



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS  
AZ INFLÁCIÓ  
ALAKULÁSÁRÓL**

**2010. AUGUSZTUS**



# **Jelentés az infláció alakulásáról**

**2010. augusztus**



**Kiadja: Magyar Nemzeti Bank**  
**Felelős kiadó: dr. Simon András**  
**1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.**

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 1585-020X (on-line)



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

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

*Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. A Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány bemutatja az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés és Pénzügyi elemzések szakterületein készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. Az előrejelzése feltételes jellegű: változatlan monetáris és fiskális politikát tételez fel; a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében pedig nem szükségszerűen a legvalószínűbb esetet tartalmazza, hanem a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.*

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

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Antal Judit, Baksay Gergely, Bauer Péter, Bodnár Katalin, Hoffmann Mihály, Hudecz András, Kiss Gábor, Kiss M. Norbert, Krusper Balázs, Kuti Zsolt, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Martonosi Ádám, Nobilis Benedek, Pellényi Gábor, Rácz Olivér Miklós, Schindler István, Szemere Róbert, Szörfi Béla, Tóth Máté Barnabás, Várhegyi Judit. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés és a Pénzügyi elemzések szakterület további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól, amely a 2010. augusztus 9. és augusztus 23-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, a Pénzügyi elemzések, valamint a Pénzügyi stabilitási szakterületének véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.



# Tartalom

<b>Összefoglaló</b>	7
<b>1. A makrogazdasági adatok értékelése</b>	13
1.1. Az ázsiai gazdaságok gyors növekedésének köszönhetően továbbra is tart exportpiacaink dinamikus bővülése	16
1.2. A recesszió vége egyelőre csak az exportágazatokban érzékelhető	19
1.3. Jelentős növekedés a belföldi megtakarításokban	22
1.4. A foglalkoztatás év eleji fordulata döntően a kedvező külső konjunktúrából közvetlenül profitáló feldolgozóiparhoz köthető	24
1.5. A gyenge keresleti környezetben is cél fölött alakul az éves infláció	27
<b>2. Pénzügyi piacok és hitelezés</b>	29
2.1. A globális pénzügyi piacokat erős változékonyság, majd erősödő optimizmus jellemezte	31
2.2. A feltörekvő piacokon erősödött a régiók közötti differenciálódás, a kelet-közép-európai régió relatív pozíciója romlott	33
2.3. A magyar eszközárak alakulását a globális hangulat mellett az országspecifikus tényezők is erőteljesen alakították	35
2.4. Ellentétes elmozdulások a hazai monetáris kondíciókban	37
2.5. A hitelezés csak késve fogja követni a reálgazdasági fellendülést	38
<b>3. Inflációs és reálgazdasági kilátások</b>	41
3.1. Rövid távon törekeny marad a növekedés, a kormányzati intézkedések kimutatható reálgazdasági hatásai 2011-ben jelentkezhetnek	44
3.2. Fokozatosan bővülő foglalkoztatás mellett is tartósan magas marad a munkanélküliség	50
3.3. Az élénkülő keresleti környezetben az újabb költségsokkok tartósan a cél fölé emelhetik az inflációt	51
3.4. Inflációs és növekedési kockázatok	53
3.5. A külső finanszírozási képesség tartós fennmaradására számítunk	55
3.6. Az államháztartási egyenleg alakulása	59
<b>A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2010</b>	66
<b>Függelék</b>	72





# Összefoglaló

## **A kedvező globális környezetben folytatódhat a hazai gazdasági kilábalás**

A magyar gazdaság növekedési kilátásait továbbra is az élénkülő nemzetközi konjunktúra és a gyenge belső kereslet kettőssége formálja. A júliusi szinten (5,25%) rögzített jegybanki alapkamat és átlagos forint-euro árfolyam (283 forint/euro) feltételezése mellett a hazai GDP 2010-ben enyhén növekedhet, az élénk külső konjunktúra hatására bővülő export, az erősödő vállalati készletfeltöltés, valamint a fogyasztás visszaesésének eredőjeként. 2011-ben 3 százalék körüli, míg 2012-ben ezt meghaladó növekedésre számítunk, a belső kereslet élénkülésének erősödő hozzájárulásával. A kapacitáskihasználtság gyors növekedése ellenére az előrejelzési horizont egészében negatív marad a kibocsátási rés, azaz a gazdaság teljesítménye végig elmarad a potenciális szintjétől.

