

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2011. szeptember



MAGYAR NEMZETI BANK

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL
2011. szeptember

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

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. törvény, azaz a 2001. július 13-án hatályba lépett új jegybanktörvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és a vállalkozásokat egyaránt sújtó gazdasági ingadozások mértékét.

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

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. A Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány bemutatja az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés és Pénzügyi elemzések szakterületein készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. Az előrejelzés 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: Baksa Dániel, Baksay Gergely, Bauer Péter, Berki Tamás, Csaba Iván, Fábián Gergely, Fehér Csaba, Felcser Dániel, Kékesi Zsuzsa, Kiss Regina, Köber Csaba, Kuti Zsolt, Lénárt-Odorán Rita, Ligeti Imre, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Martonosi Ádám, Mihályi Dávid, Oláh Zsolt, P. Kiss Gábor, Pellényi Gábor, Rácz Olivér Miklós, Reiff Ádám, Schindler István, Soós Gábor D., Szemere Róbert, Szilágyi Katalin, Szörfi Béla, 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 2011. szeptember 13-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

Összefoglaló	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	12
1.1. Inflációs előrejelzésünk	12
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	16
1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk	19
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	27
3. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	29
3.1. Magyarország kockázati megítélése	30
3.2. Külföldiek forinteszköz iránti kereslete	32
3.3. Devizapiaci folyamatok	34
3.4. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	36
4. Makrogazdasági helyzetértékelés	39
4.1. Nemzetközi környezet	39
4.2. Aggregált kereslet	45
4.3. Termelés és potenciális kibocsátás	50
4.4. Foglalkoztatás és munkapiac	53
4.5. A gazdaság ciklikus pozíciója	55
4.6. Költségek és infláció	57
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	62
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	62
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	65
5.3. A költségvetés helyzete és kilátásai	67
5.4. Az államadósság várható alakulása	72
6. Kiemelt témák	73
6.1. Mi állhat a versenyszféra elmúlt hónapokban megfigyelt bérgyorsulása mögött?	73
6.2. Becslés az üzemanyag-vásárlások jövedelem- és keresletfüggő rugalmasságára	78
A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2011	83
Függelék	90

Összefoglaló

A globális lassulás és az elhúzódó mérlegalkalmazkodás fékezi a magyar gazdaság kilábalását

A globális konjunkturális és pénzügyi piaci folyamatok kedvezőtlenül érintik a magyar gazdaságot. A külső kereslet lassulása, valamint a szigorúbbá váló hitelezési feltételek jelentősen fékezik a gazdaság kilábalását. A tartósan gyenge belső kereslet és a laza munkapiaci feltételek miatt az elmúlt időszak költségsokkjainak és a már bejelentett jövedékiadó-emelések átmeneti inflációnövelő hatása gyorsan lecseng. A kamatpályát az emelkedő kockázati felárak és a mérséklődő keresletoldali inflációs nyomás kettőssége határozza meg. Kamatcsökkentés csak középtávon, a kockázati prémium mérséklődésével párhuzamosan valósulhat meg.

Aktuális jelentésünkkel kapcsolatban fontosnak tartjuk kiemelni, hogy előrejelzésünk elkészítésekor a 2011. szeptember 13-ig rendelkezésre álló információkat vettük figyelembe. Információs bázisunk lezárását követően a kormányzat a készülő 2012. évi költségvetéssel kapcsolatban nagy horderejű gazdaságpolitikai intézkedéseket jelentett be. Ezek hatásait aktuális előrejelzésünk még nem tartalmazza, ám az eddig megismert intézkedések becsült makrogazdasági hatásait a jelentés 1-2. és 5-1. keretes írásában foglaltuk össze.

A monetáris politikai szempontból a megismert intézkedések tovább fokozhatják a gyenge növekedési kilátások és a cél feletti infláció közötti feszültséget. Az indirektadó-emelések eredményeként a fogyasztóiár-index tovább és nagyobb mértékben maradhat a cél felett, a foglalkoztatás és a gazdasági növekedés élénkülése azonban alappályánkban a vártnál lassabb lehet. A bejelentett minimálbér-emelés az alacsonyabb képzettségű munkavállalók körében a munkanélküliség természetes rátáját is emelheti, ami erősítheti az inflációt érintő adóemelések másodkörös hatásainak kialakulásának kockázatát.

Romlottak a nemzetközi konjunkturális kilátások és nőtt a kockázatkerülés

Az elmúlt időszakban a nemzetközi gazdasági kilátásokat a lassulásra utaló jelek és a növekvő kockázatkerülés árnyékolta be. A rossz makrogazdasági adatok és a bizalmi indikátorokban mutatkozó kedvezőtlen trendek felerősítették a fejlett országok kilábalásának törékenységére vonatkozó aggodalmakat. A legnagyobb kereskedelmi partnerünknek számító eurozóna problémái tovább súlyosbodtak. A romló befektetői hangulat az eszközárak gyors csökkenésével, a kockázati felárak megugrásával járt. Az eszközárak csökkenése kedvezőtlenül érinti a válság előtt eladósodott gazdasági szereplők és a bankrendszer mérlegpozícióját, ezért az európai bankrendszeri feszültségek erősödtek, így a mérlegkiigazítási folyamat a korábban vártnál jobban elhúzódhat.

A kedvezőtlen nemzetközi fejlemények a magyar gazdaságot számos csatornán érzékenyen érintik

A kedvezőtlen nemzetközi fejlemények a magyar gazdaságot számos csatornán érzékenyen érintik. A globális lassulás visszaveti a magyar exporttermékek iránti keresletet. Az európai pénzügyi piacokon tapasztalt forrásköltség-emelkedés a hazai bankok finanszírozási költségét is kedvezőtlenül érinti, így

várhatóan a hazai hitelkondíciók is tovább szigorodnak. A szigorúbb hitelkondíciók fékezik a háztartások fogyasztásának, valamint a lakossági és vállalati beruházások várt fellendülését. A hazai gazdaság lassulása addicionális is költségvetési kiigazítási igényt támaszthat, ami tovább szűkítheti a belső keresletet.

Várható lassulása ellenére az export még érdemben hozzájárulhat a növekedéshez

A második negyedévben felvevőpiacaink növekedésének lassulása a hazai exportdinamika fékeződésében is jelentkezett. A külső kereslet lassulása ellenére a következő két évben továbbra is az export jelenti majd a hazai növekedés támaszát, bár mind 2011-re, mind 2012-re számottevően kisebb GDP-bővüléssel számolunk, mint júniusi előrejelzésünkben. A gyengébb nemzetközi konjunktúra hatását részben ellensúlyozza az új, nagy volumenű feldolgozóipari beruházások termelésének fokozatos beindulása, valamint az alappályánk mentén középtávon lazuló monetáris kondíciók. Utóbbi két hatásnak köszönhetően exportpiaci részesedésünk 2012-ben érdemben növekedhet.

A fogyasztás csak visszafogottan növekedhet

Jelentősen mérsékeljük a belső keresletre vonatkozó előrejelzésünket is annak ellenére, hogy az alappályában középtávon a monetáris kondíciók fokozatos lazításával számolunk. A háztartások fogyasztása már huzamosabb ideje stagnál, amit a jelek szerint az idei szja-kiengedés sem tudott érdemben élénkíteni. A szektor viselkedését a következő években is óvatosság, és folytatódó mérlegkiigazítás jellemezheti. A fogyasztás növekedésének beindulását a jövedelemkilátásokkal kapcsolatos nagyfokú bizonytalanság, valamint a törlesztőrészek magas szintje gátolja. Az európai adósságválság miatt nehezebbé és drágábbá váló külső forrásbevonás a hazai hitelezési feltételeket is szigorítja, így a lakosság hitelhez jutási esélyei tovább romlanak. A fiskális kiigazító intézkedések az előrejelzési horizonton úgyszintén alacsonyabb jövedelmi pálya felé mutatnak. A romló jövedelmi kilátások és a mérlegalkalmazkodási motívum miatt a lakossági fogyasztás 2011-ben és 2012-ben egyaránt visszafogottan, 0,5% körüli ütemben növekedhet.

A nagy egyedi beruházások ellenére a vállalati beruházások is csak lassan élénkülnek

Júniushoz képest a vállalati szektor beruházási kilátásait kedvezőtlenebbnek ítéljük meg. A hitelkondíciók szigorodása és a konjunkturális helyzet újbóli elbizonytalanodása miatt néhány nagy egyedi, a feldolgozóiparban megvalósított beruházáson kívül csak rendkívül visszafogott beruházási tevékenységre számíthatunk. A szolgáltató szektorban továbbra sem várható beruházási fellendülés, mivel a kapacitások kihasználtsága még jelentősen elmarad a válság előtti szintektől.

A kibocsátási rés a teljes előrejelzési horizonton negatív marad

Bár a GDP növekedése a következő években némileg meghaladja a potenciális növekedési ütemet, a kibocsátási rés a lazuló monetáris kondíciók ellenére is csak fokozatosan zárul, és a teljes előrejelzési horizonton negatív marad. A potenciális kibocsátás növekedését a lassú tőkeakkumuláció, valamint a termelőkapacitásoknak a belső kereslet hiánya és a magas költségek miatt történő leépülése fékezi. A kormányzati intézkedések miatt bővülő munkakínálat ezzel szemben fokozatosan javíthatja a hosszabb távú növekedési kilátásokat.

A laza munkapiaci kondíciók miatt a versenyszférában a reálbérek növekedése tartósan elmaradhat a termelékenység bővülésétől

A munkapiaci kondíciókat a romló konjunkturális kilátások miatt visszafogottan élénkülő munkakereslet és a kormányzat munkakínálatot ösztönző intézkedéseinek együttese határozza meg. A kormányzati intézkedések hatására az aktivitási ráta az elmúlt években megfigyelt trendnek megfelelően tovább

növekszik. A munkapiacon megjelenő munkaerőt azonban a munkakereslet csak részben és rendkívül lassan képes felszívni. Ennek oka egyrészt képzettségbeli hiányosságok, másrészt a bizonytalan konjunkturális kilátások lehetnek. A munkanélküliség emiatt a teljes előrejelzési horizonton 10% felett maradhat.

A munkapiaci kondíciók a teljes előrejelzési horizonton lazák maradnak. Ennek megfelelően az idei év első felében a versenyszférában tapasztalt bérgyorsulást átmenetinek gondoljuk, és nem számítunk a következő két évben érdemi költségoldali árnyomásra a munkapiac irányából; a reálbérek növekedése tartósan elmaradhat a termelékenység bővülésétől.

A gyenge belső kereslet dezinflációs hatása válik meghatározóvá az infláció alakulásában

A júniusi inflációs jelentés óta beérkezett adatok és a romló konjunkturális kilátások keresleti és költségoldalról is a korábban vártnál erősebb dezinfláció irányába mutatnak a teljes előrejelzési horizonton. A csökkenő nyersanyagárak már rövid távon tompíthatják a tavalyi év során bekövetkezett költségcsökkentés hatását. A maginflációban a globális lassulás, a gyenge belső kereslet és a laza munkaerőpiac árleszorító hatása egyre határozottabban érvényesül, így ezen termékkör inflációja 2013 közepére 2 százalék alá mérséklődik. A lassuló globális konjunktúra elsősorban az iparcikkek, a fogyasztás stagnálása pedig a piaci szolgáltatások áremelkedését fékezi számottevően. Az inflációs rátát a következő hónapokban a gáz- és távhőárak támogatási rendszerének feloldása, az év végétől pedig a jövedéki adó emelése tarthatja a 3 százalékos cél felett. Az adóhatásoktól szűrt infláció 2012 második felében a középtávon várt monetáris lazítás ellenére fokozatosan a cél alá süllyed.

Magyarország kockázati megítélésének romlása nemzetközi okokra vezethető vissza

Magyarország kockázati megítélése az elmúlt időszak alatt érdemben romlott, amit elsősorban a globálisan megemelkedett kockázatalutasítás okozott. A nemzetközi pénzügyi feszültségek legerőteljesebben a magyar FX-swap piacra gyűrűztek át, a hosszabb futamidőkön továbbra is magasak a felárak. Az euro/forint árfolyam relatíve stabil maradt a turbulens időszakban is, a svájci jegybank árfolyamcél-bejelentéséig tartó kritikus svájci frank/forint erősödés mögött elsősorban a frank menedékdeviza-szerepe állt. A nem rezidens szereplők tovább növelték állampapír-állományukat, a hazai részvénykitettséget mindeközben csökkentették. A magyar állampapírhozamok a június végén megfigyelttel közel azonos szinten tartózkodnak, árnyalja a képet azonban, hogy a német referenciapapírhoz viszonyított felár emelkedett.

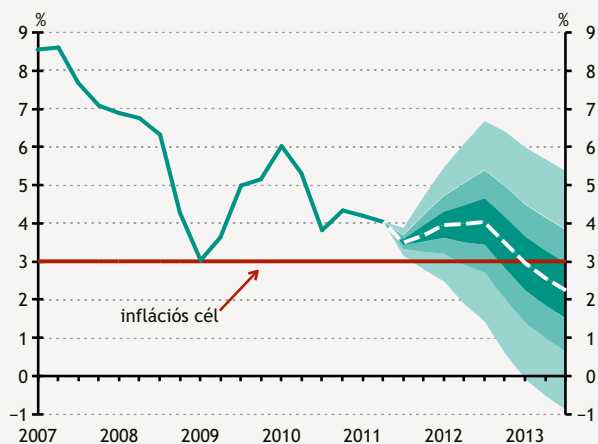
A költségvetés helyzetét jelenősen rontja a gazdaság kedvezőtlen ciklikus pozíciója

2011-ben elsősorban a jövedelemadók csökkentése következtében a költségvetési alapfolyamatok jelentős, a GDP 3,5 százalékát megközelítő lazítást jelentenek. 2012-ben a Széll Kálmán-terv és a konvergenciaprogram intézkedései révén várakozásaink szerint azonban 2,6 százalékpontos költségvetési kereslet-visszafogásra kerül sor. A 2010–2012-es időszakban a kibocsátási rés csak lassan zárul, így még a 2012-es hiányból is közel 2 százalékpontot a ciklikus komponens okoz. Ez azt jelenti, hogy az előrejelzésben figyelembe vett intézkedések révén a kibocsátási rés záródása, azaz a bevételek trendhez történő felzárkózása után hosszú távon 2,5 százalék alá mérséklődhet a költségvetési deficit.

Az elkövetkező években a magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciójának további fokozatos javulásával számolunk

A továbbra is robusztus reálgazdasági egyenleg és az EU-transzferek erőteljes beáramlása következtében 2011 első negyedévében a GDP 4 százaléka feletti külső finanszírozási képességet tapasztaltunk. Az elkövetkező években a magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciójának további fokozatos javulásával számolunk. Előrejelzésünk szerint az ország finanszírozási képessége a GDP 5 százalékát meghaladó idei szintről 2012-ben 7 százalék közelébe nőhet, majd 2013-ra is további emelkedést várunk. A külső egyensúly javulásával párhuzamosan tovább folytatódott a válság kitörése óta megfigyelt forráskiáramlás is, aminek eredményeképpen a GDP-arányos nettó külső adósságrátánk a válság kitörése óta legalacsonyabb szintjére, 51 százalékra csökkent 2011 első negyedévében.

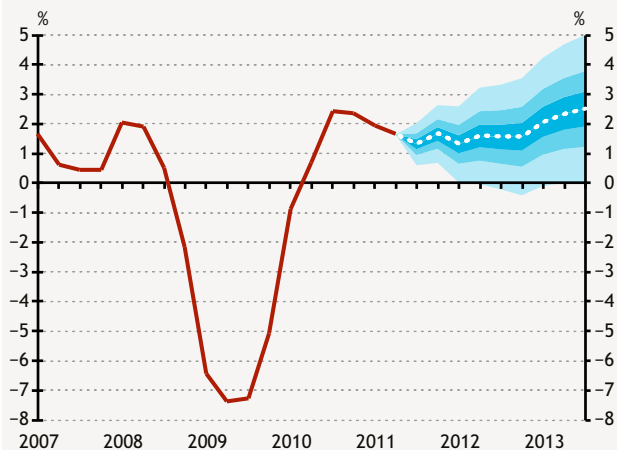
Inflációs előrejelzésünk legyezőábrája*



* A legyezőábrán bemutatott előrejelzésünk az infláció 8 negyedéves horizonton várható lefutását mutatja.

GDP-előrejelzésünk legyezőábrája*

(szezónálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok alapján)



* A legyezőábrán bemutatott előrejelzésünk a gazdasági növekedés 8 negyedéves horizonton várható lefutását mutatja.

Az alappálya összefoglaló táblázata			
<i>(Előrejelzéseink endogén kamatpálya alkalmazása mellett készültek.)</i>			
	2010	2011	2012
	Tény	Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)			
Maginfláció ¹	3,0	2,8	3,2
Fogyasztóiár-index	4,9	3,9	3,9
Gazdasági növekedés			
Külső kereslet (GDP-alapon) ²	2,6	2,7	1,3
Háztartások fogyasztási kiadása	-2,1	0,4	0,6
Állóeszköz-felhalmozás	-5,6	-3,8	1,6
Belföldi felhasználás	-1,1	-0,5	0,0
Export	14,1	9,4	8,5
Import	12,0	7,6	7,7
GDP	1,2	1,6	1,5
Külső egyensúly			
Folyó fizetési mérleg egyenlege	2,1	3,0	4,2
Külső finanszírozási képesség	3,9	5,4	6,8
Államháztartás³			
ESA-egyenleg	-4,3	1,9	-3,7
Munkaerőpiac			
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	1,4	2,1	2,3
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	0,0	1,2	1,3
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	3,3	4,8	4,5
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	-1,0	0,9	0,6
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	-2,6	3,4	3,2
Lakossági reáljövedelem ⁸	-1,2	1,5	-0,4

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.

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.

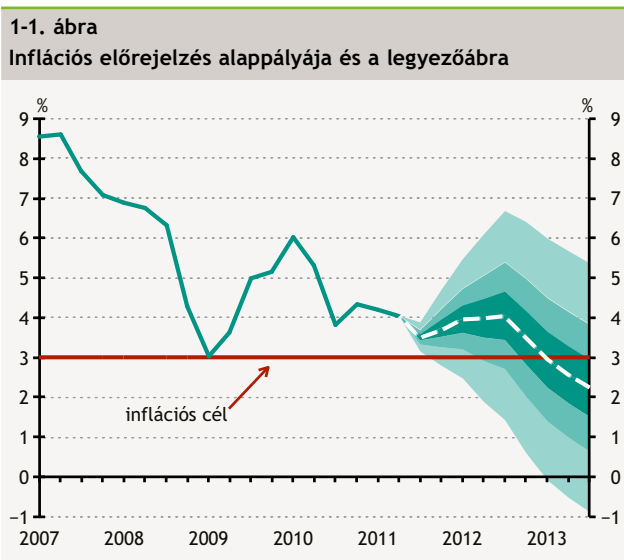
⁸ MNB-becslés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági reáljövedelem teljes időszora nem tartalmazza a kötelező magán-nyugdíjpénztári díjtartalékokat.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Előrejelzésünk elkészítésekor a 2011. szeptember 13-ig rendelkezésre álló információkat vettük figyelembe. Információs bázisunk lezárását követően a kormányzat a készülő 2012. évi költségvetéssel összhangban nagy horderejű gazdaságpolitikai intézkedéseket jelentett be. Ezek hatásait aktuális előrejelzésünk még nem tartalmazza, ám az eddig megismert intézkedések becsült makrogazdasági hatásait a jelentés 1-2. és 1-5. keretes írásaiban foglaltuk össze.

A romló nemzetközi és hazai konjunkturális kilátások a júniusban vártnál erősebb defláció irányába mutatnak. A korábbi negyedévek magas nyersanyagárainak maginflációba történő begyűrűzése az idei év végéig befejeződhet, így hosszabb távú előrejelzésünket a gyenge belső kereslet alakítja. A júniusi előrejelzésünknel visszafogottabb fogyasztás hatására tovább erősödhet a reálgazdaság deflációs hatása, a továbbra is laza munkapiac pedig visszafogja a bérnövekedést és ezen keresztül a hazai eredetű költségnyomást. A világgazdasági lassulás hatására a külső inflációs nyomás is alacsonyabb. A keresleti oldalról jelentkező erős deflációs hatásokat a fogyasztóiár-indexben a következő negyedévekre bejelentett jövedéki adókat érintő intézkedések árszintemelő hatása átmenetileg ellensúlyozza. Az inflációs ráta a következő egy évben továbbra is a 3 százalékos cél fölött maradhat, ám a gyenge keresleti környezetben a költségsokkok és az indirekt adó-emelések elsődleges hatásainak kifutásával az infláció gyorsan csökkenhet, és 2013 elejére az alappályában középtávon előre jelzett monetáris lazítás mellett is elérheti az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos szintet.

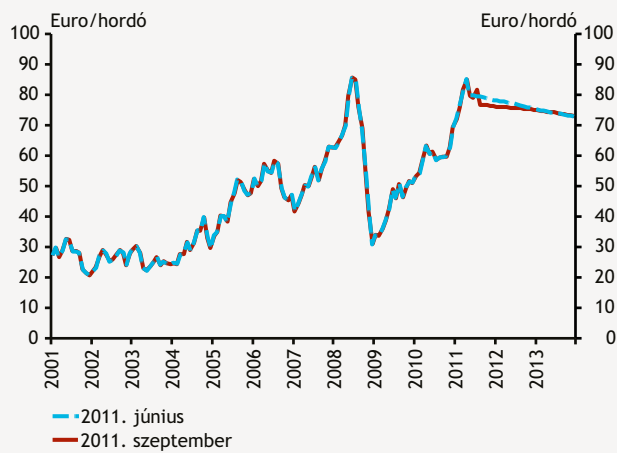


A júniusi inflációs jelentés óta beérkezett adatok keresleti és költségoldalról is a korábban vártnál erősebb defláció irányába mutatnak, miközben a jövedéki adókat érintő, ismertté vált intézkedések átmenetileg az éves infláció emelkedését okozhatják. Az év első felében jellemző magas nyersanyag- és üzemanyagárak begyűrűztek a feldolgozott élelmiszerek áraiba, ami továbbra is magasan tartja az árindexet. A következő hónapokban a fogyasztóiár-index a nyár közepi 3 százalékos közeli szintről tovább emelkedhet, és az infláció év végére 3,5 százalékos fölé gyorsulhat.

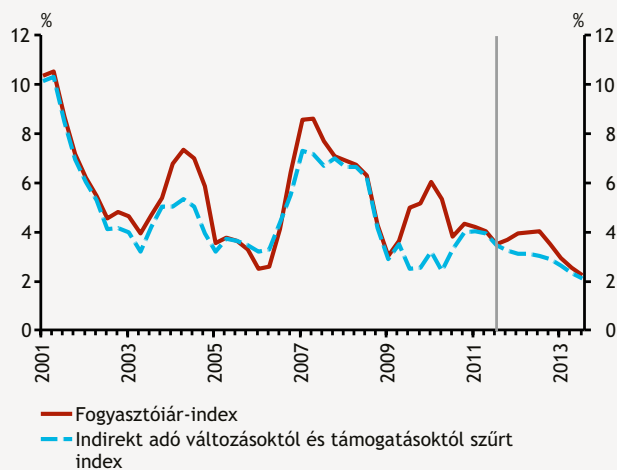
Az euróban mért olajárak a romló nemzetközi növekedési kilátásoknak is köszönhetően mérséklődtek június óta, a határidős jegyzések alapján azonban további számottevő csökkenésre nem számítunk (1-2. ábra). Előre tekintve, a költségsokkok hatásának kifutása után a gyenge belső kereslet deflációs hatása az eddiginél is fokozottabb mértékben érvényesülhet.

A gazdasági kibocsátás a teljes előrejelzési horizonton elmarad potenciális szintjétől (1-4 ábra). Rövid távon tovább távol a rés a tényleges és a potenciális kibocsátás között, vagyis a reálgazdaság deflációs hatása felerősö-

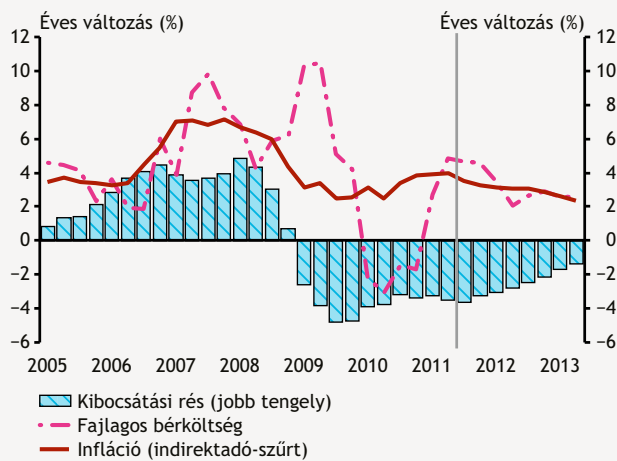
1-2. ábra
Olajárfelevesünk változása
 (euróban)



1-3. ábra
A fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünk



1-4. ábra
A kibocsátási rés és a fajlagos bérköltség alakulása



dik. Ehhez a munkapiac tartósan magas, 10 százalék feletti munkanélküliség társul. A negatív kibocsátási rés és a laza munkaerő-piaci feltételek ár- és bérleszorító hatásúak.

A reálgazdasági inflációs nyomás így a teljes horizonton visszafogott marad. Ugyanakkor a már bejelentett jövedékiadó-emelések 2012 végéig az inflációs cél fölött tarthatják a fogyasztóiár-indexet. Az alacsony keresleti és költségoldali inflációs nyomás az indirekt adókat érintő intézkedések hatásától szűrt infláció folyamatos csökkenésében jelentkezik (1-3. ábra). A teljes fogyasztóiár-index a jövedéki adóra vonatkozó intézkedések egyszeri inflációt emelő hatásainak kifizetésével 2012 végén gyorsan csökkenthet, és 2013 elejére a 3 százalékos célérték alá süllyedhet (1-1. ábra). A gyenge növekedési környezettel és az inflációs cél alá mérséklődő inflációval összhangban középtávon az irányadó kamat is fokozatosan csökkenhet.

A maginflációt továbbra is a költségsokkok és a gyenge belső kereslet kettőssége határozza meg. 2011-ben a magas nyersanyagárak hatására 3 százalék körül alakul a maginfláció. Az inflációs rátát a kormányzati intézkedések átmenetileg ismét növelhetik. A következő évben már a gyenge belső kereslet és a laza munkaerőpiac dezinflációs hatása érvényesül, és a maginfláció 2012 végén 2 százalék közelébe süllyedhet (1-5. ábra).

A maginfláción kívüli tételek inflációja a következő negyedekben emelkedhet. Ennek okait a gyengébb árfolyam miatt rövid távon a júniusnál némileg magasabb üzemsanyagárak, illetve az év végi jövedéki adót emelő kormányzati intézkedések jelentik. Előrejelzésünkben a jövedékiadó-emelésekből tovagyűrűző inflációs hatásokra nem számítunk. Ennek oka egyrészt, hogy az adóemelések a fogyasztói kosár egy szűkebb, a megélhetési költségek szempontjából kevésbé meghatározó (alkohol és dohánytermékek) körére korlátozódnak, másrészt a gázolaj jövedéki adójának emelése a vállalkozói szektor számára adott magasabb kompenzáció miatt nem jelent tényleges költség-növekedést. A feldolgozatlan élelmiszerek felől csökkenhet az inflációs nyomás a kedvező terméseredmények következtében.

Míg a gáz- és távhőárak támogatási rendszerének átalakítása módszertani okokból emeli a fogyasztóiár-indexet, addig az elmúlt negyedévek magasabb nyersanyagárai költségoldalról némileg emelhetik a szabályozott energiaárakat. Várakozásaink szerint ez utóbbi hatás azonban – összhangban a kormányzat törekvéseivel – nem teljes mértékben fog begyűrűzni a lakossági energiaárakba.

1-1 táblázat

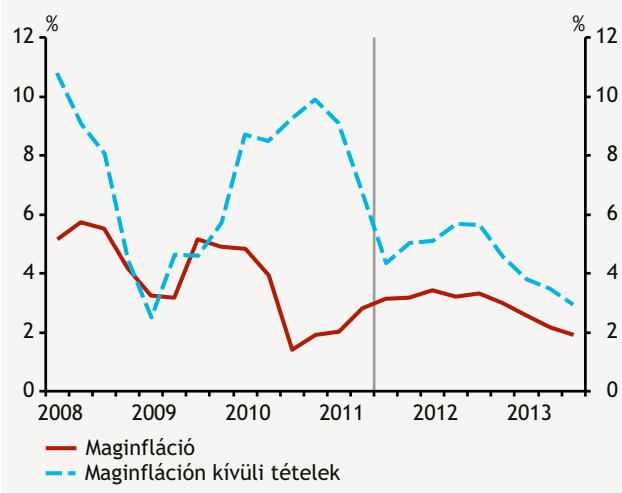
Inflációs előrejelzésünk részletei

		2010	2011	2012
Maginfláció		3,0	2,8	3,2
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	6,6	5,5	5,3
	Járműüzemanyag és piaci energia	18,1	12,1	5,6
	Szabályozott árú termékek	6,5	4,1	5,1
	Összesen	9,1	6,3	5,2
Fogyasztóiár-index		4,9	3,9	3,9

1-5. ábra

Előrejelzésünk a maginfláció és a maginfláción kívüli tételek alakulására

(2008-2013)



Előrejelzésünk alappályája szerint a jegybanki kamat kezdetben szinten marad, tekintettel a pénzügyi piacokat jellemző bizonytalanságra, középtávon azonban fokozatosan mérséklődhet a kedvezőtlen konjunktúra és annak dezinflációs hatása miatt.

1-1. keretes írás

Az indirekt adókat érintő intézkedések és az energiaár-támogatási rendszer átalakításának hatása a fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünkre

Inflációs előrejelzésünk alappályájának alakulására jelentős hatása van a bejelentett indirektadó-emeléseknek és az energiaár-támogatások átalakításának. Míg a teljes infláció 2012 egészében érdemben a cél felett alakulhat, addig az indirekt adóktól és a támogatások hatásától szűrt infláció lényegesen alacsonyabb, és már a jövő év végén a cél közelébe csökkenhet. A monetáris politika szempontjából nemcsak a teljes fogyasztóiár-indexnek, hanem az ezen hatásoktól szűrt inflációs mutatóknak is jelentősége lehet. Emögött az a megfontolás áll, hogy a bejelentett adóintézkedések szűk termékkört érintenek, csak átmenetileg emelik az inflációt, és a megemelkedett árak nem emelik közvetlenül egyéb termékek előállítási költségeit. Az ártámogatás átalakításából eredő árindex-emelkedés pedig nem jelenik meg megélhetési költségek emelkedéseként.

Az intézkedések közül a legnagyobb inflációs hatása a jövedéki adók tervezett emelésének lehet. A gázolaj esetében az adóemelés feltételezéseink szerint teljes mértékben megjelenik az árban, míg az alkoholos italok esetében kétharmadosos áthárítással számoltunk. A dohány esetében nem számítunk az idei évben kialakult árverseny folytatódására, így a jövedékiadó-emelés hatásának fogyasztói árakba történő teljes áthárítását várjuk. Az inflációs előrejelzésünkre legnagyobb mértékben az említett tételek közül a dohány jövedéki adójának három lépcsőben (2011. november, 2012. május, 2012. november) történő emelése hatott. A jövedéki adóknak érdemi hatása az árindexben már idén decembertől kezdve jelentkezhet, elsősorban azért, mert a dohánytermékek esetében a készletezés lehetőségét a kormányzat jelentősen szigorította. Mindössze 30 napig tartható az adóváltozás előtti zárjeggyel ellátott termék.

A gázolaj jövedéki adójának emelése nem jelenik meg a szállítási költségekben, mivel azt a fuvarozók számára a kormányzat kompenzálja, így ez az emelés nem gyűrűzik tovább egyéb termékek áraiba.

A jövedéki adók emelésén kívüli egyéb adóintézkedések – így a népegészségügyi termékadó szeptemberi bevezetése és a környezetvédelmi termékdíj 2012. januári emelése – csak kismértékben hatottak inflációs előrejelzésünkre.

Szintén érdemes lehet kiszűrni a teljes fogyasztóiár-indexből az energiaár-támogatási rendszer átalakításából eredő áremelkedést. A gáz- és távhőár-támogatás szeptemberben megszűnt, és az eddigi támogatottakat a továbbiakban az ún. lakásfenntartási támogatás rendszerében látják el. Ez az árindex emelkedését okozza, aminek oka, hogy az új rendszerben a támogatás nehezen köthető a tényleges energiafogyasztáshoz. Mivel azonban a támogatásnak ez az átalakítása az eddigi támogatottak számára nem jár jólétük csökkenésével, az intézkedés inflációemelő hatása tekinthető pusztán statisztikai elszámolási hatásnak.

1-2 táblázat

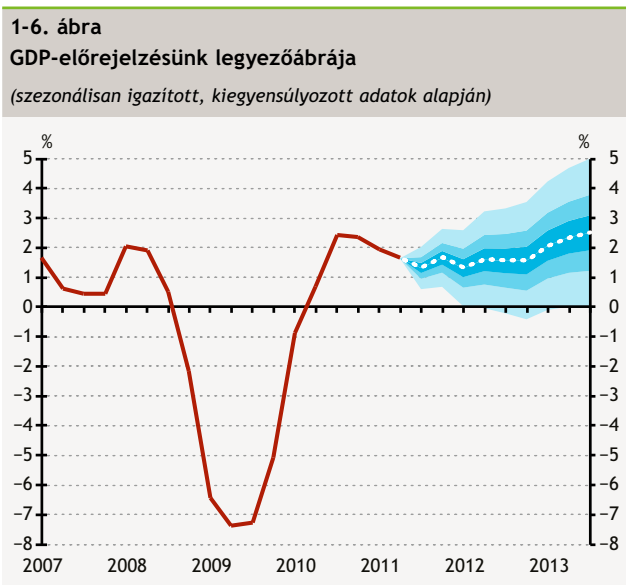
Az indirekt adókat érintő intézkedések és az energiaár-támogatási rendszer átalakításának fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünkben elszámolt hatása

(százalékpont)

	Alkohol jövedéki adó	Dohány jövedéki adó	Gázolaj jövedéki adó	Népegészségügyi termékadó	Környezetvédelmi termékdíj	Gáz- és távhőár-támogatás	Összesen
2011	0,00	0,02	0,01	0,03	0,00	0,05	0,12
2012	0,17	0,34	0,07	0,08	0,05	0,15	0,85
2013	0,01	0,21	0,00	0,00	0,00	0,00	0,22

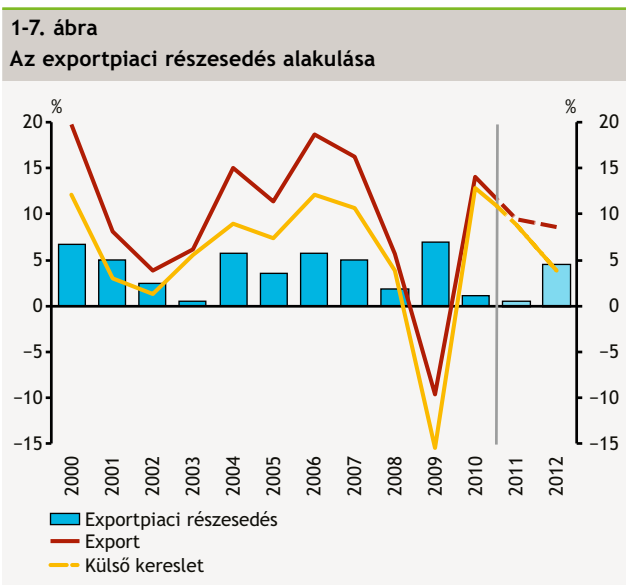
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A magyar gazdaság növekedéséről alkotott képünk jelentősen romlott az elmúlt negyedévben. A globális növekedés lassulása és az európai bankrendszer elhúzódó problémái kedvezőtlenebb külső környezetet vetítenek előre, ami a hazai export dinamikáját is visszafogja. Ennek hatását az új, nagy volumenű feldolgozóipari beruházások termelésének fokozatos beindulása részben ellensúlyozhatja. Emellett azonban a tovább szigorodó lakossági és vállalati hitelkörnyezet, az elmúlt időszakban számottevően erősödő svájci frank és a magánszektor elhúzódó mérlegalkalmazkodása egyaránt a vártnál gyengébb gazdasági növekedést vetít előre. A gazdasági kibocsátás csak lassan közelíti meg potenciális szintjét. A kibocsátási rés teljes előrejelzési horizontunkon negatív marad. A gazdaságban jelen lévő szabad kapacitások tartósan deflációs hatásúak maradnak.



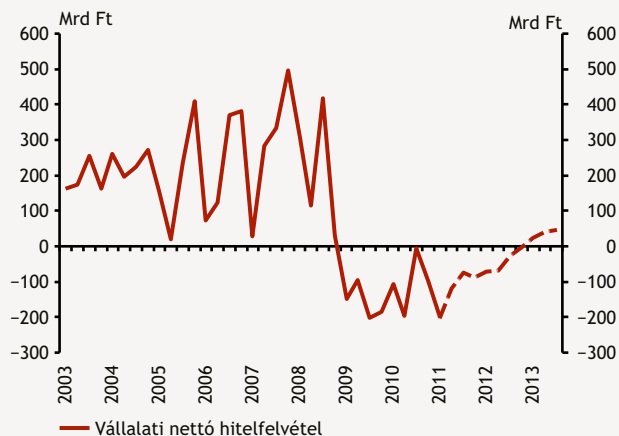
A júniusi előrejelzéshez képest számottevően romlott a reálgazdaság növekedési kilátásairól alkotott képünk. Idén és jövőre is 1,5 százalékos körüli növekedési ütemet valószínűsítünk (1-6. ábra). A növekedést továbbra is a nettó export vezeti, a belső kereslet érdemben csak 2013-ban járulhat hozzá a GDP növekedéséhez. A növekedés rövid távon elmaradhat potenciális szintjétől, 2013-ban azonban ismét elérheti azt. A kibocsátási rés emiatt rövid távon tovább tágul, és a korábban vártnál némileg lassabban záródhat, összességében a teljes előrejelzési horizontunkon negatív marad.

