedett (3-33. ábra). Az aktivitás 2010 eleje óta tartó bővülését főként a korábbi években meghozott kormányzati intézkedések (főként a nyugdíjkorhatár emelése és a korai nyugdíjazás feltételeinek szigorítása) okozhatták. A javuló tendencia az elmúlt negyedévben megtorpant, ám az újabb aktivitás növelését megcélzó kormányzati intézkedések eredményeképpen (rokkantnyugdíjba vonulás feltételeinek szigorítása, a rokkantnyugdíjasok jogosultságainak felülvizsgálata) a folyamat az idei évben tovább folytatódhat. Az aktivitás bővülése főleg a 45–59 éves korosztályt érintette, ahol a nyugdíjazás szabályainak szigorítása volt meghatározó.

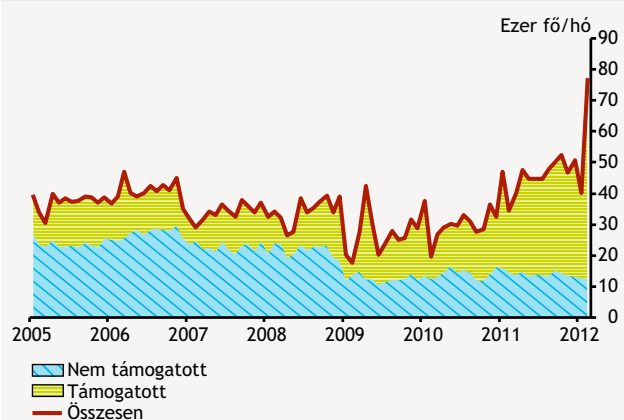
3-34. ábra
Intézményi statisztika és a munkaerő-felmérés alapján számolt versenyszféralétszám 2011 végéig



A munkakereslet a nemzetgazdaságban 2011 utolsó negyedévében – hasonlóan az év egészéhez – érdemben nem változott (3-34. ábra). Az új munkaerő iránti kereslet nagyobb részét továbbra is a támogatott álláshelyek teszik ki, miközben a versenyszféra által kiírt új álláshelyek nem mutattak érdemi elmozdulást. A foglalkoztatottak száma az utolsó negyedévi stagnálást követően januárban érdemben csökkent.

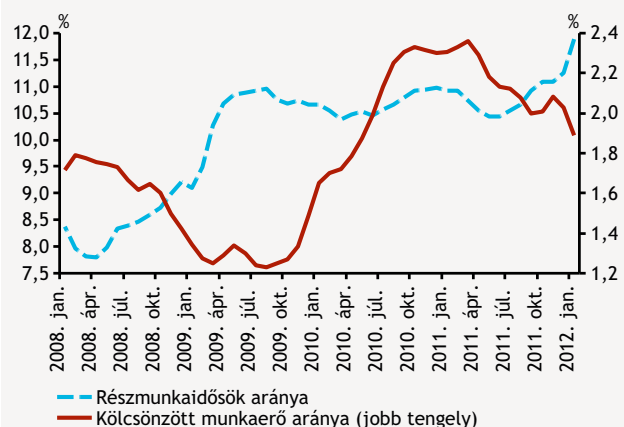
Az egyre bizonytalanodó konjunktúrakilátások mellett a versenyszférát óvatos foglalkoztatási döntések jellemzik. A vártnál kedvezőbb negyedévi GDP-adattal összhangban az év utolsó hónapjaiban a munkavállalói létszám érdemi növekedése csak a vendéglátóipart jellemezte. A foglalkoztatási kilátásokról rendelkezésünkre álló muta-

3-35. ábra
Kiírt új álláshelyek száma
 (2005–2011)

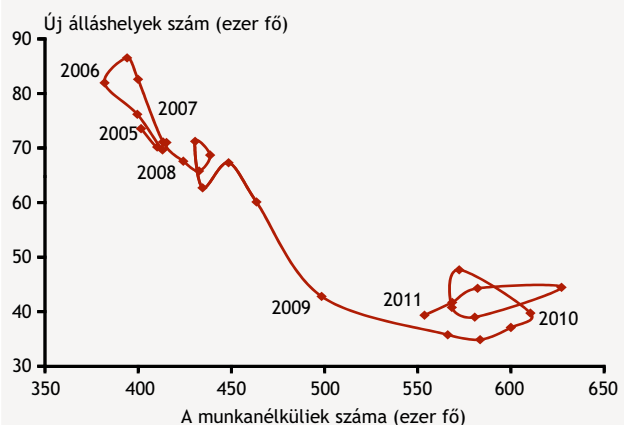


Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat.

3-36. ábra
A részmunkaidősök és kölcsönzött munkavállalók aránya a versenyszférában



3-37. ábra
A Beveridge-görbe alakulása
 (2005–2011)



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

tók 2012 elején a munkakereslet csökkenésére utalnak, amit a januári intézményi létszámadatok is igazoltak. A létszámcsökkenése főként a kisebb – 5-50 foglalkoztatottal rendelkező – vállalatok körében jelentkezett. A gazdasági klíma romlása először ezen vállalatokat érintheti érzékenyen, ám az év eleji adatokat statisztikai hatások is torzították (a munkapiaci folyamatok értelmezéséről bővebben a 6.2. fejezetben írunk).

A versenyszférában foglalkoztatottak létszámát az idei év elején néhány nagy cég (Malév, Budapest Airport, Nokia) által bejelentett csoportos létszám-leépítések is kedvezőtlenül érintik. Ezen elbocsátott munkavállalók nagy része magas képzettséggel és szaktudással rendelkező álláskeresőként jelenik meg a munkapiacra, így újbóli elhelyezkedési esélyeik az átlagosnál magasabbnak valószínűsíthetőek.

A közmunkaprogramok nélkül számított állami foglalkoztatás az elmúlt év folyamán folyamatosan mérséklődött. A munkavállalók számának csökkenése különösen az egészségügyi és a közigazgatás ágazatot érintette. A csökkenő tendenciát az év utolsó hónapjaiban a népszámláláshoz kapcsolódó átmeneti felvételek érintették kedvezően.

A közmunkaprogramokban érintettek száma érdemben emelkedett 2010-hez képest. A részmunkaidős foglalkoztatás növekvő súlya és a foglalkoztatás időtartamának csökkenése miatt azonban ez a hatás a foglalkoztatási statisztikákban nem jelentkezett. A programban egyidejűleg foglalkoztatottak száma némileg csökkent 2010-hez képest. Ugyanakkor növekedhetett a hatékonyabb közfeladatokat támogató programokban részt vevők aránya. A programban részt vevők száma az új programok kiírásig az idei év elején átmenetileg csökkenhet.

A válság óta tapasztalható, hogy a bizonytalanabb keresleti környezetben megnövekedett a rugalmasabb foglalkoztatási formák iránti igény (3-36. ábra). Ez a részmunkaidősök aránya továbbra is magasnak tekinthető, miközben a konjunktúrakilátások romlásával 2011 eleje óta a kölcsönzött munkaerő aránya némileg csökkenő tendenciát mutat.

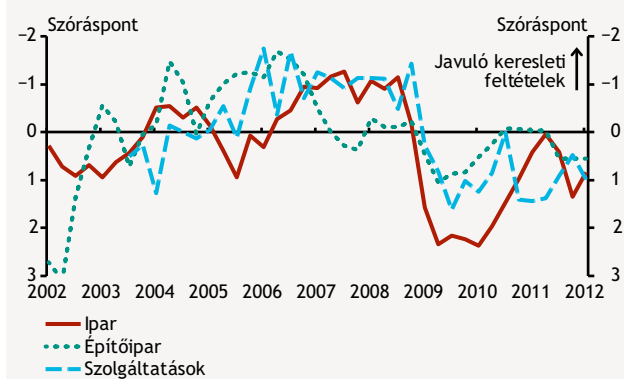
A munkanélküliségi ráta nem mutatott érdemi elmozdulást az előző évben. Az egy üres álláshelyre jutó munkanélküliek száma változatlanul magas. A munkapiac továbbra is laza, a Beveridge-görbén az utóbbi negyedévekben nem volt jelentős elmozdulás (3-37. ábra).

3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

A gazdaság ciklikus helyzete 2009–2010 fordulóján túljutott mélypontján. Egészen 2011 végéig a ciklikus helyzet lassú, de fokozatos javulása volt jellemző, amit döntően a külső keresleti feltételek javulása vezetett. 2011 végén a lakossági kereslet élénkülésével a belföldi kereslet ciklikus pozíciója is enyhe javulást mutatott, ami a hazai maginfláció emelkedésében is jelentkezett. Aktuális becsléseink szerint a kibocsátási rés az elmúlt negyedévekben is negatív volt. A kibocsátás 2-2,5 százalékkal maradhatott el a potenciális szinttől.

Rövid távon a ciklikus pozíció enyhe, újbóli romlására számítunk, amit a külső környezet átmeneti romlása mellett, a várható keresletszűkítő kormányzati intézkedések okoznak. Az ismételten gyengülő ciklikus pozíció a következő negyedévekben még erősebben korlátozhatja az emelkedő termelői költségek fogyasztói árakba történő begyűrűzését.

3-38. ábra
Keresleti korlátok a fő ágazatokban az ESI-felmérés szerint



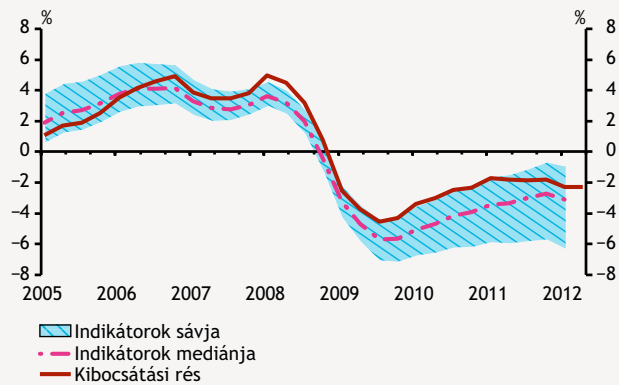
Megjegyzés: Az elégtelen kereslet mint a termelést korlátozó fő tényező, standardizálva, fordított skálán.

A vártnál kedvezőbb év végi GDP-adat a gazdaság ciklikus pozíciójának javulásában is éreztette hatását. A főbb termelési tényezők kihasználtsága az elmúlt év során fokozatosan javult, ám változatlanul elmarad a historikusan jellemző értéktől. A gazdaságban továbbra is érdemi szabad kapacitások lehetnek jelen (3-38. ábra).

Az üzleti ciklusokkal együttmozgó makrogazdasági idősorok és bizalmi indexek arra engednek következtetni, hogy az aktuális kibocsátás 2011 végéig fokozatosan zárkozhatott fel a potenciális szintjéhez, ám 2012 elején a keresleti környezet újbóli romlásával ismét nyílnak a kibocsátási rés. Becslésünk szerint a kibocsátási rés 2011 második felében 2-2,5% körül alakulhat (3-39. ábra).

A gazdaság ciklikus helyzetéről alkotott képünket több makrogazdasági idősor alakulása is megerősíti. Az indirektadó-változások hatásaitól szűrt infláció az elmúlt hónapokban gyorsulást mutatott. A folyó fizetési mérleg változatlanul jelentős többletet jelez a visszafogott belföldi kereslet következtében. A munkanélküliség huzamosabb ideje meghaladja becsült egyensúlyi szintjét, ugyanakkor a gazdasági ciklusokkal jól együttmozgó feldolgozóipari túlórák csökkentek az utóbbi hónapokban (3-40. ábra).

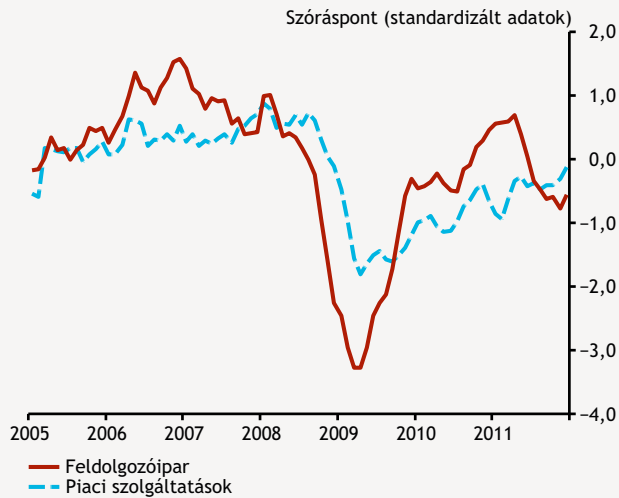
3-39. ábra
A kibocsátási rés alakulása
 (2005–2011)



Megjegyzés: A kapacitáskihasználtsági indikátort több ciklikus viselkedést mutató makrogazdasági időszorból és bizalmi indikátorból számítjuk főkomponens-elemzés segítségével úgy, hogy az indikátor inflációt előre jelző képessége maximális legyen. A sáv többféle változókészlet felhasználásával készült.

A GDP felhasználásoldali tételei aktuálisan általánosan elmaradhatnak egyensúlyi szintjüktől. Az export ciklikus pozíciójának romlását az év végén újból lassuló külső kereslet magyarázza. Az egyensúlyinál magasabb munkanélküliség, az alacsony reálbér-növekedés és a szigorú lakossági hitelkondíciók következtében a fogyasztási kereslet is középtávú egyensúlyi szintje alatt alakul. A bizonytalan keresleti környezet és a gyenge banki hitelaktivitás a vállalati és lakossági beruházásokat is alacsonyan tartja.

3-40. ábra
Egy főre eső havi túlórák száma a versenyszférában
 (2005–2011)



Megjegyzés: Szezonálisan igazított standardizált adatok háromhavi mozgó átlaga.

3.6. Költségek és infláció

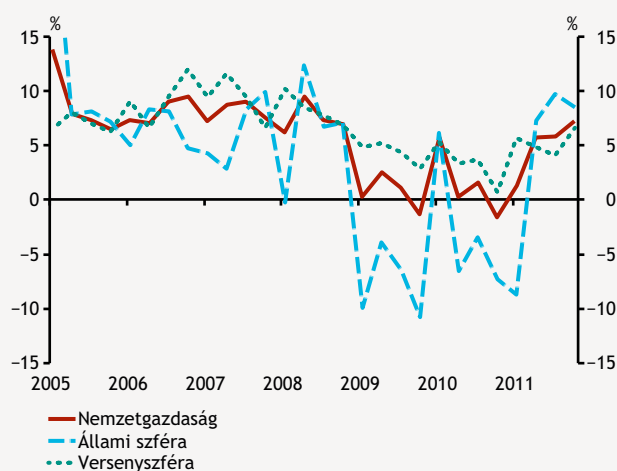
Erős bériáramlást figyelhattunk meg az elmúlt év végén. A bérimdex gyorsulása többnyire az év végi prémiumok 2010. évitől eltérő kifizetéséhez köthető, miközben a rendszeres béreket az éves inflációt némileg meghaladó – ugyanakkor a válság előtti átlagoktól érdemben elmaradó – 5 százalékos növekedés jellemezte. Az elmúlt hónapokban számottevően emelkedett a hazai infláció. Az árindex gyorsulását döntően a kormányzati indirektadó-emelések okozták, emellett a leértékelődő árfolyam és a tartósan magas szinten ragadó nyersanyagárak a fogyasztói kosár egyre széles körében éreztette inflációs hatását.

A bérgyorsulást 2011. év végén meghatározó tényezők az idei év elején korrigálódhatnak. Bár az első negyedévben belépő adminisztratív béremelések a rendszeres bérek számottevő emelkedését okozzák, a növekvő munkaköltségek inflációs hatását rövid távon a meghirdetett kompenzációs rendszer nagy részben ellensúlyozhatja. A feldolgozóipari bérek növekedése a termelékenység fokozatos javulásával összhangban alakul, ami a bérek oldaláról a visszafogott áremelések irányába hat. Ugyanakkor a gyenge belföldi értékesítési lehetőségeket figyelembe véve, a szolgáltatászektorban megfigyelhető bérgyorsulás a kockázatokat jelenthet ideai inflációs és/vagy foglalkoztatási előrejelzésünkre nézve.

A továbbra is gyenge belső kereslet általános árleszorító hatása az év további részében is érvényesülhet, így a havi áremelkedések dinamikája a következő hónapokban fokozatosan mérséklődhet. A folyamatot segítheti a januárt követően tartósan felértékeltebb szinten normalizálódó forint/euro árfolyam is.

3-41. ábra
A foglalkoztatottak havi bruttó átlagkeresetének éves változása

(szezonálisan igazított adat, 2005–2011)



Megjegyzés: Változás az előző év azonos időszakához képest.

3.6.1 BÉREK

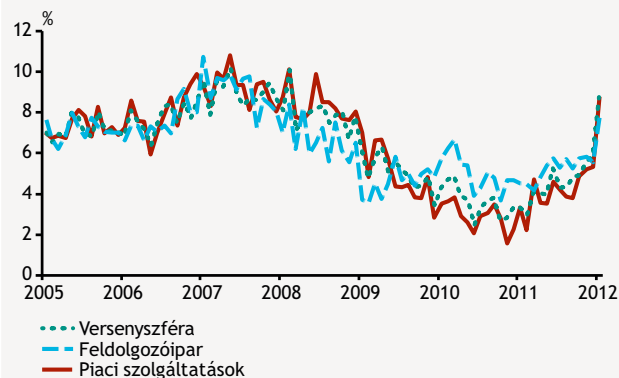
Érdemben gyorsult a nemzetgazdasági bérnövekedés az elmúlt év utolsó hónapjában. A bérek jelentős növekedése az év végi prémiumkifizetések decemberi időzítéséhez köthető. Mivel 2010 végén a cégek az év eleji szja-csökkenés miatt januárra időzítették kifizetéseiket, így a jelenség erős bázishatást is magában hordozott. A prémiumok év végi kifizetése a versenyszférában és az állami szektorban egyaránt jellemző volt. A jutalmak decemberben való kifizetése visszatérést jelent a 2010 előtti gyakorlathoz. A kifizetett prémiumok rendszeres bérekhez mért aránya a válság előtti évekhez képest változatlanul csökkenő tendenciát mutat, így a nem rendszeres bérelemek továbbra is a munkapiaci alkalmazkodás egyik legfontosabb csatornáját jelentik.

A versenyszféra rendszeres béreit az év egészében 5 százaléki körüli dinamika jellemezte. A bérek alakulását 2010-ben jellemző kettősség az elmúlt évben számottevően csökkent és a szolgáltatóágazatokat az exportra termelő feldolgozóipari cégekkel közel megegyező béremelések jellemezték. A piaci szolgáltatóágazatok esetében 2011 eleje óta megfigyelhető fokozatos bérgyorsulás a feldolgozóipari és szolgál-

3-42. ábra

A teljes munkaidőben foglalkoztatottak rendszeres havi bruttó átlagkeresetének éves változása

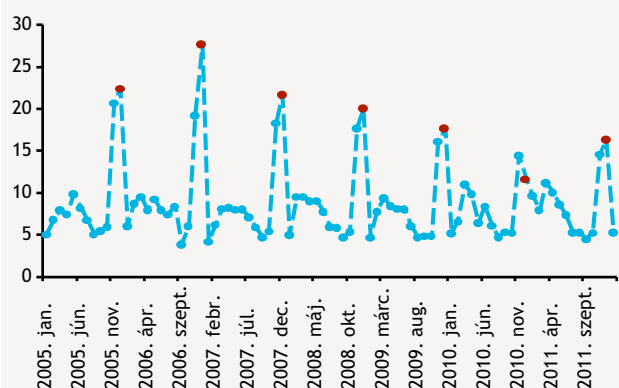
(2005–2011)



Megjegyzés: Változás az előző év azonos időszakához képest.