Fontosnak tartjuk kiemelni, hogy aktuális prognózisunkat a szokásosnál is nagyobb bizonytalanságok jellemzik. A szokásos tényezők (technikai alapfeltételeink, a nemzetközi pénzügyi és konjunkturális környezet) alakulása mellett, jelenlegi előrejelzésünk a várható költségvetési pálya tekintetében egy meglehetősen korlátozott információs bázisra épült. Részletes információk hiányában a 2011-es évtől részben a már elfogadott törvényekre, valamint az elmúlt években jellemző összefüggésekre alapozott szabályalapú kivetítések segítségével modelleztük a fiskális folyamatokat, amit csak a költségvetési törvény benyújtása után lesz lehetőségünk pontosítani. Amennyiben a költségvetési politika tényleges alakulása eltér az általunk feltételezett pályától, akkor az az előre jelzett folyamatokban is érdemi elmozdulásokat okozhat.

## **A teljes előrejelzési horizonton cél felett maradhat az infláció**

Annak ellenére, hogy a gyenge belső kereslet árleszorító hatása folyamatosan – igaz, 2011-től egyre csökkenő mértékben – érvényesül, változatlan monetáris kondíciók mellett a teljes előrejelzési horizonton cél feletti infláció várható. A magasabb inflációs pálya elsősorban a gazdaságot az elmúlt negyedévekben folyamatosan érő költségsokkok és a május óta kialakult gyengébb forint-euro árfolyam következménye, ami alapfeltevésként épül be előrejelzésünkbe.

A jövő évtől élénkülő keresleti környezetben, a vállalatok növekvő költségeiknek egyre nagyobb részét már termékeik árazásában is érvényesíthetik. A magasabb infláció hatása a bérmegállapodásokban is megjelenhet, ami az emelkedő bérköltségeken keresztül közvetve is inflációs nyomást eredményez. 2012-ben a gyorsuló bérszármazás mellett a tovább élénkülő belföldi kereslet is gátat szabhat a dezinflációnak, ami a növekvő maginflációs pályában is tükröződik. A kibocsátási rés dezinflációs hatását a teljes előrejelzési horizonton mérsékelheti, hogy felmérések alapján a gazdasági szereplők inflációs várakozásai továbbra is a középtávú inflációs cél fölötti szinten alakulnak.

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

A gyors export- és mérsékelt importnövekedés miatt a külkereskedelmi mérleg egyenlege középtávon is a korábbi években tapasztaltnál lényegesen kedvezőbb maradhat, és az EU-transzferek nagymértékű beáramlása miatt a tőkemérleg is jelentős többlettel zár. A jövedelemegyenlegben ugyanakkor már fokozatos romlással számolunk. Mindezek eredőjeként az egész előrejelzési horizonton tartósan magas szinten stabilizálódik Magyarország külső finanszírozási képessége.