A világgazdaság növekedési kilátásai érezhetően romlottak az elmúlt időszakban, ezzel összhangban a külső kereslettel kapcsolatos képünk is kedvezőtlenebb lett. Az európai bankrendszer problémái és az államadósság fenntarthatósága miatt meghozott fiskális megszorító intézkedések lassabb növekedést eredményeznek felvevőpiacainkon. A fejlődő gazdaságok növekedése valamelyest ellensúlyozhatja a fejlett gazdaságok gyenge teljesítményét, azonban a túlfűtöttségre utaló jelek a lefelé mutató növekedési kockázatot erősítik a fejlődő országok esetében is. A főleg az autóiparhoz kötődő nagyberuházások fokozatos aktiválása azonban növelheti az export dinamikáját az előrejelzési horizonton, és a piaci részesedésünk is emelkedhet (1-7. ábra). A nettó export összességében továbbra is pozitívan járulhat hozzá a gazdaság növekedéséhez.

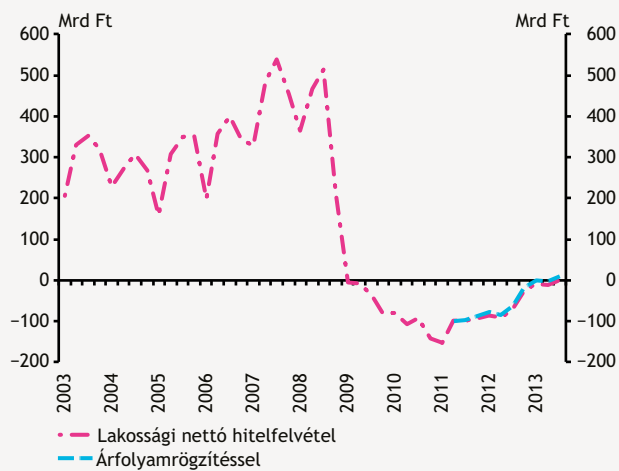


A háztartások fogyasztási viselkedését a következő években is óvatosság jellemezheti. A pénzügyi turbulenciák a hazai bankrendszerben is éreztetik hatásukat, az európai bankrendszer problémái a magyar bankrendszerben is emelkedő finanszírozási költségekhez, illetve hitelvisszafogáshoz vezethetnek. Előrejelzési horizontunkon a hitelkínálat mind a lakossági, mind a vállalati piacon igen visszafogott marad,

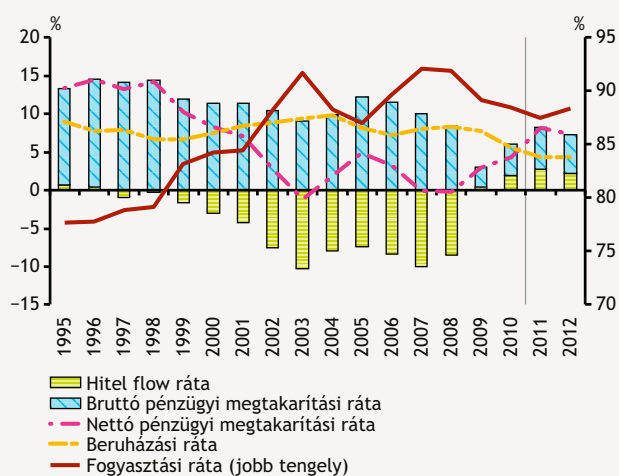
1-8. ábra
Előrejelzésünk a vállalati hitelezés alakulására



1-9. ábra
Előrejelzésünk a lakossági hitelezés alakulására



1-10. ábra
Lakossági jövedelmek felhasználása*
(rendelkezésre álló jövedelem arányában)



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

ami hozzájárul ahhoz, hogy a háztartások és vállalatok hiteltörlesztése meghaladja az új hitelfelvételt (1-8. és 1-9. ábra). A svájci frank árfolyamának utóbbi időszakban tapasztalt erősödése a svájci jegybank által bejelentett árfolyampolitika mellett is csökkenti a lakossági jövedelmeket, és tovább mérsékli a háztartások fogyasztását. A jövedelmek kilátások bizonytalanságának emelkedéséhez a növekedési kilátások romlása, illetve a növekvő aktivitás és a rugalmasabb munkapiaci feltételek irányába ható kormányzati intézkedések egyaránt hozzájárulhatnak. Ezen hatások a magán-nyugdíjpénztári reálhozamok második félévben történt kifizetésének várt pozitív hatását is jelentősen tompíthatják.

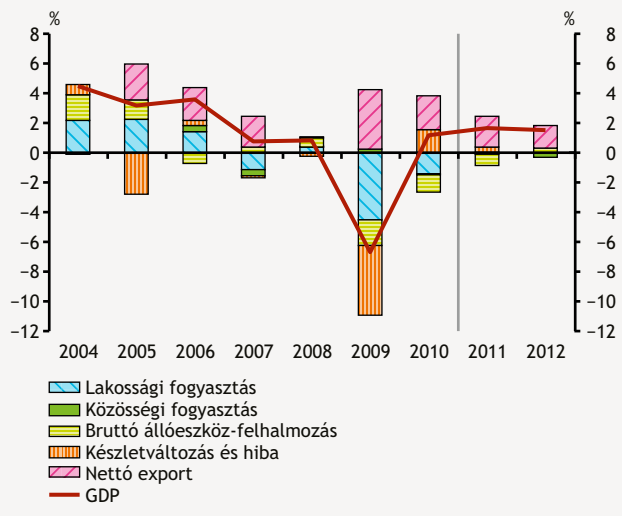
Az óvatossági motívum válság alatti felerősödése tükröződik a pénzügyi megtakarítások tartós emelkedésében. Az idei évben még csökkenő fogyasztási ráta jövőre stabilizálódhat (1-10. ábra). A beruházási ráta a válság előtti szintnél alacsonyabban stabilizálódhat, ami azt mutatja, hogy a háztartások vélhetően a beruházásaik elhalasztásával alkalmazkodnak erőteljesebben a jövedelmi kilátások romlásához.

Júniushoz képest a magánszektor beruházási folyamatait is kedvezőtlenebbnek ítéljük. A válság alatt visszaeső termelés jelentős szabad kapacitást teremtett, a kapacitások kihasználása pedig – különösen a szolgáltatószektorban – csak lassan közelíti a válság előtti szinteket. A feldolgozóiparban ezzel szemben a növekedési kilátások romlása okozhatja a vállalati beruházások elhalasztását. A banki felmérések eredményei alapján a hitelkondíciók az elmúlt hónapokban tovább szigorodtak, így rövid távon a bankrendszer sem támogatja a beruházások élénkülését. Az alacsony beruházási aktivitást a feldolgozóiparban végrehajtott nagy egyedi beruházások tudják részben ellensúlyozni.

A lakossági beruházás az idei év végén elérheti mélypontját, ám azt követően sem számítunk növekedésre. A kiadott építési engedélyek historikusan alacsony szinten történő stagnálása és a továbbra is visszafogott lakásár-alakulás gyenge lakáspiaci aktivitást vetít előre. Ebben a háztartások időben elhúzódó mérlegkiigazítása mellett a szigorú hitelkondíciók is szerepet játszanak. A következő negyedévekben állandósulhat a lakáspiac alacsony beruházási teljesítménye.

A kormányzati kiadások alakulásával kapcsolatban a bejelentett intézkedések tekinthetők irányadónak. A kormányzati kiadásokat az idei évben várható létszámleépítés és bérfagyasztás mérsékli, jövőre pedig a működési költségek további csökkentése várható. Előrejelzési horizontunkon a kormányzat esetében továbbra is visszafogott beruházási aktivitás valószínűsíthető.

1-11. ábra
A GDP-növekedés alakulása



A növekedési prognózisunk romlásához hozzájárul, hogy aktuális korábbi várakozásainknál pesszimistábban ítéljük meg a gazdaság hosszabb távú (potenciális növekedést meghatározó) folyamatait. A beérkezett adatok alapján arra számítunk, hogy a potenciális kibocsátás élénkülése a következő években megtorpan, és a gazdaság növekedése lassabban éri el a középtávon fenntartható növekedési ütemét. Kínálati oldalról a potenciális növekedést fékezi, hogy – részben a tartósan szigorú hitelfeltételek miatt – a beruházási aktivitás évek óta tartó gyengélkedése folytatódik, míg a gyenge konjunktúra mellett az aktivitást és a munkakínálatot ösztönző intézkedések csak hosszabb távon bővítik érdemben a foglalkoztatást. A háztartások és a vállalatok elhúzódó mérlegkiigazítása nyomán tartósan alacsonyabb belföldi keresletre számítunk, ami hosszú távon a hazai szolgáltatás szektor kapacitásait csökkentheti.

1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk

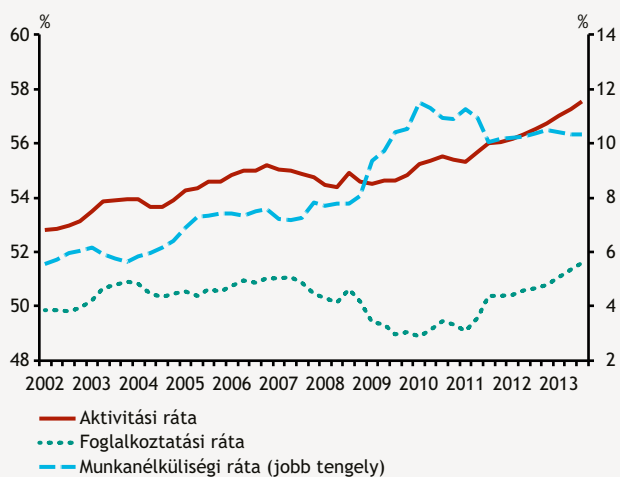
Előrejelzési horizontunkon a munkapiaci környezetet a romló konjunkturális kilátások miatt visszafogottan élénkülő munkakereslet és a kormányzat munkakínálatot ösztönző intézkedéseinek együttese határozza meg. A kormányzati intézkedések a foglalkoztatásra csak hosszabb távon fejthetik ki kedvező hatásukat. A munkanélküliségi ráta tartósan magas marad. A laza munkapiaci kondíciók teljes előrejelzési horizontunkon alacsony bérnövekedést vetítenek előre, így a reálbérek növekedése elmaradhat a termelékenység bővülésétől.

A romló konjunkturális kilátások a foglalkoztatási kilátásokban is éreztették hatásukat. A versenyszféra foglalkoztatása az év eleje óta gyakorlatilag csak a rugalmasabb foglalkoztatási formáknak (munkaerő-kölcsönzés) köszönhetően bővült. A vállalatok új megrendeléseiket főként a munkaerő-állomány intenzívebb foglalkoztatásával elégítették ki. Bár az első félévben a vártnál magasabb bérdinamika valósult meg, a laza munkaerő-piaci környezet és a jelentősen romló növekedési kilátások hatására a versenyszféra bérdinamikája erősebben mérséklődhet az év második felében. Az idei év hátralévő részében további létszámbővülésre nem számíthatunk.

A munkakínálatot ösztönző intézkedések a munkakínálat markáns bővülését okozhatják, azonban az intézkedések hatása júniusi várakozásainknál később jelentkezhet. Mivel a konjunktúráról alkotott képünk júniushoz képest jelentősen romlott, a munkakereslet bővülése is visszafogottabb lehet. A versenyszférában így csak az újonnan belépő álláskeresők magasabban képzett része tud már rövid távon nagyobb eséllyel elhelyezkedni, az alacsonyabb végzettségűek hosszabb ideig munkanélküliek maradhatnak. Számukra az állami közmunkaprogramok kiterjesztése nyújthat munkavállalási lehetőséget. A munkanélküliségi ráta tartósan magas marad, miközben az aktivitási ráta folyamatos emelkedését prognosztizáljuk (1-12. ábra). A foglalkoztatás fokozatos bővülésére a konjunktúra élénkülésével párhuzamosan kerülhet sor.

A laza munkaerő-piaci környezet nem teszi lehetővé, hogy a megfigyelt magas bérdinamika fennmaradjon, ezért az év második felében a bérdinamika mérséklődésére számíthatunk. A feldolgozóipar konjunkturális kilátásai az utóbbi hónapokban jelentősen romlottak, ezért az ágazat bérdinamikája már rövid távon is mérséklődhet. A továbbra is gyenge belső kereslet mellett a piaci szolgáltatásoknál is visszafogott bérezést valószínűsítünk. Jelenlegi ismereteink szerint a munkát terhelő adók fokozatosan tovább csökkennek,

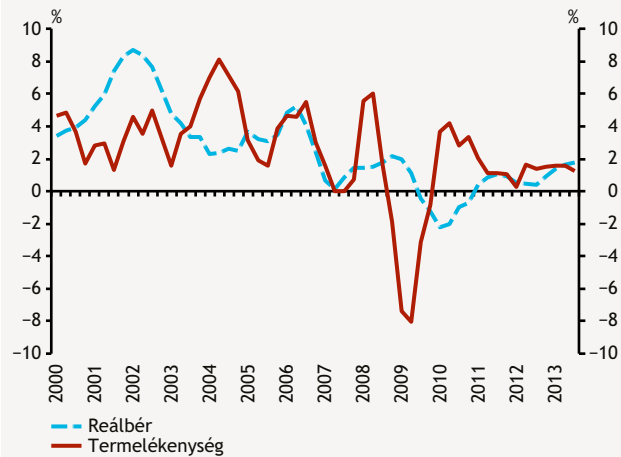
1-12. ábra
Foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban
(2002–2013)



1-13. ábra

A bruttó reálbér és termelékenység változása a versenyszférában

(2000–2013)



ennek hatására a reálbérek növekedési üteme feltehetően nem haladja meg a termelékenység bővülését. A bérhányad historikusan alacsony maradhat. A laza munkapiaci helyzet lehetővé teszi, hogy a vállalati szektor a válság során elszenvedett profitromlást és a nyersanyagárak emelkedése miatti költségnyomást a bérköltségek leszorításával mérsékelje (1-13. ábra). A bérdinamikát az alacsonyabb bérű foglalkoztatottak körében a 2012 elején a kormányzat által meghatározott kötelező béremelések miatti kivárási is mérsékelheti, jövőre azonban ebben a körben gyorsulhat a bérdinamika, amennyiben az adóváltoztatás a jelenlegi formájában valósul meg. Összességében az alacsonyabb infláció mellett a nominális bérnövekedés is tartósan alacsonyabb pályára kerülhet.

1-3. táblázat					
Előrejelzéseink változása 2011. júniushoz képest					
	2010	2011		2012	
	Tény	Előrejelzés			
		Június	Aktuális	Június	Aktuális
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció ¹	3,0	2,8	2,8	2,8	3,2
Fogyasztóiár-index	4,9	3,9	3,9	3,6	3,9
Gazdasági növekedés					
Külső kereslet (GDP-alapon) ²	2,6	2,5	2,7	2,4	1,3
Háztartások fogyasztási kiadása	-2,1	1,4	0,4	1,7	0,6
Kormányzat végső fogyasztása	-1,7	-0,1	-1,4	-3,0	-1,6
Állóeszköz-felhalmozás	-5,6	-0,1	-3,8	3,7	1,6
Belföldi felhasználás	-1,1	1,7	-0,5	1,1	0,0
Export	14,1	12,3	9,4	9,9	8,5
Import	12,0	12,1	7,6	8,8	7,7
GDP	1,2	2,6	1,6	2,7	1,5
Külső egyensúly					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	2,1	1,9	3,0	3,2	4,2
Külső finanszírozási képesség	3,9	4,3	5,4	5,8	6,8
Államháztartás³					
ESA-egyenleg	-4,3	2,4	1,9	-3,2	-3,7
Munkaerőpiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	1,4	2,5	2,1	1,6	2,3
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	0,0	0,6	1,2	1,9	1,3
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	3,3	4,7	4,8	4,3	4,5
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	-1,0	0,7	0,9	1,1	0,6
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	-2,6	2,6	3,4	1,7	3,2
Lakossági reáljövedelem ⁸	-1,2	2,1	1,5	1,1	-0,4

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.
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-becslés. Aktuális előrejelzésünkben a lakossági jövedelmeket korrigáltuk a kötelező magán-nyugdíjpénztári befizetések miatti vagyonváltozások hatásával.

1-4. táblázat			
Előrejelzésünk összehasonlítása más intézmények prognózaival			
	2011	2012	2013
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2011. szeptember)	3,9	3,9	-
Consensus Economics (2011. augusztus) ¹	3,8 - 4,0 - 4,3	2,6 - 3,5 - 4,4	-
Európai Bizottság (2011. május)	4,0	3,5	-
IMF (2011. szeptember)	3,7	3,0	3,0
OECD (2011. május)	4,0	3,3	-
Reuters-felmérés (2011. szeptember) ¹	3,6 - 3,9 - 4,0	2,7 - 3,2 - 4,1	2,5 - 3,1 - 3,8
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2011. szeptember)	1,6	1,5	-
Consensus Economics (2011. augusztus) ¹	2,0 - 2,5 - 3,0	2,0 - 2,8 - 3,4	-
Európai Bizottság (2011. május)	2,7	2,6	-
IMF (2011. szeptember)	1,8	1,7	2,9
OECD (2011. május)	2,7	3,1	-
Reuters-felmérés (2011. szeptember) ¹	1,2 - 1,7 - 2,3	-1,0 - 1,7 - 3,9	-
Folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP %-ában)			
MNB (2011. szeptember)	3,0	4,2	-
Európai Bizottság (2011. május)	1,6	1,9	-
IMF (2011. szeptember)	2,0	1,5	1,3
OECD (2011. május)	2,7	1,8	-
Államháztartás egyenlege (ESA-95 szerint, a GDP %-ában)			
MNB (2011. szeptember) ⁴	1,9	-3,7	-
Consensus Economics (2011. augusztus) ¹	(-2,5)-(-4,4)-(-7,0)*	(-2,4)-(-3,0)-(-3,7)	-
Európai Bizottság (2011. május)	1,6	-3,3	-
IMF (2011. szeptember)	2,0	-3,6	-3,2
OECD (2011. május)	2,6	-3,3	-
Reuters-felmérés (2011. szeptember) ¹	(-4,5) - 0,2 - 2,7	(-2,5)-(-3,1)-(-4,0)	-
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2011. szeptember)	8,1	3,6	-
Európai Bizottság (2011. május) ²	6,2	6,4	-
IMF (2011. szeptember)	7,7	4,5	4,9
OECD (2011. május) ²	7,0	6,4	-
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2011. szeptember)	2,7	1,3	-
Consensus Economics (2011. szeptember) ¹	2,4	2,0	-
Európai Bizottság (2011. május) ²	2,4	2,5	-
IMF (2011. szeptember) ²	2,2	1,8	2,2
OECD (2010. május) ²	2,9	2,7	-
Euroövezet GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2011. szeptember) ³	2,4	0,8	-
Consensus Economics (2011. szeptember) ¹	1,7	1,0	-
Európai Bizottság (2011. május)	1,6	1,8	-
IMF (2011. szeptember)	1,6	1,1	-
OECD (2011. május)	1,2	2,0	-

¹ A Reuters és a Consensus Economics felméréseinél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középső 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 eurozóna-tagokból képzett aggregátum.

⁴ A GDP arányában.

* A magán-nyugdíjpénztári bevételek nélkül.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2011. augusztus); European Commission Economic Forecasts (2011. május); IMF World Economic Outlook Database (2011. szeptember); Reuters-felmérés (2011. szeptember); OECD Economic Outlook No. 89 (2011. május).

1-2. keretes írás

A 2012-es költségvetés eddig ismertté vált intézkedéseinek hatása makrogazdasági alappályánkra

A szeptemberi inflációs jelentés információs bázisának lezárását (szeptember 13.) követően a 2012-es költségvetés tervezési periódusával összhangban számos új – makrogazdasági alappályánkra jelentős hatású – kormányzati intézkedés látott napvilágot. Az intézkedéseket az inflációs jelentés alappályáján és szövegén már nem tudtuk átvezetni, ám a várható makrogazdasági hatások első – parciális elemzéseken alapuló – becsléseit a Monetáris Tanács számára még a kamatdöntés előtt bemutattuk. Alábbi elemzésünk ezen hatások számszerűsítését tartalmazza. Az elemzés kapcsán fontos tartjuk hangsúlyozni, hogy csak a sajtóban nyilvánosságra hozott és kellően részletezett intézkedésekkel számoltunk. Ennek megfelelően számos, a kormány terveiben szereplő, de egyelőre pontosan még nem részletezett intézkedés hatásainak számszerűsítésétől egyelőre eltekinttünk.

A 2012-es költségvetési tervezet makrogazdasági szempontból legnagyobb hatású intézkedései

A kormányzati számítások szerint a benyújtott költségvetési tervek a jövő évben 750 milliárd forinttal csökkentik a költségvetési hiányt az idei évhez képest. A kormányzat számos intézkedést nevesített, ahol a pontos paraméterek ismeretében már makrogazdasági hatások is számszerűsíthetővé váltak. A legfontosabb, kellően részletezett, és így figyelembe vett intézkedések az alábbiak voltak.

1-5. táblázat
Számításainkban figyelembe vett kormányzati intézkedések

Bevételi oldal	Kiadási oldal
25%-os áfakulcs 27%-ra emelése	költségvetési szervek nettó kiadásainak csökkentése
egykulcsos, 16%-os szja-rendszer bevezetése, adójóváírás teljes eltörlése	
munkavállalói járulék 1%-pontos emelése	
főállású egyéni és társas vállalkozók esetében a munkáltatói járulékoknak legalább a minimum bér 1,5-szereséig történő megfizetése	
vesztésgelhatárolás leírási szabályainak szigorítása	

A fogyasztóiár-indexben várható hatások

Az áfa-emelés közvetlen hatásaként a fogyasztóiár-index 2012-ben 0,8 százalékponttal lesz magasabb. A közvetlen hatás számszerűsítésekor azzal számoltunk, hogy az áthárítás nagyságrendileg hasonló lesz ahhoz, amit a 2009-es áfaemelés esetében tapasztaltunk.¹ Az érintett termékek arányát, az áthárítás mértékére tett feltevéseinket összefoglalóan az 1-6. táblázat tartalmazza.

1-6. táblázat
A bejelentett áfaemelés hatása előrejelzésünkre

	Súly a fogyasztóiár-indexben	Csak a 25%-os áfakulcsú tételek súlya	Technikai hatás a csoport árindexére	Feltételezett begyűrűzés	Feltételezett hatás a csoport árindexére
Maginfláció	68,7	54,4	1,3	50%	0,6
Maginfláción kívüli tételek	31,3	27,2	1,4	85%	1,2
Fogyasztóiár-index	100,0	81,6	1,3	62%	0,8

Az áfaemelés – a korábban már bejelentett jövedékiadó-intézkedésekkel szemben – a termékek igen széles körét (az infláció számításához használt fogyasztói kosár csaknem 82%-át érinti), ezért másodkörös hatásokkal is számolhatunk. A nominálberek 2012-ben csak az áfaemelés miatt mintegy 0,2 százalékponttal lehetnek magasabbak. Ez ebből adódó bérköltség-növekedést az alacsony bérű foglalkoztatottak esetében feltételezett nominális bérkompensáció tovább emelheti. Ez összességében termelői költségek emelkedéséhez vezethet, egyúttal pedig romlana a vállalatok profithelyzete is. Arra számítottunk, hogy a többnyire kifizetett profithelyzetben lévő

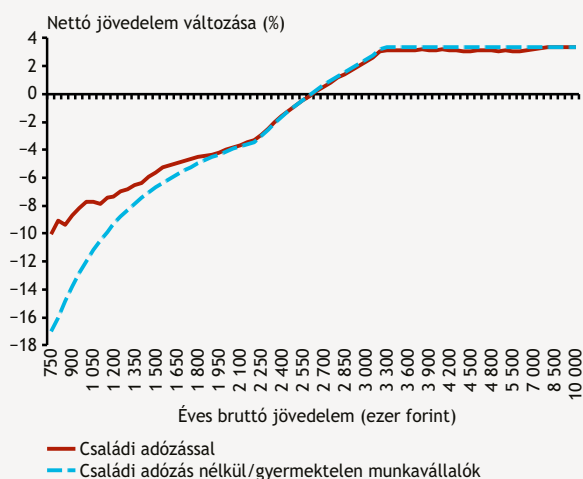
¹ Bővebben lásd 2009 novemberi inflációs jelentésünk becsléseit.

vállalati szektor a megemelkedett termelési költségekre a termékek további (a közvetlen adóintézkedések hatását meghaladó mértékű) emelésével próbál alkalmazkodni, így – főleg 2012 második felétől – az adósúrt infláció is némileg emelkedhet alappályánkhoz képest.

Munkapiacra várható hatások

A szuperbruttósítás eltörlése minden jövedelemkategóriában növeli a nettó kereseteket, amelynek hatását mérsékli a munkavállalói járulékok 1 százalékpontos növelése. Az adójóváírás kivezetése viszont a bruttó 210 ezer forint, azaz a jelenlegi átlagkereset alatti jövedelemkategóriákat kedvezőtlenül érintheti. Számításaink szerint a munkavállalókat érintő adó- és járulékváltozások összességében 50 milliárd forintnak felelnek meg, azaz változatlan bruttó béreket feltételezve, a lakosság nettó jövedelme ennyivel csökkenne. A nettó nominális bérek változását az alábbi ábrán ismertetjük.

1-14. ábra
A nominális nettó keresetek változása 2011 és 2012 között az szja-rendszert és a munkavállalói járulékokat érintő változások miatt



Az alacsonyabb keresetű foglalkoztatottak esetében egy további feltevést építettünk be előrejelzésünkbe. A kormányzat eddigi kommunikációja alapján feltételeztük, hogy az szja-rendszer átalakítása az alacsonyabb bérkategóriákban sem okozhatja a nettó bérek csökkenését. Ennek megfelelően becslésünkben azzal számoltunk, hogy a munkapiac ezen szegmensében a kormányzat olyan mechanizmusokat aktiválhat, ami a nominális bérek növelésével kompenzálhatja az szja-rendszer átalakításából adódó veszteséget. A kormányzat legfrissebb ajánlásai szerint ennek legfontosabb eszköze a minimálbérek 92 000 forintra és a garantált bérminimum 108 000 forintra történő emelése lehet. Összességében ez a hatás számottevően emelheti a versenyszféra béreindexét. A termelékenység javulásától elszakadó béremelés mérsékelheti az alacsonyan képzett munkaerő iránti keresletet. Egy ilyen kimenet a munkapiacot pont azon szegmensében érintené kedvezőtlenül, amelyben a konvergenciaprogram és a Széll Kálmán-terv intézkedéseinek megfelelően korábban a munkakínálat növekedésére számítottunk. A romló konjunktúrakilátások és a foglalkoztatás költségeinek feltételezett emelkedése mellett ezen munkakeresők elhelyezkedési esélyei romlanának. Így összességében a versenyszféra foglalkoztatásának növekedésére rövid távon nem lehet számítani. A minimálbérek jelentős emelkedéséhez a vállalkozók ismét a részmunkaidős foglalkoztatás arányának emelésével alkalmazkodhatnak, ezt a korábbi jelentős minimálbér-emelések időszakában is megfigyelhettünk. Emellett a munkapiac ezen szegmensében a foglalkoztatás feketedése is elképzelhető.

1-15. ábra
Részmunkaidős foglalkoztatás Magyarországon



Összefoglaló értékelés – általánosan várható makrogazdasági hatások

A figyelembe vett intézkedések a költségvetési bevételek növelését és a kiadások visszafogását okozzák. Az intézkedések 2012-ben magasabb inflációt és bérpályát eredményeznek, miközben a gazdaság növekedését lassítják. A növekedési hatások részben a kormányzati intézkedések közvetlen keresleti hatásából adódnak, részben pedig abból, hogy – a bérek kompenzációjára vonatkozó

feltevéseink érvényessége esetén – megváltoztathatják a termelési költségeket. A legfontosabb makrogazdasági hatásokat az alábbiakban foglalhatjuk össze:

- Az szja-rendszerben bejelentett változások és a feltevéseinkben szereplő – elsősorban alacsonyabb bérű munkavállalókat érintő – bérkompenzáció összességében alappályánknál magasabb nominális jövedelmet jelenthet a háztartások számára, ám annak reálértékét a megnövekvő infláció számottevően erodálja. Szintén a jövedelmek csökkenése irányába hathat a foglalkoztatási helyzet növekvő munkaköltségek miatti romlása is. A reáljövedelmek alappályánkhoz képest 0,4–0,5 százalékponttal csökkenhetnek, ami az alappályánkban felvázoltnál kedvezőtlenebb fogyasztási pályát eredményezhet.
- A várható beruházási pályát két tényező rontotta: egyrészt a bejelentett kiadási oldalt érintő intézkedések alapján – a múltbeli tapasztalatokat felhasználva – a kormányzati beruházásokban alappályánkban feltételezettnél alacsonyabb értékkel számolunk, másrészt a veszteségelhatárolás leírásának szigorítása a vállalatok jövedelmi helyzetének rövid távú romlása miatt foghatja vissza némileg a vállalati beruházások dinamikáját.
- Inflációs előrejelzésünk elmozdulását a bejelentett áfaintézkedések dominálják. Ezek hatására – feltevéseink teljesülése esetén – az infláció az év elejétől 0,8 százalékponttal a szeptemberi inflációs jelentés alappályája fölé kerülhet. A gyengébb fogyasztás erősítheti a keresletoldali deflációt, ám a termelékenységtől elszakadó béremelés kedvezőtlen inflációs hatással jár. Az intézkedés hatására emelkednek a vállalatok termelési költségei, ami emelheti az eladási árakat is. Tekintve, hogy az áfa-emelés – ellentétben a korábban már bejelentett jövedékiadó-intézkedésekkel – a fogyasztói kosár széles körét érinti, ezért a munkapiacra keresztül továbbterjedő hatásokra is számíthatunk.
- Az érdemben gyorsuló inflációs környezet a nominális bérmegállapodások mértékét is emelheti mind 2012-ben, mind 2013-ban. Ennek hatása a laza munkapiaci kondíciók mellett alacsonyabb lehet a korábbi évek áfaemelési esetében megfigyeltnél. Az éves infláció az áfaintézkedés egyszerű árindekszemelő hatásának kifutásával 2013 elején gyorsan csökkenhet, ám az említett tovagyűrűző hatások miatt a korábbi alappályánkban bemutatottnál némileg később, de továbbra is 2013 elején érheti el a 3 százalékos célértéket.

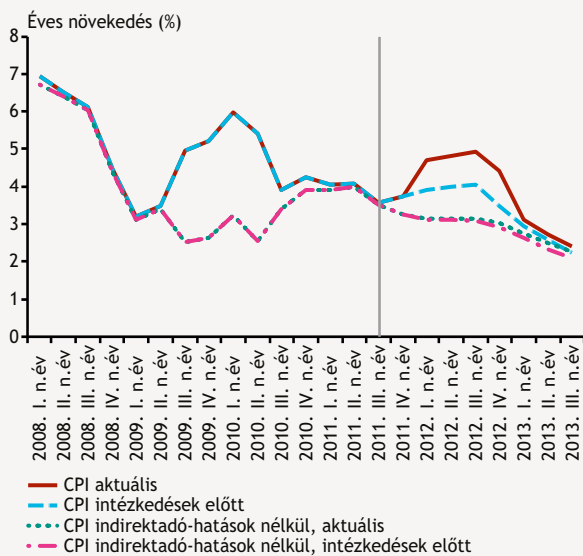
Összességben az intézkedések hatásának számszerűsítése becsléseinkben a következő makropályához vezethet:

1-7. táblázat
Főbb makrogazdasági változókra adott előrejelzésünk változása

(%)

	2011		2012	
	Inflációs jelentés alappálya	Új költségvetési intézkedésekkel számított pálya	Inflációs jelentés alappálya	Új költségvetési intézkedésekkel számított pálya
Fogyasztóiár-index	3,9	3,9	3,9	4,7
Maginfláció	2,7	2,7	3,3	4,0
GDP	1,6	1,6	1,5	1,0
Háztartások fogyasztási kiadása	0,4	0,4	0,6	-0,1
Beruházás	-3,8	-3,8	1,6	0,8
Export	9,4	9,4	8,5	8,5
Import	7,6	7,6	7,7	7,1
Nominális bérek versenyszféra	4,8	4,9	4,5	6,2
Foglalkoztatás versenyszféra	0,9	0,9	0,6	0,1

1-16. ábra
Inflációs alappályánk lefutása



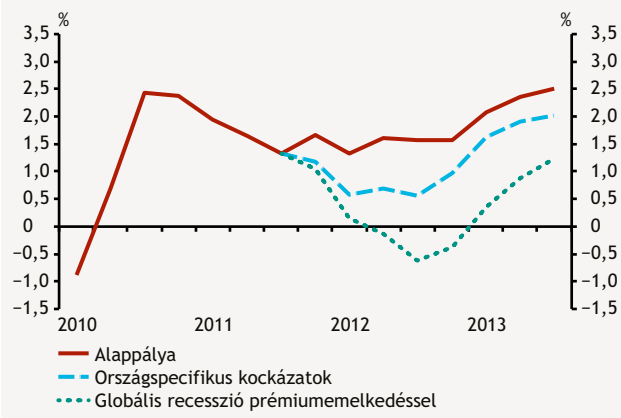
Elemzésünk kockázatai

Elemzésünkben bemutatott számításainkat számos kockázat övezi. A szokásos előrejelzői kockázatok mellett ezek egy része az intézkedések nem kellő részletezettségéből adódnak. Ilyen például bevételi oldalon a játékadó és a baleseti adó bevezetése, a cégautóadó növelése, míg kiadási oldalon számos, a költségvetési kiadásokat csökkentő intézkedés részlete nem ismert. További kockázat lehet a minimálbér 1,5-szerese utáni munkáltatói járulékfizetési kötelezettség. 2006-ban hasonló intézkedések bevezetését követően jelentős fehéredést figyelhettünk meg több ágazat béreiben is. Hasonló jelenségre az aktuális intézkedések esetében is számíthatunk, ami a kimutatott nominális béremelkedést érdemben az általunk jelzett pálya fölé emelheti. Ez ellen hat a minimálbéremelés kapcsán említett rész munkaidős foglalkoztatás és esetleges feketedés jelensége.

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

Az alappálya körüli kockázatokat – a Monetáris Tanács által legrelevánsabbnak tartott – két alternatív forgatókönyv bemutatásával kívánjuk illusztrálni. Mindkét scenárióban jelentős romlás következik be hazánk kockázati megítélésében. A hazai eszközök kockázatiprémiüm-emelkedésének forrása lehet globális eredetű éppúgy, mint országspecifikus okokra visszavezethető. Az első kockázati forgatókönyvben a globális konjunktúra nagyobb mértékű lassulása a globális kockázati étvágy csökkenésén keresztül emeli hazánk kockázati prémieumát. A második kockázati pályában az állam és a magánszektor jelenleg is magas adósságának fenntarthatóságát övező bizonytalanság csökkenti a hazai pénzügyi eszközök iránti keresletet, és a finanszírozási költségek emelkedése a hitelkínálatot is szűkíti. Mindkét scenárióban a GDP-növekedés számottevő romlására számíthatunk, ám az alacsonyabb keresleti inflációs nyomás ellenére a kockázati megítélés romlása az alappályában vázoltnál szigorúbb monetáris feltételeket indokol.

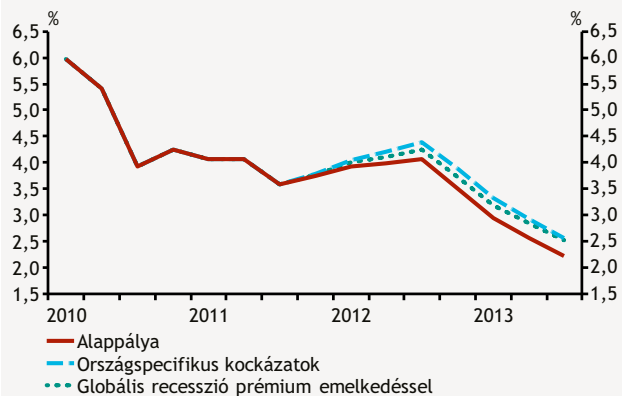
2-1. ábra
A GDP-növekedés az alappályában és az alternatív scenáriókban



A globális növekedési kilátások az elmúlt időszakban jelentősen romlottak. A gazdasági növekedés szempontjából kitüntetett fontosságú makrogazdasági mutatók vártnál rosszabb alakulása a globális konjunktúrát leginkább meghatározó országokban ismét felerősítette a recessziós félelmeket. Az alappályában azzal számolunk, hogy a külső kereslet lassulása mértékében megfelel annak, mint amit a 2001–2002-es recesszióban tapasztaltunk. Ebben a kockázati pályában a globális konjunktúra erőteljesebb visszaesését tételeztük fel, ami mentén a fejlett gazdaságok 2012-ben recesszióba süllyedhetnek, és ezt 2013-ban is csak lassú növekedés követhet. Hazánk exportpiacainak lassulása a külső kereslet visszaesésén keresztül Magyarország gazdasági növekedését is negatívan befolyásolja. A globális lassulás kisebb külső inflációs nyomással jár, elsősorban az alacsonyabb olajár miatt. A hazai inflációt ezen túl az alacsonyabb gazdasági növekedés is mérsékli. A reálgazdasági kilátások változása azonban jelentős hatással van a globális kockázati étvágy alakulására is. A romló gazdasági kilátások a kockázatkerülés felerősödéséhez és ezen keresztül a hazai eszközök kockázati prémieumának növekedéséhez vezethetnek, ami a forint árfolyamának leértékelődésével és így az importált termékek áremelkedésén keresztül erősebb inflációs nyomással járhat. A külső konjunktúra lassulása önmagában alacsonyabb, az árfolyamgyengülés inflációs hatása magasabb kamatpályát tenne indokolttá. A kockázati prémieum – feltevéseinkben szereplő – erősebb megugrása esetén az utóbbi hatás dominál, ami az alappályánál magasabb inflációt eredményez. Ezzel összhangban a kamatpálya is az alappályában feltételezettnél szigorúbb szinteken alakulhat.