3-43. ábra

Prémiumok a versenyszférában a rendszeres keresetek százalékában

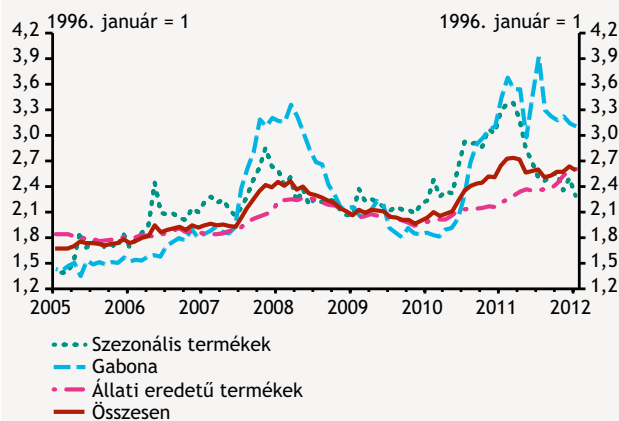


Megjegyzés: Piros jelölés: december.

3-44. ábra

A mezőgazdasági termelői árak

(1996 januárjához viszonyított árszint)



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

tatóágazatok munkavállalói között meglévő mobilitásra, illetve a laza munkapiac ellenére egyes ágazatok esetében jelentkező súrlódásokra hívhatja fel a figyelmet (3-42. ábra).

A közszféra – közmunkások nélküli – bérnövekedése is gyorsult az év végén, mely mögött vélhetően az év közben elmaradt járandóságok (pl. bérpótlék, ügyeleti díj) kifizetése állhat. A közmunkaprogram keretében foglalkoztatottak bére a teljes munkaidős munkavállalók esetében érdemben emelkedett. Ugyanakkor a részmunkaidős foglalkoztatás arányának számottevő növekedése miatt a programban részt vevők átlagos bére alacsonyabb, mint 2010-ben volt.

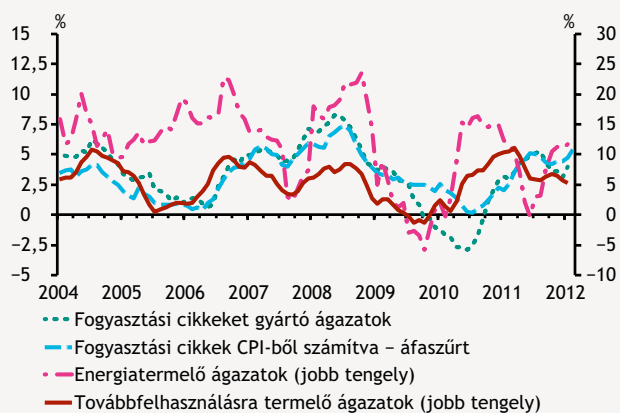
A rövid távon várható bérdinamikát mind a verseny-, mind az állami szféra esetében az év eleji adminisztratív béremelések határozzák meg. Várakozásaink szerint a foglalkoztatók az érintett munkavállalók esetén végrehajtják az elvárt béremeléseket. A megnövekedett bérköltségek jelentős részét a kormányzat által meghirdetett – és több lépcsőben kiegészített – bérkompenzációs rendszer fedezheti. Ugyanakkor a gyenge keresleti környezetben a vállalatok további költségcsökkentésre is kényszerülhetnek jövedelmezőségük fenntartása érdekében, ami a prémiumok és béren kívüli juttatások visszafogását és a magasabb bérű munkavállalók alacsonyabb béremelését okozhatja.

Ennek első jeleit már a januári adatokban is megfigyelhetjük. A versenyszférában a rendszeres bérek 9,6 százalékkal, miközben az átlagos bérek 5,2 százalékkal emelkedtek. A bérdinamika gyorsulása főként az átlag alatti bérek jelentős, adminisztratív emelésének köszönhető, miközben az átlag fölötti bérek esetében historikusan alacsony növekedés volt megfigyelhető.

3.6.2. TERMELŐI ÁRAK

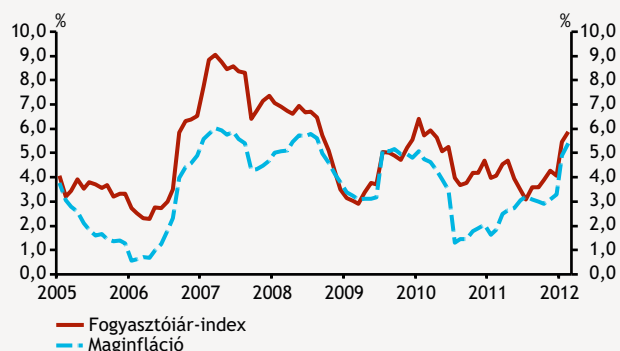
A 2011-es kedvező mezőgazdasági terméseredmények a tavalyi év második felében a termelői árak csökkenését okozták. A legnagyobb korrekció a szezonális termékek (zöldség, gyümölcs) körében volt megfigyelhető. A gabonaárak emelkedő trendje megállt, azonban az árszintek nem csökkentek számottevő mértékben. Az állati eredetű termékek esetén a korábbi magas nyersanyagárak – az emelkedő tejtermékek mellett – az elmúlt hónapokban a húsárakban is számottevő emelkedést okoztak. Az állati eredetű termékekben további árfelhajtó hatásként jelentkezett, hogy a szigorodó állattartási előírások miatt a tojás ára is érdemi emelkedést mutatott. A gyenge árfolyam az értékesítési lehetőségek javulása mellett a termelői árak növekedésében is jelentkezhetett. (3-44. ábra)

3-45. ábra
Ipari termelői árak és a fogyasztói árak
 (éves változás)

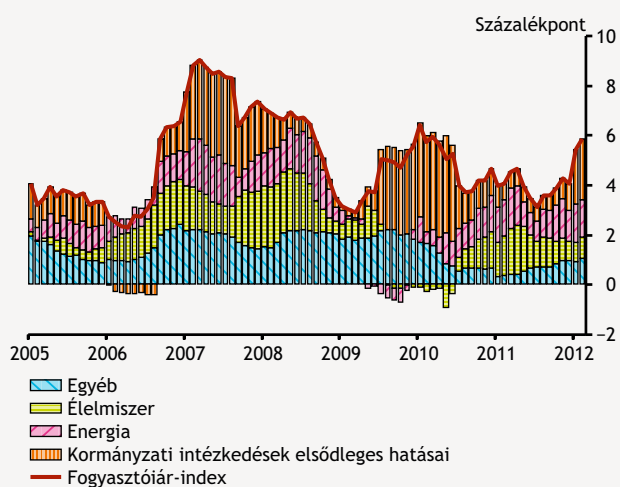


Megjegyzés: A fogyasztói árak csak az iparban előállított termékekre vonatkoznak.

3-46. ábra
A fogyasztóiár-index és a maginfláció
 (éves változás)



3-47. ábra
A fogyasztóiár-index dekompozíciója



A forintárfolyam év eleji leértékelődése és az ismét emelkedő olajárak az energiatermelő ágazatok árainak újbóli gyors emelkedését okozta. A magas nyersanyagárak hatása az ipari termelési lánc egyre szélesebb szegmensében jelentkezik, így az év elején a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok árindexe is emelkedést mutatott (3-45. ábra).

3.6.3. FOGYASZTÓI ÁRAK

2011-ben lassult a hazai fogyasztói árak növekedése, az év egészében 3,9 százalék volt a fogyasztóiár-index. Az utolsó negyedévben 4,1 százalékos volt a hazai infláció. 2012 elején a fogyasztóiár-index jelentősen, 6 százalék közelébe emelkedett, miközben a maginfláció a decemberi 3,3 százalékot követően 5 százalék fölé gyorsult (3-46. ábra). Az infláció év eleji megugrását döntően a januári indirektadó-emelések okozták, azonban a korábbi negyedévek magas nyersanyagárai és a forintárfolyam érdemi leértékelődése a fogyasztói kosár egyre szélesebb körében érezthette inflációs hatását (3-47. ábra). Az infláció 2012 első hónapjaiban decemberi várakozásunknál magasabbnak bizonyult.

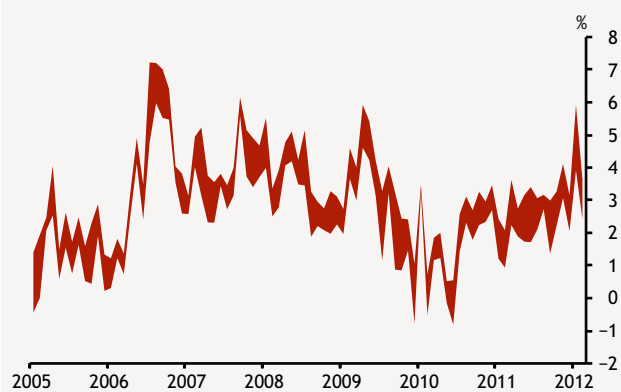
A *maginfláció* meglepetésszerű emelkedéséhez átmeneti hatások is hozzájárulhattak. Az áfaemelés egy koordinált áremelésre teremtett lehetőséget, amelynek során az eddig felhalmozódott költségek nagyobb részét át tudták hárítani a fogyasztókra. Ezzel összefüggésben időben előre hozott áremelések is történhettek. Jelenlegi becslésünk szerint az áfa-emelés begyűrűzése a korábbi feltételezésünkénél nagyobb lehet, de a maginfláció esetében így elmarad a válság előtti áfa-emelésekkor tapasztalt mértéktől.

Az *iparcikkek* árai a tartósan gyenge kereslet ellenére februárban érdemben emelkedtek. A *nem tartós iparcikkek* körében jelentős megugrást lehetett tapasztalni, amelyben az üzemanyag- és nyersanyagköltségek emelkedése mellett az árfolyam is szerepet játszhatott. Az áfaemelés még februárban is lehetőséget adhatott a nem tartós iparcikkek árainak koordinált emelésére. Így az áremelkedés egy része átmeneti hatásokat tükröz, ugyanakkor azt is mutatja, hogy a költségnyomás árakba való áthárítását a vállalatok a gyenge belső kereslet ellenére képesek megvalósítani. A *tartós iparcikkek* árai az év elején mérséklődtek, amelyhez a csoportban nagy súllyal szereplő gépjárművek esetében a regisztrációs adó csökkenése is hozzájárult.

A *piaci szolgáltatások* inflációja már 2011 végén is trendszerűen emelkedett, januárban azonban jelentős megugrást tapasztaltunk. Ez elsősorban olyan szolgáltatók (telekommunikáció, biztosítási szektor) árainak növekedéséhez köthető, amelyek szektorális különadó befizetésére kötelezettek. Emellett az is elképzelhető, hogy az év első hónapjaiban jellemző áremeléseket a vállalatok az idei évben

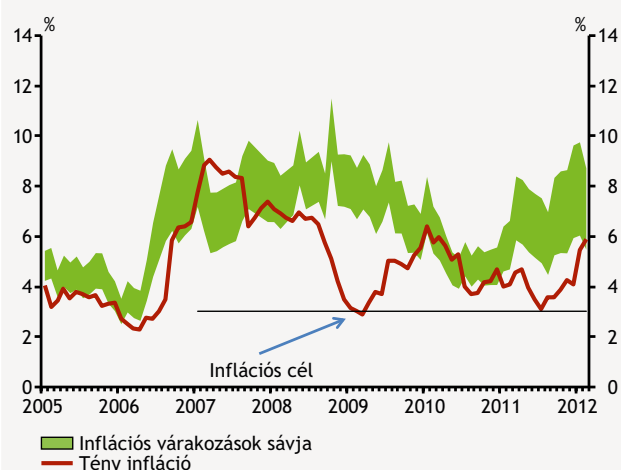
3-48. ábra

Az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók sávja



3-49. ábra

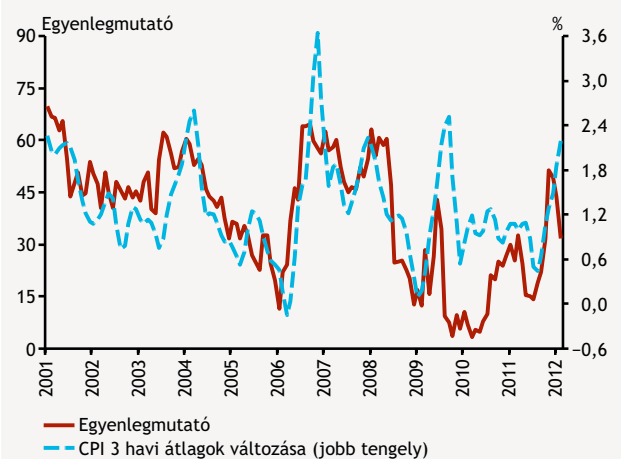
A lakosság inflációs környezettel kapcsolatos érzékelése



Forrás: EU Bizottság adatai alapján MNB-számítás.

3-50. ábra

A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása a következő 3 hónapban* és a tény infláció



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

Forrás: GKI.

januárra hozták előre. Egyedi hatásként a piaci szolgáltatók körében került elszámolásra az év elején bevezetett balesetbiztosítási adó, amely a csoport árindexét önmagában 0,6 százalékponttal emelte. A januárban megfigyelt, mértékében a válság előtti évekhez hasonló áremelkedés februárban nem folytatódott.

A *feldolgozott élelmiszerek* árai érdemben emelkedtek az év elején. A gyenge árfolyam, a magas üzemanyagárak és a növekvő termelői árak egyaránt ezen termékek drágulása irányába hatottak. Ezen túl a népegészségügyi termékadó hatása is megjelent a termékcsoporthoz tartozó árindexében. Az *alkohol- és dohánytermékek* januárban az áfaemelés mértékét meghaladóan drágultak, feltételezhetően a novemberi jövedéki adó emelésének hatására. A dohánytermékek piacán lezárulhatott a tavalyi évet jellemző heves árverseny, így az idei évben ismét magasabb adó- és költségáthárításra számíthatunk.

A maginfláción kívüli tételek közül a *feldolgozatlan élelmiszerek* árai – az adóváltozásoktól eltekintve – a szokásos szezonálisnál kisebb mértékben emelkedtek az év elején. Az iráni helyzettel kapcsolatos bizonytalanságok hatására a dollárban számított olajárak emelkedtek, emellett az euró gyengülése is növelte az euróban, illetve forintban számított olajárakat, ami több negyedévig magas árszintet okozhat a hazai *üzemanyagárak* esetében. Az év első heteiben a forint/euro árfolyam gyors leértékelődése is hozzájárult az áremelkedésekhez. A *szabályozottenergia-árak* növekedése decemberi várakozásunknál korábban, már 2012 első hónapjaiban bekövetkezett. Az év eleji szabályozott áremelések ezzel együtt is az elmúlt években tapasztaltnál alacsonyabban.

3.6.4. INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK

2011 második felében az inflációs várakozások ismét emelkedni kezdtek, ami a magas üzemanyagárakkal, a bejelentett adóintézkedésekkel, illetve a fokozatosan gyengülő árfolyammal lehetett összefüggésben (3-49. ábra). Az idei év elején a tendencia korrigálódott, érdemben csökkent a további jelentős áremelkedésre számítók száma, és az inflációs várakozások mérséklődtek.

A fogyasztói árak szempontjából meghatározó jelentőséggel bíró kereskedelmi szektor áremelési várakozásai is mérséklődtek január–februárban. Ez megerősíti azt a feltételezésünket, hogy az év eleji inflációs adatok átmeneti hatásokat is tükrözhetnek és a gyenge keresleti környezet továbbra is korlátozhatja az áremelési terveket (3-50. ábra).

3-2. keretes írás

A 2012. januári áfakulcsemelés inflációs hatásai

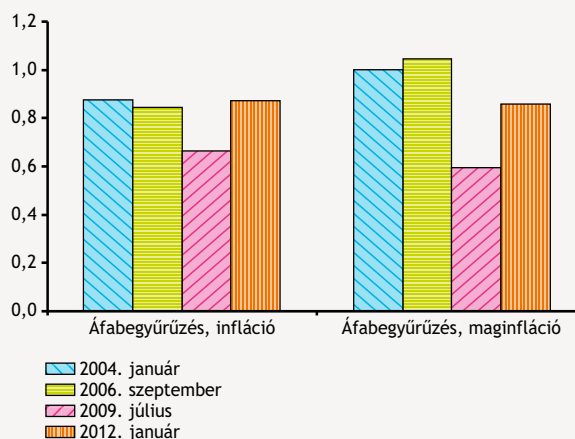
2012. január 1-jétől az általános forgalmi adó felső kulcsa 25 százalékról 27 százalékra emelkedett. A 2 százalékpontos emelés az érintett tételek árait – változatlan nettó árakkal számolva – 1,6 százalékkal emelte. Mivel az áfaemelés a fogyasztói kosár körülbelül 78 százalékát érintette, ezért a fogyasztóiár-index szintjén az emelés ún. technikai hatása 1,25 százalék volt. Ez azt jelenti, hogy változatlan nettó árak mellett ekkora árszintemelkedés adódott volna az áfakulcs változása miatt.

Korábbi hazai és nemzetközi tapasztalatok alapján az áfaváltozások nem épülnek be azonnal és teljes mértékben a fogyasztói árakba. Az év eleji áfaemelés miatt ténylegesen megvalósult inflációs hatást statisztikai módszerek segítségével becsültük meg. Ez a hatás a ténylegesen megfigyelt árváltozás és az áfaemelés nélkül feltételezhető (hipotetikus) árváltozás közötti különbséget mutatja meg. Az ezen hatástól szűrt inflációs mutató a monetáris politika számára releváns, a gazdaság keresleti-kínálati folyamataival összhangban lévő piaciár-alakulásról nyújthat információt.

A januári és februári inflációs adatok alapján a következő eredményekre jutottunk. A januári áfaemelés a fogyasztóiár-indexet összességében 1,1 százalékkal emelte, amelynek nagyobb része már januárban megjelent, kisebb része februárban valósult meg (3-2. táblázat). A szabályozott árak emelkedését – módszertani okok miatt – a KSH részben februárban számolta el, így a februári áfahatás egy hányada innen származik. Másrészt azonban egyes piaci árazású tételeknél, így a feldolgozatlan élelmiszereknél, az iparcikkéknél és a piaci energia esetében a februári inflációs adatokban is érzékeltük az áfaemelés hatását.