**A hitelezési aktivitás erősödése késve követheti a reálgazdasági fellendülést**

A magánszektorban nyújtott hitelek mértéke továbbra is igen visszafogott. A vállalati hitelezés visszaesése folytatódott, s annak beindulása csak késve követheti a reálgazdasági fellendülést. A vállalati hitelezést kínálati oldalról a bankok alacsony kockázatviselési hajlandósága korlátozza. A háztartási szektor egyre nagyobb mértékben nettó hitel-visszafizető (azaz a lakosság összességében több hitelt törleszt, mint amennyit felvesz), így a lakossági hitelezés visszaesése is hosszabb időre elnyúlhat. Ennek egyik oka, hogy a bankrendszer visszafogja a hitelkínálatot (amelyhez a szigorúbbá vált hitelezési jogszabályok is hozzájárulnak), míg másik oldalról a lakosság óvatossága, visszafogott hitelkereslete is hozzájárul a háztartási szektorban tapasztalható alacsony mértékű hiteltevékenységhez. Kedvező fejlemény azonban, hogy az új hitelkihelyezésein belül növekszik a forintHITELEK aránya.

A devizahitelezés visszaszorítására vonatkozó intézkedések hatására a bankok döntő többsége szigorított hitelezési feltételein. Várakozásaink szerint az intézkedések elsősorban középtávon, a gazdasági növekedés, illetve a háztartások hitelkeresletének élénkülésével jelenthetnek majd érdemi korlátot. A pénzügyi intézetekre kivetett adó várhatóan az idei évben elsősorban a szektor jövedelmezőségét és tőkehelyzetét rontja, miközben a meglévő ügyfelekre történő továbbhárításra idén kevésbé számíthatunk. 2011-ben a konjunktúrális helyzet javulásával várható fokozottabban az adó terheinek ügyfelekre történő áthárítása, ami a háztartások jövedelmi és a vállalatok profithelyzetének romlása miatt fékezheti a fogyasztási keresletet, illetve a beruházások élénkülését. A gyengébb tőkehelyzet ezen időszakban már az új hitelkihelyezéseket is lassíthatja.

**A nemzetközi befektetői hangulat változókéony volt, a forintbefektetések kockázati megítélését elsősorban országspecifikus tényezők rontották**

A nemzetközi pénzügyi piacokat az elmúlt időszakban változókéony befektetői hangulat jellemezte, a kezdeti aggodalmak az időszak végére óvatos optimizmusba fordultak át. Június elején főként az európai országok adósságának fenntarthatóságával kapcsolatos aggodalmak, és a fiskális problémák áttételes hatásán keresztül a bankközi bizalom ismételt megingása járult hozzá a kockázatkerülés fokozódásához.

Az időszak második felében, július elejétől kibontakozó optimistább hangulatot segítette a mediterrán eurozóna-tagországok szuverén kockázatainak enyhülése, a kedvező amerikai gyorsjelentések és az európai banki stresszteszt megnyugtató eredményei.

Magyarország kockázati megítélése ebben az időszakban nemzetközi és országspecifikus tényezők eredőjeként alakult. A nemzetközi hangulat javította a kockázati megítélést, míg az IMF és az EU küldöttségeivel folyó tárgyalások megszakadása, valamint a hitelminősítő intézetek negatív lépései rontották azt. Összességében az ország kockázati megítélése romlott az elmúlt időszakban, miközben a régiós és más feltörekvő országokban inkább enyhe javulás volt megfigyelhető.

A kockázati megítélés romlása a forint-euro árfolyam gyengülésében is jelentkezett.

**A dinamikus növekvő, de középtávon várhatóan lassuló külső kereslet húzza maga után a hazai exportot**

A magyar gazdaságban véget ért a recesszió. Bár a gazdasági kilábalás rövid távon továbbra is törekenynek tekinthető, ám a GDP 2010-ben már érezhető mértékben emelkedhet. A kilábalás mozgatórugóját változatlanul az élénk külső konjunktúra jelenti. Az ázsiai országok erős importkereslete részben

közvetlenül, részben főbb európai kereskedelmi partnereink – elsősorban Németország – kivételén keresztül húzza magával a hazai exportszektort. Ezen hatásokat erősíthette az eurozóna főbb külkereskedelmi partnereivel szemben leértékelt euroárfolyam, illetve az euróval szemben leértékelt forintárfolyam is. 2011-től a fenntartható költségvetési pálya érdekében több jelentős külkereskedelmi partnerünk esetében fiskális kiigazító intézkedések várhatók, aminek következtében a külső kereslet dinamikus növekedése és ezzel összefüggésben a hazai export bővülése is lassulhat.