2-2. ábra

Alternatív scenáriók hatása inflációs előrejelzésünkre



A fiskális fenntarthatóság irányába tett lépések és a belföldi jövedelemtulajdonosok erős mérlegalkalmazkodása ellenére megmaradt Magyarország magas külső és államadóssága, a devizahitel-állomány miatt pedig annak árfolyamérzékenysége. Emiatt a hazai folyamatok kedvezőtlenebb alakulása kockázati megítélésünk jelentősebb romlásához vezethet. A romló növekedési pálya mentén ismét erősödhetnek a fiskális adósságpálya fenntarthatóságát, valamint a bankrendszer sérülékenységét övező kockázatok. Mindkét hatás a hazai eszközöktől elvárt kockázati prémium emelkedését okozhatja. A magasabb országgkockázat a hazai bankok finanszírozási költségét is emeli, ami a hitelkínálatot is visszafogja. A hitelkondíciók szigorodása a fogyasztás és a beruházás csökkenéséhez és ezen keresztül a gazdasági aktivitás lassulásához vezet. Az ennek következtében alacsonyabb inflációs nyomás önmagában lazább monetáris kondíciókat tenne szükségessé. A kockázati prémium növekedése a forint árfolyamának leértékelődésén keresztül inflációhoz vezethet, így ezen scenárió is összességében az alappályánkban szereplőnél magasabb kamatpályát eredményezhet.

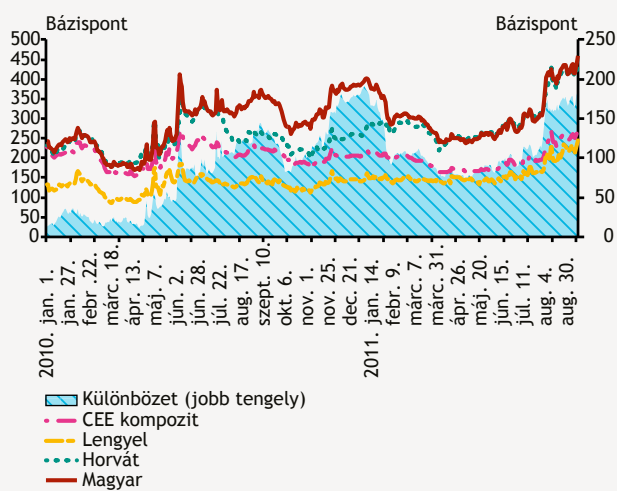
3. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

Hazánk kockázati megítélése romlott az elmúlt hónapokban, amit nagy részben globális tényezők okoztak. A kockázati felárak emelkedése régiós szinten is megfigyelhető volt. Azonban néhány országspecifikus tényező, valamint a magyar eszközök fokozottabb érzékenységének következtében a relatív pozíciónk gyengülését lehetett megfigyelni. A nemzetközi pénzügyi feszültségek legerőteljesebben a magyar FX-swap piacra gyűrűztek át, a hosszabb futamidőkön továbbra is magasak a felárak. Az euro/forint árfolyam relative stabil maradt a turbulens időszakban is, a svájci jegybank árfolyamcélbejelentéséig tartó kritikus svájci frank/forint erősödés mögött elsősorban a frank menedékdeviza szerepe dominált. A nem rezidens szereplők tovább növelték állampapír-állományukat, míg a hazai részvénykitettséget csökkentették. A magyar állampapírhozamok a június végén megfigyelttel közel azonos szinten tartózkodnak. Árnyalja a képet azonban, hogy a német referenciapapírhoz viszonyított felár emelkedett.

3.1. Magyarország kockázati megítélése

3-1. ábra

Az 5 éves magyar, lengyel, horvát és a közép-európai kompozit index alakulása



Forrás: Thomson Datastream.

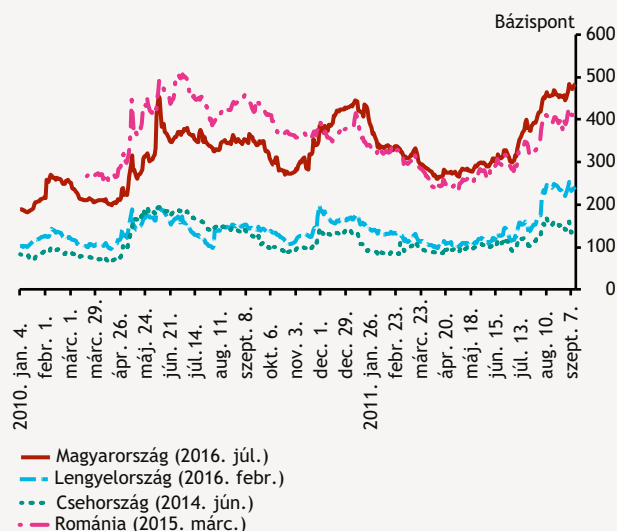
Hazánk kockázati megítélése érezhetően romlott az elmúlt három hónap alatt. A negatív folyamat hátterében elsősorban a globálisan felerősödött kockázataverzió húzódik meg, ami közel azonos módon érintette a régiót. Az ehhez hozzájáruló néhány országspecifikus tényező, illetve az, hogy a magyar eszközök érzékenyebben reagálnak a nemzetközi hangulat változására, a régiós relatív pozíciók gyengüléséhez vezettek (3-1. ábra). Az augusztus első felében felerősödő nemzetközi pénzügyi turbulencia következtében megemelkedett kockázatalutasításra a forinteszközök a régiós pénzügyi eszközökhöz hasonló módon reagáltak.

Az országspecifikus tényezők közül a háztartási szektor GDP-arányosan magas svájci frank hitelállományát érdemes első helyen kiemelni. A menedékdeviza rendkívüli erősödése az elmúlt időszakban a háztartások részéről történő még szigorúbb mérlegalkalmazkodás veszélyével fenyegetett, tovább hátráltatván a belső kereslet élénkülését. A svájci frank/euro küszöbárfolyam bejelentése érdemben csökkentheti az ebből fakadó közvetett kockázatot, bár ez a hatás egyelőre még nem jelent meg a piaci árakban. További tényező, hogy a kedvezőtlenbé váló külső környezet következtében várhatóan alacsonyabb növekedési pályán mozog a magyar gazdaság, így a már meghirdetett és az újonnan bejelentett kiigazító intézkedések még szigorúbb végrehajtására lesz szükség a költségvetésben meghatározott hiánycélok elérése érdekében. Ez a faktor egyelőre csak minimálisan jelent meg a piaci árakban, és az mindenféleképpen biztató, hogy a kormány elkötelezettnek tűnik a tervszámok tartása mellett.

Hazánk kockázati mutatóinak alakulásában megmutatkozik a fenti negatív folyamat, aminek következtében az indikátorok lényegesen magasabb szinteken tartózkodtak szeptember elején, szemben a június utolsó hetében tapasztalttal. Az 5 éves CDS-felárunk az augusztus elején megfigyelt meredek ugrás következtében 460 bázispont közelébe emelkedett, ami közel 180 bázispontos romlásnak felel meg. Az 5 éves devizakötvény-felárunk 480 bázisponton áll, ami pedig összességében egy 170 bázispontos emelkedéssel konzisztens (3-2. ábra). Az 5 év múlva induló, 5 éves

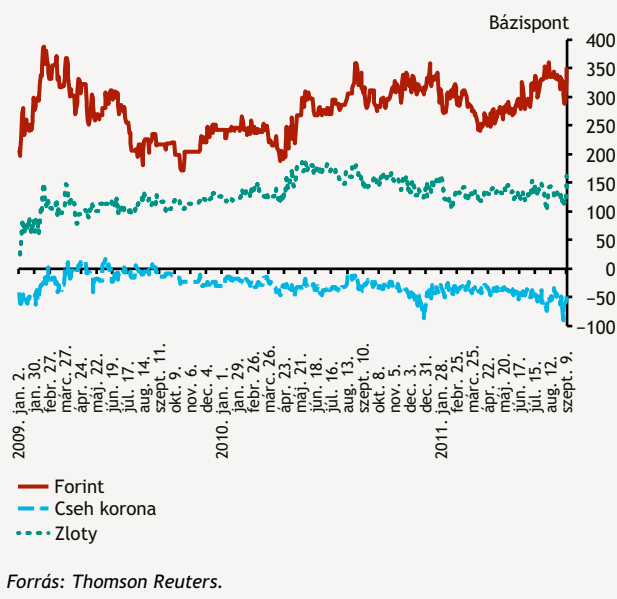
3-2. ábra

Devizakötvény-felárak a régióban



Forrás: Thomson Reuters.

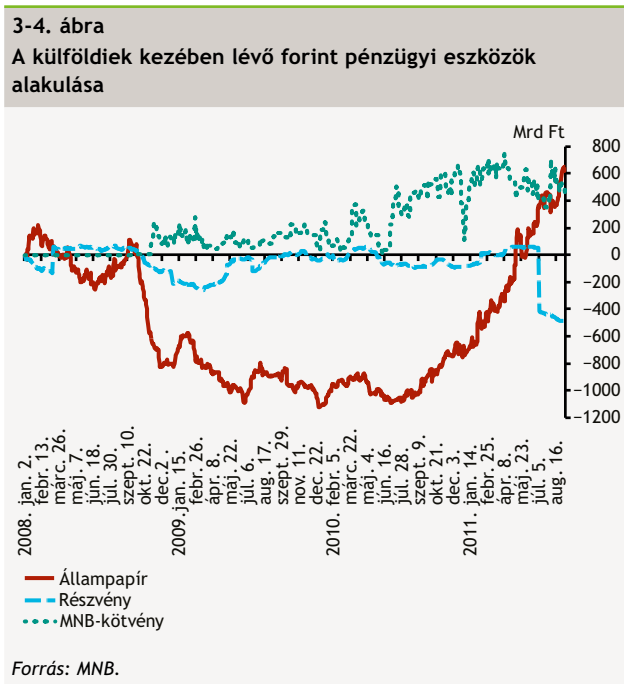
3-3. ábra
Az euróhoz viszonyított 5 év múltai 5 éves forward kamatkülönbözet a régió országaiban



forward forin hozam eurohozam feletti felára is emelkedést mutat, bár itt az időszak végi korrekciónak köszönhetően enyhébb romlást lehetett megfigyelni (3-3. ábra). A kelet-közép-európai országok mutatói is hasonlóan emelkedtek, különösen szembetűnő a horvát indikátorokkal történő erős együttmozgás, ami nagyrészt a hazaihoz hasonlóan magas lakossági devizaadósságra vezethető vissza. A benchmark országok átlagához viszonyított feláremelkedésünk ezúttal a régiós relatív pozícióink enyhe gyengülésére utal.

3.2. Külföldiek forinteszköz iránti kereslete

A nem rezidens szereplők forinteszköz-állományának alakulásában két domináns folyamatot lehetett felfedezni. Egyrészt összességében tovább bővült az állományuk az elmúlt negyedév alatt. Ez arra utalhat, hogy a főként globális tényezők által befolyásolt romló kockázati megítélésünk ellenére, a kockázati egységre jutó hozam alapján továbbra is vonzó befektetési célpontnak számít az ország. Másrészt pedig a külföldiek portfólióbefektetésének szerkezeti változása azt mutatja, hogy a forinteszköz-vásárlás terén is érvényesült a kevésbé kockázatos eszközök globálisan is megfigyelhető felülsúlyozási folyamata, azaz az állampapír-vásárlás mellett a részvénypiacon jellemzően az eladói oldalon léptek fel a külföldiek.

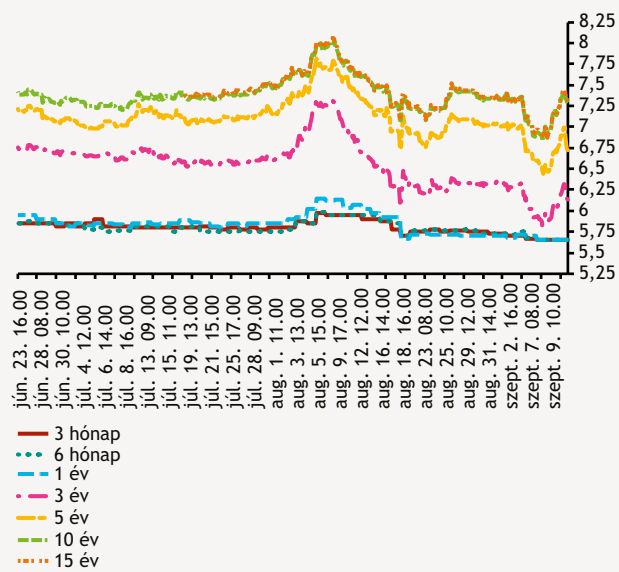


Mindezek nyomán a nem rezidens szereplők állampapír-állománya az utóbbi fél évben megfigyelt dinamikus bővülési ütemnek megfelelően tovább emelkedett. A mintegy 440 milliárd forint értékben végrehajtott állampapír-vásárlás közel kétharmada éven túl lejárá papírokhoz, míg az egyharmada diszkontkincstárjegyhez kapcsolódott. A vételi tranzakciók fele-fele az aukciós, illetve a másodpiaci vásárlások között oszlott meg. Mindezzel párhuzamosan a részvényállomány enyhe leépítése volt a jellemző tendencia. A Szurgut Mol pakettjének az elszámolásán túl mintegy 70 milliárd forintnyi részvénytől szabadultak meg a külföldiek (3-4. ábra). A nem rezidensek MNB-kötvény-állománya a június végét is jellemző 500 milliárd forintos szint környékén áll. Az időszak során megfigyelt kisebb-nagyobb kilengések egy része anyabanki és annak leánya között zajló likviditáskezelési művelethez volt köthető.

Az elmúlt negyedév során egészséges kereslet jellemezte az aukciókat, a fedezettségi mutató átlagos értéke 2,66 körül alakult, és időnként egészen magas, több mint négyeseres túlereslet is előfordult. A forinteszközök árfolyamának alakulásában is megmutatkozott a keresletben megfigyelt kettősség. Amíg a BUX a régiós indexeket némileg alulteljesítve, közel 25 százalékot veszített értékéből, addig a magyar állampapírok már valamelyest ellenállóbbak bizonyultak az elmúlt időszakot jellemző kockázatalusító befektetői hangulatban. Az augusztus eleji turbulenciában bekövetkezett hozamemelkedést követő korrekciónak

3-5. ábra

Referencia-állampapírok piaci hozamainak alakulása napon belül



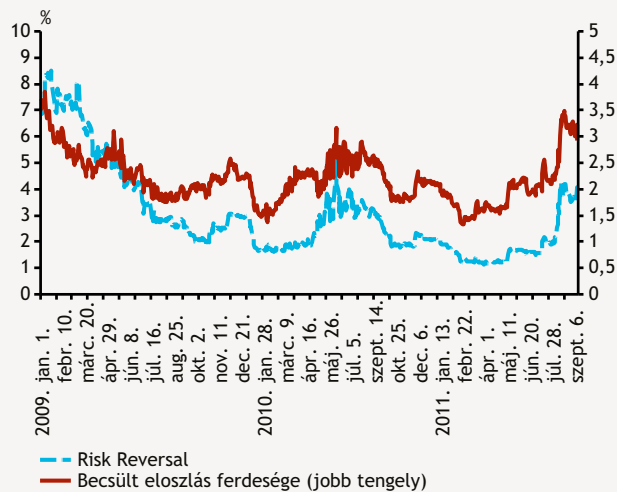
Forrás: Thomson Reuters.

köszönhetően a hozamok ugyanott, vagy némileg alacsonyabb szinten tartózkodnak, mint az időszak elején (3-5. ábra). Ezt a képet árnyalja azonban, hogy közben a német hozamok 100-125 bázispontos csökkenést mutattak, és így a bundhoz viszonyított hozamkülönbözlet emelkedett. A prémiumemelkedés így megfelel a magyar-német CDS-különbözlet tágulásának.

3.3. Devizapiaci folyamatok

3-6. ábra

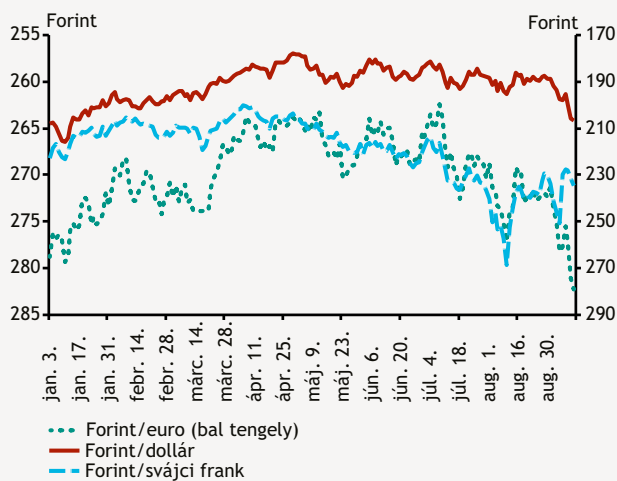
Az árfolyamvárakozások ferdesége



Forrás: Bloomberg.

3-7. ábra

A forintárfolyam alakulása



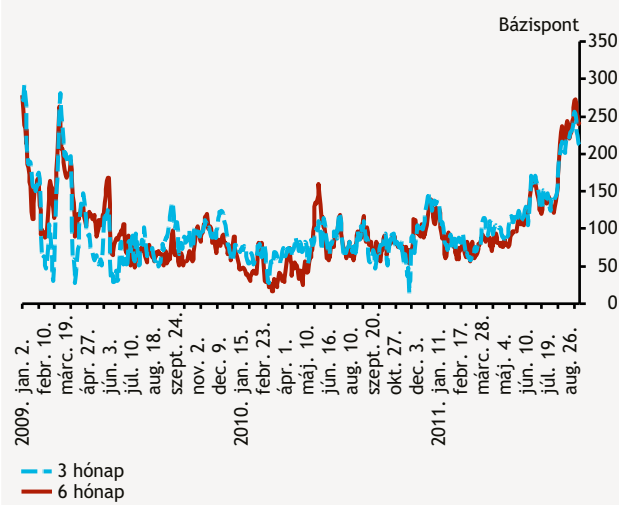
Forrás: Thomson Reuters.

A kedvezőtlenre forduló nemzetközi befektetői hangulat – a svájci frank/forint keresztárfolyamot leszámítva – az időszak nagy részében csupán mérsékelten mutatkozott a forint fejlett devizákkal szemben vett árfolyamának alakulásában. Bár az árfolyam-várakozás mutatói jelentősen elmozdultak a gyengülés irányába (a volatilitással korrigált risk reversal érték a 2008 őszi tapasztalt szinteket közelítette), az azonnali devizapiacra eleinte csak enyhe leértékelődés következett be (3-6. ábra). Szeptember második hetében már erősebb gyengülést lehetett megfigyelni. A globális feszültség összességében sokkal inkább a swap-piacra jelentkezett, ott is elsősorban a hosszabb futamidőkön.

A forint szeptember elejéig relatíve stabilan tartotta magát az euróval, a dollárral és a fonttal szemben, az addigi 3–5 százalékos leértékelődést az ősz elején tovább romló globális hangulat miatt újabb 3–6 százalékos gyengülés követte. Régiós összevetésben ezzel a teljesítménnyel a középmezőnyben található a hazai fizetőeszköz, és ezúttal a zloty szakadt le látványosan a benchmark országok közül. A svájci frank/forint alakulását lényegében az euro/frank leértékelődése mozgatta, ahol a frank szinte kizárólagos menedékdeviza jellege volt meghatározó. A frank/forint árfolyam a svájci jegybank frankgyengítő lépéseinek megtételéig, illetve a küszöbárfolyam bejelentéséig egészen a 270-es szintig szűkített, ami közel 22 százalékos forintgyengülésnek felelt meg. Az árfolyamplafon bevezetésével 230 közelébe gyengült vissza az árfolyam (3-7. ábra).

A nemzetközi pénzügyi feszültségek érezhetően begyűrűztek a hazai FX-swap piacra, ahol az összes futamidőn megemelkedtek a felárak. A legturbulensebb hetekben a dollár/forint swapokban a rövidebb lejáratokon 150, míg a 3–6 hónapos, illetve éven túli futamidőkön 200–250 bázispontra tágultak a szpredek (3-8. ábra). A magas swapszpredek a dollár relációjában részben az euro/dollár swappiac feszültségeiből következnek, ahol 80–100 bázispontra széledtek a báziswapok, és ez alapján 120–180 az euro/forint

3-8. ábra
A bankközi hozamok és az FX-swap piacok implikált forinthozamainak különbsége



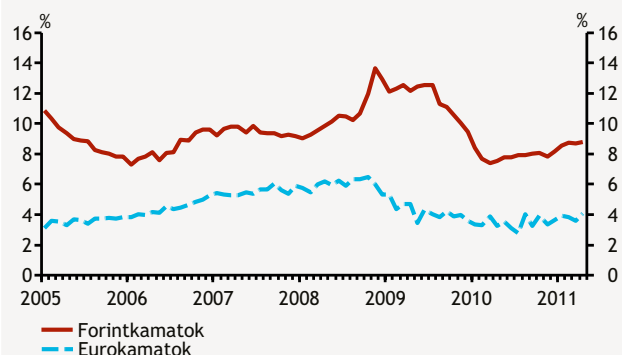
Forrás: MNB, Thomson Reuters.

szpread. Az időszak végén az egynapos kötésekben érdemi korrekció volt megfigyelhető, ahol az implikált forinthozamok a kamatfolyosó aljához közelítettek, azaz a felár nulla közelébe csökkent. Ezzel szemben a hosszabb futamidejű jegyzések továbbra is magas, 200–250 felárakat mutatnak, ami a hosszabb távú devizafinanszírozás szempontjából kockázatot rejt magában.

3.4. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A vállalati szegmensben a kamatfelárak két és fél százalék körül alakulnak 2010 második feléve óta, miközben a várakozásoktól eltérően nem szigorodtak tovább a nem árjellegű hitelezési feltételek 2011 második negyedében. Ugyanakkor a bankszektor továbbra is leginkább a jó hitelképességű vállalati ügyfelekre koncentrál, akikért erős árverseny zajlik, így a kamatfelárak is döntően a nekik nyújtott kamatkondíciókat tükrözik. A háztartási szegmensben belül a lakáscélú hitelek kamatkondíciói érdemben nem változtak 2011 második negyedének átlagában. A fedezetlen fogyasztási hitelek kamatai átmeneti csökkenést követően változatlanul magas szinten alakulnak, miközben a szabad felhasználású jelzáloghitelek tovább emelkedtek. A nem árjellegű feltételek összességében nem változtak a háztartási szegmensben. Az előre tekintő reálkamatlábak alakulását az inflációs várakozások csökkenése határozza meg.

3-9. ábra
A vállalati kamatok alakulása devizanem szerinti bontásban



Forrás: MNB.

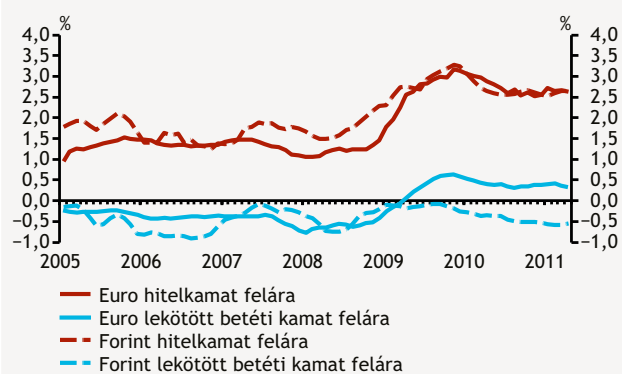
3.4.1. VÁLLALATI HITELKONDIÓK

A vállalati hitelek esetén a nominális forintkamat szintek lényegében nem, míg az eurokamatok enyhén, átlagosan 30 bázisponttal emelkedtek a második negyedévben (3-9. ábra). A bankközi kamat feletti felárak továbbra is a 2,4 és 2,7 százalékpont közötti sávban stagnálnak mind az euroalapú, mind pedig a forintalapú hiteleknél. Ugyanakkor a bankszektor leginkább a jó hitelképességű vállalati ügyfelekre koncentrál, akikért erős árverseny zajlik, így a kamatfelárak is döntően a nekik nyújtott kamatkondíciókat tükrözik.

A kialakult kamatfelár összességében alacsonynak tekinthető. A válság kitörésekor a hitelezési veszteségek jelentősen megugrottak, és önmagukban 230–250 bázispont közötti felárat indokolnának. Emellett a bankrendszer számára nélkülözhetetlen külföldi devizaforrások is jelentősen drágultak, még ha az anyabanki források nem is követik teljesen a CDS-felárak alakulását. A bankok továbbra a belföldi devizaforrások esetén is felárat kénytelenek fizetni a bankközi kamat felett (3-9. ábra).

A bankok a nem árjellegű hitelezési feltételeket széleskörűen szigorították negyedévről negyedévre a válság kitörése óta, azaz érdemileg szűkült a hitelképes vállalatok száma. Ugyanakkor 2011 második negyedében – a bankok korábbi várakozásaival szemben – már nem történt érdemi változás a nem árjellegű hitelezési feltételekben (3-10. ábra). Némi enyhítés kizárólag a nagy- és középvállalatok fedezeti követelményeiben, a maximális hitelkeretük nagyságában következett be, amely főleg a jelenleg is hitelképes vállalatoknak jelent könnyítést. Ugyanakkor a következő félévben

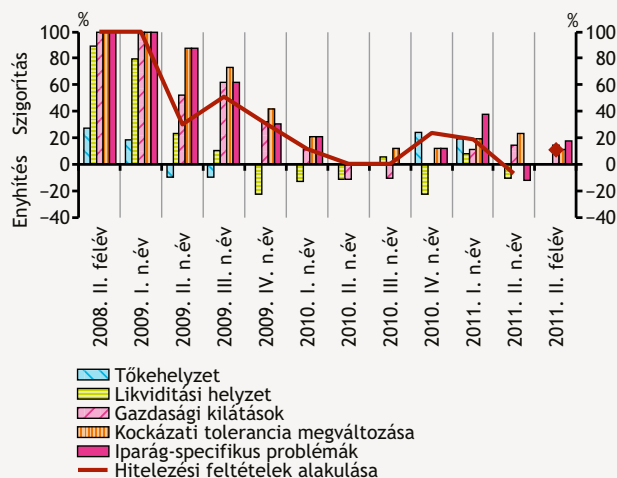
3-10. ábra
A vállalati kamatfelárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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

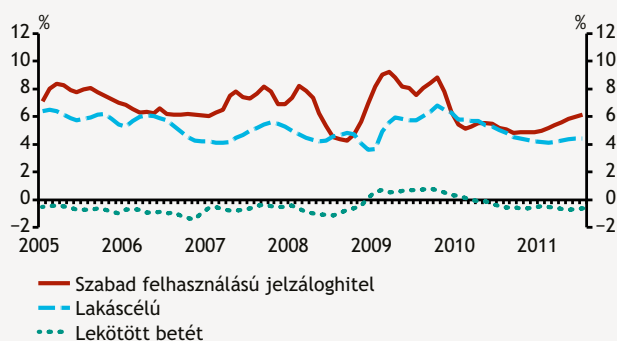
Forrás: MNB.

3-11. ábra
Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben



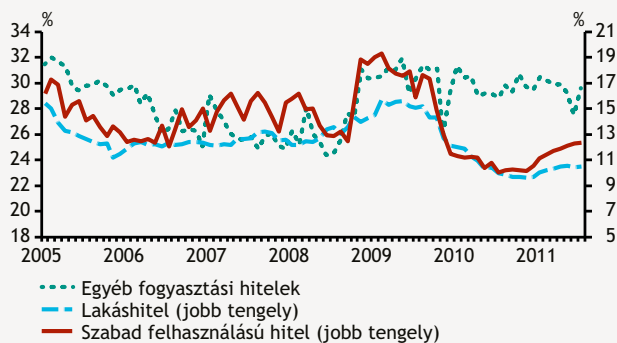
Megjegyzés: a szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.
Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján.

3-12. ábra
A 3 hónapos BUBOR feletti kamatfelárak



Megjegyzés: 3 hónapos mozgó átlaggal simított felárak.
Forrás: MNB.

3-13. ábra
A lakáscélú és fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége (THM)



Forrás: MNB.

össességében újra enyhe szigorítás várható a bankok kockázatkerülése miatt (3-11. ábra).

3.4.2. HÁZTARTÁSI HITELKONDIÍCIÓK

2011 közepéig nem történt érdemi változás a lakáscélú hitelek kamatkondíciójában, a teljes hitelköltség 10,5 százalék körül alakult (90 bázisponttal magasabb, mint 2010 végén, miközben a jegybanki kamatemelések 75 bázispontot tettek ki). A szabad felhasználású jelzáloghitelek kamatkondíciói az első negyedévhez hasonlóan tovább szigorodtak júliusig (3-13. ábra). A referencia bankközi kamat feletti felár közel 1 százalékponttal növekedett, így a szabad felhasználású jelzáloghitelek teljes hitelköltsége megközelítette a 12,5 százalékot, miközben 2010-ben átlagosan 10,5 százalék körül alakult (3-12. ábra). Ezzel visszatér az, hogy a szabad felhasználású jelzáloghitelek a magasabb hitelkockázatukkal összhangban drágábbak, mint a lakáscélú hitelek. Ez a jelenség a válság előtt a devizaalapú jelzáloghitelek esetén volt megfigyelhető, most pedig – devizahitelezés híján – a forintalapú jelzáloghiteleknél.

Ugyanakkor a kialakult forintalapú kamatszint jelentősen magasabb, mint a válság előtt elérhető 6-8 százalékos hitelköltségű devizaalapú jelzáloghiteleké. Ennek következtében csökkenhetett a lakásberuházást maguknak megengedhető háztartások száma, mivel a lakásárak válság kitörése óta bekövetkezett nagyjából 13 százalékos csökkenése² nem kompenzálja teljesen a törlesztőrészek magasabb kamatok miatti emelkedését, és a lakossági jövedelmekben sem volt széles körben számottevő növekedés.

A fedezetlen fogyasztási hitelek teljes hitel díjmutatója (THM) 2011 második negyedévében jelentősen csökkent, 30 százalékról 27,5 százalékra (3-13. ábra). A legmarkánsabban június hónapban csökkent a THM, amiben jelentős szerepet játszott az akciós termékek súlyának megugrása az új kibocsátáson belül. Ezek kifizetésével a mutató júliusban ismét 30 százalékra emelkedett.

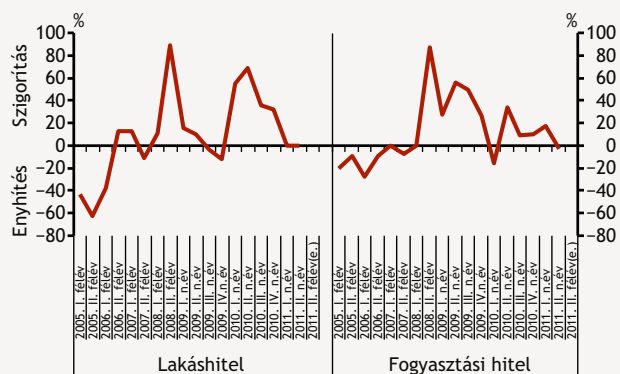
A hitelezési felmérés alapján a lakáscélú és fogyasztási hitelek nem árjellegű feltételei érdemben nem változtak, illetve a bankok az év végéig már nem várnak jelentősebb elmozdulást (3-14. ábra).³ Össességében a háztartási szegmensről továbbra is elmondható, hogy a bankok növelnék ugyan a hitelezésüket, ezt azonban a kialakult nem árjellegű hitelezési feltételek enyhítése nélkül tennék.

² Nominális csökkenés az FHB Lakásárindex alapján.

³ Figyelembe kell azonban venni, hogy a második negyedéves hitelezési felmérés válaszait július elején küldték be a bankok, ezért a július-augusztusban lejátszódott globális kockázati étvágy visszaesésének és a svájci frank számottevő erősödésének esetleges hatásai még nem tükröződnek bennük.

3-14. ábra

Hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben



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

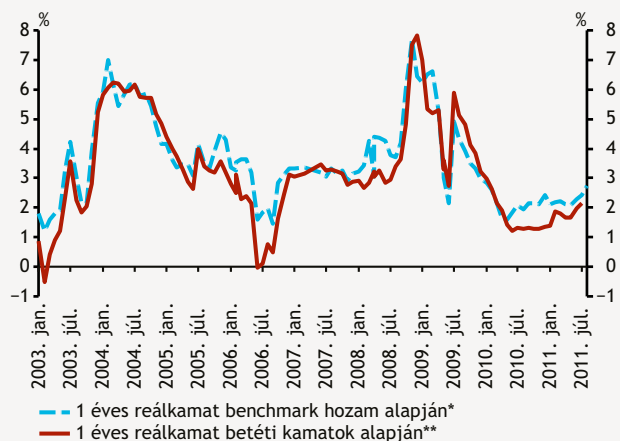
Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján.

3.4.3. REÁLKAMATOK ALAKULÁSA

Az előző inflációs jelentés óta eltelt három hónap alatt – az elmúlt egyéves időszakot jellemző 2,15-2,44 százalékos sávból kilépve – enyhén magasabb szintre emelkedett az 1 éves reálkamat. Az 1 éves benchmark állampapír-piaci hozamból és – a rendszerint a hónap elején elvégzett Reuters elemzői felmérésből adódó, a várható inflációra vonatkozó – szakértői becslésből származtatott reálkamat megemelkedése döntően az inflációs várakozás mérséklődésére vezethető vissza. Az augusztus elején számolt mutató 2,7 százalékos értékére növelő hatással volt továbbá az állampapír-piaci hozamok augusztus első két hetében bekövetkező, átmeneti enyhe megemelkedése is (3-15. ábra). A legfeljebb egyéves futamidejű betéti kamatokból⁴ számított reálkamatláb alapján hasonló tendencia olvasható ki, bár ebben az esetben augusztusra vonatkozó tényadat még nem áll rendelkezésre.

3-15. ábra

Előre tekintő reálkamatláb alakulása



* Az 1 éves zérókupon-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.

⁴ Vállalati és háztartási betéti kamatok összesúlyozásából képezve.

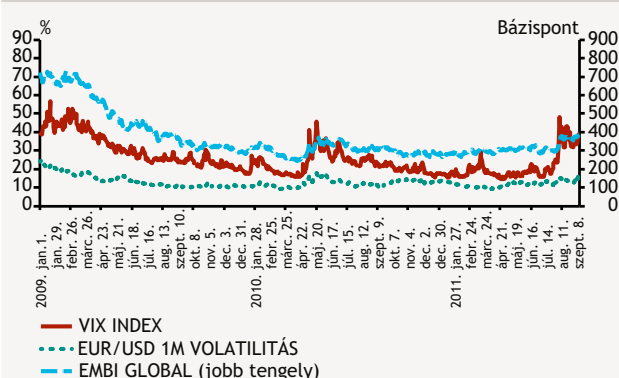
4. Makrogazdasági helyzetértékelés

4.1. Nemzetközi környezet

Az elmúlt hónapok nemzetközi pénz- és tőkepiaci fejleményeit a kockázatvállalási hajlandóság csökkenése és erőteljes pénzpiaci eszközár-korrekció jellemezte. A megnövekedett általános kockázatelutasítást az egyes fejlett államok adóságának fenntarthatóságával, az eurozóna jövőjével és az ázsiai gazdaságok túlfűtöttségével kapcsolatos bizonytalanságok erősödése okozta. A gazdasági kilátások romlását az elmúlt hónapok gyenge makrogazdasági adatai is alátámasztották, ami összességében már a globális konjunktúra alakulására adott prognózisok romlásában is éreztette hatását. A növekedési kilátások romlásával összhangban megállt a nyersanyagárak elmúlt negyedévekben megfigyelt emelkedése, ám a határidős árak egyelőre nem mutatnak számottevő korrekciót.

4-1. ábra

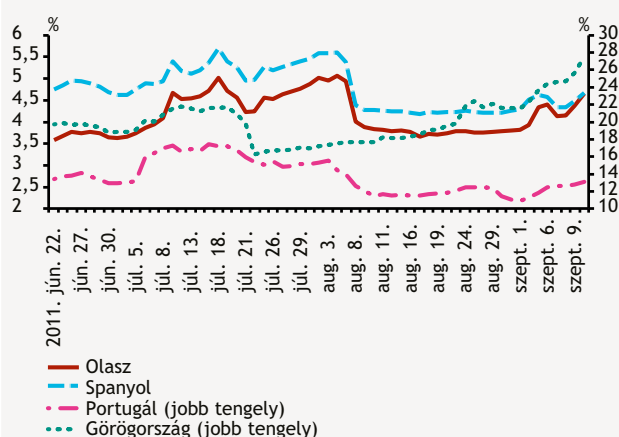
Főbb kockázati indexek alakulása



Forrás: Thomson Reuters.

4-2. ábra

Az 5 éves benchmark állampapírhozamok alakulása a PIIGS-országokban



Forrás: Bloomberg.

4.1.1. NEMZETKÖZI PÉNZÜGYI PIACOK

A júniusi inflációs jelentés megjelenése óta számottevően romlott a globális kockázatvállalási hajlandóság (4-1. ábra). A kockázatos eszközök igen erőteljes volatilitás mellett súlyos veszteséget könyvelhettek el az említett időszak alatt. A pénzügyi piacokon megjelenő általános pesszimista befektetői hangulat a piaci szereplőket a biztonságos eszközök portfólióján belüli jelentős felülsúlyozására ösztönözte. Az augusztus első heteiben kibontakozó piaci turbulencia mértékét jól mutatja, hogy a menedékeszközök egy részének áralakulása történelmi szintekre ért.

A megemelkedett általános kockázatelutasítás háttérben három jól elhatárolható tényező látszik kirajzolódni. Az utóbbi hónapokban megjelenő igen gyenge makrogazdasági adatok a piaci szereplők egyre szélesebb körében tudatosította a lassuló világgazdaság képét, amelyet a fejlett országok jegybankjai és nagyobb elemzőházak lefelé módosuló reál gazdasági előrejelzései is megerősítettek. Az amerikai és európai bővülés lassulása mellett a robusztus kínai növekedés fenntarthatóságának a megkérdőjelezése tovább fokozta a borús kilátásokat.