Az általunk becsült áfahatás alapján, a fogyasztói árakba történő áthárítás a technikai hatáshoz viszonyítva a teljes fogyasztói kosár szintjén 87 százalék, míg a maginfláció esetében 86 százalék volt. Az áthárítás mértéke meghaladta a decemberi inflációs előrejelzésünk mögött húzódó feltevést, amelyet részletesen a szeptemberi Inflációs jelentés 1-2. keretes írásában mutattunk be. A maginfláció esetében az áthárítás a legutóbbi, 2009. júliusi áfa-

3-51. ábra
Az áfaemelések historikus begyűrzése a fogyasztói árakba



3-2. táblázat

A 2012. januári áfaemelés begyűrzése az egyes inflációs csoportokba

(az egyes csoportok árszintjére vonatkozó százalékos hatások)

	2012. jan.	2012. febr.	Összesen	Áthárítás
Élelmiszerek	0,7	0,1	0,8	76%
feldolgozatlan	0,5	0,3	0,9	54%
feldolgozott	0,8	0,0	0,8	99%
Ipari termékek	1,0	0,2	1,2	86%
tartós	1,1	0,2	1,3	78%
nem tartós	1,0	0,3	1,2	90%
Szolgáltatások, piaci	0,7	0,0	0,7	78%
Energia, piaci	1,4	0,1	1,5	92%
Alkohol, dohány	1,4	0,0	1,4	90%
Üzemanyag	1,6	0,0	1,6	100%
Szabályozott árak	0,5	0,6	1,1	100%
Fogyasztóiár-index	0,9	0,2	1,1	87%
Maginfláció	0,9	0,1	1,0	86%

emelésnél tapasztalt mértékhez viszonyítva magasabbnak bizonyult, míg a válság előtti évekre jellemző értékektől elmaradt (3-51. ábra). A teljes fogyasztóiár-index szintjén az áthárítás a válság előtti mértékekhez hasonló. Érdekes azonban megjegyezni, hogy utóbbi esetben az összehasonlíthatóságot nehezíti, hogy az egyes időszakokban az áfakulcs emelése különböző mértékben érintette a szabályozott árakat, amelyekre szabályszerűen 100 százalékos áthárítást feltételezünk.

A 2009 júliusnál magasabb áthárításnak több oka is lehetett. Az egyik, hogy júliussal szemben az év elején jellemzőbbek az átárázások. Ez elősegíthette, hogy az áfaemelés nagyobb arányban jelenjen meg a fogyasztói árakban. Ezenkívül lehetséges, hogy a kiskereskedelem korábbiaknál is gyengébb profithelyzete a tartósan visszafogott kereslet ellenére nem tette lehetővé az adóemelés nagyobb mértékű lenyelését.

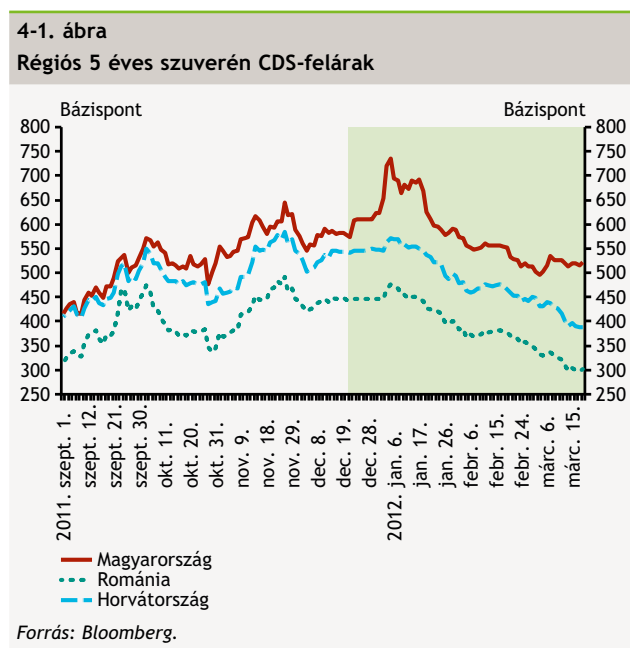
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A 2011 decembere óta tartó időszakban Magyarország kockázati megítélése a hirtelen bekövetkezett jelentős romlást követően fokozatosan, érdemben javult. Régiós és historikus összehasonlításban ugyanakkor továbbra is negatív összképet mutatnak az indikátorok, a hazai kockázati megítélés relatív értelemben romlott. A hazai pénzügyi piaci mutatókban január elejéig rendkívül intenzív romlás következett be, ami a kormányzatnak az EU-IMF-megállapodás melletti elkötelezettségét hangsúlyozó kommunikációs fordulata után megállt. Az álláspontok közeledésével kapcsolatos pozitív hírek hatására január közepétől a hazai kockázati megítélés alakulása a kedvező globális-regionális folyamatokkal összhangban már határozottan javuló pályára állt. Ugyanakkor a kockázati felárak gyors emelkedésének időszakában az ország magasabb érzékenysége erősítette a negatív globális hatásokat, a fokozatos konszolidáció időszakában viszont inkább globális tényezők domináltak a javulást, az országspecifikus tényezők ellene hatottak. Mindezek eredményeként relatív értelemben romlott Magyarország kockázati megítélése. Az időszak egészét tekintve, összességében csökkentek a kockázati felárak és az állampapír-piaci hozamok, a forint erősödött, valamint a nem rezidensek állampapír-állománya márciusban új historikus csúcsra ért. Az országgal szembeni befektetői attitűd alakulását a nemzetközi folyamatok mellett továbbra is az EU-IMF-tárgyalásokkal kapcsolatos fejlemények befolyásolhatják a legnagyobb mértékben.

4.1.1. MAGYARORSZÁG KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉSE

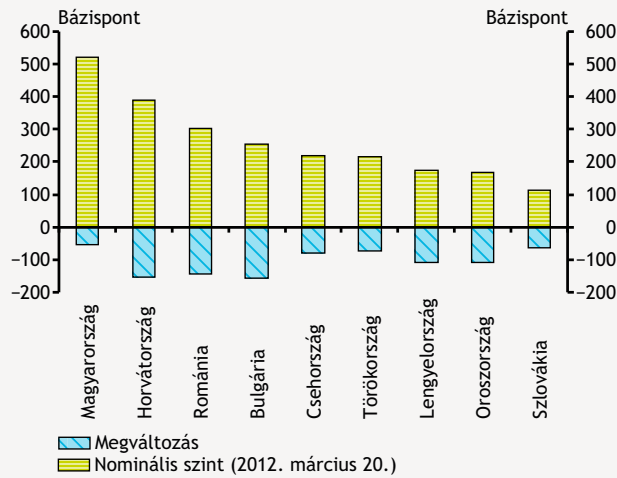
2011 decembere óta az ország kockázati megítélése január elejéig országspecifikus tényezőkhez köthetően intenzíven romlott, majd kisebb részben országspecifikus, nagyobb részben globális hatásoknak köszönhetően fokozatosan, érdemben javult.



A december végén és január elején tapasztalt kedvezőtlen fejlemények annak ellenére következtek be, hogy nemzetközi téren az összehangolt jegybanki lépések, a mérséklődő növekedési aggodalmak, illetve az európai válságkezelő intézkedésekkel kapcsolatos fejlemények egyre javuló befektetői hangulatot eredményeztek. Magyarország kockázati megítélésének alakulása ezekben a hetekben egyértelműen elszakadt a globális-regionális tendenciáktól, ami elsősorban az EU-IMF-tárgyalások körüli bizonytalansághoz volt köthető.

A kedvezőtlen események év eleji koncentrációjához több tényező is hozzájárulhatott. Amellett, hogy az év első napjaiban több nemzetközi elemzőház is a tárgyalásokkal kapcsolatos aggodalmainak adott hangot, elképzelhető, hogy az ünnepi időszak negatívan értékelt fejleményeire (IMF-figyelmeztetés, élesedő vita az Európai Bizottsággal) csak az új év elején reagáltak bizonyos szereplők.

4-2. ábra
Régiós 5 éves CDS-felárak változása 2011. december 20. óta



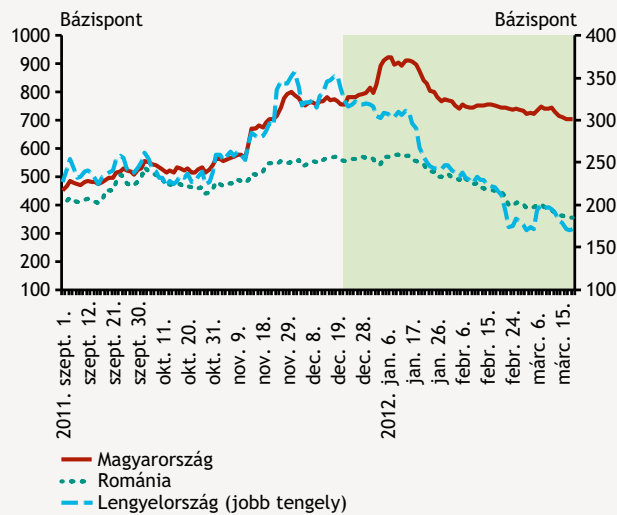
Forrás: Bloomberg.

Ezt követően a kockázati megítélés érdemi javulása részben a kormányzatnak az EU-IMF-tárgyalásokkal kapcsolatos kommunikációs fordulatához, részben a kedvező globális folyamatokhoz köthető. Az EU-IMF-megállapodás létrejöttének valószínűségét növelő hazai fejlemények (az esetleges feltételek elfogadásával kapcsolatos megengedőbb nyilatkozatok, a tárgyalások felgyorsításának bejelentése, a miniszterelnök és a jegybankelnök találkozója) eredményeként január közepétől a hazai kockázati megítélés már a globális tendenciákkal összhangban lévő javuló pályára állt, azonban az elmúlt időszak egészét tekintve relatív értelemben romlott és régiós viszonylatban a leggyengébben alakult.

Az 5 éves CDS-felár az időszak eleji 576 bázispontról az időszak végéig 522 bázispontra csökkent. A mutató az időszak egészében rendkívül nagy volatilitással – 735 és 495 bázispont között – ingadozott (4-1., 4-2. ábra).

A kedvező folyamatok ellenére a kockázati mutatók továbbra is igen érzékenyen reagálnak a tárgyalásokkal kapcsolatos hírekre. Március elején az 5 éves CDS-felár 2 nap alatt 30 bázispontot ugrott, miután szkeptikus elemzői vélemények jelentek meg a kormányzat elkötelezettségével kapcsolatban.

4-3. ábra
Régiós 5 éves devizakötvény-felárak



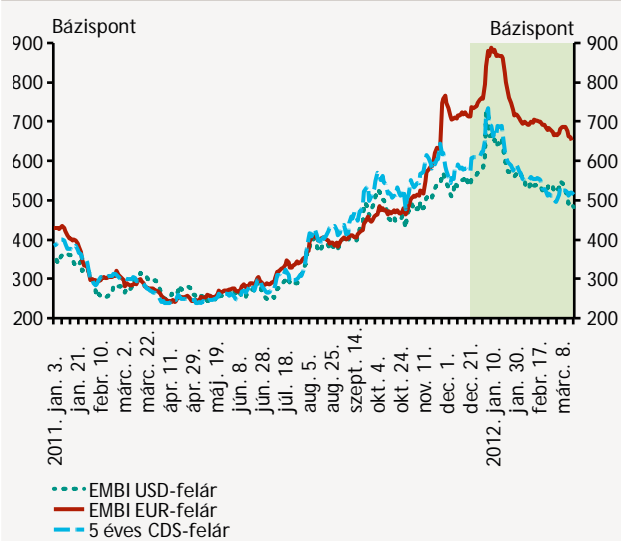
Forrás: Thomson Reuters.

A devizakötvény-hozamok az állam idej jelentős devizaforrás-szükséglete miatt kerülhetnek fókuszba a következő időszakban. Az 5 éves hazai devizakötvény-felár jelenleg rendkívül magas szinten, 700 bázispont felett tartózkodik. Az euróban denominált magyar devizakötvények német hozamokhoz viszonyított felára a CDS-felárhoz hasonló pályát mutatott az elmúlt hónapokban, ugyanakkor továbbra is számottevő a szintbeli különbség a két mutató között. A korábban 0 közeli különbséget november második felétől egy hónap leforgása alatt 190 bázispontra tárgult, az elmúlt három hónapban pedig 200 bázispont környékén stabilizálódott (4-3. ábra).

A mutatók elszakadása egybeesett az országot ért hitelmínősítói kritikákkal és a későbbi leminősítésekkel, de külső okai is lehetnek. A leminősítések következtében az euróban denominált magyar kötvények kikerültek az EKB által elfogadott fedezetek köréből, illetve a piacon likviditási prémium épülhetett be a papírokba.

Külső ok lehetett egyrészt, hogy az európai adósságválság hatására az euróban denominált kötvényekre vonatkozó CDS-ek alacsonyabb megbízhatóságát érzékelték a piacon. Másrészt, az euróban denominált kötvényekbe magasabb árfolyamkockázat épülhetett be. Mivel a régiós országok kötvényei esetében is hasonló – bár visszafogottabb – szétválás volt megfigyelhető, ezért feltételezhetjük, hogy ez

4-4. ábra
Magyar kompozit euro- és dollárhozamindexek, illetve az 5 éves hazai CDS-felár



Megjegyzés: JPM EMBI GLOBAL HUNGARY hozamfelár-indexek.
Forrás: Thomson Reuters.

utóbbi okok is hozzájárulnak a devizakötvény-felárak magas szintjéhez (4-4. ábra).

Az euro- és dollárkötvény hozamok ilyen mértékű szétnyílása a papírok piacainak szegmentáltságára is utalhat.

Az MNB februári bejelentését – mely szerint a nemzetközi tendenciákhoz kapcsolódva, a vállalati hitelezés támogatása érdekében kétéves hiteleszközt vezet be, bővíti a fedezetként elfogadott értékpapírok körét, illetve újraindítja jelzáloglevél-vásárlási programját – alapvetően pozitívan értékelték a piaci szereplők. Bár a visszafogott hitelnyújtási aktivitás háttérben nagyobb részben a hitelezési hajlandóság mérséklődése áll, az utóbbi időszakban a bankok hitelezési képessége is fokozatosan gyengült, így az eszköz az utóbbi korlát enyhítésével a hitelintézetek likviditásának támogatásán keresztül hozzájárulhat a hitelnyújtási aktivitás erősödéséhez. Az új eszköz igénybevételével a bankok lejáratú prémium nélkül juthatnak hosszú futamidejű forrásokhoz, ami ellensúlyozhatja a banki mérlegek forrásoldalának elmúlt időszakban megfigyelhető rövidülését.

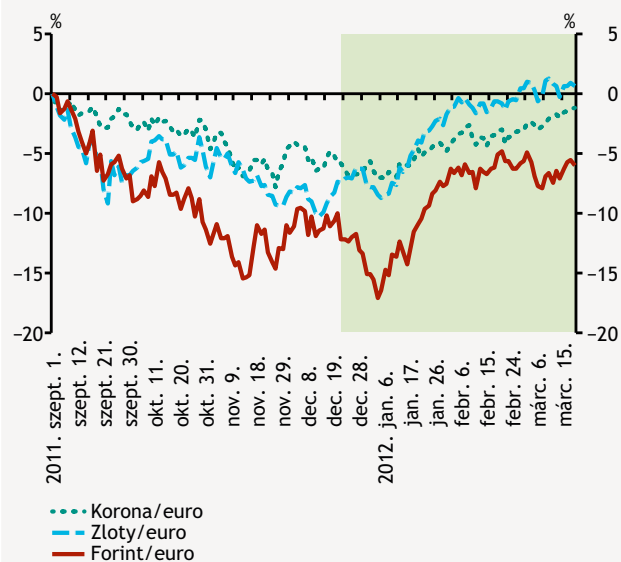
4.1.2. DEVIZAPIACI FOLYAMATOK

A kockázati megítélés alakulásában tapasztalt tendenciák a forint/euro árfolyam mozgásában is erőteljesen tükröződtek. December 20. és január 5. között az árfolyam 300-ról a 320-as szintig gyengült, ami a regionális devizaárfolyamok mozgását figyelembe véve szinte teljes egészében ország-specifikus elmozdulásként értékelhető. A január eleji kormányzati kommunikációs fordulatot követően a forint a zlotyhoz hasonlóan, fokozatosan felértékelődő pályára állt, azonban az EU-IMF-tárgyalásokkal kapcsolatos hírek és megjelenő elemzések több esetben ezután is érzékelhető hatást gyakoroltak az árfolyamra (4-5. ábra).

A január második fele óta tartó időszakban a forint/euro kurzus érzékenysége március első hetében mutatkozott meg a legerőteljesebben. Ekkor – amellett, hogy a görög adósságcsere előrehaladását illetően elbizonytalanodott a nemzetközi hangulat – a magyar EU-IMF-tárgyalásokhoz gyors lezárásának lehetősége kapcsán több elemzői kétely is megfogalmazódott. Ennek hatására az árfolyam egy hét leforgása alatt 288-tól 298-ig gyengült. Az ezt követő korekciót is figyelembe véve, a december 20. óta tartó időszak egészében a forint/euro árfolyam 300-ról 290-ig erősödött, amivel régiós viszonylatban alulteljesítőnek számít.

A devizapiaci opciós jegyzésekben tapasztalt folyamatok alapján január elejétől érdemben csökkent a forint leértékelődésének árazott valószínűsége. A risk reversal és az árfolyam ferdeségi mutatója is 2011 nyara óta nem tapasztalt

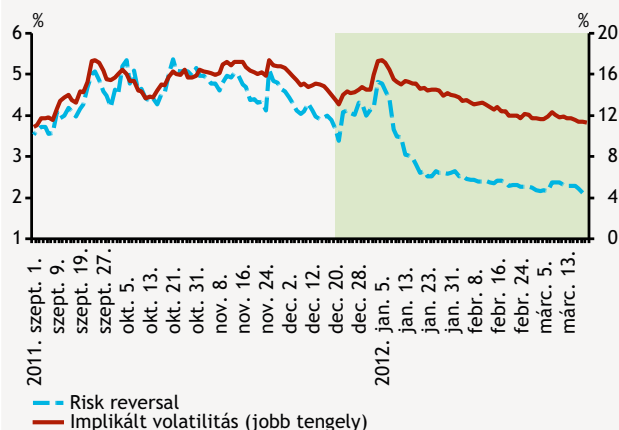
4-5. ábra
Régiós devizaárfolyamok alakulása



Forrás: Thomson Reuters.

4-6. ábra

1 hónapos implikált volatilitás és risk reversal



Forrás: Bloomberg.

talt alacsony szintre süllyedt az elmúlt időszakban. Az árfolyam implikált volatilitása fokozatosan csökkenő pályára állt, márciusban már a tavaly őszi szinteken mozgott (4-6. ábra).

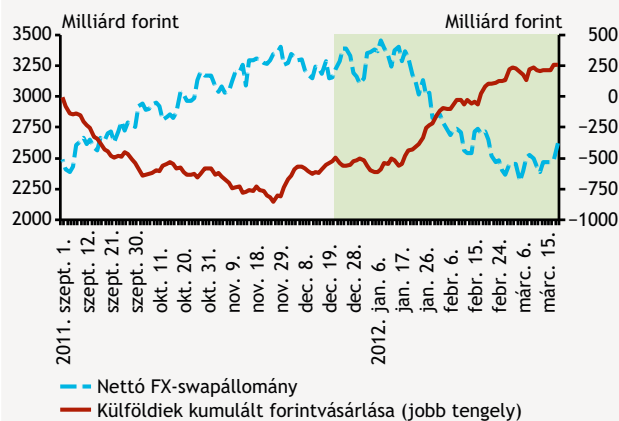
A forint erősödését támogatta, hogy a nem-rezidens szereplők december óta 790 milliárd forintot vásároltak a spot piacon.