#### **A belföldi kereslet érdemi bővülésére 2011-től számítunk**

Az elmúlt időszak adatai rövid távon a korábban vártnál kedvezőtlenebb fogyasztási pályát valószínűsítene, a háztartások fogyasztási kiadásai az idei év egészében folyamatosan csökkenhetnek. Ennek oka részben a gyengébb árfolyam hatására megemelkedő devizahitel-törlesztő részletekben, részben pedig a tartósan magas munkanélküliségi rátával összefüggésben kialakult, változatlanul erős óvatossági megtakarítási szándékban keresendő.

A háztartások fogyasztása várhatóan csak 2011-től kezd el növekedni, egyrészt a foglalkoztatás várható bővülése, másrészt pedig a már korábban elfogadott, 2011-re vonatkozó személyi jövedelemadó-törvényekben foglalt adókiengedés hatására. A fogyasztási kiadások növekedési ütemét visszafoghatja a pénzügyintézetekre kivetett adó hitelkínálatot szűkítő hatása és annak a háztartásokra esetlegesen áthárított többletterhei.

A nemzetgazdasági beruházások szintén a korábban vártnál kedvezőtlenebbül alakulhatnak. A társasági adó fizetésére vonatkozó jogszabályok változása ugyan kedvezően befolyásolhatja a vállalati beruházásokat, azonban ezt – a magasabb finanszírozási költségeken keresztül – ellensúlyozhatja a bankadó részleges továbbhárítása a vállalatokra. Hosszabb távon a gazdasági növekedés gyorsulásával a beruházások is élénkülhetnek. A lakossági beruházásokat a jelzálog-hitelezés korlátozására vonatkozó intézkedések, illetve – amennyiben az érintett intézmények képesek lesznek a hitelkamatokban történő érvényesítésre – a pénzügyintézetekre kivetett adó mérsékelheti. Az állam esetében az EU-forrásokhoz kapcsolódó beruházások 2011-ről 2010-re történő előrehozása meghatározó, melynek következtében 2011-től az állami beruházások stagnálása várható.

#### **A gazdasági növekedést nem kíséri a munkanélküliség lényegi csökkenése**

A visszaesés időszaka alatt a vállalatok az aktuális keresleti viszonyokhoz képest magasabb munkaerő-állományt tartottak meg, hogy ezzel az elbocsátással, majd toborzással járó költségeket minimalizálják. Emiatt, valamint a munkatermelékenység növekedésének köszönhetően, a fellendülést eleinte várhatóan nem kíséri majd a foglalkoztatás hasonló dinamikájú bővülése. A versenyszférában foglalkoztatottak létszáma csak 2011-től indul lassú emelkedésnek, a munkanélküliség a teljes előrejelzési horizonton magas maradhat.

Az állami vállalatok – statisztikai okokból a versenyszférához sorolt körének – 15%-os bértömeg-visszafogása rövid távon alacsonyabb bérindexet eredményez. A magasabb infláció ugyanakkor 2011-től a bérekbe is begyűrűzik, így a laza munkapiaci kondíciók ellenére a korábban vártnál magasabb bérpályával számolunk. A külső és a belső kereslet dinamikája közti elnyílás a munkapiacokon belül is szektorális különbségeket eredményez: a feldolgozóiparban hamarabb várható a bérinfláció gyorsulása és a létszámbővülés, mint a piaci szolgáltató ágazatokban.