A másik két tényező a lassuló világgazdaság fiskális ösztönzését behatároló korlát felismeréséhez és a stimulus nyomán felhalmozott adósságállomány fenntarthatósági aggályaihoz kapcsolódik. Egyrészt a legbiztosabb adósnak tekintett USA a S&P-nál elveszítette a legerősebb „AAA” besorolást, mivel a hitelminősítő nem tartotta elégségesnek az adósságplafon megemelését lehetővé tevő politikai alku keretében elfogadott hiánycsökkentő csomagot az adósságállomány leszorításához (4-1. táblázat). Már önmagában a

4 1. táblázat:

Az Egyesült Államokat és az EU-t érintő hitelminősítói lépések június vége óta

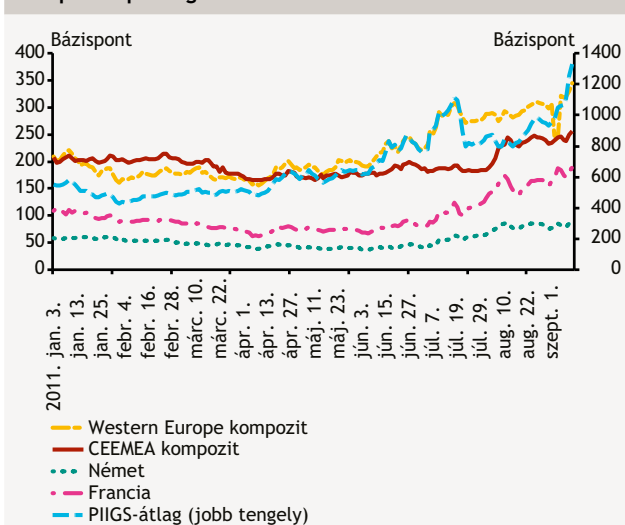
Moody's	USA	Ciprus				Görögország				Portugália	Írország	Cseh-ország	Románia	Bulgária	Észtország		S&P; Fitch
	SP	M	SP	F	M	SP	F	M	M	SP	F	M	SP	F			
Aaa	-															AAA	
Aa1	-															AA+	
Aa2																AA	
Aa3											-			-		AA-	
A1															-	A+	
A2		-									+			-	-	A	
A3			-	-												A-	
Baa1		-	-						-							BBB+	
Baa2				-									-			BBB	
Baa3									-			-	+			BBB-	
Ba1									-	-		-				BB+	
Ba2									-							BB	
Ba3																BB-	
B1									-							B+	
B2																B	
B3																B-	
Caa1								-								CCC+/CCC	
Caa2									-							CCC/CC	
Caa3																CCC-/C	
Ca								-	-							CC	
C																C/RD	
D																D/D	

Megjegyzés: a sötét háttérű cella a legújabb, a világos háttérű pedig a megelőző besorolási kategóriát jelöli. A kilátásokat - (negatív), ~ (stabil) és + (pozitív) mutatják.

Forrás: Thomson Reuters.

4-3. ábra

Az 5 éves CDS-felár alakulása a nyugat-európai és a kelet-közép-európai régióban

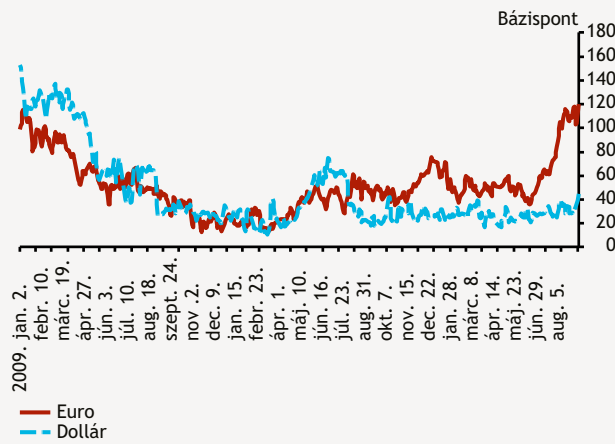


Forrás: Bloomberg.

technikai csőd elkerülését elősegítő kompromisszumos reformterv igen hosszan elhúzódó elfogadása is érezhető bizonytalanságot keltett a befektetők körében, a S&P bejelentése azonban már látványosan heves, negatív piaci reakciókat váltott ki.

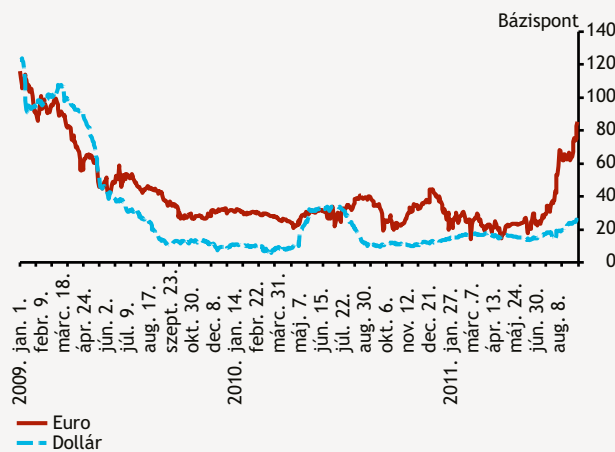
A kockázati étvágyat meghatározó harmadik tényezőt a közel egy éve folyamatosan napirenden lévő, az eurozóna periferiáján zajló szuverén adósságválság adja. Az elmúlt időszakban a periféria történéseit a második görög mentőcsomag kidolgozása és a görög kormány részéről megkerülhetetlen kiigazítási program megszavazása körüli bizonytalanság dominálta. Bár a görög segélycsomag mellett újabb előrelépés történt az eurozóna válságkezelési mechanizmusainak hatékonyabbá tételében, de a piac által szükségesnek ítélt prevenció jellegű intézményi megoldások lassú megszületése, valamint a kidolgozott szabályok ratifikációját övező állandó politikai bizonytalanság folyamatosan jelen lévő kockázati forrást jelent. A befektetők kockázati érzékenységét jól példázza az, hogy rövid időre a valamivel

4-4. ábra
3 hónapos bankközi és állampapírhozam-különbségek



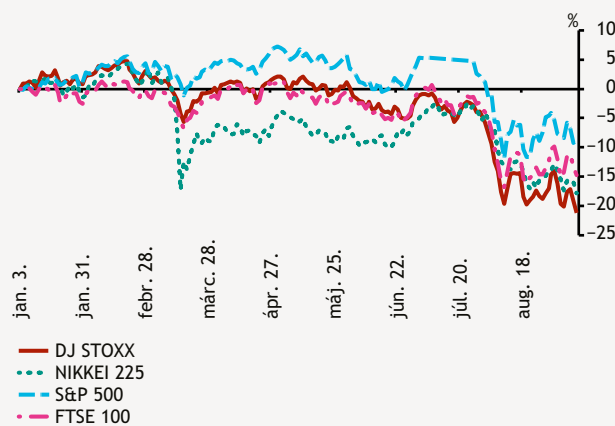
Megjegyzés: 3 napos mozgó átlag.
Forrás: Thomson Reuters.

4-5. ábra
3 hónapos bankközi és OIS-hozamok különbségei



Forrás: Thomson Reuters.

4-6. ábra
Fejlett piaci részvényindexek alakulása



Megjegyzés: 2011. január 3. = 0; kumulált változás.
Forrás: Thomson Reuters.

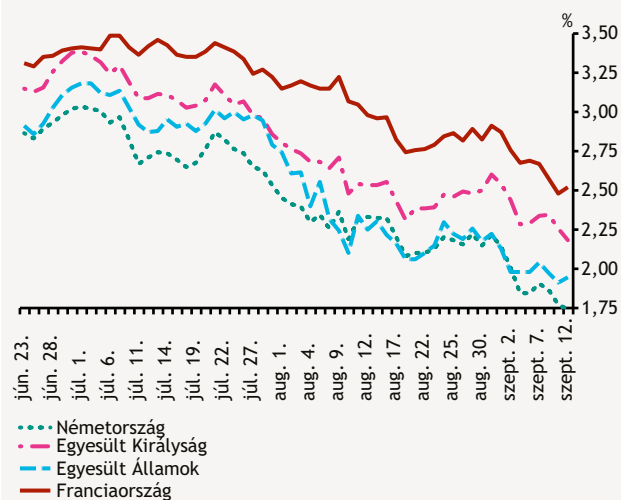
kedvezőbb fundamentális folyamatokkal rendelkező Olaszország és Spanyolország hosszú hozamai is a kritikusnak tartott 6 százalék közelébe emelkedtek (4-2. ábra). A kedvezőtlen folyamatnak az EKB másodpiaci kötvényvásárlása vetett véget.

A PIIGS-országok fejleményei a potenciális fertőzési csatornákra is felhívják a figyelmet. Ezúttal nemcsak a bajba jutott országok kockázati megítélése romlott jelentősen, hanem a mentőcsomagot garantáló stabil nyugat-európai országoké is. Ezt jól mutatja, hogy a nyugat-európai szuverén kompozit CDS-index értéke lehagyta a historikusan kockázatosabbnak tartott CEEMEA régióét (4-3. ábra). Ugyanez tükröződik vissza az elmúlt időszakban meghozott hitelminősítői döntésekben is, mert amíg a PIIGS-országok besorolása romlott, addig a kelet-európai államoké javult (4-1. táblázat). A másik előtérbe kerülő gócpont a jelentős görög kitettséggel rendelkező nyugat-európai bankrendszer kockázati megítélése. A felerősödött kockázattervezést a megemelkedett banki CDS-eken túl, a 2009 eleje óta nem látott mértékűre kitáguló euro TED szpred és LIBOR-OIS szpred is érzékelteti (4-4. és 4-5. ábra). Az európai bankrendszer helyzetét nehezíti továbbá a dollárfinanszírozás megdrágulása, ami az euro/dollár swapfelár megemelkedésében érhető tetten.

Mindezen tényezők nyomán a tőkepiacokon erőteljes zuhanást lehetett megfigyelni. A vezető amerikai és japán indexek közel 6-11, míg a fejlett európai országok indexei jellemzően 20-30 százalékos visszaesést produkáltak (4-6. ábra). Az USA leminősítése körüli napokban igen hektikus, helyenként a 2008 szeptemberét követő turbulens időszakot idéző napon belüli volatiliás jelentkezett. A nyersanyagpiacon is hasonló intenzitású visszaesés mutatkozott augusztus elején, az időszak végi korrekciónak köszönhetően azonban némileg enyhébb, csupán néhány százalékos áresést szenvedtek el a mutatók. A piaci hangulatot jól jellemezte az a kifejezetten hektikus áringadozás, ami egy-egy csalódást kiváltó előre mutató indikátor publikálását követően jelentkezett.

Ezzel párhuzamosan igen intenzív kereslet bontakozott ki a menedékeszközök iránt. A szuverén kötvénypiacon a legjobb besorolású 5-10 éves lejáratú papírok 75-125 bázispontos hozamcsökkenést mutattak fel, ahol az amerikai állampapírokat a leminősítés ellenére továbbra is a legkevésbé kockázatos eszközök között tartja számon a piac (4-7. ábra). A bizonytalan befektetői hangulat történelmi magasságba hajtotta az arany árfolyamát is. A nemesfém azonnali ára közel 18 százalékot erősödött. A devizapiacon a menedékdeviza szerepét szinte kizárólagosan a svájci frank töltötte be. Egy hónappal az előző inflációs jelentés megjelenését követően már 16-17 százalékkal erősebb

4-7. ábra
Fejlett országok 10 éves benchmark állampapírhozama



Forrás: Bloomberg.

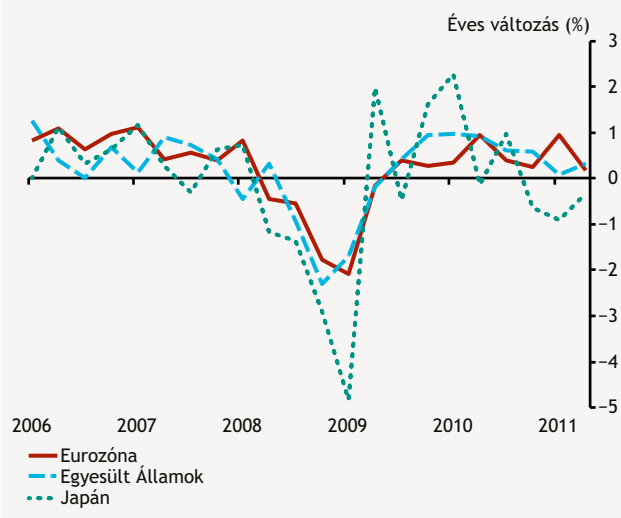
szinteken jegyezték a svájci frankot a kiemelt devizákkal szemben. A felértékelődési folyamatnak a svájci jegybank frankgyengítő lépései csupán átmenetileg vetettek véget, tartós hatást a szeptember elején bejelentett árfolyamkүszőb érhet el.

A kedvezőtlenebbre forduló reálgazdasági folyamatok enyhítésében a kiemelt gazdaságok monetáris politikai eszköztára is korláatosnak bizonyul. Kínában kénytelen továbbra is szigorú monetáris politikát folytatni a jegybank a magas inflációs nyomás miatt. Az Egyesült Államokban és Japánban az irányadó ráta gyakorlatilag nem csökkenthető tovább – ezen a téren a tartósan alacsony kamatkörnyezet fenntartása lehet ösztönző erejű, amire a Fed tett is utalást az elmúlt időszakban. A mennyiségi lazítás terén pedig egyelőre elmaradt az amerikai jegybank eszközvásárlási programjának a piaci szereplők egyre szélesebb körében várt harmadik fordulója. Legkorábban az EKB-nál kerülhet sor lazításra. Bár a júliusi 25 bázispontos szigorítással tovább folytatódott az áprilisban megkezdett kamatemelési ciklus, az eurozóna lassulása és az inflációs nyomás enyhülése a közeljövőben a szinten tartást, majd az enyhítés megkezdését valószínűsíti.

4.1.2. NEMZETKÖZI KONJUNKTÚRA

4-8. ábra
Gazdasági növekedés a fejlett gazdaságokban

(változás az előző negyedévhez képest, 2006–2011)

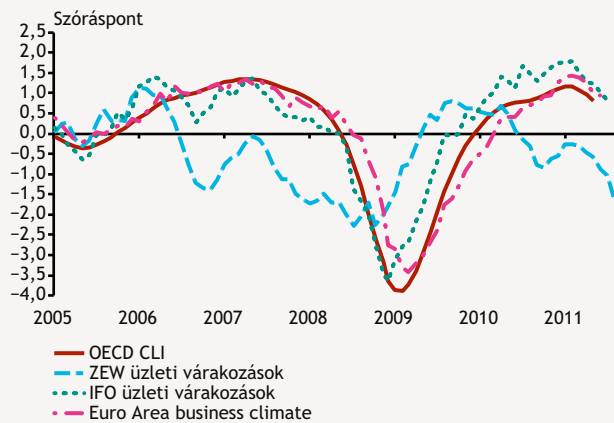


A második negyedévben érdemben romlott a világgazdasági konjunktúra. A bruttó hazai termék bővülése a legtöbb fejlett gazdaságban elmaradt az elemzői várakozásoktól. Az Egyesült Államok és az eurozóna alig érzékelhető növekedése mellett, a japán GDP a márciusi katasztrófa utóhatásaként a második negyedévben is csökkent (4-8. ábra).

A fejlett gazdaságok növekedésének lassulásában több tényező is szerepet játszhatott. A válságot követően a munkapiaci helyzet javulása változatlanul lassú és elhúzódo folyamat, miközben a reáljövedelmek növekedését a világpiaci nyersanyagárak korábbi negyedévekben megfigyelt erőteljes emelkedése miatt gyorsuló infláció fékezhetette. Ezen hatások az államadósságok fenntarthatósága érdekében meghozott keresletszűkítő kormányzati intézkedésekkel is egyre gyakrabban kiegészültek, míg a világ pénz- és tőkepiacain az elmúlt hónapokban megfigyelt erős eszközárás és a vagyonhatáson keresztül tovább fékezhetette a fogyasztás növekedését. Ezen általánosan érvényesülő hatások mellett az elmúlt negyedévben egyedi hatások is a világgazdasági konjunktúra romlását okozták. A japán katasztrófa átmeneti zavarokat okozott a nemzetközi termelési láncokban, ami a világkereskedelem érezhető lassulását eredményezte. Ezen zavarok oldódása a harmadik negyedévben némi korrekciót eredményezhet a külső keresleti környezetben.

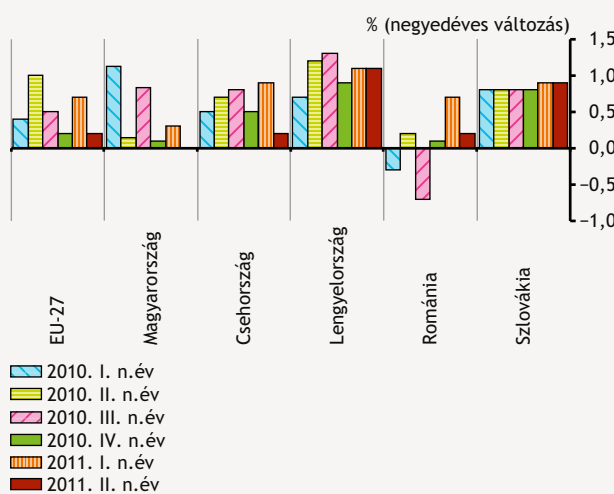
4-9. ábra
A legfontosabb bizalmi indikátorok alakulása az eurozónában

(2005–2011)



A romló konjunkturális kilátások hatása a főbb nemzetközi bizalmi indikátorok egyértelmű romlásában is érzékelhető. A legtöbb indexben év eleje óta trendszerű romlás figyelhető meg, míg néhány indikátor ismét átlépte a recesszió közeledtére utaló küszöbértékeket. Érdekes kiemelni a ZEW (német székhelyű, európai gazdaságkutató intézet) európai bizalmi indikátorát, amely pénzügyi elemzők megkérdezésén alapul, és a múltban a világgazdaság pénzügyi jellegű zavarai esetén előbb jelezte az üzleti bizalom csökkenését, mint a vállalati megkérdezésen alapuló indikátorok (pl. IFO üzleti várakozások). A ZEW értéke a tavalyi év eleje óta egy kisebb megszakítással csökken, míg az egyéb indikátorok értéke az idei év eleje óta jelzi az üzleti bizalom fokozatos romlását (4-9. ábra).

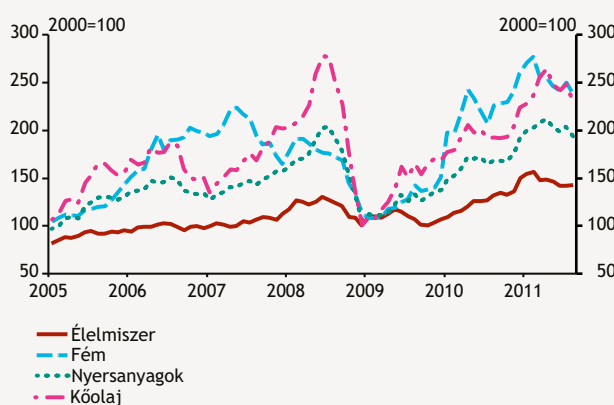
4-10. ábra
Gazdasági növekedés a kelet-közép-európai régióban



A fejlődő gazdaságok bővülése részben ellensúlyozhatja a fejlett gazdaságok gyenge teljesítményét. Kína és más feltörekvő országok azonban a túlfűtöttség jeleit mutatják, ami az elmúlt negyedévekben az emelkedő inflációs rátákban is tükröződött. Mindez középtávon a lefelé mutató növekedési kockázatokat erősíti a fejlődő országok esetében is.

A közép-kelet-európai régióban a rendelkezésre álló adatok szerint a második negyedévben – Szlovákia kivételével – lassult a gazdasági növekedés (4-10. ábra). A régióban az elmúlt időszakban a növekedés legfontosabb tényezője változatlanul az exportértékesítések bővülése volt. A belső kereslet növekedési hozzájárulása továbbra is visszafogott: a készletfeltöltés kifutását követően az egyéb belföldi keresleti tételek – Lengyelország kivételével – egyelőre nem tudták érdemben támogatni a régiós országok növekedését.

4-11. ábra
Világpiaci nyersanyagárak alakulása euróban



Forrás: IMF.

A várható újabb költségvetési kiigazítások a következő negyedévekben tovább korlátozhatják a fejlett és a régiós gazdaságok, így legfontosabb külső piacaink bővülését.

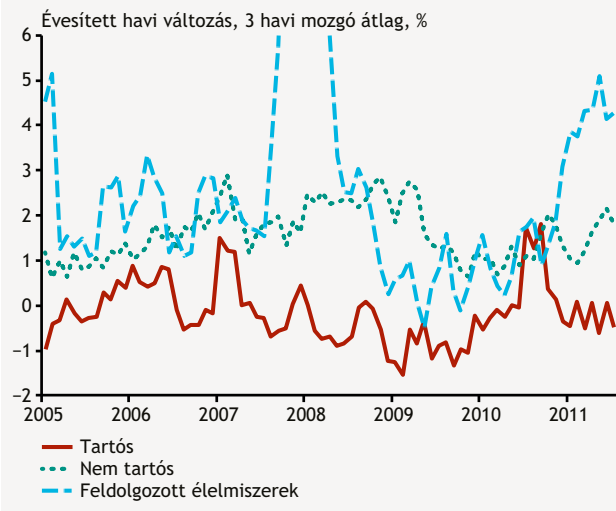
4.1.3. KÜLSŐ INFLÁCIÓS KÖRNYEZET

A globális fellendülésbe vetett bizalom megrendülése a nyersanyagpiacokon is éreztette hatását. A fejlett gazdaságok újabb recessziójától és a feltörekvő országok lassabb növekedésétől való félelem, valamint a geopolitikai kockázatok mérséklődése egyaránt csökkentették az elmúlt hónapokban a nyersanyagok, főként az energiahordozók árait (4-11. ábra).

Az élelmiszer-ellátásban 2010-ben és 2011 elején világszerte jelentkező feszültségeket az idei – a tavalyinál lényegesen jobb – termés piacra kerülése nagymértékben oldotta, és ezzel egy időben mérsékelte a világpiaci árakat is.

4-12. ábra

Az iparcikkek és feldolgozott élelmiszerek árának alakulása az euroövezetben



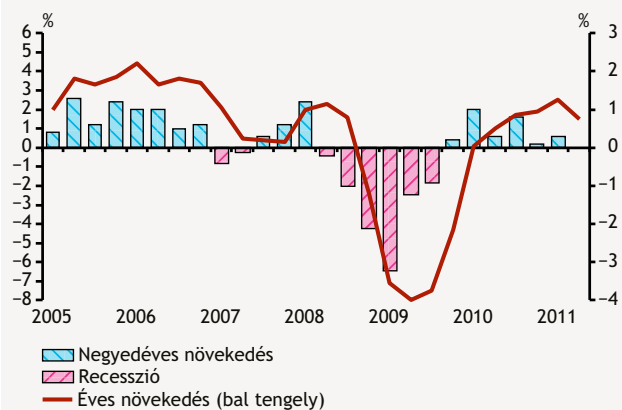
Az euroövezet inflációjának emelkedése az év első felében főként a növekvő nyersanyagárak felől jelentkező árnövekedéssel magyarázható, míg az elmúlt hónapokban emelkedő maginflációhoz már hosszabb termelési láncú termékek, így a feldolgozott élelmiszerek áremelkedése is jelentős mértékben hozzájárult. Az iparcikkek eddig csak kismértékben járultak hozzá az infláció emelkedéséhez, ugyanakkor az elmúlt hónapokban a nem tartós iparcikkek a válság elejéhez képest magasabb dinamikát mutattak. Ezzel szemben a költségsokkok hatása a - keresleti tényezőkre érzékeny - tartós cikkekben nem jelentkezett (4-12. ábra).

4.2. Aggregált kereslet

A második negyedévben megtört a hazai gazdaságot másfél év óta jellemző lassú kilábalási folyamat. A GDP-dinamika megtorpanását elsősorban a külső környezet kedvezőtlenebbé válása okozta, miközben a belföldi kereslet is várakozásainktól elmaradva alakult. A romló konjunkturális kilátások és az ezzel párhuzamosan ismét erősödő pénzügyi feszültségek tovább lassíthatják a belföldi szereplők mérlegkiigazítási folyamatát. A költségvetésihiány-célokat prioritásként kezelő kormányzati magatartás következtében az állam közvetlen kereslete változatlanul visszafogottan alakult.

4-13. ábra
A magyar GDP változása

(2005–2011)



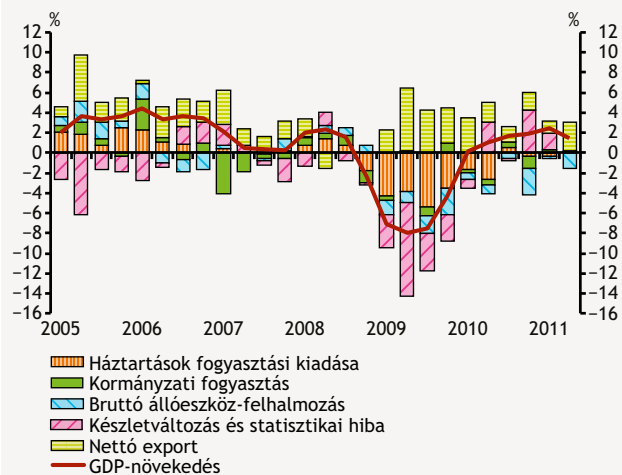
Az idei év elején jellemző élénkület követően a második negyedévben megtorpant a hazai gazdaság növekedése. A bruttó hazai össztermék 2011 második negyedévében éves összevetésben 1,5 százalékkal növekedett (4-13. ábra). A hazai konjunktúra lassulásában meghatározó szerepet játszott a külső környezet kedvezőtlenebbé válása, miközben a belföldi kereslet továbbra sem támogatja a növekedést.

A növekedés szerkezetét a 2009 óta megfigyelt kettősség jellemzi. Bár a külső konjunktúra lassulásával összhangban az exportértékesítések dinamikája is csökkent, a gazdaság alacsony importkereslete mellett a nettó export növekedési hozzájárulása változatlanul meghatározó.

A belső kereslet a második negyedévben is negatívan járult hozzá a GDP alakulásához (4-14. ábra). A csak lassan javuló munkapiaci feltételek és a konjunkturális kilátásokat övező növekvő bizonytalanságok mellett a belföldi jövedelemtulajdonosokat óvatos fogyasztási-beruházási viselkedés jellemzi. Az alacsonyabb növekedés és a pénzügyi turbulenciák miatt ismét leértékelődő forintárfolyam – különösen a svájci frankkal szemben – tovább lassíthatja a háztartások mérlegalkalmazkodását, ami a szigorú hitelfeltételekkel kiegészülve a vállalatokat is beruházási döntéseik elhalasztására készítheti.

4-14. ábra
A hazai éves GDP-változás szerkezete

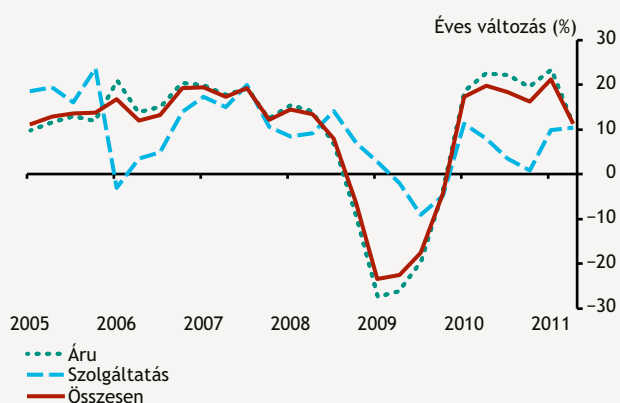
(2005–2011)



4.2.1. HAZAI KÜLKERESKEDELEM

A második negyedévben felvevőpiacaink növekedésének lassulása a hazai exportdinamika fékeződésében is jelentkezett. Az árukivitel érdemben lassult, miközben a kisebb súlyú szolgáltatásexport az előző negyedévhez hasonlóan két számjegyű növekedést mutatott (4-15. ábra). A szolgáltatásexport esetében az EU-elnökséghez kapcsolódó konferenciaturizmus átmeneti hatása is megjelent a dinamikus bővülésben.

4-15. ábra
Az áru- és szolgáltatásexport alakulása
 (2005–2011, euro alapon)



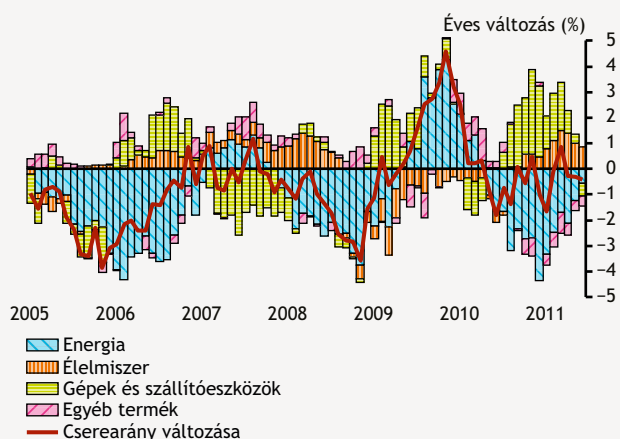
Forrás: fizetésimérleg-statisztika.

Az exporttal párhuzamosan az elmúlt negyedévben a hazai importkereslet is lassulást mutatott. Az alacsonyabb export mellett a kivitelre termelő vállalatok importigénye is csökkent, míg a tartósan gyenge belső kereslet mellett a belföldi ágazatok importja továbbra is visszafogott. Bár a nagy volumenű – a gépberuházásokon keresztül magas importigényű – feldolgozóipari beruházások a tervek szerint realizálódnak, ám az általánosan gyenge beruházási aktivitás következtében a beruházási célú import alakulása sem okozott számottevő elmozdulást a hazai import adataiban.

A lassuló exportdinamika ellenére a nettó export növekedési hozzájárulása továbbra is pozitív, ami a tartósan gyenge belső kereslet miatt várhatóan a következő negyedévekben is fennmaradhat.

Az energiahordozók nemzetközi áralakulása továbbra is a cserearány romlásának irányába hat. Ezt a hatást azonban a magas nyersanyagárak következtében az élelmiszerek cserearányának kedvező alakulása ellensúlyozza (4-16. ábra).

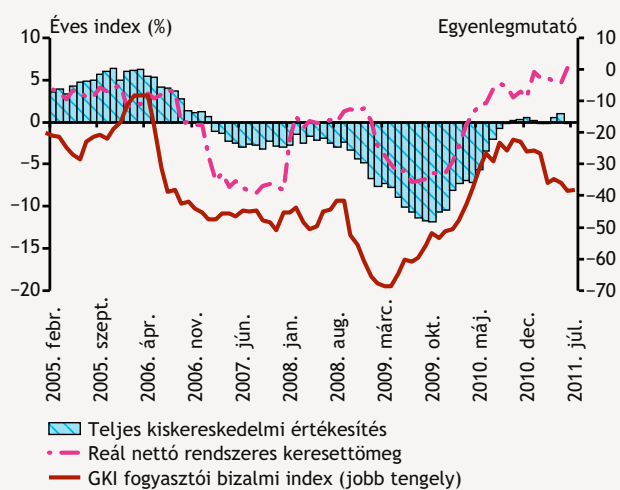
4-16. ábra
A cserearány éves változása



4.2.2. LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS

A háztartások fogyasztási kiadásaiban a második negyedévben sem történt érzékelhető elmozdulás (4-17. ábra). A háztartások reál nettó keresetei az év eleji szja-kiengedés és az utóbbi hónapok nominális bérgyorsulását követően számottevően emelkedtek, ám a fogyasztási döntéseket változatlanul óvatosság jellemzi. A romló konjunktúrakilátások miatt a háztartások jövedelemvárakozásait is növekvő bizonytalanság övezi, míg a hitelfeltételek további szigorodása a háztartások egyre nagyobb részénél korlátozza a fogyasztási és beruházási döntéseket. A háztartások romló konjunktúrális megítélése a lakossági bizalmi indikátor előző év vége óta megfigyelt trendszerű csökkenésében is tükröződik.

4-17. ábra
A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása

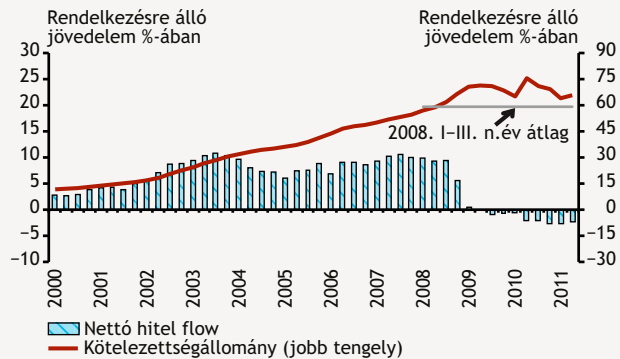


A globális kockázatvállalási hajlandóság jelentős csökkenése az elmúlt hónapokban a svájci frank/euro árfolyam trendszerű erősödésében jelentkezett. Az erősödő svájci frank közvetlen, azonnali hatásként csökkenti a háztartások fogyasztásra és beruházásra elköltendő jövedelmét, a hitelállomány átárazódásán keresztül pedig lassítja a devizában eladósodott háztartások kötelezettségállományának leépítését (4-18. ábra). Ez a hatás már az elmúlt negyedévekben is megfigyelhető volt: annak ellenére, hogy a háztartások két éve több hitelt törlesztettek, mint amennyit új forrásként felvesznek, a lakosság jövedelemarányos kötelezettségállománya jelenleg is meghaladja a válság előtt elért magas szintet.

A háztartások nettó hitel-visszafizető viselkedése valamennyi hiteltípusnál megfigyelhető, így a háztartási hite-

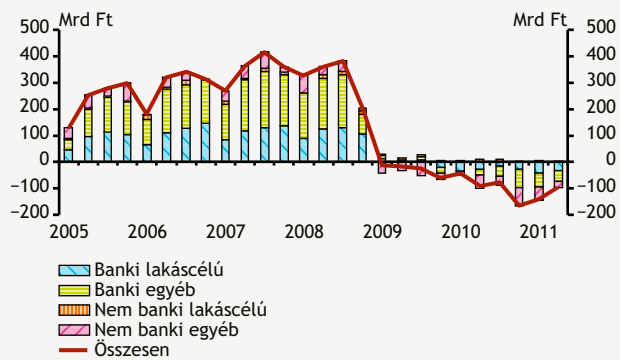
4-18. ábra
A háztartások kötelezettségállománya és nettó hitelfelvétele

(2005–2011)



4-19. ábra
A háztartási szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása hitelcél szerint

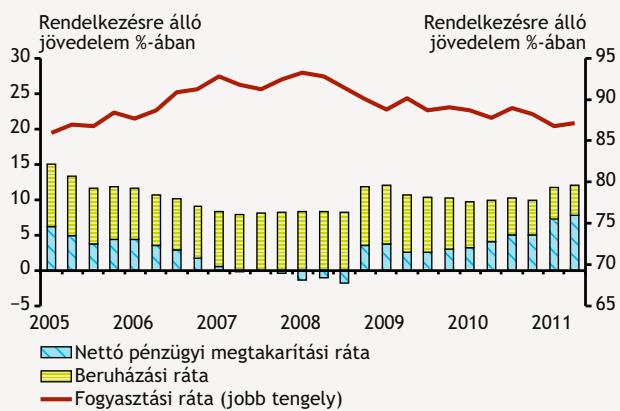
(2005–2011)



Forrás: MNB.

4-20. ábra
A háztartási jövedelmek felhasználása*

(2005–2011)



* A mérlegegyezés éves átlagban teljesül.
Forrás: MNB-becslés.

lezés összességében 2011 második negyedévében tovább mérséklődött: a háztartási hitel-állomány tranzakciók miatti csökkenése 95 milliárd forint volt. 2010 vége óta a háztartási hitel-állomány kumulált csökkenése 2,3 százalékos.

Hitelkínálati oldalon a háztartási szegmensben a korábbi szigorú hitelezési feltételek fenntartása volt jellemző. A keresleti hatások tekintetében a munkapiaci feltételek lassú javulása, az elhúzódó mérlegalkalmazkodás és a növekvő konjunkturális kockázatok is óvatos viselkedést indokolnak. A kormányzat árfolyam-rögzítési programja lassíthatja – bár várhatóan nem túl jelentős mértékben – a háztartási hitel-állomány zsugorodását (4-19. ábra), ám összességében a következő negyedévekben is rendkívül gyenge lakossági hitelaktivitásra számíthatunk.⁵

Az óvatos lakossági viselkedés a fogyasztási ráta további csökkenésében és a megtakarítási hajlandóság emelkedésében is jelentkezett (4-20. ábra). Ez utóbbi elmozduláshoz az óvatossági megfontolások mellett az év eleji szja-kulcsok – döntően a magasabb jövedelmű és alacsonyabb fogyasztási rátával jellemezhető háztartások esetében végrehajtott – csökkenése is hozzájárulhatott.

A háztartások megtakarításainak emelkedése, illetve a lakosság mérlegalkalmazkodása nemcsak fogyasztási, hanem beruházási keresletének csökkenésén keresztül is zajlik. A lakosság jövedelmarányos beruházása gyakorlatilag a válság óta folyamatosan csökken, ami az erőteljes visszaesést mutató lakáspiaci adatokban is megjelenik.

A romló konjunkturális kilátásokat figyelembe véve, rövid távon nem számíthatunk a munkapiaci helyzet és a hitelaktivitás javulására. A tartósan erősebb svájcfrank-árfolyam mellett a fogyasztást továbbra is visszafogott dinamika jellemezheti. Ezen hatások a magán-nyugdíjpénztári reálhozamok második félévben várható kifizetésének pozitív hatását is jelentősen tompíthatják.