Az FX-swappiaci szpredek amellet, hogy az év végén az egy évvel korábbihoz hasonló – részben technikai jellegű – feszültségek megismétlődését tükrözték, január végéig minden futamidőn magas szinten maradtak. Március közepére az éven túli báziswapok kivételével a szpredek a korábbi, nyugodtabb időszakokra jellemző szintre tértek vissza, ami a devizalikviditási kondíciók javulásához köthető. Az erősödő forint miatt csökkenő marginkövetelmények, az MNB eszközeinek fokozottabb igénybevétele, illetve a lejáró devizaeszközökből beáramló források egy részének swappiacon történő kihelyezése a bankrendszer devizalikviditási feszültségeinek enyhülését eredményezte (4-8. ábra).

A külföldiek nettó FX-swapállománya mintegy 550 milliárd forinttal csökkent az elmúlt időszakban, ami két tényezőhöz köthető. Egyrészt csökkent a forint gyengülése esetén nyereséges pozíciókhoz kapcsolódó – forintvételi lábbal rendelkező – FX-swapok állománya, másrészt, a már említett javuló devizalikviditási helyzet következtében nőtt a forintkihelyező/devizaszerző rövid futamidejű FX-swap ügyletek állománya.

4-7. ábra

A külföldi szereplők nettó forint-deviza swapállománya és kumulált forintvásárlása



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

4.1.3. ÁLLAMPAPÍRPIAC ÉS HOZAMALAKULÁS

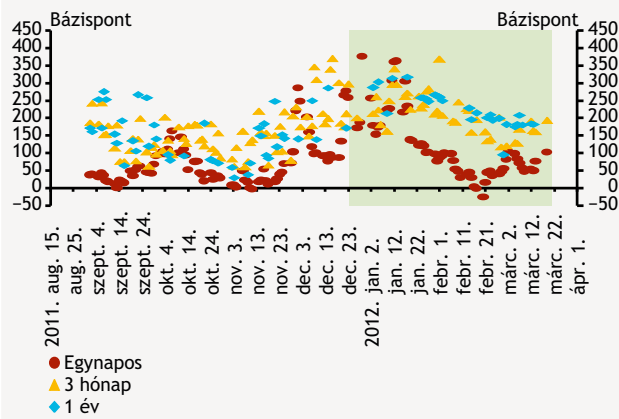
Az ország kockázati megítélésének javulása az állampapír-aukciók eredményeiben, illetve a másodpiaci hozamokban is tükröződött (4-9. ábra). Míg decemberben több aukció esetében is a meghirdetettnél alacsonyabb mennyiség került kibocsátásra, addig január közepe óta a tervezettnél több állampapírt sikerült értékesíteni, csökkenő aukciós átlaghozamok mellett. Az ÁKK december 20. óta összességében bruttó 1500 milliárd forint értékben vont be forrást a piacról (4-10. ábra).

A másodpiaci hozamok alakulása a forint/euro árfolyamhoz és a CDS-felárhoz hasonló pályát járt be. Az éven belüli szegmensben január első hetéig 150 bázispont körüli emelkedést tapasztaltunk, ezt követően a hozamszint fokozatosan az időszak eleji értékére süllyedt vissza, ami a három hónapos papírok esetében 7,1 százalékos hozamot jelent. Az éven túli szegmensben január elejéig a 200 bázispontot is elérte a hozamok növekménye, azonban itt is jelentős

4-8. ábra

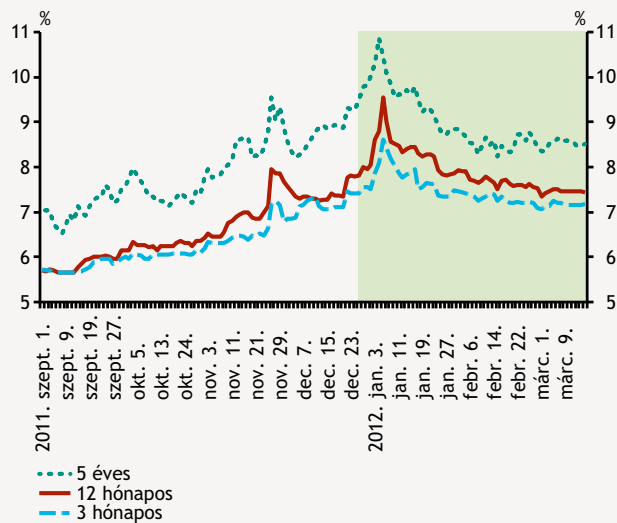
FX-swappiaci felárak

(kötésekből)



Megjegyzés: Az USD-ügyletek felárait az EUR/USD ügyletek feláiraival korrigáltuk.
Forrás: MNB, Thomson Reuters.

4-9. ábra
Állampapír-piaci referenciahozamok alakulása

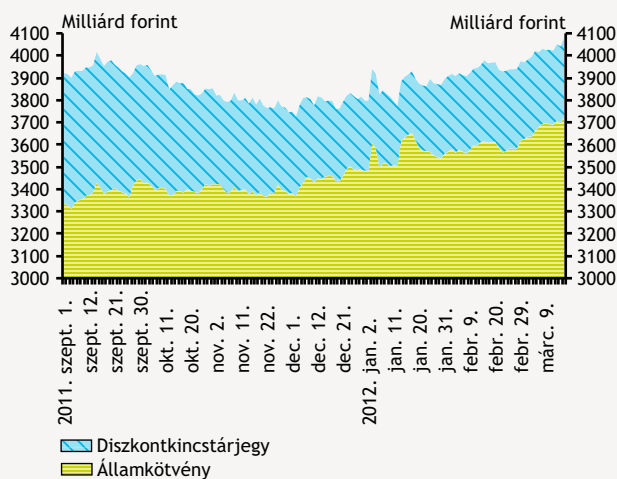


Forrás: ÁKK.

konzolidáció következett be. A hozamgörbe 5 éves pontja valamivel a kiinduló érték alá, 8,5 százalékig süllyedt.

Az ország kockázati megítélésében bekövetkezett őszi romlás a külföldiek állampapír-piaci jelenlétében csak jóval visszafogottabban éreztette hatását, sőt az elmúlt időszakban új historikus csúcsra nőtt a külföldiek állampapír-állománya. A 320 milliárdos növekmény szinte teljes egészében államkötvények vásárlásához volt köthető.

4-10. ábra
Külföldiek állampapír-állománya



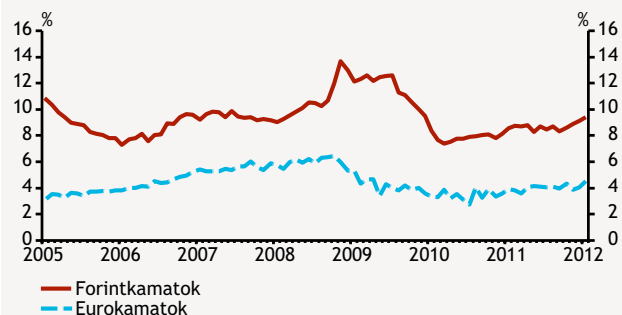
Forrás: MNB.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer kamatkondíciói

A vállalati szegmensben a forint alapú kamatfelárak mérsékelt csökkenése, míg az euro alapú kamatfelárak mérsékelt emelkedése jellemezte a 2011 októbere és 2012 januárja közötti időszakot. Az előbbi a bankközi kamatnak (BUBOR), a vállalati kamatemelkedést meghaladó növekedésének, míg az utóbbi a dráguló devizaforrásoknak tulajdonítható. A hitelezési felmérés alapján a vállalati szegmensben tovább szigorodnak a hitelezési feltételek, amelyben növekvő szerepet játszik a hitelezési képesség romlása, elsősorban a bankok romló devizarefinanszírozási helyzete. A háztartási szegmensben belül a jelzáloghitelek teljes hitelköltsége érdemben emelkedett a legutóbb megjelent inflációs jelentés óta, amely a végtörlesztéshez köthető hitelkiváltásoknak volt tulajdonítható. Ugyanakkor a fedezetlen fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége az akciós áruhitelek miatt 2011 végén átmenetileg csökkent. A hitelezési felmérés alapján a hitelezési feltételek érdemben szigorodtak a háztartási szegmensben 2011 utolsó negyedévében, illetve 2012 első felében is szigorítások várhatóak. A kialakult hitelkondíciókkal a bankrendszer számottevő része a prémium szegmensre fókuszál elsősorban, ugyanakkor még bizonytalan, hogy ez a banki viselkedés a végtörlesztés átmeneti hatása, vagy hosszabb távon is tartósan fennmarad. Az előre tekintő reálkamatlábak alakulását döntően az állampapírhozamok növekedése határozta meg.

4-11. ábra

A vállalati kamatok alakulása devizanem szerinti bontásban



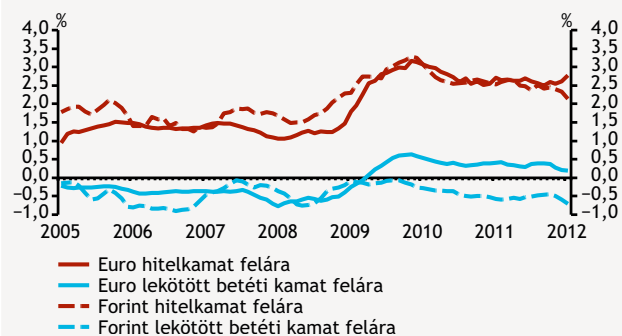
Forrás: MNB.

4.2.1. VÁLLALATIHELTEL-KONDIÓK

A vállalati hitelek forint alapú kamata 8,6 százalékról 9,4 százalékra emelkedett (4-11. ábra), ugyanakkor a forint bankközi kamat (BUBOR) 1,5 százalékpontos emelkedése mellett a simított kamatfelár csökkent, január végén 2,1 százalékon állt. Az euro alapú hitelek kamata 2011 évvégén 4,4 százalékról 4 százalékra csökkent, majd januárban visszaemelkedett 4,5 százalékra. Ugyanakkor a vizsgált időszakban az euro alapú bankközi kamat, az EURIBOR csökkent, így a 3 hónapos mozgó átlaggal simított kamatfelár is emelkedett, mégpedig 2,5 százalékról 2,8 százalékra (4-12. ábra).

4-12. ábra

A vállalati kamatfelárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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

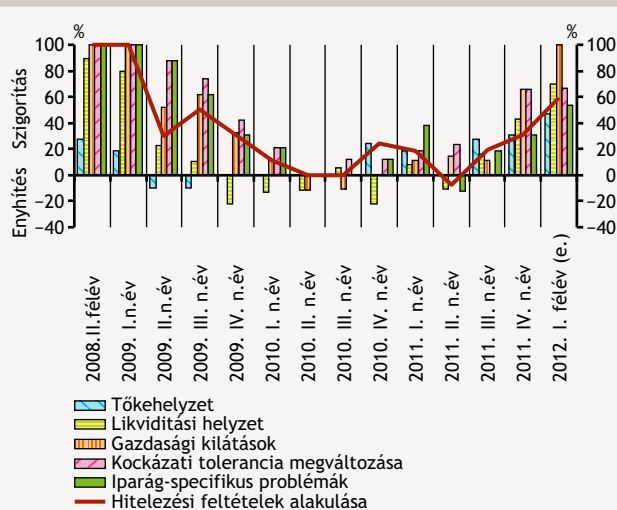
Forrás: MNB.

A hitelezési felmérés alapján a vállalati szegmensben ismételt szigorodtak a hitelezési feltételek, és a bankrendszer jelentős része a következő félévben is további szigorítást tervez (4-13. ábra). A hitelezési feltételek szigorításához elsősorban az alacsony hitelezési hajlandóság járult hozzá, ugyanakkor a mostani hitelezési felmérésben számottevően nőtt a gyengülő hitelezési képesség szerepe. Kiemelendő a finanszírozási helyzet romlása, ami a külföldi források kivonásának és a devizaforrások magas árának tulajdonítható.

A mostani kamatfelárak továbbra is egy, a válság óta számottevően szűkült vállalati ügyfélkör kondícióit tükrözik a banki nem árjellegű kínálati korlátok miatt. A kockázat alapú árazás során pedig a jó hitelképességű ügyfelek kedvező ár mellett juthatnak hitelhez. Ez az összetételhatás

4-13. ábra

Hitelezési feltételek változása és annak okai a vállalati szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válasza alapján.

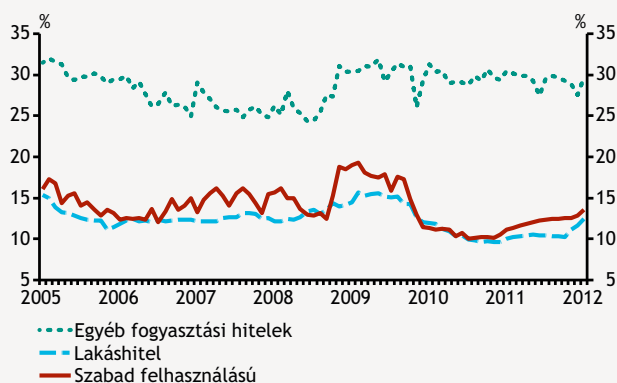
tovább erősödik a szigorodó nem árjellegű hitelezési feltételek miatt, ami miatt akár csökkenhetnek is a kamatfelárak. Ugyanakkor a devizaforrások drágulása felfelé irányuló nyomást jelent az euro alapú hitelek kamatfelárára. 2011 júliusa óta az anyabanki CDS-felárak, illetve a banki csoporton belüli belső elszámoló árakban fontos magyar szuverén CDS felár is tartósan 1,5-2 százalékponttal magasabb szinten van, mint 2011 második negyedévében.

4.2.2. HÁZTARTÁSIHITEL-KONDÍCIÓK

A lakáscélú és szabad felhasználású jelzáloghitelek kamatait a végtörlesztések miatti hitelkiváltások határozták meg az elmúlt hónapokban. A lakáscélú hitelek teljes hitelköltsége (THM) 10,3 százalékról 12,5 százalékra emelkedett 2011. október és 2012 januárja között (4-14. ábra), azaz a másfél százalékpontos BUBOR-emelkedésen felül is több mint fél százalékponttal emelkedett. Ennek következtében a kamatfelár 5 százalékpontot tett ki a 7,5 százalék körüli BUBOR kamatszint felett januárban. Ráadásul az új kihelyezésen belül újabban jelentős súlyt képviselő, kedvezőbb kamatozású termékeket nyújtó lakástakarék-pénztárak nélkül az emelkedés markánsabb lenne, a kamatfelár pedig a 6 százalékpontot is megközelítené (4-15. ábra). A szabad felhasználású jelzáloghitelek esetén a THM a 2011. októberi 12,5 százalékos színtről 13,5 százalékra emelkedett, így a kamatfelár 6 százalékos szinten állt 2012 januárjában.

4-14. ábra

A forint alapú lakáscélú és fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége (THM)



Megjegyzés: 2009 előtt a forint alapú jelzáloghiteleknek marginális szerepe volt.

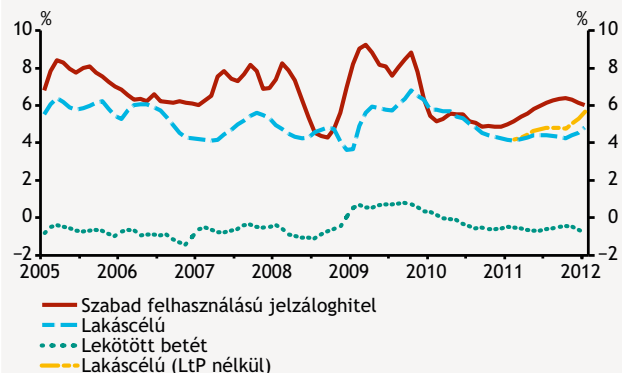
Forrás: MNB.

A fedezetlen fogyasztási hitelek teljes hiteldíj mutatója 2011 végén a 30 százalék körüli színtről 27 százalékra csökkent, majd 2012 januárjában ismét visszaemelkedett a 30 százalék körüli szintre (4-14. ábra). A csökkenés a karácsonyi ünnepek miatti akciós áruhiteleknek volt tulajdonítható, amelyeknek súlya is megnőtt az új kibocsátású fedezetlen hitelekben belül.

A hitelezési felmérés alapján a háztartási hitelek kondíciói érdemben szigorodtak 2011 utolsó negyedévében (4-16. ábra). A szigorítások a jelzáloghitelek esetében az alacsonyabb hitel-fedezet arányában, a jövedeleमारányos törlesztőrészletben és a szigorúbb megkövetelt hitelképességi szintben jelentkeznek. A bankok válasza alapján 2012 első felében is folytatódnak a szigorítások a jövedeleमारányos törlesztőrészletben és a minimálisan megkövetelt hitelképességi szintben. A fedezetlen fogyasztási hitelek esetén a minimálisan megkövetelt hitelképességi szint nőtt, illetve a maximális jövedeleमारányos törlesztőrészlet csökkent. Ezenkívül a gépjármű-finanszírozásban a szigorító bankok és lízingcégek közül többen beszüntették az euro alapú finanszírozást, amely 2011-ben 15-20 százalékát tette ki az új finanszírozásoknak.

4-15. ábra

A 3 hónapos BUBOR feletti kamatfelárak

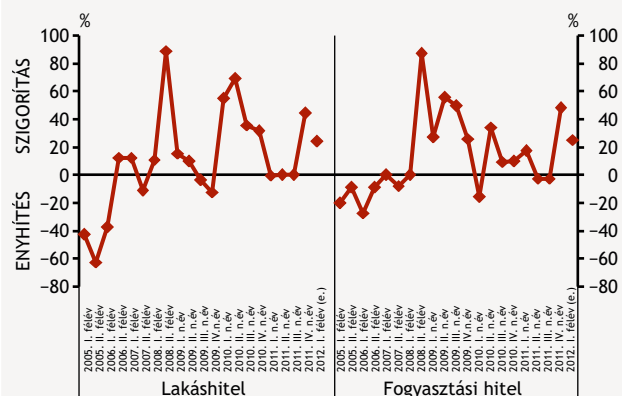


Megjegyzés: 3 hónapos mozgó átlaggal simított felárak. LtP a lakás-takarékpénztárak rövidítése. 2009 előtt a forint alapú jelzáloghiteleknek marginális szerepe volt.

Forrás: MNB.

4-16. ábra

Hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben

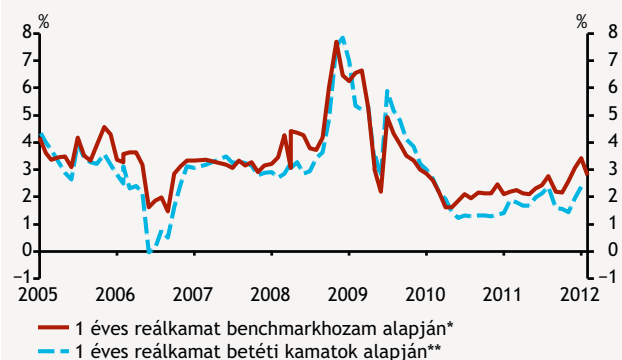


Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.