**A tartósan gyenge belföldi kereslet  
dezinflációs hatása jelenlegi  
alapfeltevéseink mellett nem elegendő  
az inflációs cél eléréshez**

Feltételes inflációs előrejelzésünk alakulását a tartósan gyenge belföldi kereslet és az élénkülő globális konjunktúra kettőssége határozza meg. Jelenlegi alapfeltevéseink mellett a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatása nem elegendő ahhoz, hogy az inflációs pálya a középtávú cél közelébe csökkenjen.

A negatív kibocsátási rés hatása elsősorban 2010-ben, a maginflációs tételekben jelentkezik markánsan, aminek következtében a maginfláció historikus mélypontra süllyedhet. Ezt követően azonban már az idei év végén fordulat következhet be. 2011-től a gyengébb árfolyam és a növekvő élelmiszerárak közvetlenül, illetve a bérek, így a munkaerő-egységköltség emelkedése révén közvetve is megjelenik a maginflációban. Mindezek hatására a maginfláció a korábban feltételezettnél előbb és meredekebb pálya mentén emelkedhet.

A maginfláción kívüli tételek esetében a szabályozott árakra vonatkozó fiskális intézkedések 2010-ben mérséklék az áremelkedés ütemét, mivel a hatósági gáz- és áramárakat a kormány az idei év végéig befagyasztotta, illetve a lakossági gázár-támogatási rendszert meghosszabbította. 2011-től azonban ezen intézkedések kifutása már emelheti a szabályozott árakra vonatkozó előrejelzésünket.

**Felfelé mutató inflációs és lefelé mutató  
növekedési kockázatokat látunk**

Reálgazdasági előrejelzésünk szempontjából kockázatot jelent, hogy Magyarország érvényes konvergenciaprogramjában szereplő 3 százalékos alatti hiánycél 2011-ben csak további kiigazító lépésekkel teljesülhet. A hiánycél elérését szolgáló lépések az alappályában felvázoltnál kedvezőtlenebb GDP-pályát és a kereslet visszafogásán keresztül némileg alacsonyabb inflációt eredményezhetnek. Hasonló hatása lehet a hitelezési környezet várakozásainknál kedvezőtlenebb alakulásának is. A hitelezési aktivitást a szabályozói feltételek változása, a kormányzati intézkedések hatásai és a lakosság autonóm döntései is tartósan, várakozásainknál kedvezőtlenebbül érintheti.

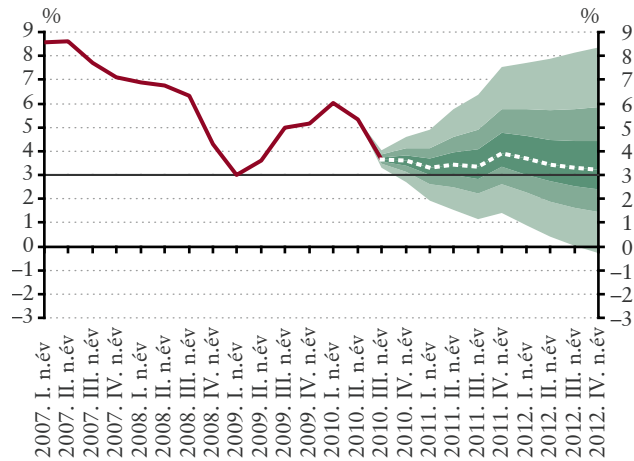
Az inflációs kilátások tekintetében továbbra is kockázatot jelent az inflációs várakozások jelenleg is magas szintje. A várakozások recessziós környezethez történő alkalmazkodásának lassúsága azt eredményezheti, hogy a növekedés élénkülésével a gazdasági szereplők az MNB céljánál magasabb várt inflációs pálya alapján hozzák meg árazási és bérezési döntéseiket. Az inflációs folyamatok tekintetében további kockázatot jelenthet az alkalmazott olajár-feltevésünk gyenge és általánosan egy alacsonyabb infláció irányába torzító előrejelzési képessége. Ezen hatásokat figyelembe véve, összességében a növekedésben lefelé (alacsonyabb növekedés irányába) mutató, míg az inflációban felfelé mutató kockázatokat látunk az alappályánkhoz képest.