4.2.3. MAGÁNBERUHÁZÁSOK

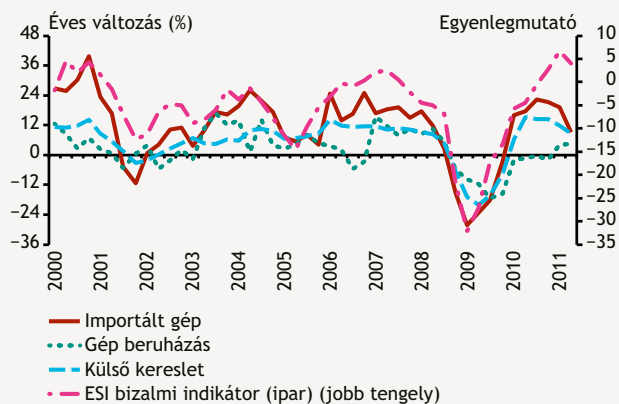
A vállalatok általános beruházási teljesítménye az idei év második negyedévében is rendkívül gyenge maradt, amit csak részben ellensúlyozott a folyamatban lévő feldolgozóipari nagyberuházások terv szerinti realizálása (4-21. ábra).

A kedvezőtlenebbé váló külső kereslet, a romló konjunkturális kilátások, továbbá a fokozatosan szigorodó hitelkörnyezet együttesen fékezik a hazai cégek beruházási aktivitását, így a kis- és középvállalatok esetében végrehajtott

⁵ A devizahitelek kedvezményes végtörlesztését lehetővé tevő program hatásaival részletek hiányában egyelőre nem tudtunk számolni.

4-21. ábra
Nemzetgazdasági gépberuházások és a feldolgozóipar beruházásai

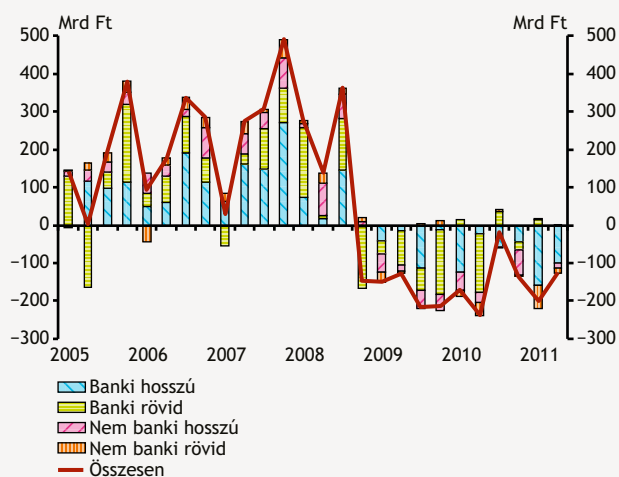
(2001–2011, évi/év)



társasági nyereségadó csökkentésének hatása egyelőre nem kimutatható a beruházási adatokban.

A vállalatok hitelezése az elmúlt negyedévben is visszaesést mutatott (4-22. ábra). Keresleti oldalról negatív hatást gyakorolt a vállalatok hitelfelvételére, hogy a ciklikus bizonytalanság és a kapacitásfelesleg vélhetően a beruházások további halasztását eredményezte. A gyenge kereslet mellett azonban továbbra is szigorú kínálat jellemezte a hitelpiacot. A szigorú hitelkínálat főleg a KKV-szegmensben lehet hangsúlyos: esetükben a rövid lejáratú hitelekhez való hozzáférés is korlátozott lehet. Mindezek eredményeképpen a hazai pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelezése árfolyamszerűen 120 milliárd forinttal csökkent a negyedév során, ezzel együtt a csökkenés mértéke 2010 vége óta 3,6 százalék.

4-22. ábra
A vállalati szektor beföldi hitelállományának nettó negyedéves változása futamidő szerint

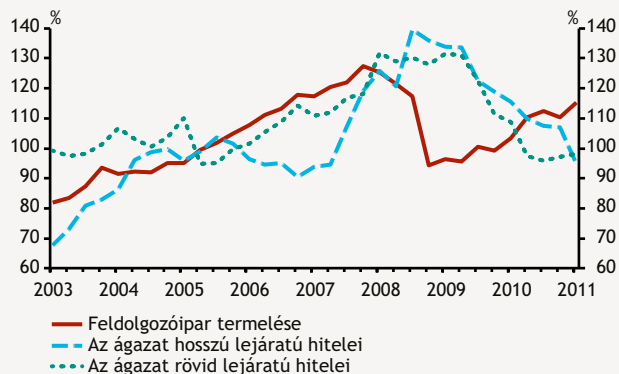


Forrás: MNB.

A hazai feldolgozóipar termelésében és hitelezésében nyomon követhetőek a külső kereslet mérséklődésének és a gazdasági növekedés lassulásának hatásai (4-23. ábra). A kapacitásfelesleg miatt hosszú lejáratú hitelek kihelyezésének eddig sem volt és továbbra sincs határozott jele, ugyanakkor alacsony forgóeszköz- vagy készletfinanszírozási igény is tükröződhet a rövid lejáratú hitelezés stagnálásában. Az előbbieket alapján a gazdaság ciklikus javulásának hiányában nem várható a hitelezés számottevő javulása a feldolgozóiparban.

4-23. ábra
A feldolgozóipar termelésének és hitelállományának változása

(2005=100 százalék)



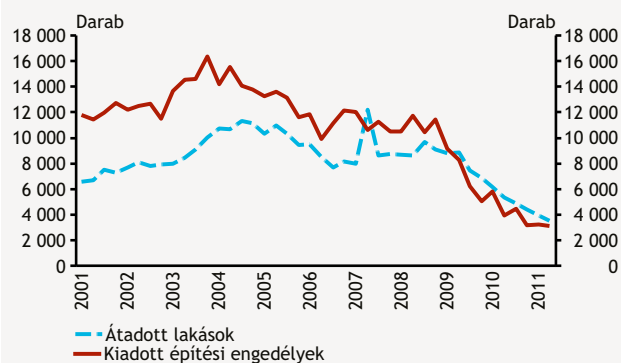
Forrás: KSH, MNB.

A lakossági beruházások esetében a második negyedévben folytatódott a visszaesés (4-24. ábra). A használatba vett új lakások száma újabb mélypontot ért el, a kiadott építési engedélyek száma pedig változatlanul alacsony szinten stagnál a tavalyi év erőteljes visszaesését követően. A keresleti feltételek romlása és a kiadott építési engedélyekre vonatkozó gyenge adatok alapján a következő negyedévekben sem számíthatunk fordulatra a lakossági beruházások csökkenő trendjében.

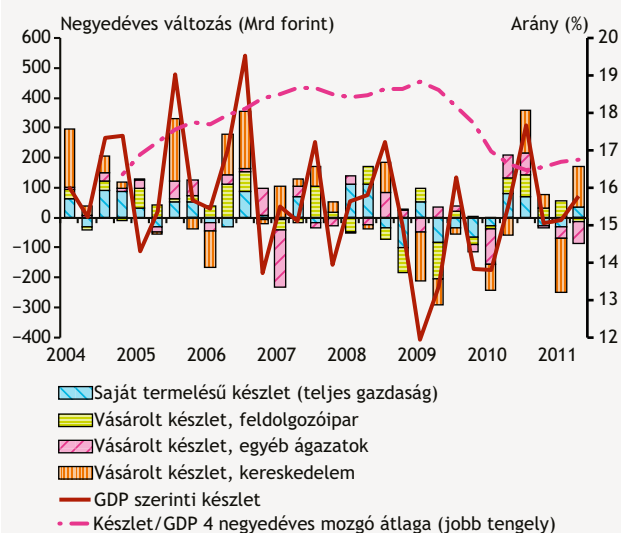
4.2.4. KÉSZLETFELHALMOZÁS

A készletszintek a konjunkturális bizonytalanságokhoz igazodva a válság időszakában nagymértékben csökkentek, majd a kilábalás periódusában ismét növekedni kezdtek. A növekedési kilátások újbóli romlása a készletek átmeneti növekedésének irányába hathat. A készletek további emelkedését a romló kilátások mellett a forgóeszköz-hitelek is jellemző szigorú hitelfeltételek is korlátozzák, így a vállalatokat rövid távon feszes készletgazdálkodás jellemezheti. A készletek összetétele az elmúlt negyedévek növekedésének kettősségét tükrözi: míg a feldolgozóipari készletek megközelítik a historikus szintjüket, a gyenge belső kereslet mellett a kereskedelemben tartott készletek tartósan a válság előtti szint alatt maradhatnak (4-25. ábra).

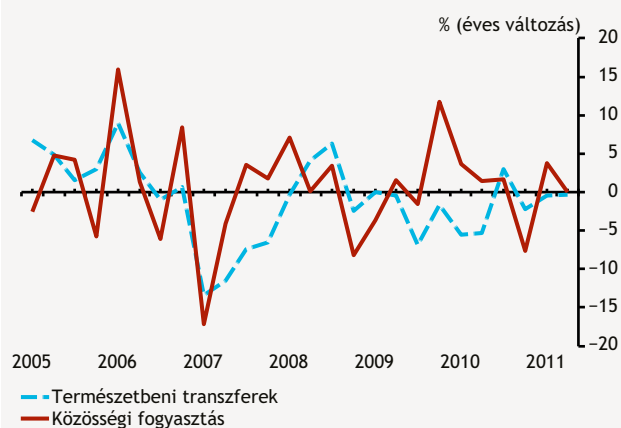
4-24. ábra
Újlakás-építés és a kiadott engedélyek száma



4-25. ábra
A készletváltozás folyó áron és GDP szerint, illetve a készlet szint a nominális GDP arányában



4-26. ábra
A kormányzati fogyasztás változása
(2005–2011)



4.2.5. KÖZVETLEN ÁLLAMI KERESLET

Az elmúlt negyedévekben a hiánycél elérését prioritásként kezelő kormányzati politika következtében a közvetlen állami kereslet visszafogottan alakult (4-26. ábra). A második negyedévben további a kormányzati kiadásokat csökkentő intézkedések (pl. gyógyszer-ártámogatás körének szűkítése) is megvalósultak. Összességében a költségvetési kiadások leszorítására irányuló kormányzati intézkedések várhatóan tovább szűkítik a közvetlen kormányzati keresletet. Az EU-forrásokból finanszírozott projektek a második negyedévben elmaradtak a költségvetés szerinti kerettől, így nem támasztottak a tervezett mértékben pótlólagos keresletet.

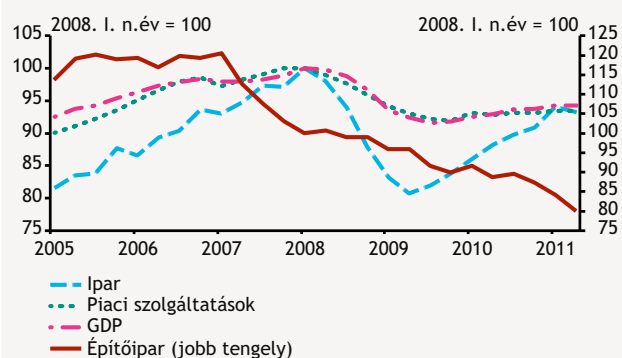
4.3. Termelés és potenciális kibocsátás

A termelési folyamatokban a hozzáadott érték lassulása elsősorban az ipari termelés kedvezőtlen teljesítményéhez köthetik, miközben a belföldre termelő ágazatok kibocsátását a továbbra is gyenge belső kereslet fogja vissza. A mezőgazdaságban a tavalyi alacsony bázishoz képest idén lényegesen kedvezőbb termésátlagok várhatók, így az ágazat kis súlya ellenére a hozzáadott értékhez való hozzájárulása számottevő lehet. A potenciális kibocsátásról alkotott képünk rövid távon előre tekintve némileg kedvezőtlenebb júniusi képünkénél. A tartósan szigorúbb hitelfeltételek, a gyengébb beruházási aktivitás és a munkapiac lassabb normalizálódása a legtöbb fejlett gazdasághoz hasonlóan a hazai potenciális növekedés élénkülését is fékezheti a következő években.

4-27. ábra

A GDP és a versenyszféra fő ágazatainak hozzáadott értéke*

(2005–2011)

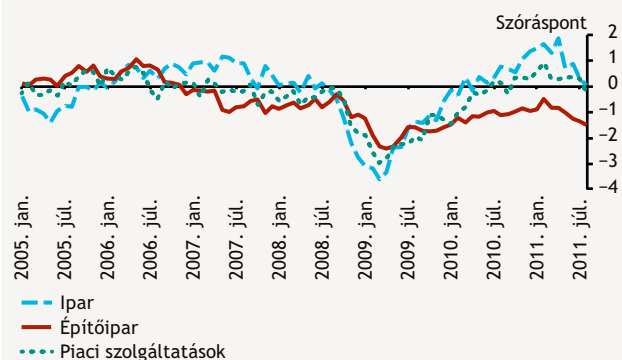


* Láncindexált volumenek. A GDP piaci áron, az ágazati hozzáadott értékek pedig alapján számítottak.

4-28. ábra

A versenyszféra ágazatainak ESI-bizalmi indexei*

(2005–2011)



* Az idősorokat normalizáltuk. A piaci szolgáltatások idősora a kereskedelem és az egyéb szolgáltatások bizalmi indexeinek hozzáadottértékarányokkal súlyozott átlaga.

A konjunkturális feltételek romlása a legtöbb ágazat esetében a kibocsátás lassulását okozta (4-27. ábra). Az ipari termelés csökkenésében a külső kereslet általános megtorpanása mellett a japán katasztrófa közvetlen (pl. Suzuki gyár termelésének visszafogása) hatásai is szerepet játszottak.

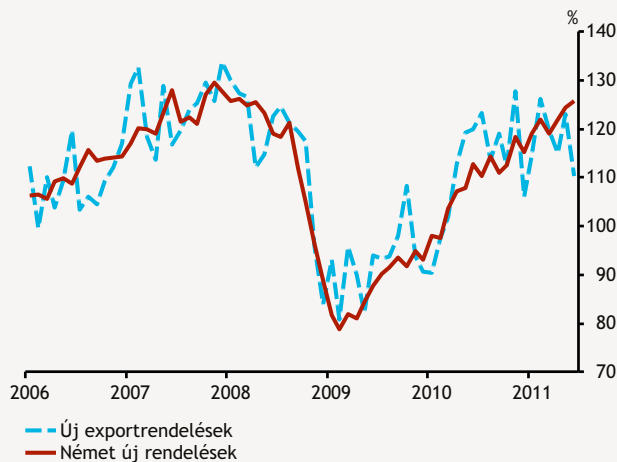
Az ipari termelésen belül főként az exportkivitel fékeződött, a belföldi értékesítések pedig tovább csökkentek. A ciklikusan érzékeny beruházási javakat és továbbfelhasználásra termelt javakat előállító ágazatok kibocsátása a kedvező első negyedévet követően a második negyedévben visszaesett, miközben a fogyasztási cikkek gyártó ágazatok termelését a háztartások változatlanul gyenge kereslete fogja vissza.

Az előre tekintő bizalmi indikátorok alapján a következő hónapokban tovább lassulhat az ipar növekedése (4-28. ábra). Figyelmeztető jel, hogy a magyar ipari új rendelések száma több hónapja elmarad a német ipari rendelésektől. A jelenség azt jelezheti, hogy bár az elmúlt években a német ipar húzta magával a magyar exportot, rövid távon a magyar ipar exportteljesítménye elmaradhat a német ipari konjunktúra által indokolttól (4-29. ábra).

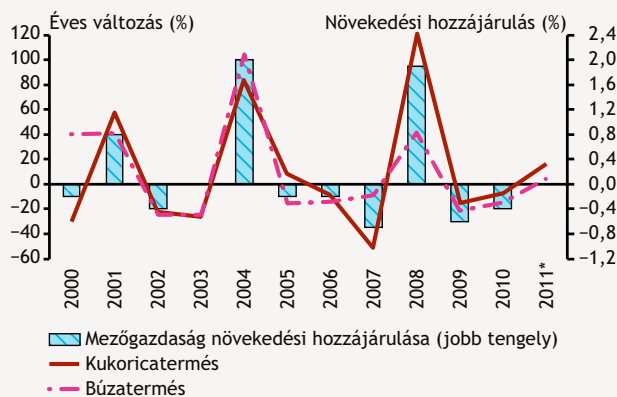
A belföldi kereslettől függő ágazatok teljesítménye továbbra is visszafogottan alakult. A piaci szolgáltatások az év eleji élénkülést követően stagnálnak. A pénzügyi és ingatlan-szolgáltatások ágazatának hozzáadott értéke érdemben csökkent, enyhe növekedés a vendéglátás és a kereskedelem ágazat esetében volt megfigyelhető.

Az építőipari termelés trendszerű visszaesése tovább folytatódott, összhangban a gyenge lakáspiaci konjunktúrával, az állami megrendelések csökkenésével és a nagy, egyedi

4-29. ábra
Német új rendelések és hazai új exportrendelések
(2005–2011)

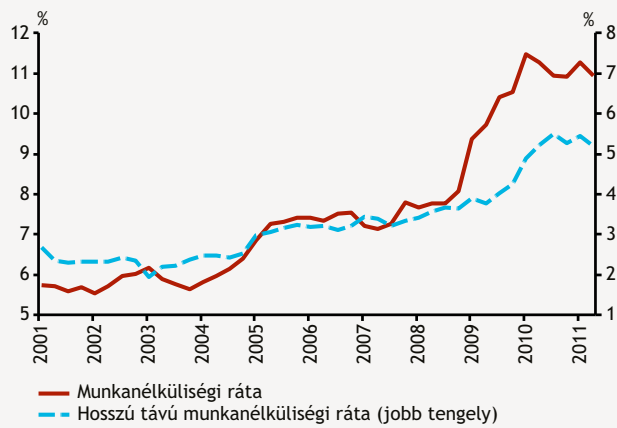


4-30. ábra
A gabona- és kukoricatermés és a mezőgazdasági hozzáadott érték



* 2011-es terméseredmények az AKI becsléseiből számítva.

4-31. ábra
A hosszú távú munkanélküliség alakulása



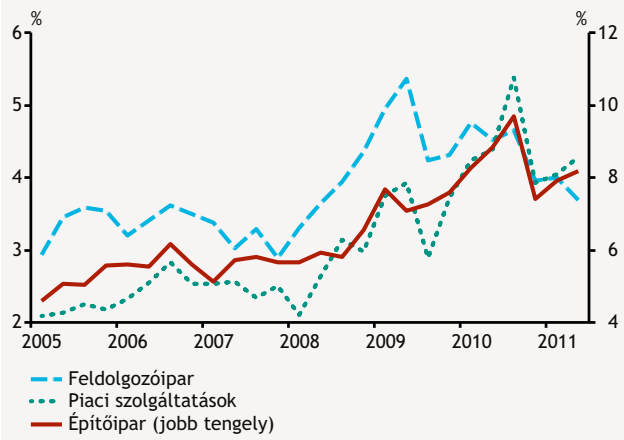
projekteken kívül jellemző gyenge ipari beruházási dinamikával.

A mezőgazdaságban a tavalyi alacsony bázis után idén kedvezőbb termésátlagok várhatók (4-30. ábra). A várhatóan jobb terméshozamok mellett azonban a bevetett földterületek nagysága idén alacsonyabb, aminek fő oka a tavalyi belvizek nyomán átmenetileg használhatatlanná vált területek művelésből való kihagyása. Ezzel összhangban várhatóan érdemben emelkedik a mezőgazdasági termelés volume. Ennek mértéke azonban nem lesz kiugró, hanem csupán a tavalyi visszaesést követő korrekcióra számíthatunk.

Az elmúlt negyedévek vártnál gyengébb beruházási aktivitása, lassú foglalkoztatásnövekedése és szigorodó hitelfeltételei a gazdaság potenciális növekedését is kedvezőtlenül érinthette. A termelési tényezők kínálata továbbra is gyenge. A vállalati tőkefelhalmozásra néhány nagyberuházás kivételével folytatódó visszaesés jellemző. Bár a tartós munkanélküliek száma a második negyedévben némileg csökkent, ám szintje továbbra is magas, a válság előtti értéket meghaladó szinten alakul. A tartósan magas hosszú távú munkanélküliség az állásnélküliek képességeinek erodálásához és foglalkoztatási esélyeinek csökkenéséhez vezet (4-31. ábra). A vállalati csődráták változatlanul magasak, amelyek a tőkeállomány leépülésén és a termelékenység fékezésén keresztül negatívan érintik a potenciális kibocsátást (4-32. ábra). A csődráták alakulásában is megfigyelhető a gazdaságot jellemző kettősség: a belső kereslettől függő ágazatok (építőipar, piaci szolgáltatások) esetében a válság óta a csődráták fokozatosan növekednek, a feldolgozóiparban ennek a fordítottja figyelhető meg. A globális konjunktúra újbóli romlása azonban a vállalati csődráták esetében is ismételt emelkedést okozhat.

Összességében a potenciális kibocsátásról alkotott képünk rövid távon előre tekintve némileg kedvezőtlenebb júniusi képünkénél. A tartósan szigorúbb hitelfeltételek, a gyengébb beruházási aktivitás és a munkapiac lassabb normalizálódása a legtöbb fejlett gazdasághoz hasonlóan a hazai potenciális növekedés élénkülését is fékezheti a következő években.

4-32. ábra
Vállalati csődráták alakulása*
 (2005–2011)



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

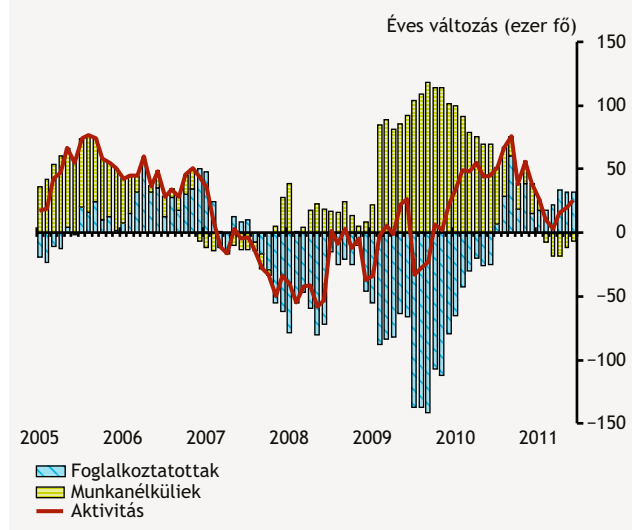
4.4. Foglalkoztatás és munkapiac

Lassú javulás jellemezte a hazai foglalkoztatás alakulását 2011 első felében. A foglalkoztatás növekedése döntően az állami közmunkaprogramok újbóli kiírásához köthető, miközben a versenyszféra munkaerő iránti keresletében a konjunktúrakilátások újbóli romlásával összhangban ismét erősödő kivárás érzékelhető. A növekedésre jellemző heterogenitás a munkapiaci folyamatokban is változatlanul megfigyelhető. A külpiacainkra termelő és az ezeket kiszolgáló ágazatokban mérsékelt létszámbővülést figyelhattunk meg az év első felében, míg a belföldre termelő vállalatoknál a gyenge belső kereslet és a kedvezőtlen kilátások miatt nem volt jelentős változás. A növekedést övező kockázatok erősödése miatt a versenyszféra új munkaerő-felvétele az elmúlt negyedévben ismét a rugalmasabb foglalkoztatási formák irányába mozdult el.

4-33. ábra

Az aktivitás éves változásának megoszlása

(2005–2011)

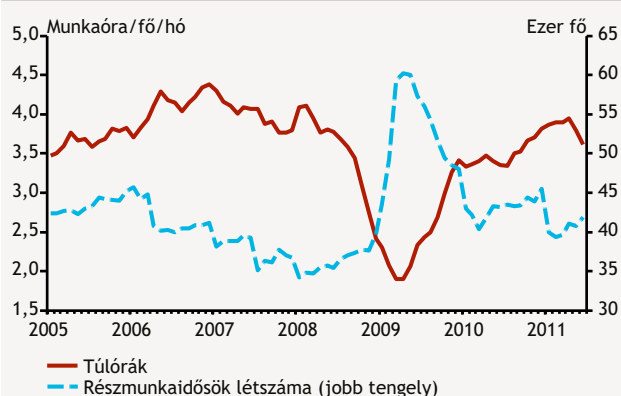


Az elmúlt negyedévben is tovább folytatódott a hazai munkapiaci aktivitásnak a válság kitörése óta megfigyelt növekedése. A korábbi évek kormányzati intézkedéseinek (nyugdíjkorhatár emelése, rokkantnyugdíj szigorítása) aktivitást bővítő hatásai változatlanul érvényesülnek, amit 2012-től tovább erősítenek a Széll Kálmán-terv és a konvergencia-program keretében már bejelentett újabb munkapiaci aktivitást növelő intézkedések. Az álláskeresési támogatás átalakítása, a táppénzre vonulás szabályainak változása, valamint a rokkantnyugdíjasok jogosultságainak 2012-ben esedékes felülvizsgálata egyaránt hozzájárulhatnak az aktivitás gyorsuló emelkedéséhez (4-33. ábra).

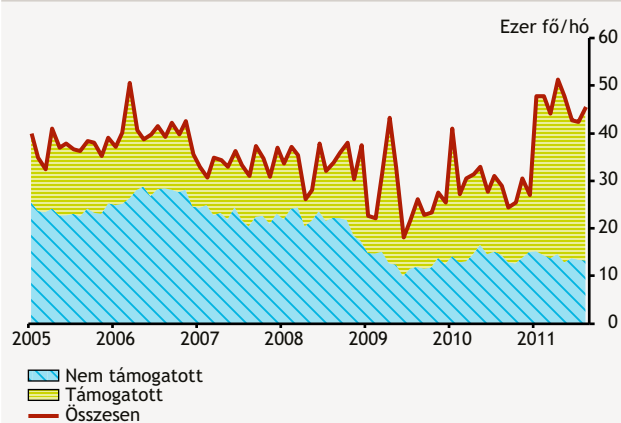
A növekvő munkakínálatot az elmúlt negyedévekben nagyobb részben az állami közmunkaprogramok újbóli kiírása szívta fel, miközben a versenyszféra munkaerő iránti kereslete a konjunkturális kilátások elbizonytalanodásával ismételen lassult.

Az elmúlt hónapok makrogazdasági eseményei és a beérkező reálgazdasági adatok nemcsak a hazai, hanem nemzetközi szinten is rosszabb növekedési környezetet vetítenek előre. A vállalatok a bizonytalan gazdasági környezethez első lépésben a rugalmasabb foglalkoztatási formák (részmunkaidős és kölcsönzött munkaerő foglalkoztatásával) alkalmazásával igazodtak. A növekedést az elmúlt években jellemző erős kettőség a foglalkoztatási folyamatokban változatlanul megfigyelhető. A foglalkoztatottság enyhe növekedése döntően a feldolgozóiparhoz köthető, míg a piaci szolgáltatások vállalatait továbbra is kivárás jellemzi, így körükben nem figyelhető meg változás a foglalkoztatottságban. A feldolgozóipari vállalatok óvatosságát jelzi, hogy az idei év első hónapjaira a túlórák száma a válság

4-34. ábra
A túlórák és a részmunkaidősök óráinak alakulása a feldolgozóiparban

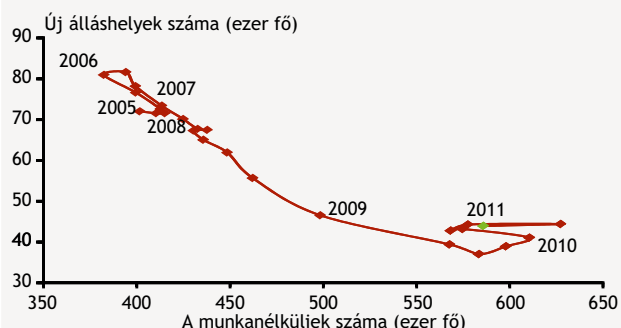


4-35. ábra
Kiírt új álláshelyek számának alakulása (2005–2011)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat.

4-36. ábra
A Beveridge-görbe alakulása* (2005–2011)



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

előtti szintre emelkedett, miközben a létszámbővülés ennél jóval kisebb mértékű volt. A feldolgozóipar romló konjunkturális kilátása az utóbbi hónapokban a ledolgozott túlórák májusi–júniusi csökkenésében is jelentkezett (4-34. ábra).

A munkaerő iránti kereslet lassulását a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai is megerősítik. A kiírt új álláshelyek száma a versenyszektorban az elmúlt negyedévekben enyhén csökkent, jelentős számú új álláshely csak az állami közfoglalkoztatási programok keretében keletkezett (4-35. ábra).

A gazdasági kilátások újbóli romlása rövid távon a munkaerő iránti keresletet tovább fékezheti, így a versenyszférában foglalkoztatottak száma várhatóan az idei év második felében nem mutat érdemi elmozdulást.

Az állami szektorban a második negyedévben jelentős létszámbővülés ment végbe, de a teljes létszám még így is alacsonyabb az egy évvel korábban mértnél. A növekedés a közfoglalkoztatási programok újbóli kiírásának köszönhető, melyek közel 20 ezer munkavállalónak biztosítanak – főként részmunkaidőben – munkát. Az év második felében a közmunkaprogramok további bővítésére számítunk, így az állami szektorban foglalkoztatottak száma érdemben tovább növekedhet.

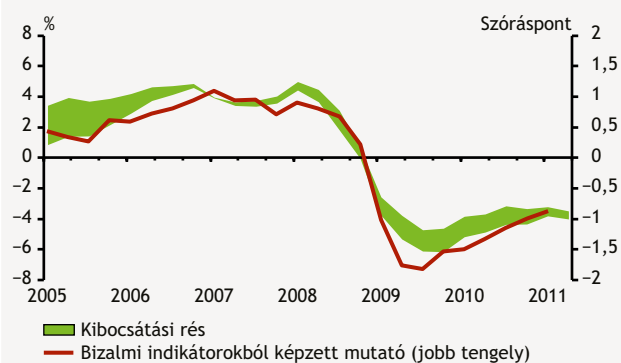
Az aktív munkakeresők számának emelkedése, valamint a csak lassan helyreálló munkaerő-kereslet eredményeképpen a munkanélküliség változatlanul historikusan magas szinteken alakult. Ezzel összhangban az egy üres álláshelyre jutó munkanélküliek száma továbbra is magas. A munkapiaci feltételek változatlanul lazák (4-36. ábra), a Beveridge-görbén érdemi elmozdulást az elmúlt negyedévekben nem figyelhettünk meg.

4.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

A kibocsátási résről alkotott képünk az elmúlt negyedévben nem változott jelentősen, így a vártnál gyengébb GDP-adat elsősorban a trendfolyamatokról alkotott képünket rontotta. Ezzel együtt továbbra is jelentős szabad kapacitások vannak a gazdaságban, melyek megoszlását az általános konjunkturális környezetnek megfelelő kettősség jellemezheti. Előre tekintve, a külső konjunktúra romlása és a hitelfeltételek romlása ismét a gazdaság ciklikus helyzetének romlását és az ebből adódó dezinflációs hatások erősödését okozhatja.

4-37. ábra
A kibocsátási rés alakulása*

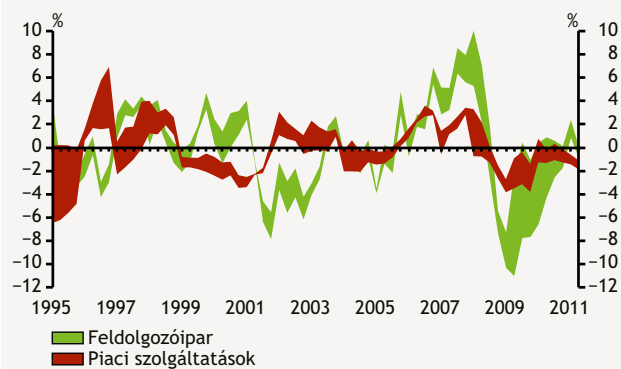
(2005–2011)



* A kibocsátási rés sávja több módszerrel készített becslésből adódik. A bizalmi indikátorokból képzett mutató több, a vállalati kapacitáskihasználtságot tükröző idősor információtartalmát összegzi főkomponens-elemzés segítségével.

4-38. ábra
Kapacitáskihasználtság a versenyszféra ágazataiban*

(1995–2011)



* Trendtől vett százalékos eltérések. A sávok több módszerrel készített kapacitáskihasználtsági indikátorból adódnak.

Az elmúlt negyedévben a kibocsátási résről alkotott képünk nem változott jelentősen, becsléseink szerint a kibocsátás továbbra is körülbelül 3 százalékkal maradhat el potenciális szintjétől (4-37. ábra). Az export továbbra is megközelítőleg a potenciális szintjének megfelelően alakulhat, és bár a második negyedéves kedvezőtlen egyedi hatások korrigálódhatnak a harmadik negyedévben, a felvevőpiacok romló konjunkturális kilátásai miatt a külső piacaink ciklikus helyzete a következő negyedévben is várhatóan gyengül.

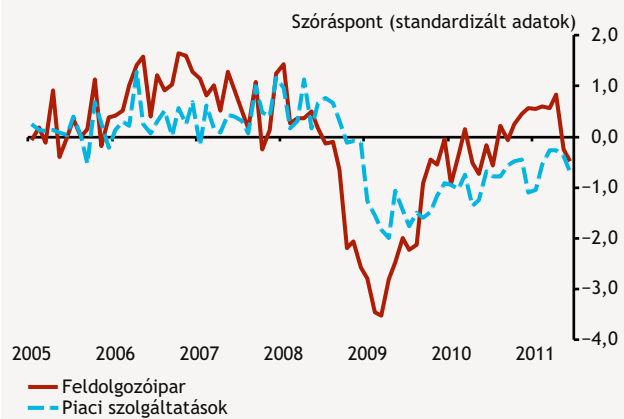
A gyenge belső kereslet következtében a belső felhasználási tételek ciklikus pozíciója a második negyedévben is erősen negatívan alakulhatott. A beérkezett inflációs adatok megfeleltek előzetes várakozásainknak, így a visszafogott lakossági keresletből adódó árleszorító hatás a korábbi becsléseinkkel közel megegyező mértékű lehetett.

A beruházások esetében továbbra is megfigyelhető az a gazdaság egészére jellemző kettősség, hogy az exportszektorhoz kötődő ágazatok – bár csökkenő mértékben – jobban teljesítenek, míg a belső keresletre termelő ágazatok kibocsátása alacsonyabb. Ennek megfelelően a vállalati beruházások jóval kisebb mértékben maradnak el potenciális szintjüktől, mint a lakossági beruházások.

Az ágazatok kapacitáskihasználtságát mérő indikátorok nem utalnak a kibocsátási rés jelentős elmozdulására, azonban amennyiben az ipar kapacitáskihasználtságának második negyedévben megfigyelt csökkenése tartóssá válik, a kibocsátás potenciális szinttől való elmaradása ismételten nőhet (4-38. ábra).

A két ágazat munkaerő-állományának intenzitását mérő túlóraadatok szintén jelzik, hogy a második negyedévben romlott az export ciklikus pozíciója. A feldolgozóipari túl-

4-39. ábra
Egy főre eső havi túlórák száma a versenyszférában*
 (2005–2011)



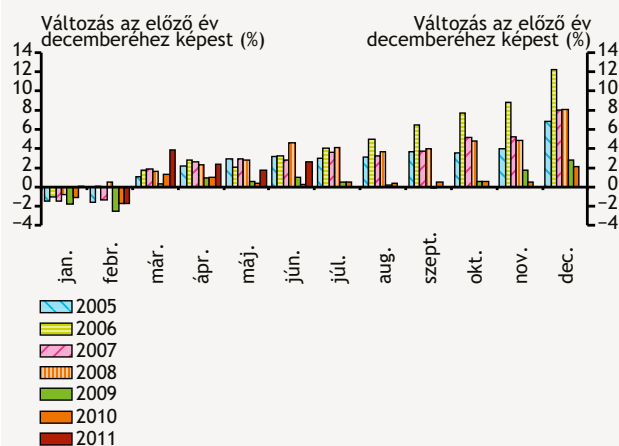
* Szezonálisan igazított standardizált adatok háromhavi mozgó átlaga.

órák 2011 elején már megközelítették a válság előtt megfigyelt átlagos szinteket, az idei év második negyedében azonban újból érdemben csökkentek. A piaci szolgáltatóágazatokban teljesített túlórák száma azonban továbbra is tartósan és jelentősen elmarad a válságot megelőző szintektől (4-39. ábra).

4.6. Költségek és infláció

A nyári hónapokban számottevően csökkent a hazai infláció. A fogyasztói árak alakulását változatlanul a kedvezőtlen keresleti környezet és a magas nyersanyagárak kettősége határozza meg. A kedvező mezőgazdasági terméseredményeknek és a világszerte energiák jelentős emelkedése mellett is alacsony dinamikát mutató szabályozottár-alakulásnak köszönhetően az infláció júliusban 3,1 százalékra süllyedt, amit augusztusban korrekció követett. Az alacsony inflációs ráta ellenére folytatódott a maginfláció közel egy éve tartó gyorsulása is, ami főként a feldolgozott élelmiszerek áremelkedéséhez köthető. Az elmúlt negyedévben erősödött a versenyszféra bériáramlása. Ez utóbbi folyamat háttérében a feldolgozóipar esetében az év első harmadának kedvező termelési eredményei állhatnak, míg a szolgáltatás szektor rendszeres béreinek emelkedésében a gazdaság fehéredése is szerepet játszhatott.

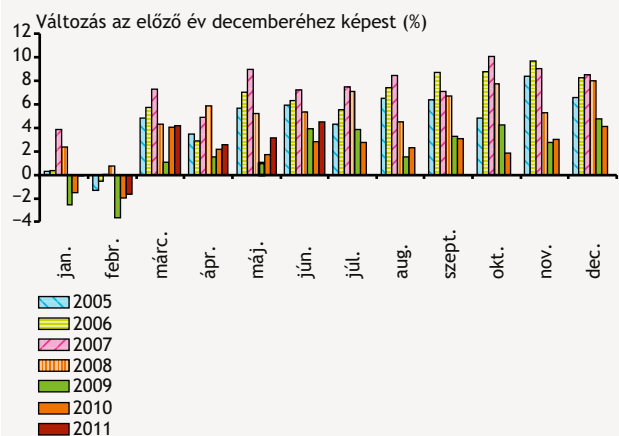
4-40. ábra
Piaci szolgáltatások rendszeres béreinek növekedése
(2005–2011)



4.6.1. BÉREK

Az idei év első két negyedében gyorsult a versenyszféra bérnövekedése. A májusban kiugró mértékű emelkedést júniusban korrekció követte, ami a hazai és a globális konjunktúra romlásával a következő hónapokban is folytatódhat. A rendszeres bérkomponensek esetében az erősödő bériáramlás döntően a feldolgozóiparhoz köthető (4-40. ábra), viszont a piaci szolgáltatások körében is emelkedő béreket lehetett tapasztalni (4-41. ábra). A feldolgozóipar bérnövekedését az év első harmadának erős termelési eredményei magyarázhatják, ami a ledolgozott munkaórák emelkedésében és így a bérek növekedésében is jelentkezhetett. Figyelmeztető jel lehet azonban, hogy a második negyedévben több feldolgozóipari ágazat reálbérei is a termelékenység meghaladó ütemben bővültek (4-42. ábra).