Forrás: MNB hitelezési felmérés a bankok válasza alapján.

4-17. ábra

Előre tekintő reálkamatlábak alakulása



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

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

A kialakult hitelkondíciókkal a bankrendszer számottevő része a prémium szegmensre fókuszál, azaz a magasabb jövedelmű ügyfélkörre, számottevő önerővel, illetve jó minőségű fedezettel. A magasabb kamatok pedig csökkentik a keresletet a jelzáloghitelek iránt. Mindezek következtében számottevően csökkenhet a lakásberuházást maguknak megengedhető háztartások száma. Ugyanakkor még bizonytalan, hogy ez a banki viselkedés a végtörlesztés átmeneti hatása, vagy hosszabb távon is tartósan fennmarad.

4.2.3. REÁLKAMATOK ALAKULÁSA

Az előző inflációs riport óta eltelt három hónap alatt az 1 éves reálkamat a novemberi 2,6 százalékos szintről 3,4 százalékos szintre emelkedett januárban, majd februárban 2,8 százalékra mérséklődött (4-17. ábra). A reálkamat mozgása elsősorban az egyéves állampapírhozom januári megrugrásának, majd korrekciójának volt tulajdonítható, miközben a Reuters-felmérés felhasználásával számított egyéves előretekintő elemzői inflációs várakozások 4,3 százalék körül alakultak. A legfeljebb egyéves futamidejű betéti kamatokból² számított reálkamatláb alapján hasonló tendencia olvasható ki januárig, de mintegy 1 százalékponttal alacsonyabb szinten. Ugyanakkor februárra vonatkozó tényadat még nem áll rendelkezésre.

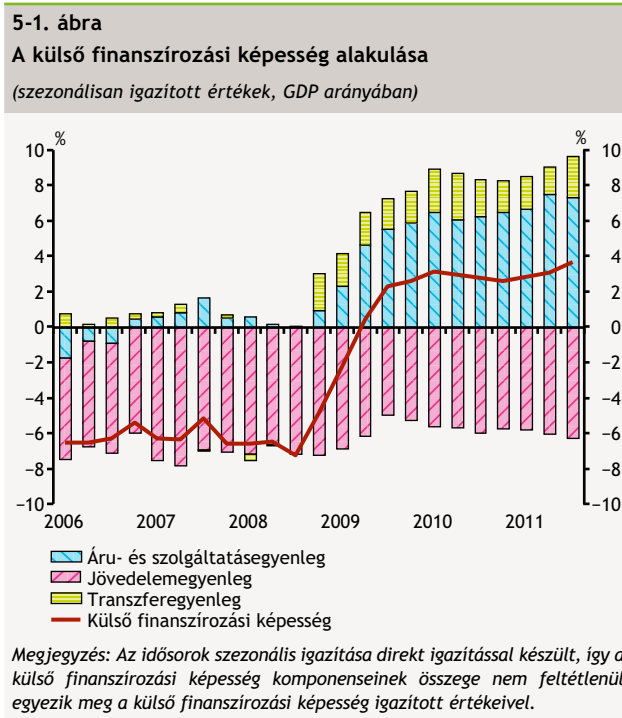
² Vállalati és háztartási betéti kamatok összesúlyozásából képezve.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége 2011 III. negyedévében tovább emelkedett. Az egyensúlyjavulás szerkezete kissé eltért a korábbi időszakban tapasztalttól: a külső pozíció javulása döntően a transzferegyenleg többletének növekedéséhez volt köthető, miközben a lassuló külső konjunktúra mellett kismértékben csökkent a nettó export többlete és az emelkedő kamatkiadások következtében enyhén emelkedett a jövedelemegyenleg hiánya. A finanszírozás oldali folyamatok a reálgazdaság által jelzettnél kisebb pénzügyi megtakarítást mutattak – a pénzügyi mérleg alapján (alulról) számított külső finanszírozási képesség szintje ugyanis alacsonyabb volt a reálgazdasági folyamatokból (felülről) számított értéknél. Az előző negyedévhez képest fokozódott az adósságjellegű források kiáramlása, miközben a korábbi negyedévek kiáramlását követően újra jelentősebb mértékű volt a nem adósságtípusú források nettó beáramlása. Ez utóbbi azonban csupán a nyugdíjpénztárak külföldi eszközeinek értékesítését tükrözi, a nettó közvetlen tőke elsősorban az állami MOL-vásárlás miatt a III. negyedévben is kiáramlást mutatott. A III. negyedévben nem folytatódott a külföldi adósságmutatók 2010 közepe tartó folyamatos mérséklődése: az árfolyam közel 10 százalékos leértékelődése mellett a bruttó külső adósságráta a nettó megtakarítói pozíció ellenére emelkedett, és a GDP-arányos nettó külső adósság is enyhén nőtt.

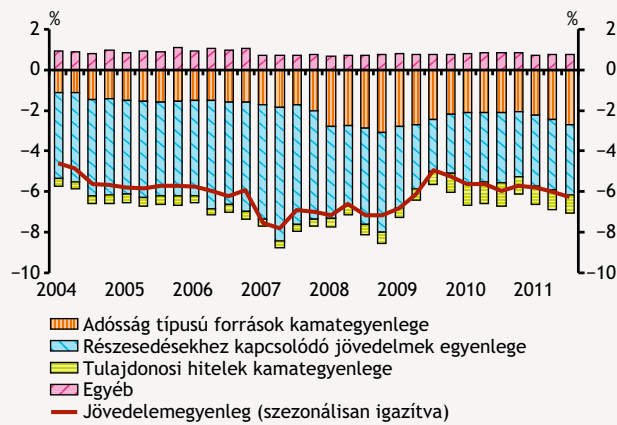
5.1.1. KÜLSŐ EGYENSÚLYI POZÍCIÓNK ALAKULÁSA



A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége 2011 III. negyedévében a GDP 3,7 százalékára emelkedett (5-1. ábra). A külső finanszírozási pozíció mértékében elsősorban a továbbra is jelentős mértékű külkereskedelmi többlet tükröződik, a negyedéves növekedés ugyanakkor a transzferegyenleg többletének emelkedéséhez köthető. Az EU-transzferek értéke ugyanis a III. negyedévben meghaladta az 1 milliárd eurót, amire korábban még nem volt példa. A transzferegyenleg többletének egyensúlyjavító hatását enyhén fékezte, hogy a külső konjunktúra lassulásával párhuzamosan kismértékben csökkent az áru- és szolgáltatás egyenleg többlete, illetve hogy a jövedelemegyenleg hiánya is enyhén emelkedett.

A nettó export továbbra is a GDP 7 százaléká fölé alakult, ugyanakkor kismértékben csökkent az előző negyedévhez képest. Az áru- és a szolgáltatás egyenleg egymással ellentétes irányba mozdult el: míg a szolgáltatás egyenleg II. negyedévben megugró többlete a III. negyedévben korrigálódott, az áru egyenleg többlete enyhén emelkedett. Az áruexport és -import egyaránt kismértékben élénkült az előző negyedévhez képest, ami vélhetően a II. negyedéves – japán földrengés okozta – egyedi hatás kiesésével magyarázható. Éves viszonylatban – az előző év azonos időszakához képest – ugyanakkor mindez a dinamikák további féke-

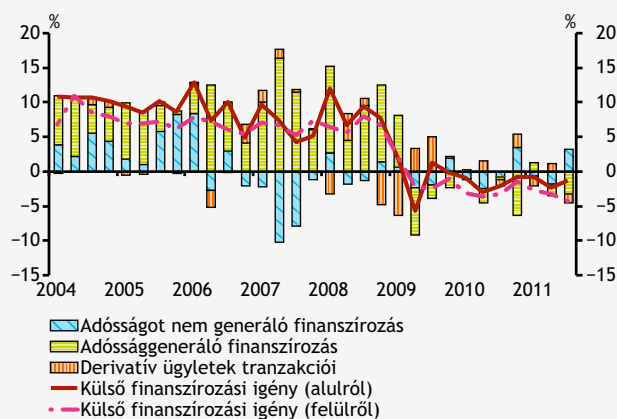
5-2. ábra
A jövedelemegyenleg összetevői
(GDP-arányos értékek)



ződését jelenti, és a IV. negyedévre rendelkezésre álló adatok a külkereskedelmi forgalom növekedésének további lassulására, és a többlet mérséklődésének folytatódására utalnak.

A jövedelemegyenleg enyhén növekvő hiánya a nettó kamatkidadások folytatódó emelkedéséhez köthető (5-2. ábra). A 2010 vége óta romló kamategyenleg meghatározó részben az egyre magasabb állami kamatkidadásokra vezethető vissza, amely a forint államkötvények és devizakötvények esetében egyaránt megfigyelhető volt. Ennek háttérében elsősorban a külföldiek kezében lévő növekvő államkötvény-állomány, valamint a válság előttihez képest magasabb kockázati prémium melletti fokozatos átárazódás állhat. Emellett a bankok és a vállalatok kamategyenlege viszonylag stabilan alakult az első három negyedévben.

5-3. ábra
A külső finanszírozás szerkezete
(GDP-arányos értékek)



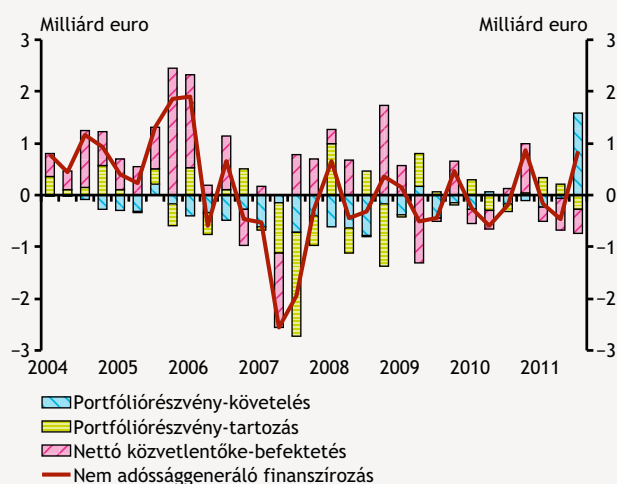
Megjegyzés: Az alulról számított finanszírozási igény megegyezik a külső finanszírozási igény és a fizetésimérleg-statisztika tévedések és hiba egyenlegének összegével.

Az év korábbi időszakában tapasztalt, viszonylag alacsony transzferegyenlegben javulás következett be, amely az EU-transzferek növekvő felhasználását tükrözte. A III. negyedévben történt, 1 milliárd eurót meghaladó értékű nettó EU-transzfer felhasználásával együtt az év első három negyedévében összesen 2,4 milliárd euró uniós forrást használtak fel a belföldi szereplők.

5.1.2. FINANSZÍROZÁSI FOLYAMATOK

Míg a felülről számított, a reálgazdasági adatokon alapuló mutató szerint a III. negyedévben tovább emelkedett a gazdaság külső egyensúlyi többlete, a finanszírozási adatokból az előző negyedévhez képest mérséklődő (alulról számított) finanszírozási képesség rajzolódott ki. Az alulról számított külső finanszírozási képesség szerkezetét tekintve úgy alakult, hogy a nem adósságjellegű források (FDI és portfóliórésvények) bővülése mellett fokozódott az adósság típusú források nettó kiáramlása (5-3. ábra).

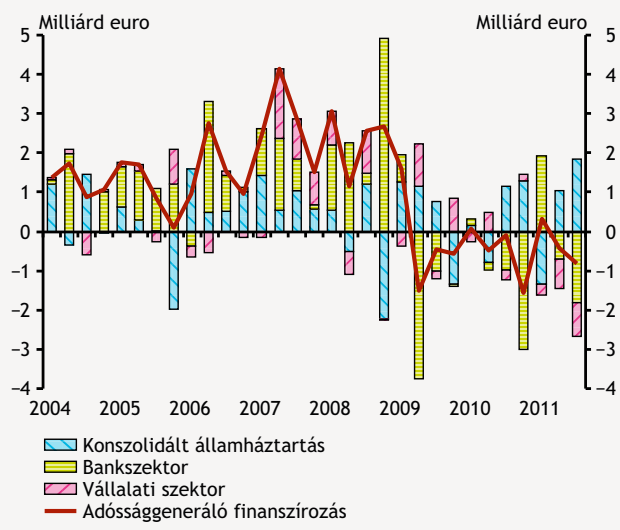
5-4. ábra
A nem adóssággeneráló finanszírozás alakulása



A nem adósságtípusú források korábbi negyedévekben tapasztalt kiáramlását a III. negyedévben jelentős mértékű beáramlás követte. Ez a fordulat ugyanakkor csupán a nettó portfóliórésvény-beáramlásra vezethető vissza, azonban ebben az esetben nem új források beáramlása, hanem a külföldi követelések leépülése áll a háttérben. Érdemi forrásbeáramlást jelentett ugyanis a nyugdíjpénztári vagyon értékesítéséhez köthető külföldi befektetési jegy és részvényértékesítés, miközben a külföldi befektetők hazai portfóliórésvényeinek csökkenése forráskiáramlással járt (5-4. ábra).

A nettó közvetlentőke-befektetések összességében a III. negyedévben sem emelkedtek, ebben ugyanakkor egy egyedi tényező játszott szerepet. Júliusban került sor a külföldi MOL-részesedés állami megvásárlására (közel 2

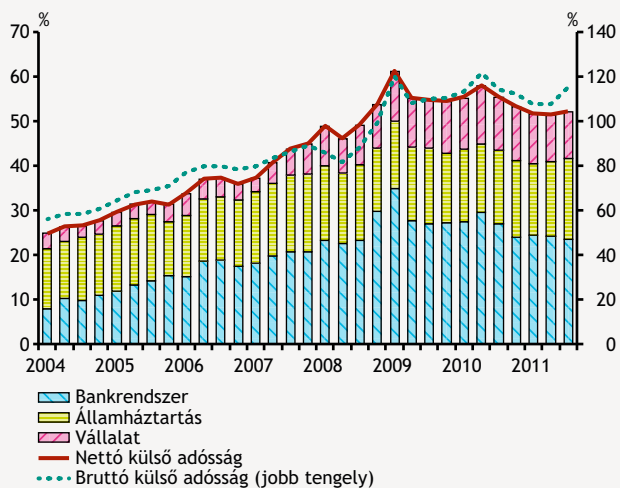
5-5. ábra
Az adósságeneráló finanszírozás alakulása



milliárd euro), amely a külföldi befektetők hazai részesedéseinek csökkenését, tehát nem adósságtípusú forráskiáramlást jelentett. A tranzakció a gazdaság teljes (nettó) külföldi forrásainak mennyiségét azonban nem csökkentette, mivel a jegybanki devizatartalék – mint külföldi eszköz – is hasonló mértékben csökkent. A MOL-tranzakciótól eltekintve emelkedést tapasztaltunk a nettó közvetlen befektetésekben, amelyhez a külföldi részesedések növekedése mellett a (becsült) újrabefektetett jövedelmek is hozzájárultak.³

A III. negyedév adósságtípusú forráskiáramlásában is tetten érhető volt az a korábbi időszakban is tapasztalt folyamat, ami a magánszektor és az államháztartás eltérő külső adósságfolyamatait takarta. A magánszektor (elsősorban a bankok) adósság típusú forrásainak mintegy 2,5 milliárd eurós nettó kiáramlása mellett a konszolidált államháztartás nettó külföldi forrásai közel 2 milliárd euróval emelkedtek (5-5. ábra). Az állam külső finanszírozási folyamatait tartozás oldalon a külföldi kézben lévő, még markánsan emelkedő állampapír-állomány, illetve a MOL-vásárláshoz kapcsolódó devizatartalék-csökkenés határozta meg. A IV. negyedévben a bankrendszer külső forrásai – részben a végtörlesztéshez, részben pedig az európai bankok kelet-közép-európai tokekivonásához kötődően (erről részletesebben lásd az 1.1-es keretes írást) – tovább csökkentek, miközben az államháztartás külső adóssága a külföldiek állampapír- és MNB-kötvény-keresletéhez kapcsolódóan tovább emelkedett.

5-6. ábra
Külső adósságmutatók
(GDP-arányos értékek)



Megjegyzés: A tulajdonosi hitelek és a pénzügyi derivatívák nélkül számított, forint alapú mutató.

Az elmúlt negyedévekben csökkenő, illetve stabilizálódó külső adósságmutatók a III. negyedévben újra emelkedtek. A GDP-arányos bruttó külső adósság 115 százalékra, a nettó külső adósság pedig 52 százalékra emelkedett (5-6. ábra). A III. negyedévben sor került ugyan kismértékű adósság típusú forrás (bruttó) beáramlására, ez csupán az adósságváltozás töredékét magyarázta. A növekedés hátterében ugyanis a forintárfolyam közel 10 százalékos gyengülése állt, amely markáns átértékelődést eredményezett. A nettó külső adósságráta emelkedése nem volt ilyen számottevő. Nettó értelemben ugyanis forráskiáramlás történt, amely mellett az adósság típusú eszközök (lényegében a devizatartalék) is átértékelődtek. Ezek pedig a nettó külső adósság csökkenése irányába hatottak.

³ A 2011-es újrabefektetett jövedelmek a vállalatok éves beszámolóinak beérkezéséig becslésen alapulnak a fizetési mérlegben, amelyeket 2012 szeptemberében váltanak fel a tényadatok.

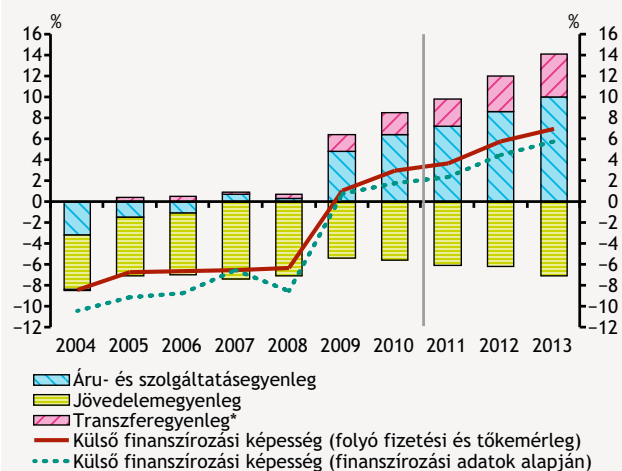
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

2013-ig tovább növekedhet a magyar gazdaság nettó külső finanszírozási képessége, amelyet döntően az autógyártás megindulásának nettó exportot javító hatása, illetve a 2012 végétől várhatóan erősödő külső konjunktúra támogathat. A nettó megtakarítói pozíció javulásához emellett az EU-transzferok növekvő felhasználása is hozzájárulhat. A gyenge külső konjunktúra miatt idén még nem nő a jövedelemegyenleg hiánya, jövőre azonban a külföldi vállalatok emelkedő profitja a jövedelemegyenleg növekvő hiányát vetíti előre. A várhatóan a következő években is jelentős külső finanszírozási képesség a bankok külső forráscsökkenésének folytatódásával járhat, ami továbbra is visszafogott hitelezési képességet, és ezzel gyenge belső keresletet valószínűsít. A külső finanszírozási képesség 2012-es jelentős növekedése mögött döntően az államháztartás finanszírozási igényének prognosztizált visszaesése áll, miközben a háztartások pénzügyi megtakarítása a következő években – elsősorban az egyszeri megtakarításnövelő hatások (reálhozam kifizetése, végtörlesztés) kiesésével – csökkenhet.

5-7. ábra

A külső finanszírozási képesség alakulása

(GDP arányában)



* A viszonzatlan folyó átutalások és a tőkémérleg egyenlegének összege.

2012-ben gyorsulhat a külső finanszírozási képesség növekedése. A reálgazdasági folyamatokat tükröző, a folyó fizetési mérleg és a tőkémérleg együttes egyenlegeként előálló (felülről számított) mutató a 2011-ben várható közel 4 százalékos körüli GDP-arányos értékről 2012-ben 6, 2013-ban pedig 7 százalékos közelébe emelkedhet (5-7. ábra). Ez azt jelenti, hogy a finanszírozási oldali folyamatokat tükröző (alulról számított) finanszírozási képesség is jelentős mértékben növekedhet a következő években, ugyanakkor szintjében elmarad a felülről számított nettó megtakarításoktól.

A külső finanszírozási képesség növekedése döntően a külkereskedelmi folyamatok várható alakulására vezethető vissza. A romló külső és belső konjunktúra mérsékli a külkereskedelmi forgalmat, azonban a belső kereslet folytatódó gyengülése miatt az export várhatóan az elkövetkező években is gyorsabb ütemben bővülhet az importnál. Az áru- és szolgáltatásegyenleg többletének emelkedéséhez az is hozzájárulhat, hogy az olaj árának – a határidős árak alapján – várható csökkenése javíthatja a cserearányokat. Emellett az autóiipari ágazat exportélenkítő hatása, illetve a 2012 végétől várhatóan erősödő külső konjunktúra is hozzájárulhat az áru- és szolgáltatásegyenleg többletének gyors emelkedéséhez.

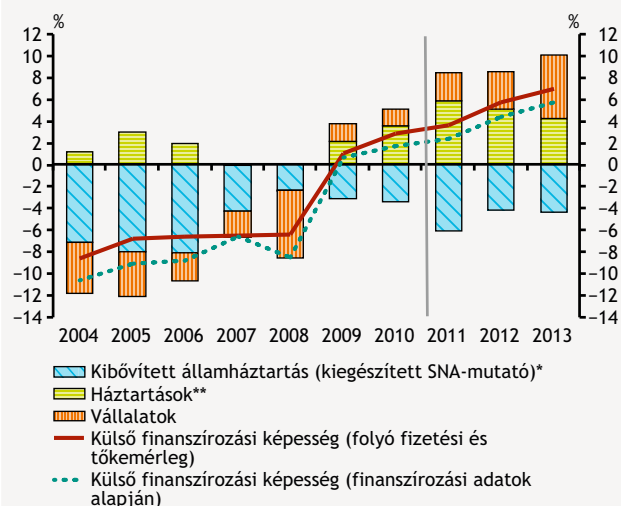
Amennyiben az EU-transzfer mértéke az év végén is a III. negyedévből tapasztalhatóhoz hasonlóan nagymértékű lesz, akkor a 2011-es felhasználás az egy évvel korábbi szint közelében alakulhat. Előrejelzésünk szerint a következő években – részben a projektekhez szükséges önerő csökkentése következtében – erősödhet a források lehívása.

Ennek hatására a transzferegényleg idén meghaladhatja a 3, jövőre pedig a 4 százalékot, jelentősen hozzájárulva az emelkedő külső finanszírozási képességhez.

A nettó export és a transferek külső pozíciójavító hatását részben ellensúlyozza a jövedelemegyenleg hiányának növekedése. Ehhez elsősorban a külföldre utalt kamatjövedelem – fokozatosan átárazódó adósság, illetve gyengébb árfolyam miatti – növekedése járulhat hozzá, amit 2013-ban jelentős mértékben fokoz a külföldi tulajdonú vállalatok növekvő profitja miatti jövedelemkiáramlás. Idén a gazdasági növekedés megtorpanása még lassíthatja a külföldi tulajdonban lévő vállalatok által megtermelt profit növekedését. Jövőre azonban a várhatóan élénkülő konjunktúra, valamint az ágazati különadók megszűnése, illetve a bankadó feleződése jelentősen növelheti a külföldi vállalatok profitját – és így a jövedelemegyenleg hiányát is.

5-8. ábra
A szektorok finanszírozási képességének alakulása

(GDP arányában)



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

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

A belföldi szektorok 2011-es megtakarítási folyamatait a mérlegalkalmazkodás folytatódása, illetve a GDP mintegy 2,7 százalékát kitevő államháztartási lazítás határozta meg (5-8. ábra). Ennek jelentős része a magánszektor pénzügyi megtakarításainak növekedésében csapódott le: az Európai Bíróság által megítélt áfa-visszatérítés a vállalatoknál, míg a reálhozamok kifizetése, illetve az elsősorban a magasabb jövedelmű és magasabb megtakarítási hajlandóságú rétegeknek kedvező adóátalakítás pedig a háztartásoknál emelte a megtakarításokat.

A külső finanszírozási képesség 2012-es jelentős növekedése az államháztartás finanszírozási igényének prognosztizált visszaesését tükrözi. Idén ugyanis a tavalyi lazításhoz hasonló mértékű, de ellentétes irányú fiskális impulzus éri a magánszektor. Ennek egy része a 2011-es egyszeri hatások kiesése (pl. reálhozamok, áfa-visszatérítés kifizetése), amik csökkentik a lakossági és vállalati megtakarításokat. A fiskális impulzus másik, újabb kormányzati intézkedéseket tartalmazó része (adójóváírás kivezetése miatti esetleges bércsökkenés, rokkantsági ellátások szigorítása, egyes szociális juttatások csökkentése stb.) ugyanakkor elsősorban az alacsonyabb keresetűek felé jelent szigorítást, így vélhetően csak mérsékelt hatása lesz a háztartási megtakarításra. Eközben a fokozódó kockázatok miatt mérséklődő hitelezési hajlandóság, valamint az ezzel is összefüggésben álló forráskivonás miatt mérséklődő hitelezési képesség a korábban feltételezettnél is lassabb felívelést vetít előre a magánszektor hitelfelvételében.

Prognózisunk szerint a háztartási szektor alapfolyamatait megragadó pénzügyi megtakarítás a következő években nem változik lényegesen. Az egyszeri megtakarításnövelő tételek (reálhozam, végtörlesztés) kiesése ugyanakkor az SNA-hiánnyal konzisztens finanszírozási képesség fokozatos

5-1. táblázat

A háztartások különböző megtakarítási mutatószámainak várható alakulása

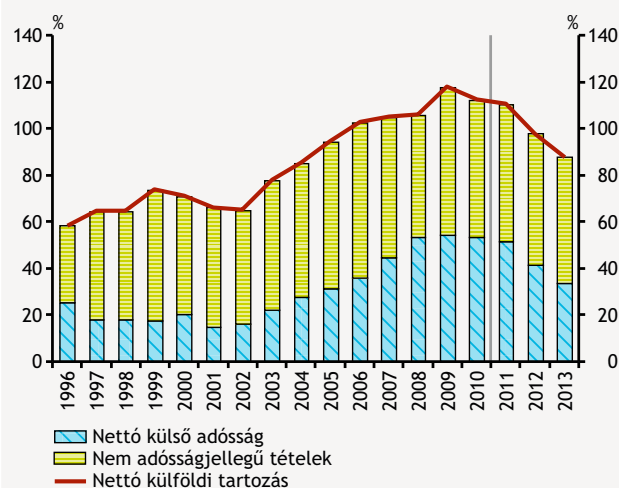
(a GDP arányában, százalék)

	2009	2010	2011	2012	2013
I. SNA-hiánnyal konzisztens nettó finanszírozási képesség	2,1	3,6	5,9	5,1	4,2
a) Végörlesztés miatti megtakarításnövekedés			0,6	0,6	
b) Reálhozam megtakarításra fordított része			0,6		
II. Alapfolyamatokat mutató nettó finanszírozási képesség (I.-a-b)	2,1	3,6	4,7	4,5	4,2
c) Az állami nyugdíjrendszerbe visszalépők nyugdíjpénztári megtakarításainak szétterítése	1,7	1,3			
d) Végörlesztés miatti megtakarításnövekedés			0,6	0,6	
e) A állami nyugdíjrendszerbe visszalépők miatti vagyonhatás	-0,1	-0,2	-9,5		
f) Reálhozam fogyasztásra fordított része			-0,3		
III. Nettó finanszírozási képesség a pénzügyi számlákban (II.+c+d+e)	3,7	4,6	-4,5	5,1	4,2

5-9. ábra

A nettó külső adósság és tartozásmutatók alakulása

(GDP arányában)



Megjegyzés: Számításainkban a forint árfolyamának változatlanóságát tételeztük fel (az elmúlt három hónap átlagos árfolyamát rögzítve).

mérséklődését vetíti előre a következő években (5-1. táblázat).

A vállalati szektor finanszírozási képessége várhatóan továbbra is jelentősen hozzájárulhat a gazdaság külső finanszírozási képességéhez. A növekvő pénzügyi megtakarításban egyrészt a várhatóan gyorsuló EU-transzferek, másrészt a 2013-tól kedvezőbbé váló külső konjunktúra miatt javuló jövedelmezőség játszhat szerepet.

Az előrejelzési horizonton tartósan magas külső finanszírozási képesség a külső adósság és tartozás mutatók markáns csökkenését eredményezheti. A forint árfolyamának változatlanóságát feltételezve a GDP-arányos nettó külső tartozás 2013 végére több mint 20 százalékponttal mérséklődhet (5-9. ábra).

5.3. Költségvetési folyamatok

A 2011. decemberi előrejelzési forduló óta a fiskális politikáról alkotott képünk nem változott érdemben. A költségvetési folyamatokat teljesebben tükröző és a fiskális keresleti hatást meghatározó mutatónk, a kiegészített SNA-egyenleg alakulása közel változatlan maradt az előrejelzési horizontunkon. Az ESA-alapú hiánypálya ugyanakkor némileg, a GDP arányában bő 0,3 százalékponttal emelkedett. Ez az elmozdulás döntően módszertani, illetve elszámolási okokra vezethető vissza, és olyan tételekkel függ össze, amelyeket már korábban is figyelembe vettünk az SNA-típusú mutatóban.

Előrejelzésünk szerint a GDP 2,7 százalékára tehető 2011. évi keresletélénkítést követően 2012-ben legalább 2,2 százalékpontos költségvetési keresletszűkítés valósulhat meg, és ez a negatív fiskális impulzus a költségvetési szabad tartalékok teljes törlésével elérheti a 3,1 százalékpontot. 2013-ban a fiskális keresleti hatás semleges lehet. Ennek ellenére a kormányzati hiánycélok, illetve a Túlzott Deficit Eljárás által meghatározott kritériumok teljesítéséhez további kiigazítás szükséges.

2012-ben az aggregált keresleten keresztül érvényesülő negatív fiskális impulzus visszafogja a lakossági fogyasztást, és ezáltal tompíthatja a megemelkedett termelési költségek fogyasztói árakba történő begyűrűzést. A kínálati oldalon azonban a költségvetési szigorítás egyes elemei – az áfa és a jövedéki adók emelése – közvetlenül és érdemben emelik a 2012. évi fogyasztóiár-indexet. A szabályozott energiaárak esetében az idei évben továbbra is a nyersanyagárak emelkedésétől elmaradó, összességében az átlagos inflációhoz közeli áremelkedésre számíthatunk.

5.3.1. A KÖLTSÉGVETÉS HELYZETE ÉS KILÁTÁSAI

Az előzetes adatok alapján a 2011. évi ESA-egyenleg a korábbi prognózisunkkal összhangban a GDP arányában 4,2 százalékos többletet mutathat, ami a magán-nyugdíjpenztári kilépések miatti 9,5 százalékpontos tőketranszfernek köszönhető. 2012-ben az egyensúlyjavító intézkedések és a romló makrogazdasági feltételek együttes hatása következtében a költségvetési szabad tartalékok törlése nélkül a GDP arányában 4 százalékos hiányt várunk. Szabály alapú előrejelzésünk szerint 2013-ban a hiány 4,3 százalékpontra nőhet, mivel – részben az adókiengedés miatti – bevételkiesés és a növekvő nettó kamatkiadások egyenlegrontó hatását nem ellensúlyozza a kiadások további mérséklődése (5-2.táblázat).⁴

ESA-hiány előrejelzésünkéből következik, hogy a 2012–13-as időszakban a GDP 0,9 százalékára rúgó költségvetési szabad tartalékok teljes törlésével sem látjuk biztosíthatónak a

⁴ A 2013. évi előrejelzésünkben azt feltételeztük, hogy az ágazati különadók kivezetésre kerülnek, a pénzügyi különadó megfelelődik, a személyi jövedelemadóból teljesen kikerül az ún. fél szuperbruttó komponens, megszűnik az eva, továbbá az alacsony képzettségű foglalkoztatottak után új járulékkedvezmény vehető igénybe, míg a bérkompenzáció miatti szociális hozzájárulási adókedvezmény szűkül. Kiszűrve a Bankszövetséggel kötött megállapodással összefüggő adó-visszatérítés hatását, így az adókiengedések és egyéb költségvetési folyamatok következtében a GDP közel 1,4 százalékaival mérséklődhetnek a központi adó- és járulékbévételek 2013-ban.

5-2. táblázat

Államháztartási egyenlegmutatók

(a GDP százalékában)

	2011	2012	2013
ESA-egyenleg	4,2	-4,0	-4,3
ESA-egyenleg központi szabad tartalékok törlésével*	-	-3,1	-3,4
ESA-egyenleg a kiadászárolás hatásával**	-	-2,9	-
Kiegészített SNA-egyenleg***	-6,1	-4,2	-4,3
Ciklikus komponens (MNB-módszer)	-0,6	-0,7	-0,5
Ciklikusan igazított kiegészített SNA-egyenleg***	-5,5	-3,5	-3,9

* Az Országvédelmi Alap és a Kamatkockázati tartalék teljes törlését feltételezve. Összesen 268 milliárd forintnyi központi szabad tartalék áll a kormány rendelkezésére, ami adott esetben a költségvetési egyenleg javítására fordítható. 2013-ra törvényjavaslat hiányában azzal a technikai feltevéssel élünk, hogy a központi szabad tartalékok összege megegyezik az előző évivel.

** A fejezeti egyensúly-biztosítási tartalék teljes törlését feltételezve. Alap-előrejelzésünk a zárolás egyenlegjavító hatásával nem számol. Ha a zárolt kiadások végleges törlésére sor kerül, akkor annak hatása lesz a makrogazdasági pályára is.

*** A központi költségvetési szabad tartalékok törlése nélkül.

3 százalékalatti hiányelérését. 2012-ben a fejezeti egyensúly-biztosítási tartalékban zárolt 52 milliárd forintos kiadási előirányzatok törlésével 2,9 százalékponton szorítható le a hiány, de az még így is meghaladja az eredeti 2,5 százalékos kormányzati hiánycélt. Ezért az általunk előrevetített hiánypálya alapján a kormányzati hiánycélok eléréséhez, illetve a Túlzott Deficit Eljárás (EDP) alóli kikerüléshez további egyenlegjavító lépések szükségesek. A kormány erre ígéretet tett, de konkrét, számszerűsíthető intézkedések hiányában azonban alappályánkban egyelőre nem számoltunk addicionális kiigazítással.

A decemberi prognózisunkhoz képest kimutatható ESA-egyenlegromlás nagyrészt módszertani korrekcióhoz kötődő egyedi tételek következménye, amelyek együttesen nagyjából a GDP 0,3 százalékával növelik a hiányt az előrejelzési horizonton (5-3. táblázat). Ezen belül a Bankszövetséggel kötött megállapodás közvetlen költségvetési hatása 0,1-0,05 százalékponttal nő a korábbi feltételezésünkhöz képest. Ez elsősorban arra vezethető vissza, hogy a kormányzati szek-

5-3. táblázat

Az ESA-egyenleg elmozdulásának komponensei a 2011. decemberi prognózisunkhoz képest

(a GDP százalékában)

	2012	2013
1. Egyedi tételek összesen	-0,30	-0,29
1.1 Bankszövetség-megállapodás hatásának változása	-0,12	-0,05
1.2 MÁV, BKV	-0,19	-0,18
1.3 Közútfenntartás	0,00	-0,07
2. Elsődleges egyenleg változása egyedi tételek nélkül	-0,08	-0,03
2.1 Központi elsődleges bevételek változása	-0,10	-0,21
2.2 Központi elsődleges kiadások változása	-0,03	0,08
2.3 Önkormányzatok addicionális kiigazítása	0,05	0,10
3. Nettó kamatkidadások	0,05	-0,05
Az ESA-egyenleg változása összesen (1+2+3)*	-0,33	-0,37

* A nominális GDP változásával összefüggő nevezőhatással korrigálva.

torba tartozó Nemzeti Eszközkezelő (NESZK) várható reáleszközvásárlásait is kiadásként kell elkönyvelni. Közel 0,2 százalékponttal rontja a hiányt a MÁV és a BKV bevételekkel nem fedezett kiadásainak beszámítása.⁵ Továbbá, a közútkezelés várhatóan még 2013-ban is jelentkező bevételi hiányát is figyelembe vettük, mint ahogy ezt már előzőleg is elszámoltuk 2012-re.

A bázishatások, a makrogazdasági folyamatok és az egyéb becslési korrekciók ugyanakkor összességében minimális mértékű elmozdulást eredményeztek a decemberi előrejelzésünkhöz képest. Az adó- és járulékbévételek 2012-ben 0,1, jövőre pedig 0,2 százalékponttal lehetnek alacsonyabbak. A bevételek kiesését 2013-ban az addicionális önkormányzati kiigazítás és a központi elsődleges kiadások további mérséklődése nagyrészt ellensúlyozza. A várható kamatterhek ugyanakkor az előző publikációnkhoz viszonyítva kismértékben mérséklődnek 2012-ben, míg jövőre emelkednek.

Az alapvetően elszámolási okokra visszavezethető egyenlegromlással szemben 2012-ben pozitív költségvetési kockázatot jelent a még megmaradt magán-nyugdíjpénztári tagok állami rendszerbe történő esetleges visszalépése és az ezzel párhuzamos vagyonátadás. Teljes körű visszalépés esetén az egyenlegjavulás elérheti a GDP 0,7 százalékát. Ez azonban csak egyszeri, nem strukturális hatást jelent.