4-41. ábra
A feldolgozóiparban a rendszeres bérek változása
(2005–2011)

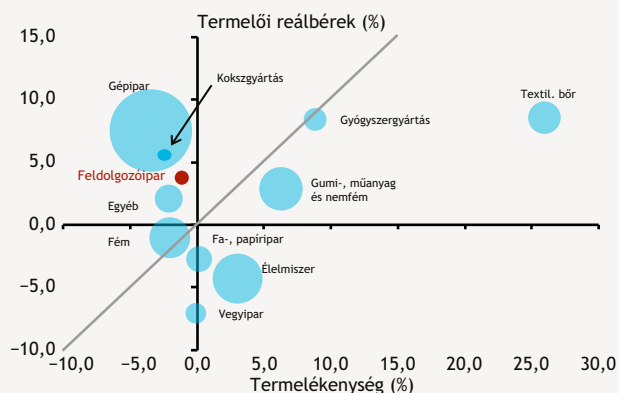


Az elmúlt hónapokban a belföldre termelő ágazatokban – a gyenge belső kereslet ellenére – jellemzően a szolgáltató-ágazatok (vendéglátás, kereskedelem) és az alacsonyabb foglalkoztatotti létszámmal rendelkező vállalatok (4–9 fő, illetve 10–19 fő) bérei gyorsultak a leginkább. Tekintve a szolgáltató-ágazatok konjunkturális helyzetéről rendelkezésünkre álló információkat, a múltbeli tapasztalatainkat – miszerint az említett vállalatok gyors bérnövekedése többször a szektor fehéredésére utalt –, a munkapiac fehéredése az aktuális bérindex emelkedésében is megjelenhetett (a versenyszféra bérnövekedéséről részletesebb elemzést a 6.1-es kiemelt elemzésünk tartalmaz).

Az emelkedő munkaköltségek és a stagnáló termelékenységnövekedés mellett 2011 első félévében a fajlagos munkakerétségek enyhén növekedtek. A munkaegységköltségek növekedése azonban mélyen elmarad a historikus átlagtól,

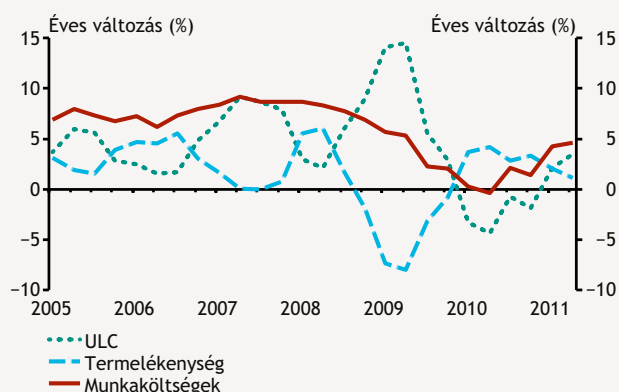
4-42. ábra
A termelékenységek és a reálberek alakulása a feldolgozóipar egyes ágazataiban*

(2011. második negyedév, éves változás)



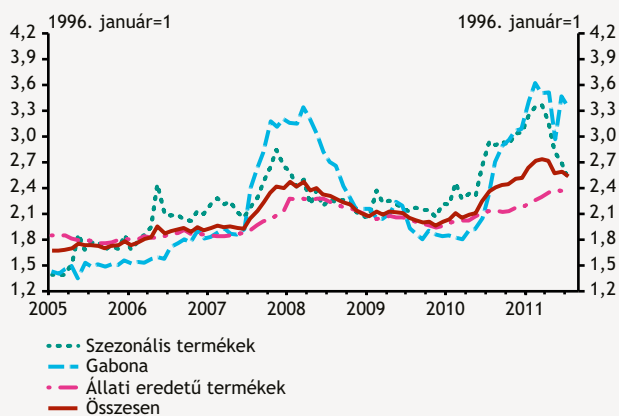
* A buborékok az ágazatok létszám szerinti méretét jelzik.

4-43. ábra
A munkaköltség, termelékenység és ULC (munkaegységköltség) alakulása a versenyszférában



4-44. ábra
A mezőgazdasági termelői árak*

(1996. januárhoz viszonyított árszint)



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

így a munkapiac felől csupán mérsékelt költségoldali nyomás jelentkezett (4-43. ábra).

A közzféra bérnövekedése továbbra is a közfoglalkoztatással összefüggő összetételhatással magyarázható, enélkül a költségvetési intézmények bruttó átlagkeresetei gyakorlatilag nem változtak a tavaly júniusi értékükhöz képest.

Összességében a laza munkapiaci feltételek továbbra sem indokolják a bérek emelkedését, így a munkapiac oldaláról jelentkező inflációs nyomás mérsékeltnek tekinthető.

4.6.2. TERMELŐI ÁRAK

A nyersanyagárak csökkenésével összhangban az elmúlt hónapokban a termelői árak fokozatos korrekciója ment végbe. A nyers élelmiszerek esetében, ahogy a korábbi emelkedés, a korrekció is főként a gyümölcs-, zöldség-, valamint a gabonaárakra volt jellemző. Az állati eredetű termékek közül csupán a tejtermékek áralakulása követte a nyersanyagárak alakulását, a húsipari termékek áraiban az év első felében magas nyersanyagárak egyelőre még nem tükröződnek (4-44. ábra).

Az elmúlt év magas alapanyagárainak hatása az ipari termelési lánc egyre szélesebb spektrumaiban érzékelhető. 2010 második felétől a további felhasználásra és fogyasztásra termelő vállalatok termelői árai is jelentős emelkedést mutatnak. Az elmúlt hónapokban a fogyasztói árak csökkenő ütemű emelkedését tapasztaltuk, annak ellenére, hogy a költségek körében nem volt jelentős korrekció (4-45. ábra).

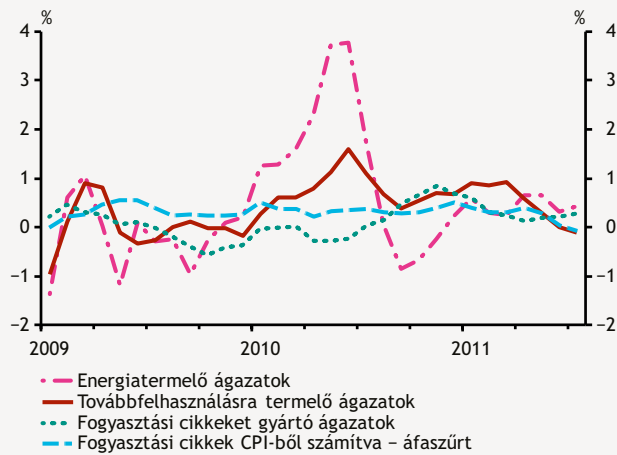
4.6.3. FOGYASZTÓI ÁRAK

Júliusban az infláció 3,1 százalékra csökkent, majd augusztusban 3,6 százalékra emelkedett. A ráta nyári hónapokban megfigyelt lassulását döntően az élelmiszerek és üzemanyagok árának csökkenése és a szabályozott árak esetében megfigyelt historikusan alacsony árváltozások okozták (4-46. ábra). A ráta augusztusi emelkedésének hátterében döntően az üzemanyagárak újbóli emelkedése és bázishatások álltak. Az európai folyamatokhoz hasonlóan, az elmúlt negyedévekben a hazai inflációt is többnyire a magas nyersanyagárak első körös hatásai tartották az inflációs cél fölött. Az erős költségsokkok hatása jelenleg a maginfláció gyorsulásában is jelentkezett, ám ezt szinte teljes egészében a feldolgozottélelmiszer-árak nagyarányú emelkedése okozta. Bár az éves maginfláció augusztusra 3 százalék fölé emelkedett, a feldolgozott élelmiszereket leszámítva a főbb maginflációs tételekben továbbra is historikusan alacsony árváltozásokat figyelhetünk meg (4-47. ábra).

4-45. ábra

Ipari termelői árak és a fogyasztói árak

(3 havi mozgó átlag)



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

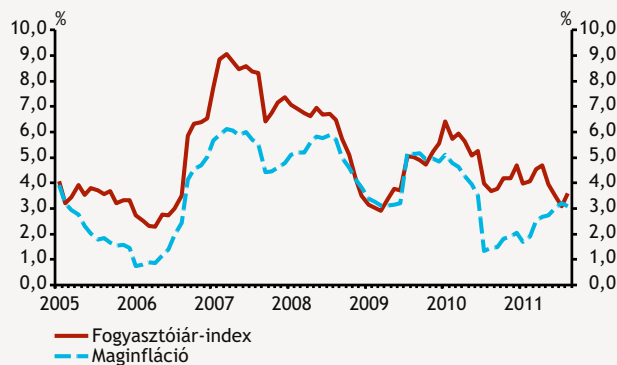
A piaci szolgáltatások inflációja a gyenge keresleti környezettel összhangban továbbra is alacsony. Ebben a termékörben főként az év eleji hónapoknak van meghatározó szerepe az átárazások szempontjából. Idén a korábbiaknál alacsonyabb áremeléseket tapasztalhattunk, ezért az év hátralévő részében is változatlanul alacsony infláció valószínűsíthető a szolgáltatások területén.

Az iparcikkek árazását egész évben erős heterogenitás jellemezte. A tartós termékek árai csökkentek, míg a nem tartós iparcikkek esetében folytatódott a január óta jellemző áremelkedés. Ez arra utalhat, hogy a nem tartós termékek esetében az elmúlt fél év költségsokkjai ellensúlyozhatták a gyenge kereslet és az év eleje óta stabil árfolyam inflációmérséklő hatását. Az általánosnál is lényegesen gyengébb keresleti környezetben a tartós cikkek áralakulásában a költségsokkok hatásai egyelőre nem érzékelhetőek. A költségsokkok mértékét és globális jellegét tekintve azonban valószínűsíthető, hogy az ebből eredő árnyomás a következő hónapokban az iparcikkek egyre szélesebb körében jelentkezhet.

4-46. ábra

A fogyasztóiár-index és a maginfláció

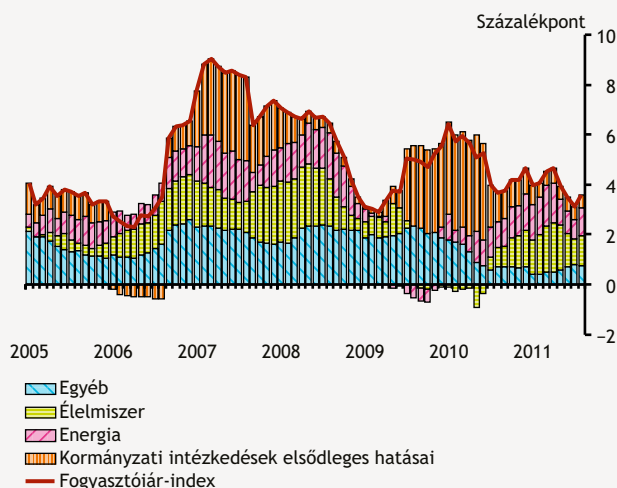
(éves változás)



Az 2010-ben globálisan a kedvezőtlen időjárás miatti magas nyersanyagárak fokozatosan gyűrűztek be a feldolgozott élelmiszerek áraiba, ami az év elejétől gyorsuló inflációt okozott a termékörben. Az árak emelkedéséhez év elején egyedi tényezők, mint pl. a cukor árának kiugróan magas emelkedése is hozzájárult. Ennek egy része már korrigálódott, de a következő hónapokban további csökkenésre számíthatunk. A jelenlegi nyersanyagársokk mértéke hasonló a 2007–2008-ban tapasztaltnak, annak árfelhajtó hatása a fogyasztói feldolgozottélelmiszer-árakban a gyenge kereslet miatt egyelőre lassabban és kisebb mértékben jelentkezett. Az termelői árak ideji korrekciójának hatása csökkentheti a termékörben jelentkező költségyomást, viszont ez a fogyasztói árakban csak hónapokkal később jelentkezhet (4-48. ábra).

4-47. ábra

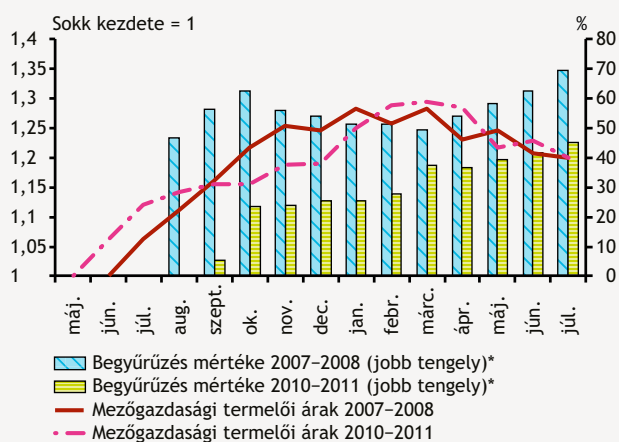
A fogyasztóiár-index dekompozíciója



A maginflációs körbe tartozó dohánytermékek inflációja a dohánypiacon kialakuló árverseny következtében historikusan alacsonynak tekinthető. Az éles verseny miatt a januárban megemelt jövedéki adó áremelő hatása alig látszik az adatokban.

A maginfláción kívüli tételek esetében az alacsonyabb olajárak mérsékelten, míg a csökkenő mezőgazdasági termelői árak nagymértékben csökkentették a termékör inflációját az elmúlt hónapokban. Összhangban a kormány törekvésével (a lakosság megélhetési költségének szinten tartása), a hatósági energiaárak – a korábbi évekkal ellentétben – nem követték az energiahordozók világpiaci árának emelkedését. Főként ennek köszönhetően, a szabályozott árú termékek inflációja historikusan alacsonynak tekinthető.

4-48. ábra
A mezőgazdasági termelői árak begyűrűzése a feldolgozott élelmiszerek fogyasztói árába*

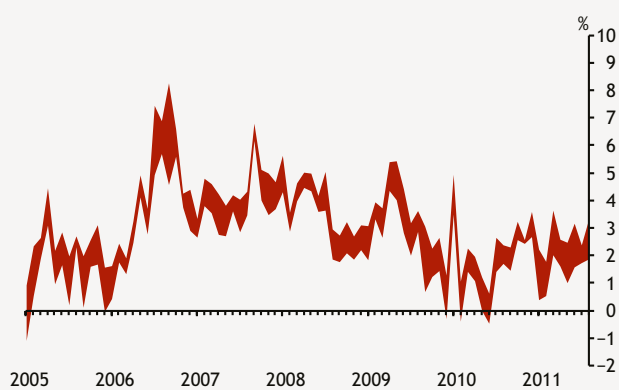


* A begyűrűzés mértéke a feldolgozott élelmiszerek árszintjének változását mutatja az előző 6 hónap kumulált mezőgazdasági termelőiár-szintjéhez képest.

Az augusztusban csökkenő olajár némileg mérsékelte az árnyomást, ezzel együtt a jövőbeli áremelés szükségességét.

Összességében az elmúlt hónapok inflációs folyamatait a költségek felől jelentkező sokkok határozták meg, miközben a belföldi keresleti nyomás változatlanul alacsonynak tekinthető. Ez utóbbit erősíti még, hogy az inflációs folyamatot megragadó mutatóink az elmúlt év közepe óta jellemző, visszafogott tartományban maradtak (4-49. ábra). Bár a keresletoldali inflációs hatások változatlanul nagyon gyengék a gazdaságban, az év végéig az éves infláció emelkedésére számítunk. Az éves ráta gyorsulását bázishatások mellett, a gyengülő forintárfolyam miatt emelkedő üzemanyagárak, a szabályozott energiaárak támogatási rendszerében lezajló változások módszertani hatása és az év végére bejelentett jövedékiadó-emelések okozzák. Ezek hatására a fogyasztóiár-index a következő hónapokban is érdemben a 3 százalékos cél fölött maradhat.

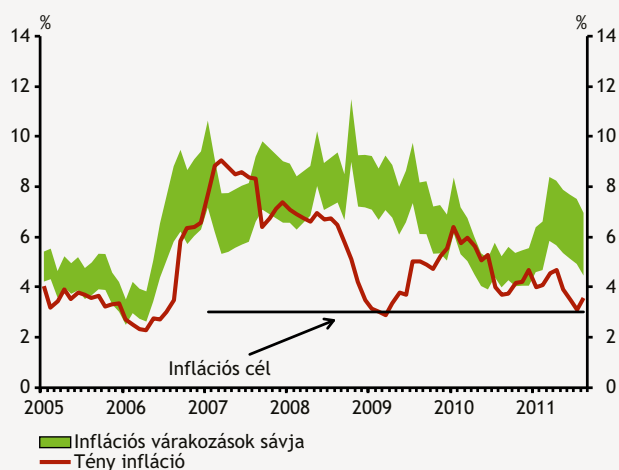
4-49. ábra
Az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók sávja



4.6.4. INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK

A lakossági inflációs várakozások a válság kezdete óta egészen 2010 közepéig folyamatosan csökkentek. A lakossági várakozások érzékenyen reagálnak az élelmiszer- és energiaárak növekedésére, így ez a csökkenő tendencia megtört 2010 végén, és a várakozást mérő mutatók ismét emelkedésnek indultak. Az élelmiszerárak korrekciójával párhuzamosan 2011 közepétől ismét csökkenni kezdtek (4-50. ábra).

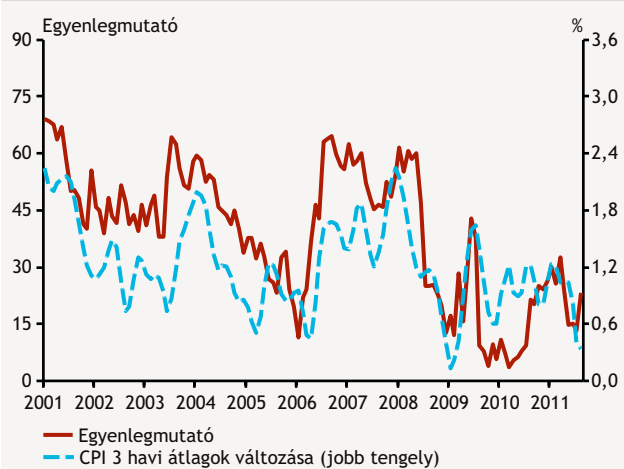
4-50. ábra
Lakossági inflációs várakozások



Forrás: az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás.

A végső fogyasztói árak szempontjából meghatározó szerepe lehet a kereskedelmi szektor áremelési várakozásainak is, melyek információt hordozhatnak az ágazat áremelési lehetőségeiről. A gyenge kereslet mellett a kiskereskedők áremelési várakozásai az év első felében csökkentek. Bár a mutató értéke alacsony szinten maradt, az utóbbi hónapok emelkedése arra utalhat, hogy egyes költségelemek még nem gyűrűztek be teljesen a fogyasztói árakba, ami némi árfelhajtó hatást jelenthet (4-51. ábra).

4-51. ábra
A kiskereskedelmi értékesítési árak várható alakulása
a következő 3 hónapban* és a tény infláció



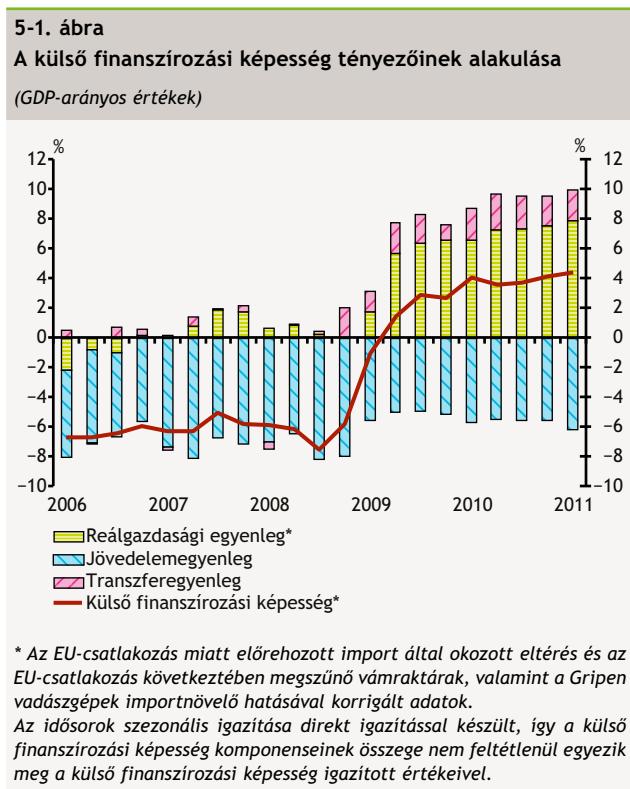
* Az egyenlegmutató az áremelkedésre számított arányának és az árcsökkenésre számított arányának a különbsége.
 Forrás: GKI.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A továbbra is robusztus reálgazdasági egyenleg és az EU-transzferek erőteljes beáramlása következtében 2011 első negyedében a GDP 4 százaléka feletti külső finanszírozási képességet tapasztaltunk. Ezzel párhuzamosan tovább folytatódott a válság kitörése óta megfigyelt forráskiáramlás, ami 2011 elején az adóssággeneráló források beáramlása és az adósságot nem generáló források kiáramlása mellett ment végbe. Az erősödő árfolyam és a gazdasági növekedés következtében – az adóssággeneráló források kismértékű beáramlása ellenére – a GDP-arányos nettó külső adósságrátánk a válság kitörése óta legalacsonyabb szintjére, 51 százalékra csökkent az első negyedévben.

5.1.1. FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG ALAKULÁSA



A magyar gazdaság (felülről számított) külső finanszírozási képessége enyhén tovább emelkedett, és 2011 első negyedévére a szezonálisan kiigazított érték elérte a GDP 4,3 százalékát (5-1. ábra). A reálgazdasági többlet növekedése és a főként az EU-transzferek által meghatározott transzferegyenleg emelkedése közel azonos mértékben járult hozzá a külső egyensúlyi többlet növekedéséhez. A jövedelemegyenleg hiánya eközben enyhén emelkedett, mérsékelve ezzel az ország finanszírozási képességét.

2011 első negyedévében a külső piacaink élénkülése közepette folytatódott az export gyors ütemű bővülése, ugyanakkor a nyomott belső kereslet ellenére már az import is a kivitellel azonos ütemben, éves szinten közel 20 százalékkal nőtt. Mindez azt eredményezte, hogy a reálgazdasági egyenleg többlete a vizsgált időszakban rekordszintre emelkedett, megközelítve a 8 százalékos GDP-arányos értéket. Ugyanakkor a második negyedévben – a külső konjunkturális helyzet romlásával párhuzamosan – a reálgazdasági egyenleg többletének növekedése már nem folytatódott.

A magas szinten stabilizálódó EU-transzfer-beáramlás hatására kismértékű emelkedést mutat a transzferegyenleg többlete is: 2011 első három hónapjában a GDP 2,1 százalékát érte el a szufficit. A jövedelemegyenleg hiányában ugyanakkor relatíve nagyobb növekedést tapasztaltunk: a szezonálisan igazított adatok szerint az idei év első negyedében a GDP-arányos 6 százalékos szint közel 0,5 százalékponttal haladja meg a megelőző negyedévek jellemző

értékét. Ennek háttérében főként a profitkiadások (becsült)⁶ emelkedése áll, bár ennek növekedését mérsékeltek a tavalyi évben bevezetett ágazati különadók. Emellett az elmúlt negyedévek stagnálását követően a kamategyenleg is romlott, ami az adósság magasabb kamatprémium mellett történő fokozatos átárazódásához köthető.

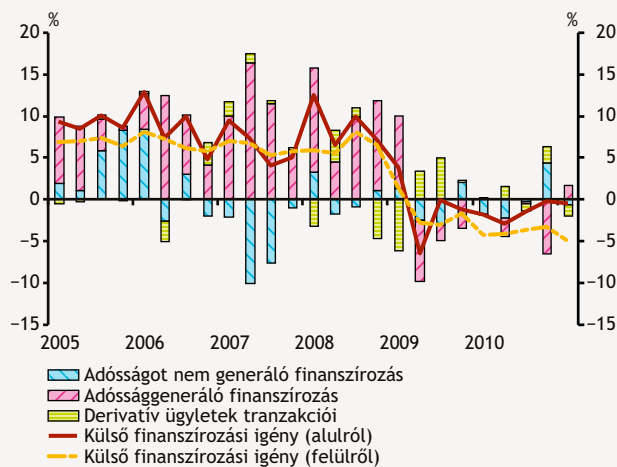
5.1.2. FINANSZÍROZÁSI FOLYAMATOK

A 2011 első negyedében rekordszintre emelkedő (felülről számított) nettó megtakarítói pozícióval szemben az alulról számított finanszírozási képesség nem érte el a GDP 0,5 százalékát, azaz a finanszírozási oldali folyamatok érdemben eltérő dinamikát mutatnak a reálgazdasági és jövedelmi oldalon tapasztalható tendenciákhoz képest (5-2. ábra). Mindez azt eredményezi, hogy az alulról és a felülről számított finanszírozási képesség közötti eltérés, a hibák és tévedések egyenlege az első negyedévben meghaladta a negyedéves GDP 4 százalékát. Fontos ugyanakkor megjegyezni, hogy bár ez az érték jelentős, régiós viszonylatban nem tekinthető magasnak. A finanszírozási szerkezet a befektetői megítélés szempontjából kedvezőtlenül alakult: az adósságot nem generáló források (közvetlen tőke és részvény) esetében nettó értelemben, ismét kismértékű kiáramlást tapasztaltunk és a derivatív ügyletekhez kapcsolódóan is nettó forráskiáramlásra került sor, az adósságeneráló források ezzel szemben összességében emelkedtek.

2011 első negyedében a nem adósság típusú forrásoknál a negyedéves GDP 0,6 százalékát kitevő nettó kiáramlás volt megfigyelhető. Eltérő tendenciák mutatkoztak a két fő tényező, a közvetlen tőke, illetve a portfóliórészvény jellegű források áramlása esetében. Előbbi esetében nettó tőkekiáramlás volt megfigyelhető: míg a rezidens szereplők által külföldön befektetett tőke közel 0,4 milliárd eurós szintet ért el, addig a közvetlentőke-behozatal nulla körül alakult. A hosszabb távú trendet illetően lásd az 5-3. ábrát. Ezzel szemben a portfóliórészvény típusú források áramlását főként a hazai eszközökbe befektetett külföldi tőke mintegy 300 millió eurós növekedése befolyásolta, a külföldi portfólióbefektetések növekménye elhanyagolható mértékű volt. Utóbbiban érdemi szerepet játszhatott, hogy a befizetések elmaradása miatt a hazai nyugdíjpénztárak már nem növelték tovább külföldi eszközeik állományát a vizsgált negyedévben.

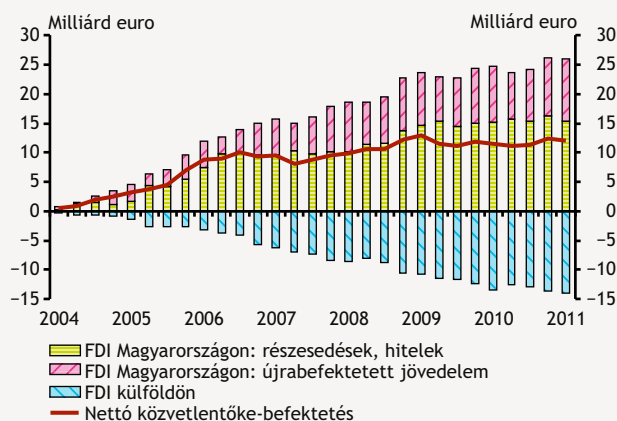
Ugyanezen időszak alatt – közel másfél évi adósságkiáramlást követően – közel 400 millió eurónyi, a negyedéves GDP 1,5 százalékát meghaladó mértékű adósság típusú forrás áramlott az országba. Érdekes azonban megjegyezni, hogy

5-2. ábra
A külső finanszírozás szerkezete
(GDP-arányos értékek)*



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

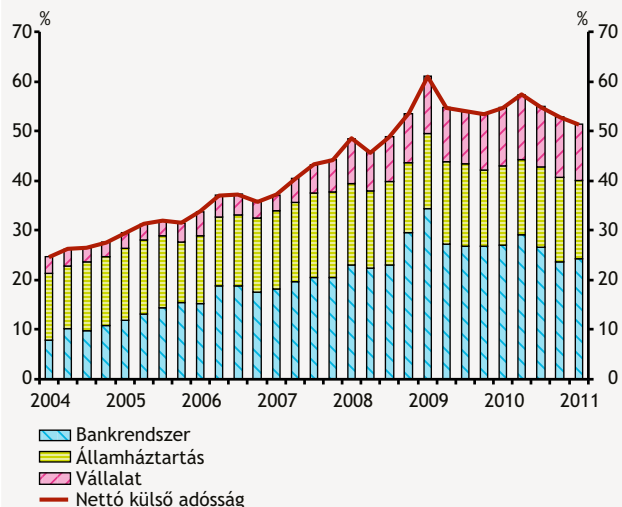
5-3. ábra
A közvetlen-tőke befektetések alakulása



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

5-4. ábra

A nettó külső adósság* alakulása a GDP arányában



* A tulajdonosi hitelek és a pénzügyi derivatívák nélkül számított, forint-alapú mutató.

ez az emelkedés részben egy technikai tényezőhöz, az állam EU-val szembeni nettó adósságállományának növekedéséhez⁷ volt köthető. Enélkül folytatódott volna az adósság típusú források kiáramlása. Mindezen túl az első negyedéves folyamatokat a 2010. év végén tapasztalt tendenciák⁸ korrekciója jellemezte: a bankok adóssága mintegy 2 milliárd euróval (a negyedéves GDP 8 százalékával) emelkedett, bár ez összességében elmarad a tavalyi év végén tapasztalt nagymértékű forráskiáramlástól. Ezzel szemben a jegybankkal konszolidált államháztartás külső adóssága 1 milliárd eurót meghaladó mértékben mérséklődött. Ez a csökkenés több ellentétes hatású tényező eredményeként adódott: a jegybank repoállományának visszaesése jelentősen csökkentette a szektor nettó adósságállományát, amit csak részben kompenzált a külföldiek állampapír- és MNB-kötvény-állományának, illetve az állam EU-val szembeni nettó adósságának emelkedése. A negyedévben sor került az ÁKK 2,5 milliárd eurós devizakötvény-kibocsátására, ami egyben a jegybanki devizatartalékot is ugyanilyen mértékben emelte meg, így a szektor nettó külső adóssága nem változott.

5.1.3. A KÜLSŐ ADÓSSÁGRÁTA

Az adósságeneráló források beáramlása ellenére a nettó külső adósságráta tovább folytatta az egy éve tartó csökkenését: az adósság forintértékéből számított mutató 2011 első negyedévének végére a GDP 51 százalékára⁹ mérséklődött. A csökkenés hátterében a forint erősödése, illetve – kisebb mértékben – a GDP növekedése állt. Az adósságráta a válság kitörése óta most érte el a legalacsonyabb szintjét: 2008 szeptemberéhez képest az államháztartás nettó külső adóssága enyhén csökkent, míg a bankok GDP-arányos nettó külső adóssága 1, a vállalatoké pedig több mint 2 százalékponttal emelkedett. Beérkező adataink alapján úgy látjuk, hogy a folyamat egészen a közelmúltig folytatódhatott, ugyanakkor a svájci frank árfolyamának gyors ütemű erősödése megállíthatta, visszajára fordíthatta az adósságráta mérséklődését.

⁷ Az EU-val szembeni nettó adósság emelkedése abból adódott, hogy az állam EU-val szembeni követelése közel 0,7 milliárd euróval csökkent. Ez azt jelenti, hogy az EU az első negyedévben utalt át olyan összegeket, amelyeket az állam már korábban előfinanszírozott, és ezért a múltban követelése keletkezett az EU-val szemben.

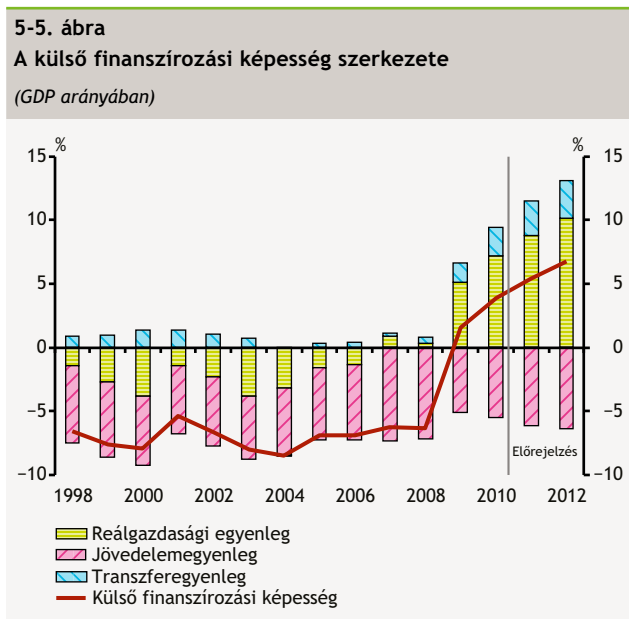
⁸ 2010 végén a bankrendszer gyors ütemben építette le rövid lejáratú külső forrásait, amit nagyrészt az MNB-től származó devizalikviditással pótolta. Ez utóbbit a jegybank ugyancsak külföldről, alapvetően repoműveleteken keresztül biztosította. Ennek a folyamatnak a korrekciója következett be az első negyedévben.

⁹ Az euroalapon számított külső adósságráta 53,4 százalék volt. Az eltérés hátterében statisztikai módszertani okok állnak.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

Az elkövetkező években a magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciójának további fokozatos javulásával számolunk. Előrejelzésünk szerint az ország finanszírozási képessége a GDP 5 százalékát meghaladó idei szintről 2012-ben 7 százalék közélebe nőhet, majd 2013-ra is további emelkedést várunk. Mindezek háttérében a reálgazdasági egyenleg folyamatosan növekvő többlete mellett az európai uniós transferek fokozódó beáramlása áll, míg a jövedelemegyenleg esetében a hiány emelkedését valószínűsítjük.

A romló gazdasági kilátások érdemben befolyásolták a külkereskedelmi folyamatainkkal kapcsolatos előrejelzésünket. Mind az export, mind az import növekedésére vonatkozó prognózisunkat mérsékeltek az egész előrejelzési horizonton, utóbbit kissé nagyobb mértékben. Az exportdinamika lassulása egyértelműen a nemzetközi konjunkturális helyzet romlásához köthető, míg az importot mind a belső, mind a külső kereslet (a lassabban növekvő export importtartalmán keresztül) romló dinamikája negatívan érinti. Prognózisunk továbbra is azzal a feltételezéssel számol, hogy az elkövetkező években a kivitel növekedése meghaladja a behozatalét. Ennek következtében a reálgazdasági egyenleg többletére vonatkozó előrejelzésünk tovább emelkedett az előző inflációs jelentés prognózisához képest.

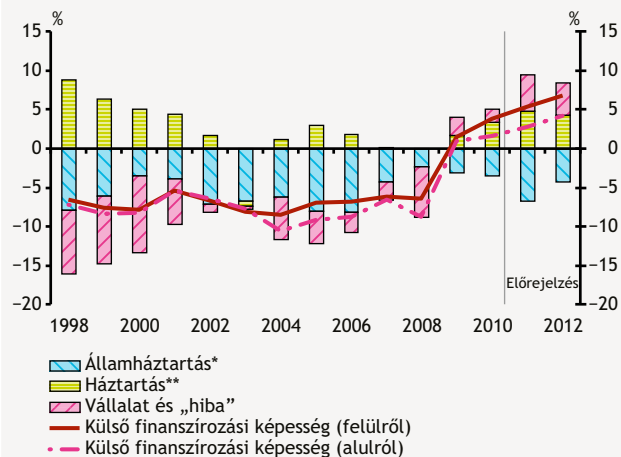


A transferegyenleg tekintetében nem történt érdemi változás előrejelzésünkben, továbbra is a meghatározó szerepet játszó európai uniós források jelentős mértékű nettó beáramlásával számolunk. Várakozásunk szerint a kedvező folyamatok fennmaradnak a 2013-ig tartó uniós költségvetési tervezési időszak végéig, ami azt eredményezi, hogy az EU-transzferek a GDP 3,5-4,5 százalékával járulnak hozzá a magyar gazdaság külső finanszírozási képességéhez.

A reálgazdasági és transferegyenleg javulásának hatását mérsékli a jövedelemegyenleg hiányának fokozatos növekedése. Várakozásunk szerint az idei évi 6 százalék körüli deficit jövőre kisebb, 2013-ban már nagyobb mértékben emelkedik. Előrejelzésünk érdemben nem változott az előző inflációs jelentés óta, de ennek háttérében ellentétes hatású folyamatok állnak. Míg a profitegyenleg esetében a korábban vártnál rosszabb belső és külső kereslet miatt az egész időhorizonton kisebb, ám továbbra is növekvő profitkiadásokkal számolunk, addig a kamategyenleg pályája a nagyobb hiány irányába tolódott el. Utóbbi esetében a

5-6. ábra
Az egyes szektorok nettó finanszírozási képességének várható alakulása

(GDP arányában)



* A kibővített államháztartásba az állami költségvetésen túl az önkormányzatok, az ÁPV Rt., 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, nem tartalmazza az átlépők nyugdíj-megtakarításait, a hivatalos (pénzügyi számlában szereplő) nettó finanszírozási képesség eltér az ábrán jelzettől.

kockázati prémium emelkedése növelte, míg az eurohozamok mérséklődése csökkentette a várható hiányt.