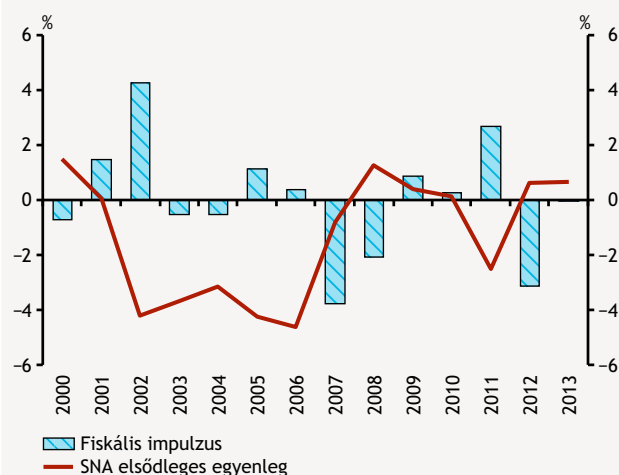
Az ESA-hiány egyedi tételek miatti negatív irányú elmozdulása nem jelentkezik a költségvetési folyamatokat makrogazdasági szempontból jobban leképező *kiegészített SNA-egyenleg* alakulásában (5-2. táblázat). Ez az MNB által használt mutató ugyanis a költségvetési bevételeket és kiadásokat a tényleges gazdasági hatás alapján számolja el és tartalmazza a kvázifiskális tevékenységeket – így a MÁV és a BKV működési hiányát, vagy a NESZK tranzakciót is. Mivel a magán-nyugdíjpénztári vagyonátvétel ebben a megközelítésben nem számít bevételnek, de a reálhozam kifizetése kiadásként jelentkezik, 2011-ben a GDP arányában 6,1 százalék SNA-alapú hiánnyal számolunk. Majd a költségvetési tartalékokkal együtt a hiány 4,2 százalékpontra csökkenhet 2012-ben, és kismértékben nő jövőre. Az ESA hiány esetében érvényesített elszámolási változások következtében az MNB elemzési célú mutatója és a hivatalos ESA-egyenleg közötti eltérés jelentősen szűkül 2012-13-ban.

Míg az SNA-hiánypálya érdemben nem változott, a *ciklikusan igazított kiegészített egyenleg* érzékelhetően romlott.

⁵ A MÁV esetében a 2011. évi EDP-jelentés és a Pénzügyi Számlák módszertanát követtük, amely kormányzati kiadásként számolta el a társaság hitel felvételi igényének a közszolgáltatási szerződésének teljesítése miatt felmerülő részét. A BKV működési hiánya azért nem tartható már a kormányzati körön kívül, mert a vállalat gyakorlatilag hitelképtelenné vált, a lejáró hiteleit is csak állami garanciavállalás mellett tudja megújítani. A BKV forrásigényét az önkormányzati egyenlegbe építettük be, ez már részben tükröződik is a Fővárosi Önkormányzat 2012. évi költségvetésében.

5-10. ábra
A fiskális impulzus és az elsődleges SNA-egyenleg historikus alakulása

(a GDP százalékában)



Megjegyzés: A fiskális impulzus megegyezik az SNA elsődleges egyenleg változásával.

A költségvetési szabad tartalékok törlését feltételezve.

Ennek oka, hogy a potenciális GDP szintje alacsonyabb a korábban becslétnél. Így a negatív kibocsátási rés záródásával növekvő adóbevételek a korábban feltételezettnél kevésbé javíthatják a költségvetés pozícióját. A költségvetésben szereplő szabad tartalékok teljes törlését feltételezve, a ciklikusan igazított középtávú egyenleg közel 3 százalékpontos hiányt mutat az előrejelzési horizontunk végén. Tehát egyéb intézkedések nélkül középtávon még éppen biztosítható lehet ugyan a 3 százalék alatti deficit, de az meghaladja az EU-Bizottság által elvárt középtávú hiány (MTO) 1,5 százalékos küszöbértékét.

5.3.2. A FISKÁLIS KERESLETI HATÁS

A költségvetés által generált keresleti hatás, vagyis a fiskális impulzus azt mutatja meg, hogy a költségvetési intézkedések, folyamatok, valamint az automatikus stabilizátorok miként érintik a többi szektor jövedelmi helyzetét. A fiskális impulzust a kiegészített elsődleges SNA-egyenleg változásával számszerűsítjük.

Impulzusmutatónk alapján a 2011-es számottevő, a GDP 2,7 százalékpontjára rúgó fiskális lazítás után az idén hasonló nagyságrendű keresletszűkítés valósulhat meg, míg 2013-ban a keresleti hatás gyakorlatilag semlegessé válik (5-4. táblázat, 5-10. ábra).⁶ A 2012-es alapesetben 2,2 százalékos, a központi szabad tartalékok teljes törlése esetén pedig már 3,1 százalékos kiegészített GDP-arányos költségvetési szigorításból az egyszeri hatások 1,5 százalékpontot tesznek ki. Így a fennmaradó 0,7–1,6 százalékpontnyi szűkítés-

5-4. táblázat

A fiskális impulzus változása a KSH elszámolásának szerkezetében

(a GDP százalékában)

	2011	2012	2013
I. Fiskális impulzus összesen (1+2+3)	2,7	-2,2	-0,1
1) Impulzus a háztartásoknak	1,7	-1,2	-1,1
1.1 Reálhozam-kifizetés	0,8	-0,8	0,0
1.2 Egyéb intézkedések	1,0	-0,4	-1,1
2. Nettó indirekt adók*	0,2	-0,7	1,2
3. Egyéb (vállalatok, külföld, kormányzati vásárlás)	0,7	-0,3	-0,2
3.1 Áfa-visszatérítés a vállalatoknak	0,7	-0,7	0,0
3.2 Központi szabad tartalékok	0,0	0,9	0,0
3.3 Fel nem osztható tételek	0,0	-0,5	-0,2
II. Egyszeri hatások összesen (1.1+3.1)	1,5	-1,5	0,0
III. Impulzus szabad tartalékok nélkül (I.-3.1)	2,7	-3,1	0,0

* A nettó indirekt adók kategóriája azokat a tényezőket foglalja magában, amelyek a piaci árak és az alapárak különbözetén keresztül befolyásolják a GDP-deflátor alakulását, és közgazdasági értelemben is szignifikáns hatást gyakorolhatnak az inflációra. Ebben a táblacsoportban számoltuk el a különadók jövő évi kivezetéséből származó bevétel-kiesést.

⁶ A fiskális impulzus alakulását a Központi Statisztikai Hivatal által összeállított nemzeti számláknak megfelelő szerkezetben mutatjuk be. Számaink azonban eltérhetnek a KSH által közölt adatoktól a kiegészített SNA-egyenlegben alkalmazott korrekciók miatt.

ben játszanak tényleges szerepet a 2012. évi költségvetéshez kapcsolódó intézkedések. Az egyedi hatásokon belül a GDP 0,8 százalékat képviseli a háztartásoknak tavaly kifizetett magán-nyugdíjpénztári reálhozam kiesése. További 0,7 százalékpont impulzushatás származik abból, hogy az idén már nem jelentkezik az európai bírósági döntése miatti, a vállalati szektornak kedvező áfavisszatérítés.

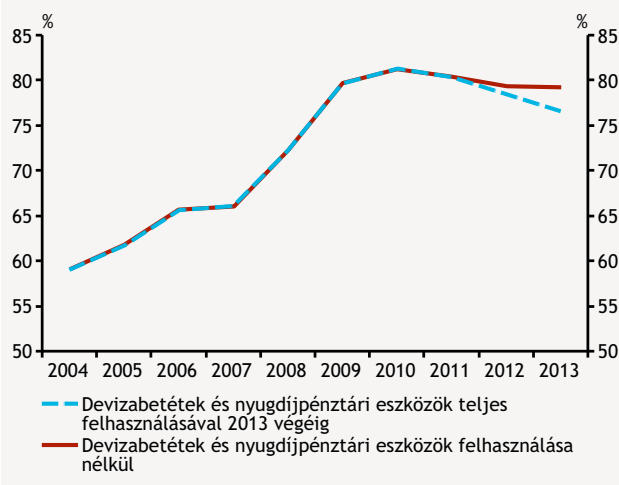
A 2011. évi reálhozam-kifizetés és a személyi jövedelemadó-kiengedés jövedelembővítő hatását követően, a háztartások felé erőteljes szigorítást érvényesít a fiskális politika 2012 és 2013 folyamán. Ennek meghatározó elemei a pénzbeli transzferek (nyugellátások, szociális támogatások) csökkentése és a közsféra béreinek a leszorítása. A két év alatt kumuláltan az előbbi 0,9 százalékpontos, míg az utóbbi 0,3 százalékpontos keresletszűkítést eredményez. A lakossági jövedelem visszafogását eredményező intézkedések hatását ugyanakkor tompítja az adójóváírás kivezetését kompenzáló elvárt béremelés, illetve az ahhoz kapcsolódó adókedvezmény, valamint a Bankszövetséggel kötött megállapodás keretében megvalósuló tőketranszfer (kedvezményes végtörlesztés).

5.3.3. AZ ÁLLAMADÓSSÁG ALAKULÁSA

A GDP-arányos adósságráta 2011-ben a pénzügyi számlák előzetes adata alapján mintegy 1 százalékponttal mérséklődött 2010-hez képest. A magánnyugdíjpénztáraktól átvett állampapírok bevonása ugyan 5 százalékponttal csökkentette az adósságrát, azonban a forint év végi gyengülése a devizaadósság átértékelődésén keresztül közel hasonló mértékű adósságemelkedést okozott.

Adósságprognózisunkban a költségvetés szabad tartalékainak törlését, valamint technikai feltevésként – a stabilitási törvényben meghatározott adósságszabállyal összhangban – a forint árfolyamának változatlanóságát tételeztük fel. Ez alapján az adósságráta fokozatos, de mérsékelt ütemű csökkenése folytatódhat a következő két évben. Nagyobb mértékben is csökkenhet az adósságráta, ha a kormány a rendelkezésre álló pénzügyi eszközöket (devizabetét, magánnyugdíjpénztáraktól eredő portfólió fennmaradó része) fokozatosan felhasználja, és így a biztonsági tartalékok leépítésével párhuzamosan azokat az adósság csökkenésére fordítja (5-11. ábra).

5-11. ábra
A bruttó államadósság-pálya alakulása rögzített árfolyamon
(a GDP százalékában)



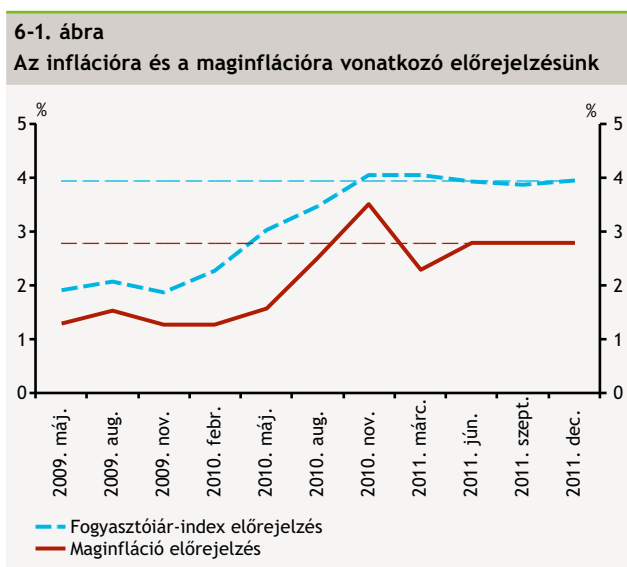
6. Kiemelt témák

6.1. A 2011-es évre adott jegybanki inflációs előrejelzések értékelése

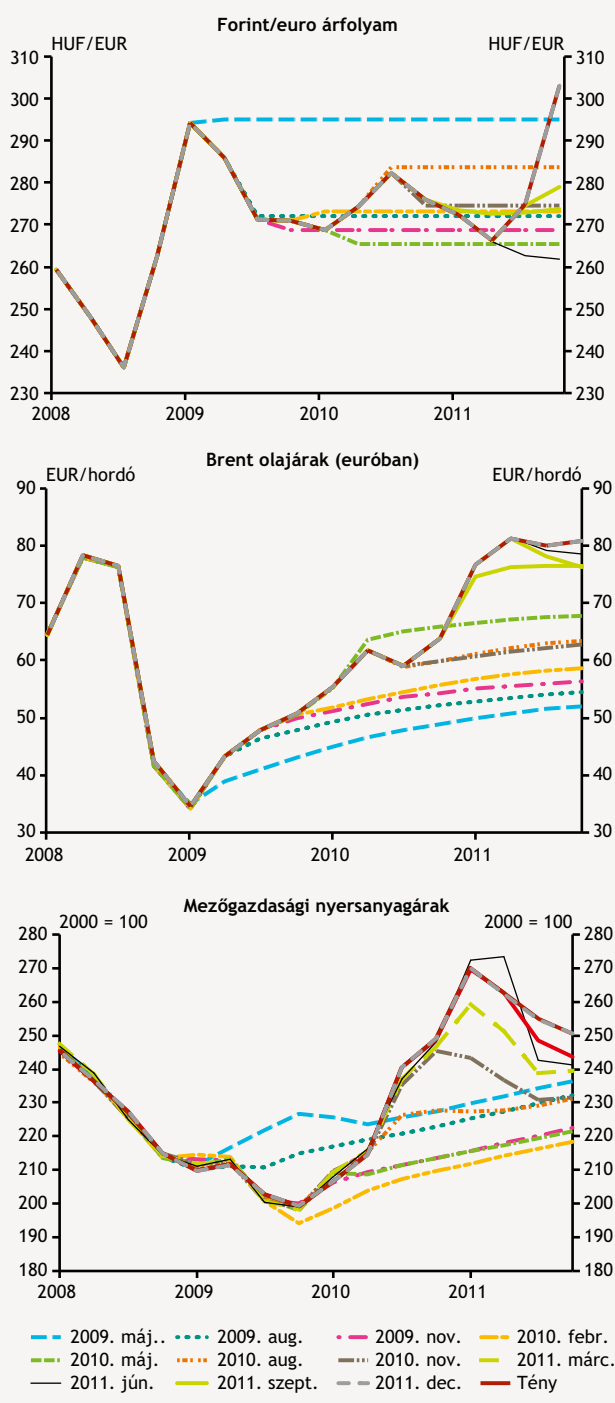
Az elmúlt évek gyakorlatának megfelelően, ezúttal is áttekintettük az előző évre adott inflációs előrejelzéseink alakulását. Elemzésünk célja egyrészt az előrejelzési hibákat legnagyobb részben befolyásoló sokkok feltérképezése, másrészt ezek kiszűrésével az előrejelző rendszerünk alapvető működéséről is információkat szerezhetünk. Értékelésünket két dimenzióban is elvégeztük: *abszolút* elemzésünk csak a jegybanki elemzések hibájára fókuszál, míg *relatív* elemzésünkben a jegybanki előrejelzői teljesítményt a piaci elemzők előrejelzéseivel vetettük össze.

A 2011. évi inflációra előrejelzést első alkalommal 2009 májusában készítettünk. A globális gazdasági válság mélypontján adott prognózisaink érdemben cél alatti inflációt és historikusan alacsony maginflációt mutattak. Ennek oka az alacsony nyersanyagár-feltevés mellett a gazdasági kilábalás ütemére adott alacsony prognózisaink voltak. Emellett a tartósan szigorú kamatkörnyezet fennmaradását tartalmazó feltevésünk is ebbe az irányba hatott. 2010 elejétől érzékelhetővé vált, hogy a nyersanyagárak újabb jelentős emelkedése mellett a gazdasági klíma is várakozásainknál erőteljesebben javulhat. Ezzel összhangban előrejelzéseinket folyamatosan magasabb inflációs irányába revideáltuk, 2010 közepétől az inflációs cél 2011. évi elvételére számítottunk. 2010 végétől a 2011-es évre adott inflációs előrejelzéseink stabilizálódtak, historikusan is alacsony revízió jellemezte prognózisainkat. Előrejelzéseink végig a beérkezett tényadat közelében alakultak.

2010 novemberében a maginfláció erőteljes gyorsulását jeleztük előre. Ennek oka döntően az ágazatspecifikus különadó fogyasztói árakra gyakorolt hatásának megítélése volt. Jelentős áthárításra számítottunk, amit a januári adatok nem erősítettek meg, így 2011 elején előrejelzésünket csökkentettük.



6-2. ábra
A forint/euro árfolyamra, az euróban számolt olajárakra és a mezőgazdasági termelői árakra vonatkozó feltevéseink változása



Előrejelzési hibáinkat érdemben befolyásolták az exogén változókra alkalmazott feltevések hibái.⁷ 2009 májusát követően a forint érdemben felértékelődött az euróval szemben és alapvetően stabilan alakult egészen 2011 negyedik negyedévéig, így ennek kisebb hatása volt előrejelzési hibáinkra. A vizsgált időszakban az infláció szempontjából az üzemanyagárak és a mezőgazdasági termelői árak emelkedése volt meghatározó. Mindkét esetben a világszerte árszint emelkedése miatt egészen 2011 közepéig folyamatosan és jelentősen felfelé kellett módosítanunk feltevéseinket.

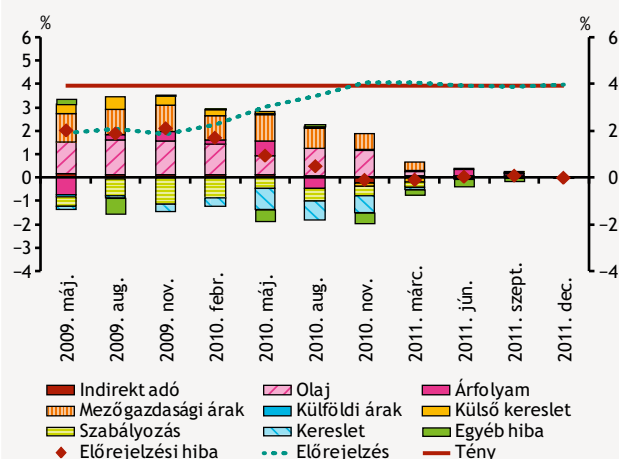
Ezzel szemben a szabályozott árak általánosan kedvezőbbek voltak várakozásainknál. A kormányzati intézkedésekkel összhangban az elmúlt években az árképletek változása érdemben tompította az emelkedő nyersanyagköltségek inflációs hatását. Szintén az alacsonyabb infláció irányába hatott a várakozásainknál érdemben gyengébb keresleti környezet, ezt ugyanakkor némileg mérsékelte, hogy a potenciális GDP-ről alkotott képünket is lefelé revideáltuk. A visszafogott belső kereslet csak részben tudta ellensúlyozni a megnövekedett költségek inflációemelő hatását.

A magyarázó változókban elkövetett hibák hatásainak kiszűrésével kapott egyéb hiba jellemzően 0 körül alakult, bár néhány alkalommal – többnyire a 2010-es évben adott prognózisokban – érdemi negatív modellezési hibát is megfigyelhetünk. Az átlagosan alacsony modellezési hiba alapján előrejelzői rendszereink számottevő strukturális hiányosságaira nem következtethetünk.

A költségsokkok megítélése mellett érdemi hibát vétettünk a háztartások fogyasztási keresletének megítélésében. Részben a konjunkturális kilátások javulása, részben a háztartásokat 2011-ben érintő jelentős jövedelemtöbblet (szja-kiengedés, reálhozam-kifizetés) miatt egészen 2011 közepéig a fogyasztás érdemi növekedésére számítottunk. Várakozásainkkal szemben a jelentős többletjövödelmek ellenére 2011-ben a fogyasztás stagnált, ezzel tompítva az emelkedő nyersanyagköltségek fogyasztói árakba történő begyűrűzését. A gyengébb fogyasztási pályát a bankrendszer vártnál is alacsonyabb hitelaktivitása, a háztartások – a vártnál is erősebben – elhúzódo mérlegkiigazítása és a számottevően erősödő svájcfrank-árfolyam okozhatta.

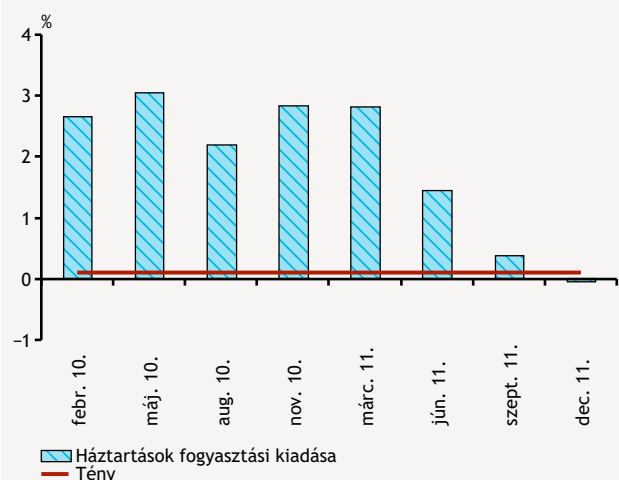
⁷ Az elemzett 2009. májusa és 2011. decembere között eltelt időszakban előrejelzési módszertanunkban is jelentős változtatást hajtottunk végre. 2010. novemberéig készített előrejelzéseinkben a monetáris politikát exogén tényezőként vettük figyelembe, ezért előrejelzéseink konstans forint/euro és konstans jegybanki alapkamat feltételezésére épültek. Ezzel szemben 2011 márciusától előrejelzéseinkben a monetáris politikát is endogenizáltuk, azaz a monetáris politika folyamatosan reagál a gazdasági környezet változására. Az elemzett 2011-re adott prognózisok főként az új modellezési gyakorlat rövid távú előrejelzéseit érintik. Ezen az időhorizonton az endogén monetáris politikai viselkedésnek kisebb inflációs hatása lehet, így feltételezéseink szerint a 2011-es előrejelzési teljesítményünk esetében nem torzítják az összehasonlításunkat.

6-3. ábra
A 2011-es éves átlagos infláció előrejelzési hibája és annak felbontása

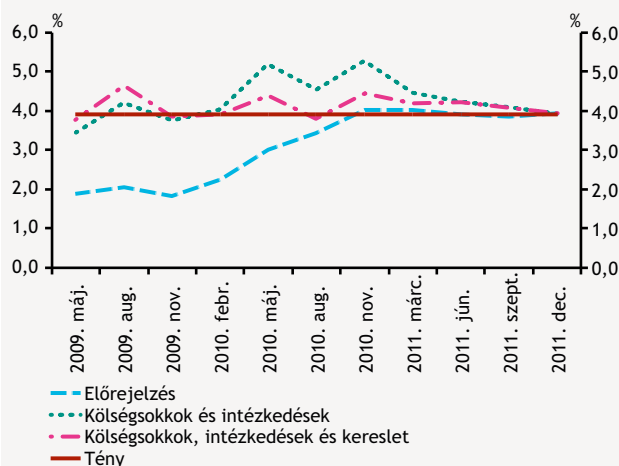


Megjegyzés: A hiba az előrejelzés ténytől vett eltérését mutatja.

6-4. ábra
A háztartási fogyasztás 2011-re vonatkozó előrejelzése



6-5. ábra
Fontosabb magyarázóváltozók hatása előrejelzésünkre

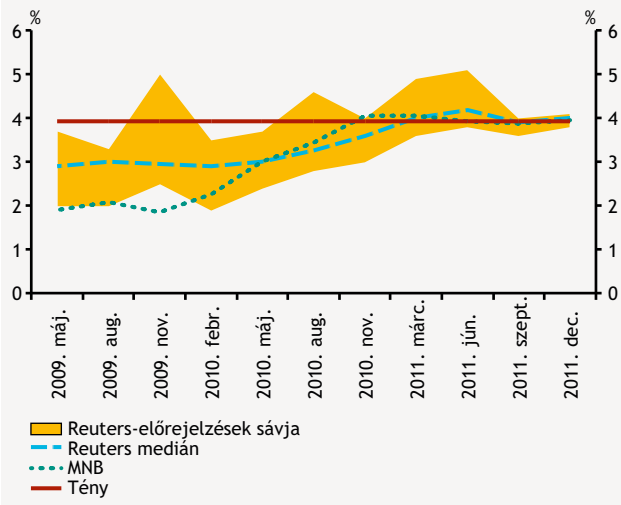


Össességében elmondható, hogy a 2011-es évre vonatkozó hibáink nagy részét előre nem látható költségsokkok okozták, amit részben ellensúlyoztak a vártnál alacsonyabb hatóságiár-emelések és a várakozásainknál rosszabb belső konjunktúra. Az éven túli előrejelzési hibáink viszonylag jelentősek voltak, melyeket főként az előrejelzésben alkalmazott technikai feltevéseink okoztak. Az előrejelzési horizont rövidülésével előrejelzéseink gyorsan alkalmazkodtak a megváltozott makrogazdasági feltételekhez, így előrejelzési hibáink 2010 végétől gyakorlatilag eltűntek.

Abszolút elemzésünk mellett előrejelzéseinket a piaci prognózisokkal összevetve is értékeljük. Az összehasonlítás előtt fontos megjegyeznünk, hogy az előrejelzésekhez használt információs bázis több ponton érdemben eltér a piaci és a jegybanki előrejelzések esetében. A jegybanki előrejelzések ún. feltételesek előrejelzések. Az előrejelzés során számos előre rögzített feltételt tartalmaznak (fiskális politika alakulása, világpiaci olajárak és egészen 2010 novemberéig a monetáris politikai változók esetében), szemben a piaci elemzők prognózisaival, amelyek feltételek nélkül készülnek. Ez a különbség főként a hosszabb időhorizontra adott prognózisok esetében okozhat jelentősebb eltéréseket.

Az MNB és a Reuters felmérésében részt vevő elemzők előrejelzéseit összevetve megállapíthatjuk, hogy hosszabb időhorizonton az elemzők várakozásainak a mediánja közelebb volt a megvalósult inflációhoz. 2010 májusától a jegybanki előrejelzések pontosabbá váltak és egészen 2011 végéig a piacinál kisebb hibával rendelkeztek. Ezen periódus első felében a piaci elemzések az MNB prognózisainál optimistábbak voltak, majd 2011 közepétől inkább magasabb inflációt mutattak.

6-6. ábra
A Reuters-felmérésben részt vevő elemzők és az MNB
2011-es átlagos inflációra vonatkozó előrejelzései

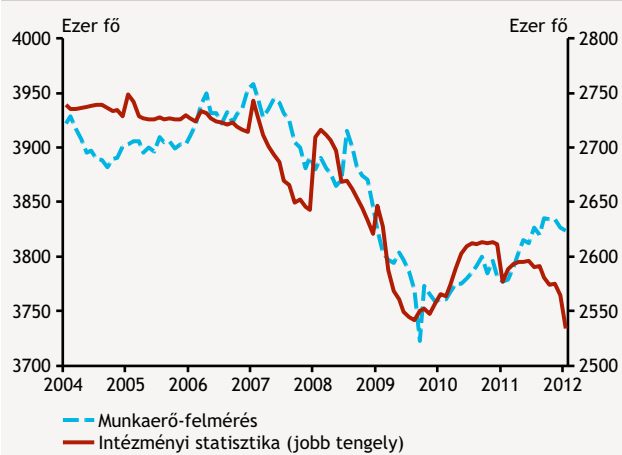


6.2. A nemzetgazdaság foglalkoztatási folyamatainak értékelése

Az elmúlt hónapokban a nemzetgazdaság foglalkoztatási folyamatairól meglehetősen eltérő képet mutató statisztikák láttak napvilágot. A munkaerő-felmérés alapján a foglalkoztatás 2011 során folyamatosan bővült és csak 2012 januárjában tapasztaltunk megtorpanást. Az intézményi statisztika viszont már a tavalyi évben is a létszám mérséklődését mutatta, 2012 januárjában pedig a foglalkoztatottak száma a válság mélypontján tapasztalt szintre esett vissza. Elemzésünk célja, hogy az elmúlt hónapok foglalkoztatási adatait árnyaltabban vizsgáljuk.

6-7. ábra

A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma a különböző statisztikák szerint



A különböző adatforrásból származó statisztikák között a korábbi években is tapasztaltunk eltérést. Az munkaerő-felmérés jellemzően késve követi az intézményi statisztikában megfigyelt változásokat, ez utóbbi a termelési folyamatokat is jobban tükrözi. A két statisztika közötti eltérés alapvetően az adatfelvételben meglévő különbségekre vezethető vissza: a munkaerő-felmérés tartalmazza az 5 főnél kevesebb dolgozót foglalkoztató vállalatokat és az egyéni munkavállalókat, valamint a szürkegazdaságban foglalkoztatottakat is.

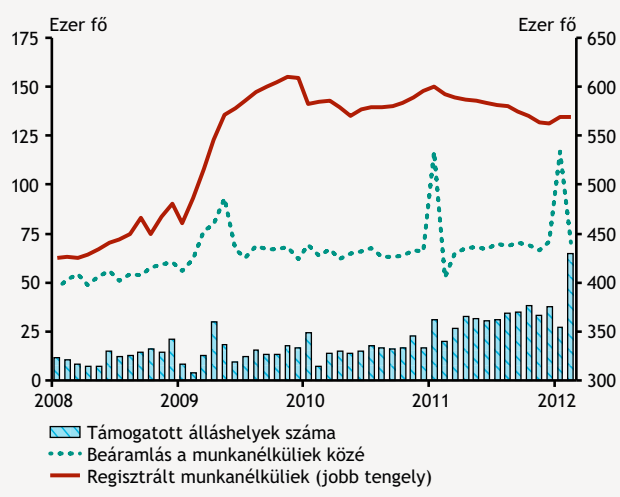
A 2011-es folyamatokról a két adatforrás meglehetősen eltérő képet mutat. A munkaerő-felmérés szerint a nemzetgazdasági foglalkoztatás az év során folyamatosan bővült, különösen a piaci szolgáltatások körében. A feldolgozóiparban az első három negyedév bővülése után a negyedik negyedévben már létszámcsökkenést tapasztaltunk. Az ágazatok közötti eltérő létszám alakulása nehezen magyarázható a konjunktúra alakulásával. Az elmúlt évben ugyanis a gyenge belső kereslet hatására éppen a piaci szolgáltató szektor teljesítménye volt visszafogott, miközben a viszonylag kedvező külső kereslet segítette az exportorientált feldolgozóipart.

Az intézményi statisztika viszont már a tavalyi évben is a létszám enyhe mérséklődését mutatta. A 2011 elején kedvezőbb gazdasági kilátásokkal összhangban a feldolgozóipar létszáma még bővült, majd az év második felében a növekedési kilátások romlásával párhuzamosan a foglalkoztatottak száma is mérséklődött. A piaci szolgáltatások létszáma

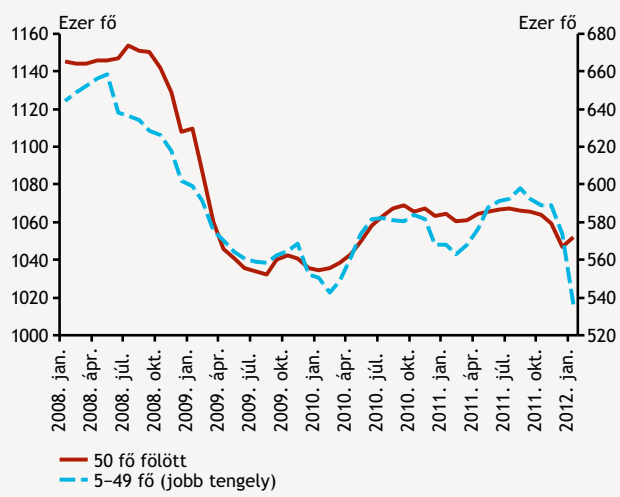
eközben stagnált, sőt a válsággal sújtott ágazatokban elbocsátásokat tapasztaltunk.

Az ellentmondást az oldhatja fel, hogy az elmúlt évek kormányzati intézkedéseinek hatására 2008 óta számottevően bővülő munkakínálat egyéni vagy kisvállalkozásokban, kisebb valószínűséggel szürkefoglalkoztatásban csapódhatott le. Az adatok tanúsága szerint ezek az egyéni és mikro-vállalkozások többnyire a vendéglátásban és a kereskedelemben, illetve a 2011-ben kedvező évet zárt mezőgazdaságban jöhettek létre. Mivel az ezekkel az ágazatokkal szoros kapcsolatban lévő belső kereslet várhatóan továbbra is visszafogottan alakul, ezekben az ágazatokban előre tekintve a létszámbővülés korrekciójára számíthatunk.

6-8. ábra
A regisztrált munkanélküliek és a támogatott álláshelyek száma



6-9. ábra
A versenyszférában alkalmazottak száma, intézményi statisztika

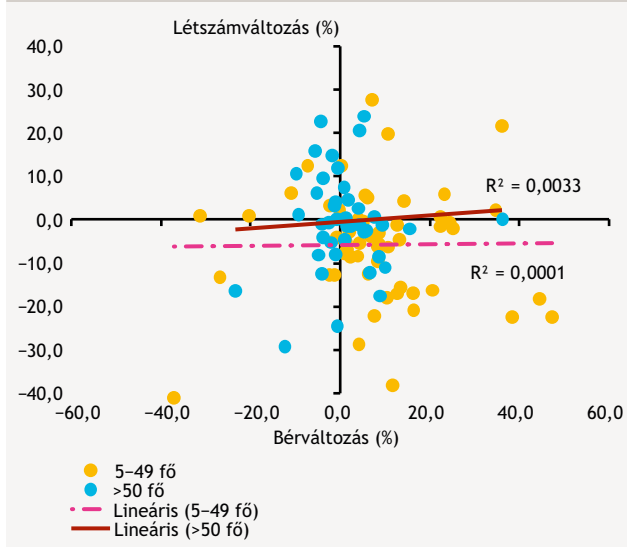


A tavalyi év után 2012 januárjában az intézményi statisztika adatai a nemzetgazdasági foglalkoztatás jelentős visszaesését mutatták. A csökkenés részben magyarázható a közmunkaprogramokkal: ezek minden év elején megújulnak, így már tendenciának tekinthető, hogy január-februárban az állami létszám visszaesik, majd a közmunkaprogramok feltöltésével az év második felében tetőzik. Ez a jelenség a munkaerő-felmérés és az intézményi statisztika adatiban is nyomon követhető. A munkaügyi központok adatai megerősítik, hogy a visszaesés átmeneti: a regisztrált munkanélküliek száma januárban jelentősen megugrott, februárban azonban a támogatott üres álláshelyek számának növekedésével párhuzamosan már korrigálódott. Közfoglalkoztatottak nélkül az állami szféra létszáma fokozatosan mérséklődött az elmúlt évben, amely a kormányzat szigorodó bértömeg-gazdálkodását jelzi.

Januárban azonban a versenyszféra létszáma is csökkent, mintegy 30 ezer fővel. A visszaesés mértékét a munkaerő-felmérés, illetve a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat regisztrált munkanélküliekre és csoportos létszámleépítésekre vonatkozó adatai nem erősítették meg. Ráadásul a megelőző években a versenyszférában az 50 főnél kevesebb, illetve több alkalmazottat foglalkoztató vállalatok létszáma szoros együttmozgást mutatott, a januári visszaesés azonban kizárólag az 50 fő alatti vállalatoknál jelentkezett (6-9. ábra).

Az elbocsátásokat több elemzés a minimálbér-emelés költségével hozta összefüggésbe. A létszám csökkenése azonban egyformán tetten érhető a minimálbér-emelés által jobban érintett, alacsonyan bérező vállalati körben és az átlag feletti bérekkal rendelkező vállalatoknál is. A januári bér- és létszámváltozások mértéke között gyakorlatilag nem mutatható ki összefüggést, ezért pusztán a januári adatok alapján egyelőre nem lehet következtetni minimálbér-emelés miatt elbocsátásokra (6-10. ábra).

6-10. ábra
A versenyszférában alkalmazottak száma, intézményi statisztika



A létszámcsökkenést inkább a KSH 5 és 49 fő közötti vállalati mintájának év elején szokásos váltása magyarázhatja, amelynek hatására a korábbi években is láttunk hasonló mértékű – bár jellemzően pozitív előjelű létszámmozgásokat. A mostani csökkenés azt is jelezheti, hogy a versenyszféra kisvállalatai körében már 2011-ben is kedvezőtlenebbek lehettek a foglalkoztatási folyamatok, mint az korábban gondoltuk.

Összességében azt gondoljuk, hogy a versenyszférában foglalkoztatottak száma a konjunkturális kilátások romlásával párhuzamosan 2011 végén már mérséklődhetett, bővülést egyedül a növekvő munkakínálat okozhatott az egyéni vállalkozói, illetve mikrovállati körben. A minimálbér-emelés létszámra gyakorolt hatásáról elhamarkodott lenne egyértelmű kijelentést tenni, a januári adatok egyelőre nem utalnak a minimálbér-emelés miatti leépítésekre. 2012-ben a gyenge gazdasági környezet hatására a versenyszféra létszámának mérséklődésére számítunk. Ezt a tavalyi évhez képest kevésbé tompítják a közmunkaprogramok, mert bár az egy időben alkalmazott közmunkások száma növekszik, de az egész év során érintett közmunkások száma a 2011-es érték kétharmadára csökken. Ennek hatására a munkanélküliségi ráta tartósan magas maradhat.

7. A 2012. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

7-1. táblázat

A 2012. évi infláció felbontása áthúzó és bejövő hatásokra

	CPI-hatás 2012-re		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,1	0,4	0,5
Piaci	0,7	2,0	2,7
Indirekt adók és intézkedések	0,6	1,8	2,3
CPI	1,4	4,2	5,6

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

7-2. táblázat

2012. évi inflációs előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra

	2012				Átlagos éves index
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	
Élelmiszerek	-0,4	0,1	4,8	1,2	5,8
nem feldolgozott	-3,3	0,0	5,8	1,6	4,0
feldolgozott	1,2	0,2	4,3	1,0	6,9
Ipari termékek	0,9	0,2	0,8	1,3	3,2
tartós	-0,3	0,0	-0,1	0,8	0,3
nem tartós	1,2	0,2	1,3	1,5	4,3
Piaci szolgáltatások	1,0	0,0	1,9	1,5	4,4
Piaci energia	3,0	0,0	3,4	1,6	8,2
Alkohol, dohány	0,2	2,8	2,2	6,3	11,9
Benzin	5,2	1,2	3,8	1,6	12,4
Szabályozott árak	0,6	0,7	2,0	1,2	4,6
Fogyasztóiár-index	0,8	0,6	2,5	1,8	5,6
Maginfláció	0,9	0,5	1,7	2,2	5,3

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

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2012. március

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