A megtakarítási folyamatokat szektoronként vizsgálva továbbra is azt látjuk, hogy 2011-ben a magánszektor jelentősen javuló pozíciója és az államháztartás SNA-szemléletű hiányának növekedése összességében a pénzügyi mérleggel konzisztens (alulról számított) finanszírozási képesség jelentősebb emelkedését eredményezi. A 2012-ben érdemben javuló finanszírozási pozíció már főként az államháztartás finanszírozási igényének jelentős csökkenéséhez köthető, míg a magánszektor esetében az előző évihez képest már némileg mérséklődő megtakarítói pozíciót várunk.

A kibővített államháztartás pozíciójának idei nagymértékű romlásához a korábban ismert tényezők (adókiengedések, reálhozam-kifizetés) mellett újabb tételként a korábbi években visszatartott áfa idei visszafizetése is hozzájárul. 2012-től azonban már érdemben csökkenhet a hiány, amely elsősorban a Széll Kálmán-terv és a konvergenciaprogram intézkedéseinek megvalósítását feltételezi.

A háztartások GDP-arányos finanszírozási képessége a 2011-ben várható 5 százalék közeli szintről a következő években enyhén csökkenhet, de magas szinten marad. Az idei évben tapasztalható javuláshoz az adókiengedés, az óvatossági motívum erősödése és a korábban vártnál rosszabb hitelkörnyezet mellett – egyszeri tételként – a reálhozamok kifizetése is jelentősen hozzájárul. 2012-ben utóbbi kiesését részben ellensúlyozza a tervezett adóintézkedések várható megtakarításnövelő hatása. Ugyanakkor azt várjuk, hogy a hitelezési aktivitás az idei évben éri el mélypontját, és 2012-től kezdve lassú javulás kezdődik, ami a szektor finanszírozási képességének enyhe mérséklődésében is tükröződhet.

A vállalati szektor esetében továbbra is azt várjuk, hogy a jövedelmezőség javulása, a visszafogott beruházási aktivitás és a dinamikus növekvő EU-transzferek következtében a következő években is fennmaradhat a jelentős nettó megtakarítói pozíció. Mindezek mellett egyedi hatásként a szektor idei évi egyenlegét tovább javítja a kormányzat áfakifizetése.

5.3. A költségvetés helyzete és kilátásai

Előrejelzésünkben a makrogazdasági alappályával összhangban nem számoltunk a 2012. évi költségvetésre vonatkozó szeptember 16-i kormányzati bejelentésekkel, és a kedvezményes árfolyamon történő végtörlesztés költségvetési hatásaival. A szeptember 16-i bejelentések államháztartási hatásaira vonatkozó első becslések a 5-1. keretes írásban szerepelnek.

2011-ben elsősorban a jövedelemadók csökkentése következtében a költségvetési alapfolyamatok jelentős, a GDP 3,5 százalékát megközelítő lazítást jelentenek. 2012-ben azonban a Széll Kálmán-terv és a konvergenciaprogram intézkedései révén várakozásaink szerint 2,6 százalékpontos költségvetésikereslet-visszafogásra kerül sor.

Az államháztartás ESA-egyenlege a magánnyugdíjpénztártól átvett portfóliók bevételeként történő elszámolása következtében 2011-ben várhatóan 1,9 százalékos többletet mutat, és várakozásaink szerint teljesülhet a kormányzat által kommunikált, az egyszeri tételek jelentős részének kiszűrésevel számolt 2,9 százalékos kormányzati hiánycél. Kockázatot jelent azonban, hogy a stabilitási tartalék törléséhez kapcsolódó, az alacsonyabb kiadásokat megalapozó intézkedések egyelőre nem ismertek, így amennyiben a következő hónapokban sem alkalmazkodnak a költségvetési szervek az alacsonyabb előirányzathoz, akkor kedvezőtlenebb lehet az ESA-egyenleg. 2012-ben az egyszeri intézkedések már nem javítják a költségvetési egyenleget, így a 2011-ben eltörlésre került stabilitási tartalék egy részének bázisba történő beépülése ellenére is 3,7 százalékra nőhet az ESA-hiány.¹⁰ A növekedési kilátások romlása miatt elsősorban az áfabevételek és kisebb mértékben a bérhez kapcsolódó adó- és járulékbévételek alakulhatnak kedvezőtlenebbül korábbi várakozásunknál. Ezt csak részben ellensúlyozzák az addicionális adóintézkedések.

A 2010–2012-es időszakban a kibocsátási rés csak lassan zárul, így még a 2012-es hiányból is közel 2 százalékpontot a ciklikus komponens magyaráz. Ez azt jelenti, hogy az előrejelzésben figyelembe vett intézkedések révén a kibocsátási rés záródása, azaz a bevételek trendhez történő felzárkózása után hosszú távon 2,5 százalék alá mérséklődhet a GDP-arányos költségvetési deficit.

5.3.1. A FISKÁLIS KERESLETI HATÁS

2011-ben és 2012-ben az államháztartási egyenleget jelentős mértékben befolyásolják az egyszeri tételek, így a költségvetési alapfolyamatokat az átmeneti torzító hatásokat kiszűrő, kiegészített SNA-mutató alakulásán keresztül mutatjuk be. Az elsődleges SNA-egyenleg változása a fiskális impulzus jelzőszáma, amely azt méri, hogy a költségvetési intézkedések, folyamatok, valamint az automatikus stabilizátorok hogyan érintik a többi szektor jövedelmi helyzetét. A fiskális stimulus 2011-ben 3,4 százalék, majd 2012-ben 2,6 százalékpontos keresletszűkítésre kerülhet sor.

¹⁰ Előrejelzésünkben az eddig alkalmazott módszertanunk alapján csak a költségvetési hatások becsléséhez megfelelően részletezett és nagy valószínűséggel elfogadásra kerülő intézkedéseket vettük figyelembe

5-1. táblázat

Államháztartási egyenlegmutatók

(a GDP százalékában)

	2010	2011	2012
ESA-egyenleg	-4,3	1,9	-3,7
Kiegészített SNA-egyenleg	-3,5	-6,7	-4,3
Ciklikus komponens	-2,5	-1,8	-1,9
Ciklikusan igazított kiegészített SNA-egyenleg	-1,0	-4,9	-2,3

2011-ben a fiskális lazításhoz a legnagyobb mértékben a személyi jövedelemadó rendszerének átalakítása járul hozzá, ami önmagában a GDP mintegy 1,5 százalékkal növeli a lakossági nettó jövedelmeket. Egyszeri hatásként további közel 1-1 százalékpontos lazítást jelent a magánnyugdíjpénztári reálhozamok és – az Európai Bíróság döntésének értelmében – a gazdasági szereplőknek visszatérítendő áfa kifizetése.¹¹ Ezen hatásokat csak részben ellensúlyozza a GDP-arányos bérfeladások nominális bérfelfogyasztáshoz köthető visszafogása. Összességében a lakosságot több mint 2 százalékpontos, míg a vállalatokat mintegy 1 százalékpontos GDP-arányos kormányzati keresletélénkítő intézkedés éri 2011-ben.

A Széll Kálmán-terv és a konvergenciaprogram alapján 2012-ben tovább mérséklődhet az állami bértömeg, és ebben az évben jelentősen csökkennek a lakossági transzferek is, ami önmagában 0,7 százalékpontos költségvetésikereslet-visszafogást jelent. A transzferek közül egyaránt mérséklődhetnek a nyugdíjak, a családtámogatások, a munkanélküliek passzív ellátásai és a táppénz. A korábbi előrejelzéseinkkel szemben ugyanakkor nem számolunk a megváltozott munkaképességűeket és rokkantakat érintő intézkedések kor-

5-2. táblázat

A fiskális keresleti hatás dekomponálása

(a GDP százalékában)

	2010	2011	2012
SNA-hiány	-3,5	-6,7	-4,3
Fiskális impulzus*		3,4	-2,6
ebből			
Szja-változás		1,5	0,1
Nettó állami bérfeladás		-0,2	-0,2
Folyó transzfer		-0,1	-0,7
Egyszeri (áfa, reálhozam)		1,9	-1,9
Egyéb		0,4	0,1
Lakosságot érintő összesen		2,3	-1,7
Vállalatokat érintő összesen		1,2	-0,9

* Az elsődleges SNA-egyenleg változása.

¹¹ Ezen kifizetésre azért kerül sor, mert az Európai Bíróság jogellenesnek találta azt a magyar gyakorlatot, amely nem tette lehetővé az áfakülönbözet visszaigénylését az olyan beszerzés után, amelynek ellenértékét az adóalany nem fizette ki teljes egészében.

mányzati szándék szerinti teljes egyenlegjavító hatásával, mivel a megalapozott számításokhoz szükséges részleteket bemutató – a kormányzati kommunikáció alapján júliusra várt – törvényjavaslat nem került betervezésre. 2011-hez képest további, 2 százalékpontos keresletszűkítésnek felel meg, hogy 2012-ben már nem ismétlődik meg a reálhozam kifizetése és az Európai Bíróság által előírt áfa-visszatérítés. Az adóintézkedések hatása ebben az évben várakozásunk szerint nem lesz jelentős. A Széll Kálmán-terv és a konvergenciaprogram személyi jövedelemadó-rendszert érintő változásai összesen a GDP 0,1 százalékának megfelelő stimulust jelentenek. Ennek részeként a személyi jövedelemadó alapját már csak a munkaadói járulék fele fogja növelni, és átalakításra kerül az adójóváírás rendszere is. Összességében a lakosságot 1,7 százalékpontos, míg a vállalatokat mintegy 1 százalékpontos fiskális keresletszűkítés éri 2012-ben.

Az államháztartási hiány ciklikus komponense 2010 és 2012 között 0,6 százalékponttal mérséklődik, és még 2012-ben is megközelíti a 2 százalékot. A ciklikusan igazított SNA-egyenleg alakulása alapján a gazdasági teljesítmény középtávú szintjéhez történő felzárkózása után 2,5 százalék alá csökkenhet a GDP-arányos hiány.¹² A középtávon elérhető egyenlegről alkotott képet árnyalja, hogy a 2012-es, ciklikusan igazított SNA-egyenlegben az adóbevételek között szerepelnek a pénzügyi szervezeteket és az egyes ágazatokat érintő, a GDP 1,1 százalékát meghaladó mértékű különadók. Ezek közül 2013-ban ismereteink szerint csak a pénzügyi szervezeteket terhelő különadó fele fog fennmaradni, így a különadókból eredő bevétel csökkenése önmagában növelheti a középtávon elérhető hiányt. Másfelől a Széll Kálmán-tervből és a konvergenciaprogramból az alappályában elfogadott intézkedéseken felül további megtakarítás is elképzelhető 2012-ben, 2013-ban pedig újabb hiánycsökkentő intézkedéseket vetít előre a két terv.

5.3.2. ESA-EGYENLEG

2011-ben az alapfolyamatok mellett több egyszeri tételnek is jelentős hatása van az ESA-egyenleg alakulására, így a növekvő SNA-hiány mellett is 1,9 százalékos többlet lehet az államháztartásnak. Ez alapján teljesülhet a kormány által kommunikált, az egyszeri tételek jelentős részének kiszűrésével számolt 2,9 százalékos ESA-hiánycél. 2012-ben a magán-nyugdíjpénztári vagyron átadása már nem javítja az ESA-egyenleget. Ennek következtében a fiskális keresletszűkítés ellenére jelentősen romlik az ESA-egyenleg, és előrejelzésünk szerint a hiány elérheti a GDP 3,7 százalékát.

¹² Ennek kapcsán hangsúlyozni kell, hogy a gazdasági ciklusból eredő költségvetési hatás számítását csak jelentős bizonytalansággal lehet elvégezni.

Az SNA-egyenleghez képest az egyszeri tételek közül 9,5 százalékponttal javíthatja az egyenleget a magánnyugdíjpénztárból visszalépők reálhozamon felüli portfóliója. Ezzel szemben mintegy 2 százalékponttal ronthatja az egyenleget a MÁV és a BKV korábbi adósságainak átvállalása, illetve a PPP-szerződések tervezett kiváltása. Az SNA-egyenleg mellett az ESA-egyenleget is rontja az Európai Bíróság ítéletével összefüggő áfa-visszatérítés.¹³

A 2011-es ESA-egyenleg alakulása szempontjából kockázatot jelent, hogy a stabilitási tartalék – a költségvetési törvény 2011. júliusi módosításakor történő – törléséhez kapcsolódó, az alacsonyabb kiadásokat megalapozó intézkedések egyelőre nem ismertek, és a tartalék eltörlésének hatása a nettó kiadások első nyolchavi alakulásában csak részben tükröződött. Amennyiben a szervek és fejezetek nem lesznek képesek effektív intézkedésekkel alkalmazkodni a kiadási előirányzat csökkenéséhez, akkor felduzzadhat a szállítóirtartozás-állomány, és akár a pénzmaradvány-tartási kötelezettség is feloldásra kerülhet. Mindkét esetben kedvezőtlenebb lehet a 2011-es egyenleg. Ezen hatásokat némileg ellensúlyozhatja, hogy a folyamat időigényére való tekintettel megvalósíthatósági kockázatot látunk a PPP-szerződések tervezett kiváltása körül, és amennyiben a szerződések egy részének visszavásárlással történő megszüntetésére 2011 helyett csak 2012-ben kerül sor, az idei ESA-egyenleg a következő évi terhére javulhat.

2012-ben a magán-nyugdíjpénztári vagyron átadása már nem javítja az ESA-egyenleget. Ennek következtében a fiskális keresletszűkítés ellenére jelentősen romlik az egyenleg, és előrejelzésünk szerint a hiány elérheti a GDP 3,7 százalékát.

A 2012. évi költségvetés elkészítését megalapozó tervezési köriratban foglaltak alapján, korábbi előrejelzésünkkel szemben figyelembe vettük a stabilitási tartalék törlésének 2012-es bázisba történő részleges beépítését. 2012-es előrejelzésünk a Széll Kálmán-terv intézkedéseiből GDP-arányosan összesen 0,9 százalékpont közvetlen adótartalomtól megtisztított egyenlegjavító hatást tartalmaz, míg a konvergenciaprogram elemei közül érvényesítettük a személyi és dologi kiadások befagyasztását. Prognózisunkban számoltunk a legutóbbi inflációs jelentés publikálását követően bejelentett jövedékiadó-emelések, valamint a termékdíjak és játékadó emelésének hatásával is. Ugyanakkor a bázishatások, illetve az adóalapokat meghatározó gazdasági folyamatok vártnál kedvezőtlenebb alakulása a GDP arányában 0,6 százalékkal csökkenti a bevételeket. A lassabb fogyasztásbővülés és alacsonyabb bérdinamika következtében elsősorban az áfabevételek és kisebb mértékben

¹³ Előrejelzésünk a júliusban megjelent *Elemzés az államháztartásról* című kiadványhoz képesti változása elsősorban ezen döntéshez köthető.

a bérhez köthető adó- és járulékbévételek lehetnek alacsonyabbak korábbi prognózisunknál.

A költségvetési szervek kiadását övező bizonytalanság a 2011-es mellett a 2012-es ESA-hiány szempontjából is felfelé mutató kockázatot jelent, és jövőre a PPP-szerződések kiváltásának kormányzati szándéknál lassabb megvalósulása is magasabb hiányhoz vezethet.

5-1. keretes írás

A szeptember 16-án bejelentett kormányzati intézkedések költségvetési hatásai

A makrogazdasági alappályához kapcsolódó államháztartási előrejelzésünk 3,7 százalékos GDP-arányos ESA-szemléletű hiányt mutat 2012-re.

A bejelentés értelmében a kormány közel 450 milliárd forintos egyenlegjavulást kíván elérni a bevételi oldalon, az alábbi intézkedések útján:

- A normál áfakulcs 27 százalékra történő emelése közvetlen hatásként számításaink szerint a kormány által is várt 150 milliárd forinttal növelheti a bevételeket. A bejelentés alapján azonban ez a többlet az új országvédelmi tartalékba kerül. A tartalék csak abban az esetben javítja az egyenleget, ha az év folyamán nem kerül elköltésre, de amíg nem történik erre vonatkozó kötelezettségvállalás, a költségvetés kiadási oldala a többletbevétellel megegyező összeggel emelkedik.
- A bevételi többlet egy része a jövedéki és játékadó emeléséből ered, amit mi 47 milliárd forint értékben már figyelembe vettünk az alappályánkban is.
- Becslésünk szerint a munkavállalói járulék 1 százalékpontos növelése 69 milliárd forinttal, az egyéni és társas vállalkozók járulékalapjának szélesítése 24 milliárd forinttal, a veszteségelhatárolás szűkítése 22 milliárd forinttal, míg a cégautóadó emelése 8 milliárd forinttal növelheti a költségvetés bevételeit. Részletek hiányában nem tudjuk megbecsülni, hogy mekkora bevétel származhat az on-line szerencsejáték- és baleseti adó bevezetéséből.
- A félszuperbruttó adóalap és az adójóváírás együttes teljes kivezetése számításaink szerint közel 20 milliárd forintos adókiengedést jelent.

Az alappályánkhöz képest a bejelentett bevételi intézkedések összesen bő 270 milliárd forinttal javítják, miközben a személyi jövedelemadót érintő változtatások csaknem 20 milliárd forinttal rontják a költségvetési egyenleget, az országvédelmi tartalék pedig további 150 milliárd forinttal emeli a költségvetés kiadási oldalát. A bevételi intézkedések teljes pótlólagos egyenlegjavító hatása tehát bő 100 milliárd forintot tesz ki.

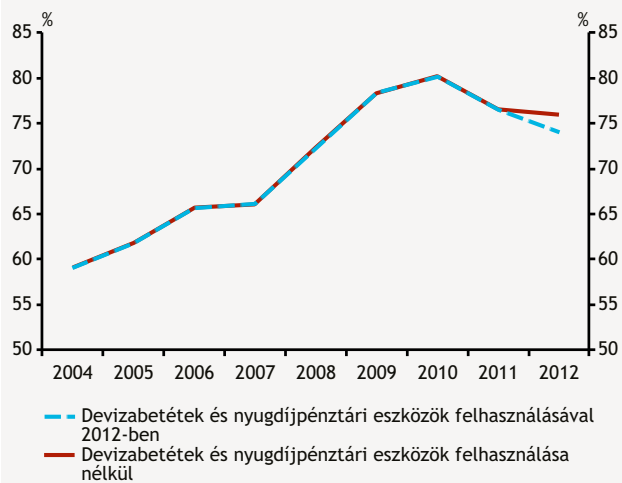
A kormány a bevételnövelő lépések mellett bejelentette, hogy a Széll Kálmán-terv intézkedéseiben és a stabilitási tartalék törlésének jövő évi bázisba építésén túl (amelyekkel mi is számoltunk az alappályánkban) a GDP 1 százalékának megfelelő, 300 milliárd forintos további kiadáscsökkentést hajt végre. A megtakarítást döntően hatékonyságjavulással kívánják elérni, ennek megalapozottsága a részletek ismeretének hiánya miatt azonban jelenleg nem ítéltető meg.

A kormányzat által bejelentett költségvetési hiányt érintő lépések közül csak a számítások elvégzéséhez kellően részletezett intézkedések hatása szerepel prognózisunkban. Ezek alapján az alappályánk 3,7 százalékos GDP-arányos hiány-előrejelzése 3,4 százalékra csökkenne. Ez azt jelenti, hogy minden mást változatlanul tekintve, a GDP 0,9 százalékának megfelelő további egyenlegjavulást kell elérni a 2,5 százalékos kormányzati hiánycél teljesítéséhez.

5.4. Az államadósság várható alakulása

Az államháztartás bruttó adóssága 2010 végén a GDP 80,2 százaléka volt, ami előrejelzésünk szerint az adósságráta tetőzését jelenti. 2011-ben a GDP-arányos adósság jelentős csökkenésére számítunk, amit döntően az állami nyugdíjrendszerbe visszalépők magán-nyugdíjpénztári portfóliójának állami átvétele okoz. 2012-ben enyhén tovább csökkenhet az adósságráta. Az év végére a mutató 75 százalék alá süllyedhet.

5-7. ábra
Az államadósság alakulása
(a GDP arányában)



Az államadósság 2011. évi alakulásában a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alaphoz került magán-nyugdíjpénztári portfólió játszik kiemelkedő szerepet. Az Alap által átvett magyar állampapírokat az adósságkezelő bevonta, ennek révén azonnal csökkent az államadósság a GDP 4,7 százalékaival. Emellett a többi eszköz fokozatos értékesítése lehetővé tette a rendszeres és egyedi költségvetési kiadások fedezését további adósságelemek kibocsátása nélkül.

A költségvetési hiányra, finanszírozásra és a forint árfolyamára tett előrejelzésünk mellett év végén a GDP 76,5 százaléka lehet az államadósság, ami tartalmazza a konvergenciaprogramban bejelentett adósságvállalásokat az állami közlekedési vállalatoktól. Alacsonyabb is lehet az adósságráta, amennyiben az átvállalásokra nem vagy csak részlegesen kerül sor. Előrejelzésünkben figyelembe vettük azt a kormányzati bejelentést, amely szerint a lejáró hitelek és kötvények törlesztésén felül további 1 milliárd eurót fordítanak az államadósság csökkentésére. Értelmezésünk szerint ez a magán-nyugdíjpénztári portfólió korábinál magasabb mértékű értékesítését jelenti, amit a felmerülő egyedi kiadások (például az áfa-visszatérítéssel kapcsolatos bírósági döntés) fedezésére fordíthatnak. Amennyiben ez megvalósul, akkor az eszközök aktuális piaci árfolyamától függően körülbelül 500 milliárd forint körüli eszköz marad év végén a portfólióban. Az állami devizabetét év végi állománya a 3 milliárd euro törlesztése után még némileg meghaladhatja az 1 milliárd eurót.

2012-ben a költségvetési hiányra vonatkozó előrejelzésünk és változatlan feltételezett árfolyam mellett csökkenhet a GDP-arányos adósság mértéke. A nyugdíjpénztári portfólió és a devizabetét finanszírozási tartalékot nyújt a költségvetésnek, amelynek felhasználásával gyorsabb mértékű adósságcsökkentés is elérhető, de ez kockázatokat hordoz magában a költségvetés középtávú finanszírozási lehetőségeit tekintve.

6. Kiemelt témák

6.1. Mi állhat a versenyszféra elmúlt hónapokban megfigyelt bérgyorsulása mögött?

2011 első felében a versenyszféra bérdinamikájának gyorsulását tapasztaltuk. A feldolgozóiparban ezt még indokolhatta az év elején kedvező konjunktúra, azonban a bérgyorsulás a mindvégig gyenge belső kereslettel szorosabb kapcsolatban álló piaci szolgáltatások esetében is megfigyelhető volt. Ráadásul az első negyedévben megfigyelt tendencia a második negyedévben – a jelentősen romló konjunktúrakilátások és az ipari termelés visszaesése ellenére – tovább folytatódott. Ennek hatására a reálbérek növekedése mind a feldolgozóipar, mind a szolgáltatások esetében meghaladta a termelékenységek bővülését, ami a vállalati szféra profitabilitásának romlását okozta. Elemzésünkben arra keressük a választ, hogy milyen, a konjunktúra alakulásától többé-kevésbé független tényezők okozhatták a bérdinamika gyorsulását.

ADÓVÁLTOZÁSOK

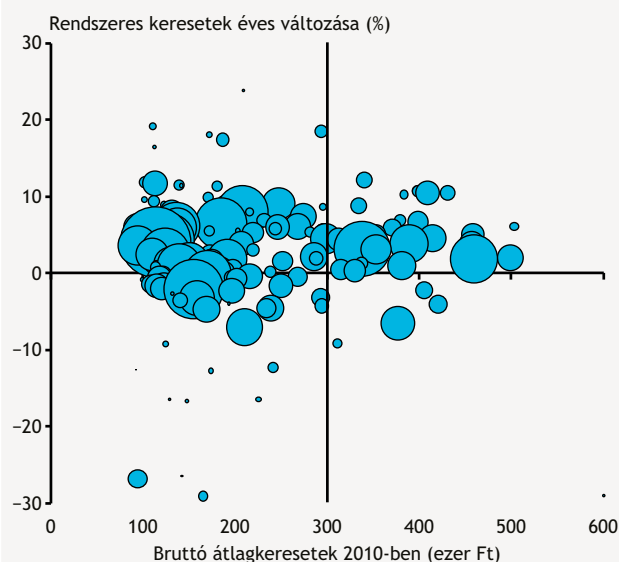
2010-ben, majd 2011-ben a kormányzat aggregált szinten jelentősen csökkentette a munkát terhelő adókat. A munkát terhelő adók könnyítése a munka relatív árának csökkenését jelenti, így rövid távon a bérhányad mérséklődéséhez vezet. A munkaadók ugyanis – különösen gyengébb érdekérvényesítő szervezetekkel rendelkező országokban – megpróbálják a reálbéreket alacsonyan tartani, és az adókönynyítést profitjuk növelésére felhasználni. Középtávon azonban a tőkéhez képest olcsóbbá váló munka a vállalatok munkakeresletét ösztönzi, így a foglalkoztatás bővülhet, a bérhányad pedig visszaállhat az eredeti szintjére.

A személyi jövedelemadó 2011-es változása azonban nem egyformán érintette a különböző jövedelmű munkavállalói csoportokat. Mint azt a 2010. novemberi inflációs jelentésében¹⁴ az MNB is ismertette, a bruttó 290 ezer forintnál kevesebbet keresők (a munkavállalók nagyjából nyolc tizede) rosszabbul jártak, azaz változatlan bruttó bérek esetén az ő nettó béreik csökkentek volna.¹⁵ A magasabb keresetűek esetében viszont ennek épp ellenkezője igaz: nettó jövedelmük változatlan bruttó bérek mellett is átlagosan 10-15 százalékkal növekedett volna. Ez alapján azt várnánk, hogy az alacsonyabb, illetve átlagos jövedelmi kategóriákban a bruttó bérnövekedés magasabb lehet, míg a magasabb jövedelmek esetén az adócsökkentés visszafogott bruttó béremelésre ad lehetőséget. Az intézményi statisztikából származó dezaggregált adatok viszont azt mutatják,

6-1. ábra

A rendszeres bérek változása a különböző ágazatokban a fizikai és a szellemi dolgozók körében

(éves változás, 2011. június)

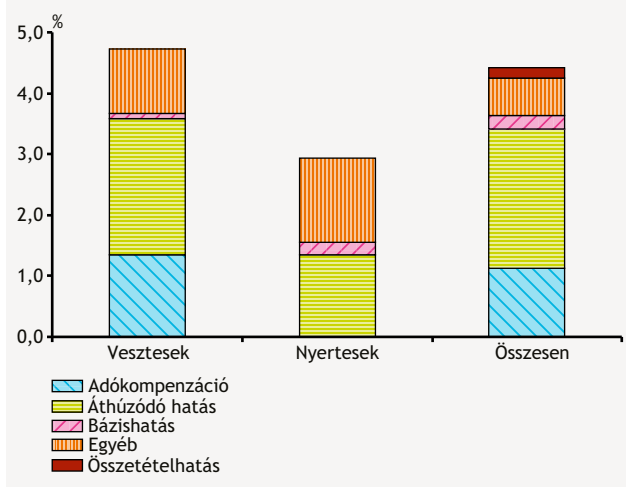


Megjegyzés: a buborékok mérete az egyes kategóriák nagyságát jelzi.

¹⁴ MAGYAR NEMZETI BANK (2010): *Jelentés az infláció alakulásáról*. Budapest, MNB, november.

¹⁵ A családi adókedvezményt is figyelembe véve kevesebben vannak, akik az adóváltozásokkal rosszul járnak, viszont a vállalati béralkuban, így a bruttó bérek alakulásában ez a tényező nem játszik szerepet.

6-2. ábra
A rendszeres keresetek változásának felbontása
 (éves változás, 2011 második negyedév)



hogy a bérdinamika gyorsulása mindkét jövedelemkategóriában jellemző volt (6-1., 6-2. ábra).

Az adóváltozás veszteséinek bruttó rendszeres keresetei a második negyedévben közel 5 százalékkal voltak magasabbak, mint a tavalyi év azonos időszakában (6-2. ábra). Ennek közel felét áthúzó hatás¹⁶ magyarázza, azaz az idei év elejéhez képest a rendszeres bérek nagyjából 2-2,5 százalékkal emelkedtek a középső jövedelemkategória alján. Ebből legfeljebb 1,5 százalékpont lehet az adókompenzáció hatása: a vállalatok önkéntesen is kompenzálnak rosszul járt munkavállalóikat. Ezt indokolhatja, hogy a vállalati szektor a válság alatt jellemzően képzetlen munkavállalótól vált meg, a képzeteket megtartotta, illetve képzeteket kezdett el felvenni a kilábalás elindulásával. Valószínűsíthető, hogy különösen az idei év elején még kedvező konjunktúrakilátások hatására nem akarja elveszíteni ezen dolgozóit, így kénytelen legalább a nettó bérveszteséget ellentételezni.

Az adóváltozás nyerteseinek bére a tavalyi évhez képest 3, az idei év elejéhez viszonyítva pedig körülbelül 1,5 százalékkal emelkedett. Az ismertetett mechanizmus következtében azonban ezen jövedelemkategóriákban a bruttó béreknek mérséklődnie kellett volna. Mi lehet az oka annak, hogy ez nem következett be, vagy legalábbis nem látjuk a statisztikai adatokban?

FEHÉREDÉS

Az egyik kézenfekvő magyarázat a fehéredés jelensége. Ez olyan vállalatokat jellemezhet, amelyek a bér egy részét fizetik csak ki hivatalosan, a másik részét az adók és járulékok fizetésének megkerülésével „zsebbe adják”. A személyi jövedelemadó csökkentése lehetőséget ad a vállalatoknak, hogy úgy fehéredjenek, azaz csökkentsék az adóelkerülés mértékét, hogy a munkavállaló ténylegesen hazavitt bére ne csökkenjen. Ez esetben a feketén kifizetett bér alacsonyabb lesz, vagy teljesen eltűnik, a bevallott bruttó bér pedig emelkedik. Ilyen esetben a statisztika által kimutatott bruttó béremelkedésnek nincs inflációs hatása, mivel sem a vállalat költsége, sem a munkavállaló nettó jövedelme nem emelkedett.

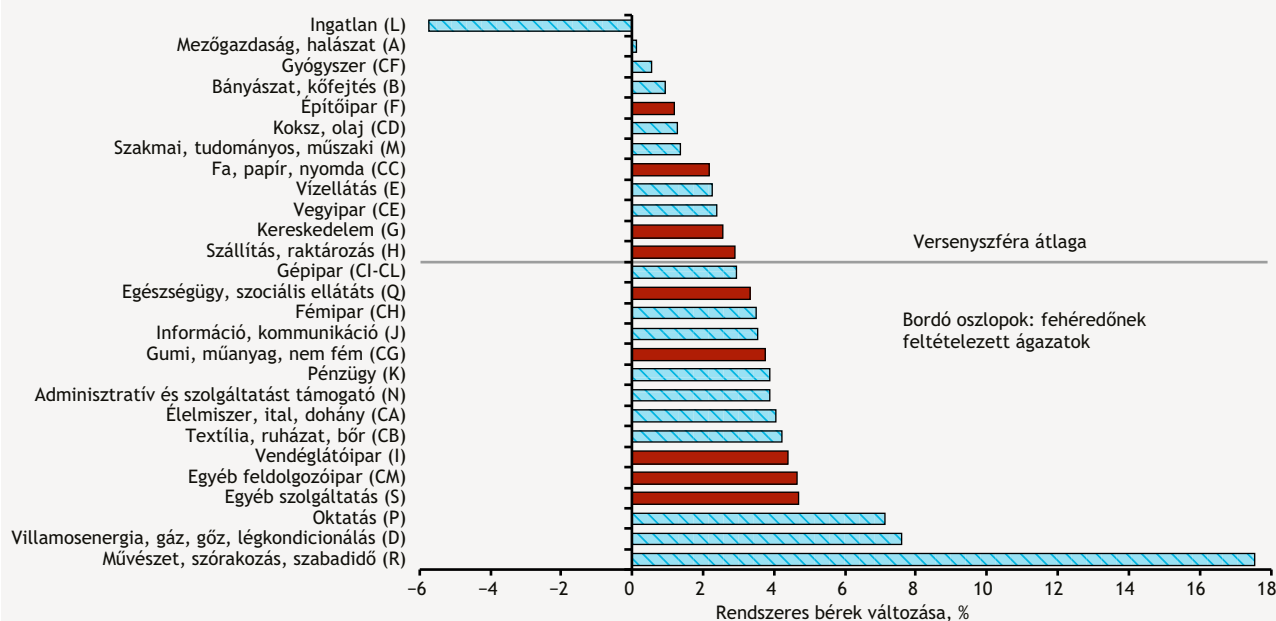
A szabályozók 2006–2007-es változásakor készült kutatás¹⁷ eredményeit felhasználva elkülönítve vizsgálhatjuk a jellemzően fehéredő ágazatokat, illetve létszámkategóriákat. 2010 vége óta a versenyszféra rendszeres bérei 3 százalé-

¹⁶ Áthúzó hatás alatt egyéves index előző évről származó részét értjük, vagyis a 2011. júniusi béridex azon részét, amely a 2010 júniusa és decembere között bekövetkezett béremelésekből adódik. Bázishatás pedig akkor jelentkezik, ha az előző év azonos időszakában történt kiemelkedő (bér-) emelkedés (vagy -csökkenés) az idei éves indexet változatlan bérszint mellett is lefelé (vagy felfelé) torzítja.

¹⁷ EPPICH Győző–LÖRINCZ SZABOLCS (2007): Három módszer a bérszisztematika fehéredés okozta torzítottágának becsülésére. *MNB-tanulmányok*, 66.

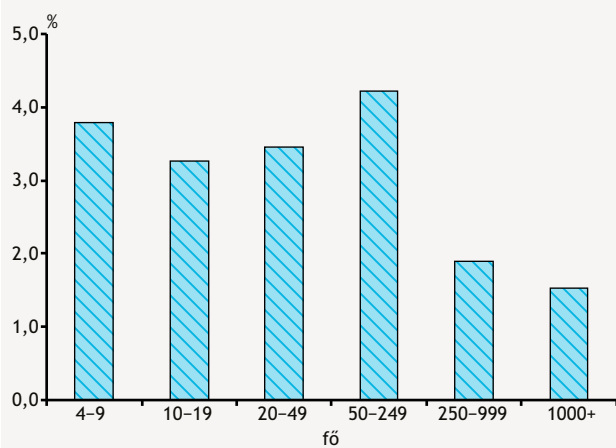
6-3. ábra

A rendszeres bérek változása a különböző ágazatokban 2010 decemberéhez képest



6-4. ábra

A rendszeres bérek változása a különböző létszámkategóriákban 2010 decemberéhez képest



kal emelkedtek. Ezt az átlagot több olyan ágazat béremelkedése is meghaladta, amelyeket jellemzően fehéredőnek gondolunk, illetve a kisebb létszámkategóriákban szintén átlag feletti béremelkedést tapasztalhattunk (6-4. ábra). Igaz azonban az is, hogy több, nem fehéredő ágazatra is átlag feletti béremelkedés jellemző, illetve a leginkább gyorsuló bérdinamikát a közepes, 50-249 főt foglalkoztató vállalatoknál figyelhettük meg.

A feltevést gyengíti ugyanakkor, hogy ezen kategóriákban az átlagbérek bruttó 290 ezer forint alattiak, vagyis az átlagos munkavállalót kedvezőtlenül érintették az adóváltozások, a fehéredés pedig éppen az adóváltozás nyertesei esetében lenne feltételezhető.

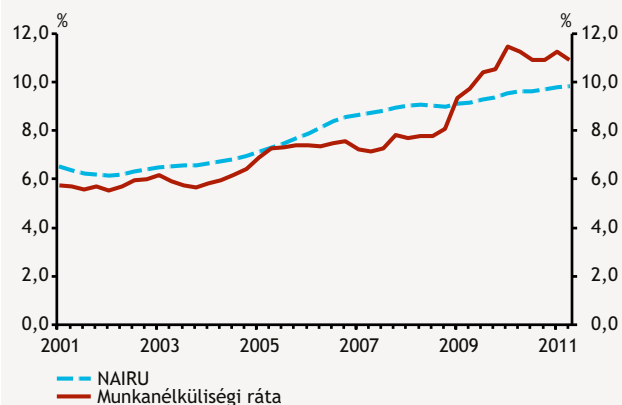
FESZESEBB MUNKAPIAC

A bérek gyorsulásának másik lehetséges oka, ha az általunk feltételezetténél feszeesebb a munkapiac. A munkapiac feszeségének egyik leggyakoribb mutatószáma a munkanélküliségi rés, vagyis az aktuális munkanélküliségi rátának a munkanélküliség egyensúlyi rátájától (NAIRU)¹⁸ való eltérése. Amennyiben a munkanélküliség az egyensúlyi, inflációt nem gerjesztő szintje alatt tartózkodik (azaz negatív a munkanélküliségi rés), a Phillips-görbe logikája alapján a nominális bérek növekedési üteme gyorsabb. Egy ilyen helyzetben a munkavállalók tárgyalási pozíciója ugyanis

¹⁸ A szakirodalom szerint a NAIRU-t meghatározó főbb tényezők a szociális ellátások szintje, a munkanélküliek képzettségi szerkezete, vagy a hosszú távon munkanélküliek aránya. A gyakorlatban a NAIRU meghatározása valamilyen trendszűrő módszerrel (Hodrick-Prezcott-szűrő, többváltozós állapottér modellek) történik.

6-5. ábra

A munkanélküliségi ráta és a NAIRU alakulása



erősebb, így a munkaadók kénytelenek magasabb béreket ajánlani. Pozitív munkanélküliségi rés esetén ennek ellenkezője történik, a bérek növekedési üteme visszafogottabb.

Jelenlegi tudásunk szerint a munkapiac 2011 elején lazának tekinthető, a munkanélküliségi rés nagyjából egy százalékpontos (6-5. ábra). Ezt támasztja alá az is, hogy a nem támogatott üres álláshelyek száma továbbra is alacsony.

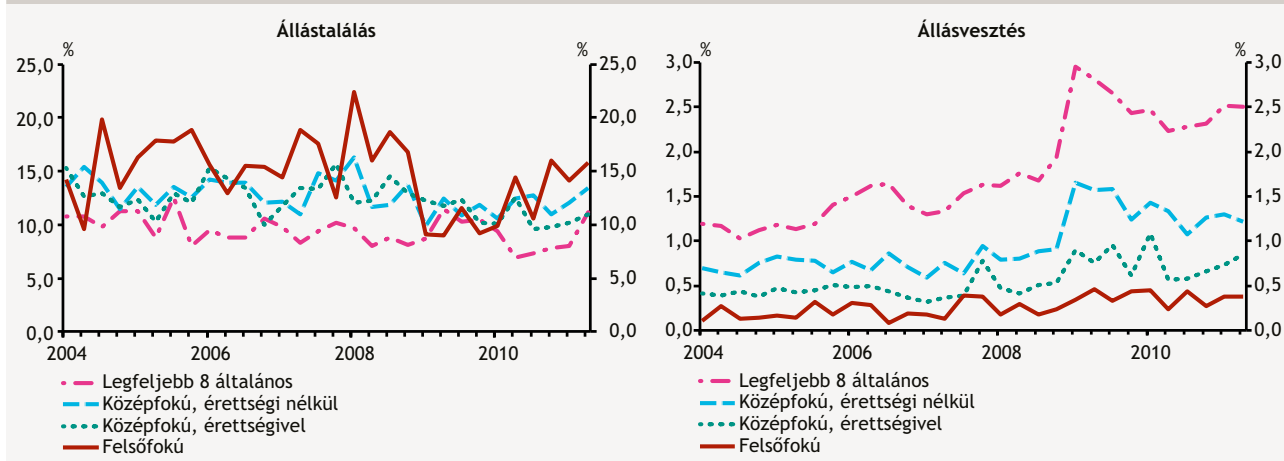
Felmerül azonban annak a lehetősége, hogy a NAIRU-t – amely egy nem közvetlenül megfigyelhető indikátor – félre-mérjük, és az a valóságban magasabb, a munkanélküliségi rés pedig alacsonyabb lehet, mint azt jelenleg gondoljuk. Ez elképzelhető olyan esetben, amikor a vállalatok által keresett munkaerő és az állástalanok képzettségi szerkezete eltér egymástól. Ezen kérdés vizsgálatához a negyedéves munkaerő-felmérés adataiból származtatható állásvesztési és állástalálási valószínűségeket képzettség szerint megbontottuk. A válság kitörése után, 2009 elején az állásvesztés valószínűsége gyakorlatilag minden képzettségi szint esetében megugrott, majd lassú mérséklődésnek indult, de még mindig nem érte el a válság előtti szinteket. 2009-től az állástalálás valószínűsége szintén minden képzettségi szintre jellemzően csökkent, 2010-től azonban képzettségi szintektől függően meglehetősen eltérően alakult. A nyolc általános iskolai végzettséggel sem rendelkező, képzetlen munkanélküliek az utóbbi másfél évben egyre nagyobb eséllyel találtak munkát – ennek oka, hogy jellemzően őket érinthette a közmunkaprogramok felfutása. Ezzel szemben a középfokú végzettségűek körében az állástalálás valószínűsége csak minimális mértékben mozdult el a 2010-es mélypontról. Egyértelmű fordulatot figyelhettünk meg azonban a felsőfokú végzettségűeknél: 2011 első felében ők már ugyanolyan eséllyel találtak állást, mint a válság előtt (6-6. ábra).

Mindebből következhet az, hogy a vállalatok munkaerő-kereslete a legképzettebb munkavállalók felé tolódott el, akiknek egyébként is a legmagasabbak a bérigényeik. Mivel feltehetően ezek a munkavállalók találtak a leggyorsabban állást a gazdasági kilábalás megindulásával, ezért – a közmunkásokon kívül – jellemzően ők kerültek ki a munkanélküliek állományából, így a munkavállalók egyre nehezebben tudják ilyen irányú munkakeresletüket kielégíteni. Ez azt eredményezheti, hogy a NAIRU közelebb lehet a tényleges munkanélküliséghez, mint azt az alappályánkban feltételezzük.

Egy ilyen scenárióban sem lehetünk azonban teljesen biztosak. A nem támogatott üres álláshelyek száma az idei évben folyamatosan mérséklődött, illetve a – szintén a munkapiaci feszesség mutatójaként használt – Beveridge-

6-6. ábra

Az állásvesztés és állástalálás valószínűsége különböző képzettségű csoportokban



görbe végpontja a 2009-es állapotnak megfelelő szinten tartózkodik, ami nem arra utal, hogy jelentős képzettségbeli eltérés lenne a munkaerő kereslete és kínálata között.

ELŐREJELZÉSÜNK ALAPPÁLYÁJÁRA VONATKOZÓ KOCKÁZATOK

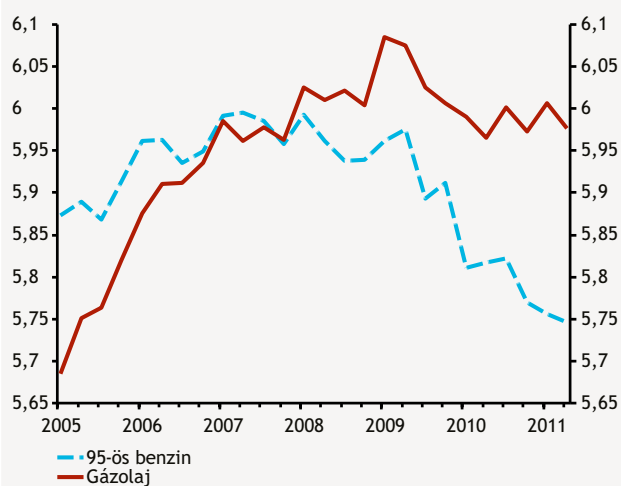
A rendszeres bérek dinamikájának 2011 első felében tapasztalt gyorsulását minden bizonnyal nem egyetlen tényező magyarázza. Szerepet játszhat benne az, hogy a személyi jövedelemadó rendszerében bekövetkezett változások hatására bizonyos vállalatok fehérednek, azaz csak a munkavállalók bejelentett bérét emelik, a ténylegesen kifizetett béreket nem. Ezen túl a képzett munkavállalók iránti élénkebb munkakereslet és szűk kínálat, azaz a kevésbé laza munkapiac is okozhatja a bérek gyorsulását. A két hatás eltérő kockázatot jelenít meg a monetáris politika számára. A bérek fehéredése sem költség-, sem keresleti oldalról nem jelent inflációs nyomást, hiszen a béremelkedés nem valós. Egy feszesebb munkapiac ezzel szemben felfelé mutató inflációs kockázatokat jelenthet, különösen ha a magasabb termelékenységű, képzett munkaerő iránti kereslet továbbra is magas marad.

6.2. Becslés az üzemanyag-vásárlások jövedelem- és keresletfüggő rugalmasságára

6-7. ábra

Benzin- és gázolaj-értékesítések Magyarországon a Magyar Ásványolaj Szövetség tagvállalatainál 2005–2011 között

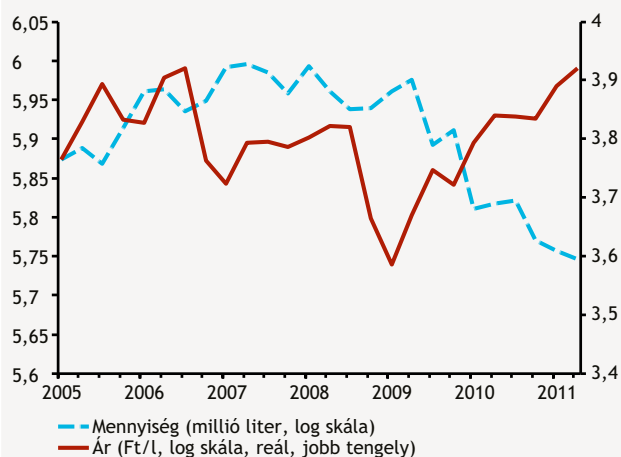
(millió liter, log skála)



Forrás: www.petroleum.hu.

6-8. ábra

A 95-ös motorbenzin eladott mennyisége és átlagára negyedévenként 2005–2011 között



Forrás: www.petroleum.hu és KSH.

A Magyar Ásványolaj Szövetség 2005 eleje óta negyedévenként teszi közzé a tagvállalatai által értékesített üzemanyag mennyiségét.¹⁹ Ezen értékesítési adatok (6-7. ábra) szerint a hazai üzemanyag-értékesítések volumenének növekedési üteme 2008–2009 óta megtört. A benzin esetében a 2007–2008 fordulójáig megfigyelhető enyhe növekedés csökkenésbe ment át, míg a gázolaj esetében előbb a korábbi gyors növekedési ütem csökkent, majd az eladások stagnálni kezdtek.

Felvetődik a kérdés, hogy ezt a volumencsökkenést mennyiben magyarázzák az időszakban megfigyelhető ár- és jövedelemváltozások. Az üzemanyagok alapanyagául szolgáló nyersolaj világpiaci ára a vizsgált időszakban nagymértékben ingadozott, és ez az ingadozás a hazai üzemanyagárakban is megjelent. A 6-8. ábrán például jól látható, hogy a 95-ös motorbenzin esetében a csökkenő értékesítések egybeestek a benzin árának 2009–2011 között megfigyelhető dinamikus növekedésével.²⁰ A gázolaj esetében is hasonló jelenség figyelhető meg, annyi eltéréssel, hogy a 2009 eleje óta tartó árnövekedési hullám itt az értékesítések stagnálásával esik egybe.

Az üzemanyag-értékesítések mérséklődésének másik lehetséges oka a gazdasági szereplők jövedelmi pozíciójának a romlása lehet. A 6-9. ábra alátámasztja ezt a hipotézist: a benzinforgalom csökkenése egybeesik a háztartások reáljövedelmének a csökkenésével. A gázolaj esetében ismét csak annyi a különbség, hogy itt a korábban megfigyelhető növekvő trend megtörése esik egybe a csökkenő háztartási reáljövedelemmel.

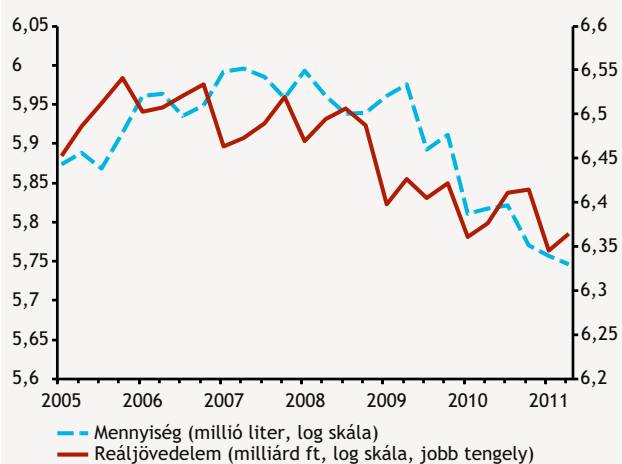
A következőkben számszerűen is kifejezzük, hogy milyen mértékben járult hozzá az üzemanyag-fogyasztás csökkenéséhez az árak növekedése és a reáljövedelmek csökkenése. Ennek érdekében megbecsüljük az üzemanyag-kereslet ár- és jövedelemrugalmasságát. Az árrugalmasság azt fejezi ki, hogy az ár 1 százalékos növekedése hány százalékkal változtatja az üzemanyag-keresletet, míg a jövedelemru-

¹⁹ A szövetség tagvállalatai – a szövetség éves beszámolóit szerint – 2006–2010 között a benzinpiacon a teljes hazai értékesítés 77-80 százalékát, a gázolaj piacán pedig kb. 65-67 százalékát teljesítették. A negyedéves értékesítési adatok nyilvánosan is elérhetők a szövetség honlapján (www.petroleum.hu).

²⁰ A 95-ös motorbenzin literenkénti fogyasztói ára – reál értelemben – mintegy 30 százalékkal nőtt a 2009 első negyedévében megfigyelt mélypontja óta.

6-9. ábra

A 95-ös motorbenzin eladott mennyisége és a háztartások reáljövedelme 2005–2011 között



Forrás: www.petroleum.hu és KSH.

galmasság a jövedelem 1 százalékos változásának a keresletre gyakorolt százalékos hatását mutatja.

A rugalmasságok becsléséhez az alábbi regressziós egyenletet becsültük meg:

$$\ln q_t = \alpha + \beta_1 \ln p_t + \beta_2 \ln y_t + \beta_3 \text{TREND}_t + \varepsilon_t,$$

ahol q_t , p_t és y_t rendre az üzemanyag keresett mennyisége, a negyedéves fogyasztói átlagár és a reáljövedelmet jelölik, továbbá az egyenletben szerepeltetünk egy determinisztikus trendet is, ami az üzemanyag-felhasználás külső okok (pl. technikai fejlődés, gépjárműhasználat elterjedtsége, járműhasználati szokások, a dízelmotoros gépjárművek fokozatos térnyerése) miatti változását ragadja meg. Az egyenletet a változók logaritmusaira írtuk fel, így az együtthatók az egységnyi százalékos változások hatásait mutatják, vagyis közvetlenül rugalmassági mutatószámokként értelmezhetők.

A becslés során figyelembe vettük, hogy az egyenletben szereplő árvaltozó az üzemanyag piaci körülmények közötti, azaz a kereslet-kínálat által kialakuló fogyasztói ára. Vagyis nemcsak az ár befolyásolja a keresett mennyiséget (ahogy az a becsült egyenletben szerepel), hanem a keresett mennyiség is hat az egyensúlyi árra. Ezt az endogenitási problémát instrumentális változók alkalmazásával kezeltük: az árat magyarázó változót a Brent-kőolaj hordónkénti világpiaci árának forintban kifejezett értékével instrumentáltuk – azaz egy olyan változóval, amely szorosan együtt mozog a tényleges magyarázó változónkkal, de az eredményváltozó (a magyarországi üzemanyag-kereslet) azt nem befolyásolja.

A fenti alapspecifikáció becslési eredménye a 6-1. táblázatban látható.

Az eredmények alapján megállapíthatjuk, hogy a benzin és a gázolaj keresletének árrugalmassága majdnem megegyezik: $-0,542$ és $-0,534$. A becslés standard hibája viszonylag

6-1. táblázat

Az ár- és jövedelemrugalmasságok becsült értékei

(zárójelben a becsült standard hibák)

	95-ös benzin	Gázolaj
Árrugalmasság	$-0,542$ (0,089)	$-0,534$ (0,082)
Jövedelemrugalmasság	1,674 (0,260)	2,464 (0,241)
Trend	0,0043 (0,0018)	0,0243 (0,0016)
Megfigyelések száma (N)	26	26
Korrigált R-négyzet	0,9238	0,9582

kicsi, így az árrugalmassági paraméter 95 százalékos konfidenciaintervalluma mindkét esetben nagyjából a $[-0,36; -0,72]$ -es intervallum.²¹ Abszolút értékben sokkal nagyobbak adódik azonban a keresletek jövedelemrugalmassága: a benzin és a gázolaj esetében ennek a pontbecslése rendre 1,674 és 2,464. Bár a becsült standard hibák ezen paraméterek esetében némileg nagyobbak, a 95 százalékos konfidenciaintervallum mindkét esetben 1-nél nagyobb. A mikroökonómiában használatos definíció alapján tehát az üzemanyag luxusjóságnak tekinthető.

A táblázatban közölt értékek robusztusságát többféleképpen is ellenőriztük. Elsőként megnéztük, hogy néhány – az idősorok végén található – extrém megfigyelés elhagyásával milyen mértékben változnak meg a becsült paraméterek. Ekkor a becsült értékek alig változtak: a becsült árrugalmasságok mindvégig $-0,44$ és $-0,61$ között maradtak, míg a jövedelemrugalmasságok becsült értékei $1,59$ – $1,68$, illetve $2,44$ – $2,58$ között ingadoztak a benzin és a gázolaj esetében.

Egy másik robusztussági vizsgálatban az egyenlet jobb oldalán az árváltozók késleltetett értékeit is szerepeltettük, lehetővé téve ezáltal a kereslet lassabb, negyedévenkénti átnyúló alkalmazkodását. Ebben a specifikációban azt kaptuk, hogy a benzin keresletének azonnali (1 negyedéven belüli) árrugalmassága $-0,321$, míg a hosszabb távú árrugalmasság $-0,633$. A gázolajnál ezzel szemben azt találtuk, hogy az azonnali árrugalmasság nem különbözik szignifikánsan a hosszabb távú árrugalmasságtól, mindkettő $-0,53$ és $-0,54$ között van. Ezekben a specifikációkban a jövedelemrugalmasságok nem különböztek szignifikánsan az alapspecifikációban becsült (táblázatbeli) értékektől.²²

A következő lépésben az alapspecifikáció első differenciáját becsültük meg a trendváltó elhagyásával, ami abban az esetben lenne helyes, ha az eredményváltozóban determinisztikus trend helyett sztochasztikus trendet gyanítanánk.²³ Ebben a specifikációban a becsült árrugalmasságok a benzin és a gázolaj esetében $-0,36$ és $-0,27$ lettek (az első 5, a második 10 százalékon szignifikáns), vagyis valamivel kisebbek, mint az alapegyenletben. A becsült jövedelemrugalmasságok is kisebbek, a benzin és a gázolaj egyenletében $0,97$ és $1,08$ (mindkettő 5 százalékon szignifikáns, nem szignifikánsan különbözik 1-től).

A fenti alapspecifikációt úgy is megbecsültük, hogy a jobb oldalon szerepeltettük az eredményváltozó késleltetett értékét (azaz $\ln q_{t-1}$ -et). Ez a specifikáció determinisztikus trend és autokorrelált (perzisztens) eredményváltozó ese-

²¹ A pontos értékek a benzin esetében $[-0,36; -0,73]$, a gázolaj esetében pedig $[-0,36; -0,71]$.

²² Ezen alternatív specifikációk minden becsült paramétere szignifikáns volt 10 százalékos szinten.

²³ Az ennek eldöntésére szolgáló egységgyök tesztet $N=26$ megfigyelésre nem lehet alkalmazni.

tén helyes. Ebben az esetben mindkét termékre (benzin, gázolaj) $-0,33$ lett az ár rugalmasság becslött értéke, míg a jövedelemrugalmasságok becslött értékei rendre $0,90$ és $1,36$ (minden becslött paraméter 1 százalékon szignifikáns, a jövedelemrugalmasságok nem szignifikánsan különböznek 1 -től).

Megvizsgáltuk annak a hatását is, hogy a 2006 – 2007 -es forgalomnövekmény egy része a megszigorított vámellenőrzések miatti fehéredés hatása lehet. Saját becsléseink szerint a benzin és a gázolaj esetében a 2007 -es növekmény 30 , illetve 60 százaléka tulajdonítható a fehéredésnek. Ezzel korrigálva a forgalmi adatokat az ár rugalmasság becslött értéke a benzin és a gázolaj esetében rendre $-0,41$ és $-0,38$ (mindkettő 1 százalékon szignifikáns), és a becslött jövedelemrugalmasságok is valamelyest csökkennek ($1,31$ és $1,86$, csak az utóbbi különbözik szignifikánsan 1 -től).

Végezetül azt is megvizsgáltuk, hogy nominálisan magas benzinárak mellett magasabb lesz-e az üzemanyagok keresletének az ár rugalmassága, mint alacsonyabb nominális árszinteken. (Könnyen elképzelhető például, hogy egy bizonyos árszint alatt a gazdasági szereplők nem reagálnak érzékenyen az árváltozásokra, míg egy „lélektani határ” fölött hirtelen és drasztikusan csökkentik a keresletüket.) Ennek érdekében a fenti alapspecifikációba beillesztettünk egy interakciós változót, amely a (\log) ár és az átlagosnál magasabb árszintet jelző dummy változó szorzata.²⁴ A becslésben azonban nem találtunk eltérést az alacsony és a magas nominális árszintek mellett érzékelhető ár rugalmasságban: az ár rugalmasságok közötti különbség mindkét esetben (benzin, gázolaj) $0,01$ -nél kisebb, egyik esetben sem szignifikáns.

Összefoglalásképpen elmondhatjuk, hogy minden specifikációban viszonylag mérsékelt ár- és magasabb jövedelemrugalmasságot találtunk. A különböző specifikációk alapján az ár rugalmasság értékét $-0,3$ és $-0,6$ közé, tehát (abszolút értékben) jóval 1 alá becsüljük, míg a jövedelemrugalmasság minden specifikációban legalább egységnyi volt. Mivel a rugalmasságok közötti különbséget csak kismértékben semlegesíti az, hogy az árváltozók valamivel változékonnyabbak a reáljövedelemnél, elmondhatjuk, hogy az üzemanyag iránti kereslet csökkenése nagyobb részben a reáljövedelmek csökkenésének, kisebb részben pedig az árak növekedésének tulajdonítható.

²⁴ Ezt az interakciós változót is instrumentáltuk a Brent-árváltozóból hasonlóképpen készített interakciós változóval.

Az általunk becsült árugalmissági értékek igen hasonlóak a más országokban becsült értékekhez: egy több mint 300 árugalmissági becslést összefoglaló tanulmány szerint²⁵ a rövid és a hosszú távú árugalmisságok mediánértékei $-0,23$ és $-0,43$ voltak. A jövedelemrugalmasságokra ugyan ez a tanulmány – szintén 300 különböző becslés alapján – $0,81$ -es hosszú távú mediánértéket közöl, tehát az általunk becsülnél valamivel alacsonyabbat.

A kapott árugalmisságok segítségével megbecsülhető, hogy a gázolaj esetében tervezett jövedékiadó-emelés mennyivel növelheti a költségvetési bevételeket. Az adó tervezett 13 forintos növelése (a ráakódó 25 százalékos áfát is beleszámítva) teljes áthárítás esetén 16,25 forinttal, vagyis – a jelenlegi árszintet figyelembe véve – körülbelül 4,3 százalékkal növelheti a gázolaj fogyasztói árát. Az általunk becsült $[-0,3; -0,6]$ -os árugalmissági együtthatók mellett ez 1,6-2,9 százalékos adóbevétel-növekedést eredményezhet a gázolajeladásokból.

²⁵ ESPEY, MOLLY (1998): Gasoline demand revisited: an international meta-analysis of elasticities. [A benzinkereslet rugalmasságainak nemzetközi összehasonlítása]. *Energy Economics*, vol. 20 iss. 3, pp. 273–295.

A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2011

1998. november

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

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

2000. szeptember

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

2000. december

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

2001. március

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

2001. augusztus

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

2001. november

Az alap-előrejelzés feltevései	35
A fiskális politika hatása a gazdasági növekedésre és egyensúlyra 2001–2002-ben	39
A május–augusztusi időszak permanens forintárfolyamának becslése	41
A Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány készítésének menete	41

2002. február

Az alap-előrejelzés feltevései	45
A GDP-adatok revíziójának hatása az előrejelzésünkre	50
A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának előrejelzési módszere	52
Lehet-e szerepe a készletek vizsgálatának a konjunktúraelemzésben?	53

2002. augusztus

Az alap-előrejelzés feltevései	15
Az árfolyamváltozások hatása a belföldi árakra – modellszámítások	49
Milyen viszonyban áll egymással a gazdasági felzárkózás és maastrichti inflációs követelmények? Egy nemzetközi összehasonlító elemzés eredményei	50
Hogyan készítenek inflációs előrejelzést a kelet-közép-európai jegybankok?	51
Emelkedhetnek-e az EU-csatlakozástól a hazai élelmiszerárak?	52
Mire használhatók a magyar gazdasági adatok?	53
Az euro bevezetésének gazdasági következményei	54

2002. november

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

2003. február

Az alap-előrejelzés feltevései	12
A 2003. januári spekulatív támadás és előzményei	39
A fiskális politika makrogazdasági hatásai – modellszámítások	43
Mekkora lehetett a monetáris politika szerepe a dezinflációban?	46
Mit mutatnak a cseh és lengyel dezinflációs tapasztalatok?	48
A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban	50

Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávszélesítés után?	52
„Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok” – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról	53
2003. május	
Az alap-előrejelzés feltevései	20
Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása	77
A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása	79
2003. augusztus	
Az alap-előrejelzés feltevései	20
Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak?	71
A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei	76
Kibocsátásirés-becslések Magyarországra	78
2003. november	
Az aktuális és az augusztusi jelentés főbb feltevései	21
Új adatközlés a 2002-es GDP-re	75
Kérdések és válaszok az újrabefektetett jövedelmek elszámolása témában	77
Becslés a hazai tőkeállomány alakulására	80
2004. február	
Az aktuális és a novemberi jelentés főbb feltevései	34
A 2003-ra vonatkozó inflációs előrejelzések teljesítményének főbb tényezői	73
A fogyasztáslassulás dezinflációs hatásai	76
A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai	78
Az 1999-es indirektadó-emelések tapasztalatai Szlovákiában	80
Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása	84
2004. május	
Alapfelvetéseink összefoglaló táblázata	26
A Negyedéves Előrejelző Modellről	80
Kamat egyenleg: pénzforgalmi vagy eredményszemléletű számítás?	82
Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás az ipari konjunktúra élénkülésében	85
A változatlan adótartalmú fogyasztóiár-indexről	89
Új módszer a minimálbér-emelés statisztikai torzító hatásának korrekciójára	92
Mit mutat a legyezőábra?	96
2004. augusztus	
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink	45
Változás a jelentés szerkezetében	53
Tartós lesz-e a feldolgozóipari termelékenység gyors növekedése?	70
Naptári hatások a reálgazdasági idősorokban	71
Hogyan hat a gazdasági ciklus az államháztartás egyenlegére?	75
Az olaj világpiacon alakulásának hatásai a magyar gazdaságra	77
Mekkora lehet az infláció optimális szintje Magyarországon?	82
Kamatdöntések ütemezése a nemzetközi jegybanki gyakorlatban	83
2004. november	
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink	42
A PPP-megoldásokról makrogazdasági szempontból	65
Kérdések a lakossági viselkedés vizsgálatában 2004 I. félévében	67
Hogyan hatnak a makrogazdasági hírek a pénzpiacra?	71
Kamatátgyűrűzés Magyarországon	74

Miért lesz várhatóan magasabb a költségvetési törvényben rögzítetténél az állami költségvetés pénzforgalmi kamatkiadása 2004-ben?	76
2005. február	
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink	53
A 2004 decemberére adott inflációs előrejelzéseink teljesítményének értékelése	79
Az euro bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika	85
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: kommunikációs árak alakulása	86
Hogyan hat a kamatpolitika a gazdasági növekedésre és az inflációra? Becslés VAR-modellel	91
2005. május	
Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink	53
Milyen tényezők állhatnak a munkanélküliség elmúlt időszakos emelkedésének hátterében?	81
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: tartós iparcikkek	86
Az EU-csatlakozás rövid távú hatásai – élelmiszerek	91
Gazdasági fluktuációk Kelet-Közép-Európában	96
A Gripen-szerződés hatása a 2006–2007-es makrogazdasági adatokra	99
2005. augusztus	
<i>Keretes írások:</i>	
Bizonytalanság a GDP alakulásában	23
Feltevéseink és az alappálya törekenysége	34
Egyes, nemrég bejelentett jövőbeli kormányzati intézkedések hatása előrejelzésünkre	37
A GDP-adatrevíziók hatása	44
A Gripen-vadászgépek beszerzésének hatása előrejelzésünkre	45
A költségvetési szervek és fejezetek kiadási prognózisának kockázata	53
Kérdőjelek az import és a külső egyensúly alakulásában	58
<i>Aktuális kérdések:</i>	
A 2006-os áfacsökkentés makrogazdasági hatásai	60
Hogyan becsülhető a tervezett minimálbéremelés hatása?	64
2005. november	
A német konjunktúra kérdőjelei	16
FISIM-revizíó: új módszertan – érdemben revideálódó GDP-adatok	21
Feltevéseink	34
A jelzáloghitelekhez kapcsolódó állami kamattámogatások kifizetésének késleltetése	50
2006. május	
A külső kereslet élénküléséről	21
Mennyire nagy a 2006-os minimálbérsokk?	29
Mennyire jelent meg az áfacsökkentés a fogyasztói árakban?	31
A feldolgozatlan élelmiszerek 2006. év eleji áremelkedéséről	34
Feltevéseink	39
Az árfolyamváltozás inflációs hatásait övező bizonytalanságok	39
A nyugdíjreform költségeinek költségvetési számbavétele	53
2006. augusztus (csak elektronikus formában jelent meg)	
Augusztus havi előrejelzésünk feltevései	15
A háztartások 2007–2008. évi lehetséges fogyasztási viselkedéséről	18
Fiskális intézkedések elsődleges inflációs hatása	23

2006. november

Mely tényezők nehezítették az inflációs alapfolyamat mérését az elmúlt negyedévben?	32
November havi előrejelzésünk feltevései	41
A kockázatkezelés eszköze: egyensúlyi tartalék képzése	56
A fizetésimérleg-statisztikában végrehajtott revíziók	58

2007. február *(csak elektronikus formában jelent meg)*

A nemzeti számlákban végrehajtott módszertani és adatrevíziók hatásai	7
A januári inflációs adat értékelése	12
Főbb feltevéseink változása a novemberi jelentéshez képest	15
A szabályozott árak várt alakulása	16

2007. május

Mennyire kedvező a magyar exportteljesítmény régiós összevetésben?	20
A KSH által publikált bruttó átlagkereset-indextől a konjunktúrafolyamatokat tükröző trendmutató bérig	26
Kérdőíves felmérés a vállalati bérezési magatartásról	29
Mekkora volt az első negyedéves trendinfláció?	30
Feltevéseink	35
Előrejelzésünk során alkalmazott feltevések	49
Fiskális legyezőábra elkészítésének módszere	53

2007. augusztus *(csak elektronikus formában jelent meg)*

Hogyan becsüljük a valós bérdinamikát?	17
Főbb feltevéseink változása a májusi jelentéshez képest	20
A mezőgazdasági termelői árakra vonatkozó feltevéseink változásának hatása előrejelzésünkre	30

2007. november

Lejtmenetben az építőipar	10
A béralakulás alapfolyamatait megragadó trendmutatóról	26
Mi magyarázhatja a szolgáltatások tartósan magas inflációját	36
Az amerikai jelzálogpiaci válság, és annak lehetséges hatásai a pénzügyi stabilitásra	42
Kibocsátási és fogyasztási rés	51
Előrejelzésünk változása az augusztusi jelentéshez képest	56
Milyen tényezők állnak a 2007-es ESA-deficit-prognózisunk változásának hátterében?	68

2008. február *(csak elektronikus formában jelent meg)*

Az OÉT-megállapodások hatása a béralakulásra	16
Alapfeltevéseink változása	22

2008. május

A bérstatisztikát érintő néhány módszertani kérdésről	20
Mi állhat a nemzetközi nyersanyagárak emelkedése mögött?	25
Kibocsátási rés és potenciális növekedés Magyarországon – aktuális eredményeink	38
Feltevéseink	41
Kockázati pályák alkalmazása a nemzetközi gyakorlatban	44

2008. augusztus *(csak elektronikus formában jelent meg)*

Hogyan alakult a lakossági reáljövedelem 2008 elején?	13
Néhány gondolat a 2008-as bérstatisztika és a fehéredés összefüggéseiről	17
Mennyire nőttek a szabad munkaerő-piaci kapacitások az elmúlt időszakban?	19
Alapfeltevéseink változása	27
Miként reagál a magyar gazdaság a nominális árfolyam erősödésére? Szimulációk a NEM-moddal	28

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

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

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

2011. március *(csak elektronikus formában jelent meg)*

Az endogén kamatpálya szerepe az előrejelzésben	15
Hogyan vettük figyelembe a Széll Kálmán-terv hatásait a makrogazdasági előrejelzésünkben?	18
Nemzetiszámla-revíziók hatása	39
A nyugdíjrendszer átalakításának hatása az egyes szektorok finanszírozási pozíciójára	57
Hogyan jelenik meg a nyugdíjpénztárakból történő visszalépés hatása az államháztartás középtávú pozíciójában	61
A 2012. évi szabályalapú pálya költségvetési tételeinek előrejelzési módszere	66

2011. június *(csak elektronikus formában jelent meg)*

A lakossági energia szabályozásának hatása a fogyasztóiár-indexre	15
Az Otthonvédelmi akcióterv árfolyam-rögzítési programpontjának hatása a háztartási viselkedésre	18

2011. szeptember *(csak elektronikus formában jelent meg)*

Az indirekt adókat érintő intézkedések és az energiaár-támogatási rendszer átalakításának hatása a fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünkre	14
A 2012-es költségvetés eddig ismertté vált intézkedéseinek hatása makrogazdasági alappályánkra	23
A szeptember 16-án bejelentett kormányzati intézkedések költségvetési hatásai	71

Függelék

MNB-TANULMÁNYOK SOROZAT 2007–2011 (magyar nyelven)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MT 91. BAUER PÉTER (2011): Inflációs trendmutatók

MT 92. P. KISS GÁBOR (2011): Mozgó célpont? Fiskális mutatók jegybanki szemszögből

MT 93. DR. TURJÁN ANIKÓ–DIVÉKI ÉVA–KESZY-HARMATH ZOLTÁNNÉ–KÓCZÁN GERGELY–TAKÁCS KRISTÓF (2011): Semmi sincs ingyen: A főbb magyar fizetési módok társadalmi költségének felmérése

MT94. SÓVÁGÓ SÁNDOR (2011): Keresleti és kínálati tényezők a vállalati hitelezésben

MT95. FÁBIÁN GERGELY–FÁYKISS PÉTER–SZIGEL GÁBOR (2011): A vállalati hitelezés ösztönzésének eszközei

MNB OCCASIONAL PAPERS 2007–2010 (angol nyelven)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

OP 90. PÁLES, JUDIT–ZSOLT KUTI–CSABA CSÁVÁS (2011): The role of currency swaps in the domestic banking system and the functioning the swap market during the crisis

OP 93. DR. TURJÁN, ANIKÓ–ÉVA DIVÉKI–ÉVA KESZY–HARMATH–GERGELY KÓCZÁN–KRISTÓF TAKÁCS (2011): Nothing is free: A survey of the social cost of the main payment instruments in Hungary

OP 94. SÓVÁGÓ, SÁNDOR (2011): Identifying supply and demand in the Hungarian corporate loan market

MNB WORKING PAPERS SOROZAT 2007–2011 (csak angol nyelven)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

WP 2009/1. REPPA, ZOLTÁN: A joint macroeconomic-yield curve model for Hungary

WP 2009/2. TONIN, MIRCO: Minimum wage and tax evasion: theory and evidence

WP 2009/3. FRÖMMEI, MICHAEL-NORBERT KISS M.-KLÁRA PINTÉR: Macroeconomic announcements, communication and order flow on the Hungarian foreign exchange market

WP 2009/4. PRADES, ELVIRA-KATRIN RABITSCH: Capital liberalization and the US external imbalance

WP 2009/5. KÁTAY, GÁBOR-BENEDEK NOBILIS: Driving Forces Behind Changes in the Aggregate Labour Force Participation in Hungary

WP 2010/1. VONNÁK, BALÁZS: Risk premium shocks, monetary policy and exchange rate pass-through in the Czech Republic, Hungary and Poland

WP 2010/2. REIFF, ÁDÁM: Firm-level adjustment costs and aggregate investment dynamics – Estimation on Hungarian data

WP 2010/3. KARÁDI, PÉTER-ÁDÁM REIFF: Inflation asymmetry, menu costs and aggregation bias – A further case for state dependent pricing

WP 2010/4. JAKAB M., ZOLTÁN-HENRIK KUCSERA-KATALIN SZILÁGYI-BALÁZS VILÁGI: Optimal simple monetary policy rules and welfare in a DSGE Model for Hungary

WP 2010/5. RABITSCH, KATRIN: The role of financial market structure and the trade elasticity for monetary policy in open economies

WP 2010/6. ALESSIA CAMPOLMI-HARALD FADINGER- CHIARA FORLATI: Trade policy: home market effect versus terms of trade externality

WP 2010/7. REZESSY, ANDRÁS: Analysing currency risk premia in the Czech Republic, Hungary, Poland and Slovakia

WP 2010/8. BOKOR, LÁSZLÓ: Optimality criteria of hybrid inflation-price level targeting

WP 2010/9. PHILIP DU CAJU-GÁBOR KÁTAY-ANA LAMO-DAPHNE NICOLITSAS-STEVEN POELHEKKE: Inter-industry wage differentials in EU countries: what do cross-country time varying data add to the picture?

WP 2010/10. YULIYA LOVCHA-ALEJANDRO PEREZ-LABORDA: Is exchange rate – customer order flow relationship linear? Evidence from the Hungarian FX market

WP 2010/11. JAKAB M., ZOLTÁN-ÉVA KAPONYA: A Structural vector autoregressive (SvAR) Model for the Hungarian labour market

WP 2010/12. GÁBRIEL, PÉTER: Household inflation expectations and inflation dynamics

WP 2011/1. ENDRÉSZ, MARIANNA: Business fixed investment and credit market frictions. A VECM approach for Hungary

WP 2011/2. NASZÓDI, ANNA: Testing the asset pricing model of exchange rates with survey data

WP 2011/3. NASZÓDI, ANNA: Beating the Random Walk in Central and Eastern Europe by Survey Forecasts

WP 2011/4. CAMPOLMI, ALESSI-STEFANO GNOCCHI: Labor Market Participation, Unemployment and Monetary Policy

WP 2011/5. CAMPOLMI, ALESSIA–ESTER FAIA–ROLAND WINKLER: Fiscal Calculus in a New Keynesian Model with Labor Market Frictions

WP 2011/6. KÓNYA, ISTVÁN: Convergence and Distortions: the Czech Republic, Hungary and Poland between 1996–2009

WP 2011/7. TAMÁSI, BÁLINT–BALÁZS VILÁGI: Identification of credit supply shocks in a Bayesian SVAR model of the Hungarian Economy

WP 2011/8. SZALAI, ZOLTÁN: Asset prices and financial imbalances in CEE countries: macroeconomic risks and monetary strategy

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2011. szeptember

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