**A vártnál gyengébb belső kereslet  
bevételi oldalról nyomás alá helyezheti  
a költségvetést**

Költségvetési előrejelzésünket az idei évre a hatályban lévő költségvetési törvény alapján, míg a következő évekre szabályalapú kivetítések segítségével készítettük el. Feltételes előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány pályája idén és a következő két évben is az érvényes konvergenciaprogramban szereplő hiánycélok fölött alakulhat. A gyenge belső kereslet mellett az export dinamikus bővülése révén beinduló gazdasági növekedés a költségvetés bevételeire nézve kedvezőtlen. A bevételek dinamikája a teljes előrejelzési időhorizonton elmaradhat a GDP növekedésétől, miközben a már elfogadott intézkedések, illetve technikai feltevéseink alapján a GDP-arányos államháztartási kiadások 2011-ben és 2012-ben is csökkennek. A strukturális deficit 2010-ben számottevően javulhat, 2011-től viszont további intézkedések hiányában megáll a hiánycsökkenés.

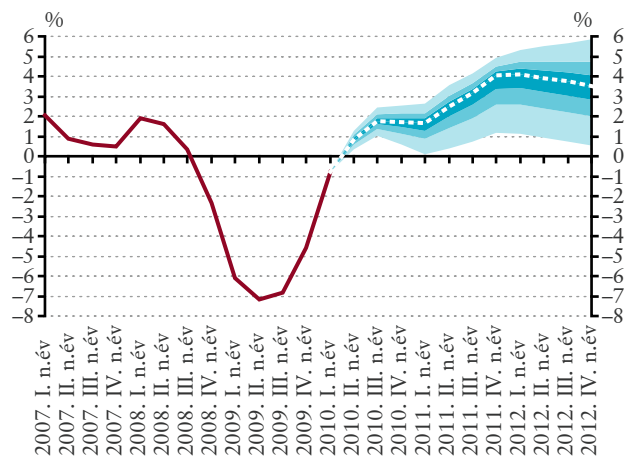
Továbbra is számottevő kockázatot jelentenek a költségvetésben meglévő, részben a kvázifiskális tevékenységhez kötődő strukturális feszültségek. A GDP-arányos államadósság 2010-ben várhatóan kismértékben növekszik, majd azt követően lassú ütemű mérséklődés várható.

**Az inflációs előrejelzés legyezőábrája**



**A GDP-előrejelzés legyezőábrája**

(szezónálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok)



## Az alappálya összefoglaló táblázata

(Előrejelzéseink feltételes jellegűek: az alappálya a 3. fejezetben bemutatott feltevések együttes bekövetkezése mellett érvényes legvalószínűbb esetet jeleníti meg, az előző év azonos időszakához képest, százalékban, ha másképp nem jelezzük.)

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

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

<sup>2</sup> A GDP arányában.

<sup>3</sup> Alap-előrejelzésünkben nem számoltunk a felhalmozott adósságok átvállalásából adódó kockázatokkal.

<sup>4</sup> Pénzforgalmi szemléletben.

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

<sup>6</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.

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

\* Naptári hatással nem korrigált adatok.

\*\* MNB-becslés.

# 1. A makrogazdasági adatok értékelése







## Törékeny pályán folytatódhat a hazai gazdasági kilábalás

2009 végén véget ért a közel két évig tartó recesszió és az idei év elején már érezhető bővülést mutatott a hazai GDP. A kedvező első negyedéves adatot a második negyedévben a növekedés megtorpanása követte, ami a hazai kilábalási folyamat törékenységeire hívja fel a figyelmet. A növekedés újbóli beindulása egyelőre csak az exportszektorban jellemző, miközben a belső kereslet főbb komponenseiben továbbra sem látunk fordulatra utaló jeleket.

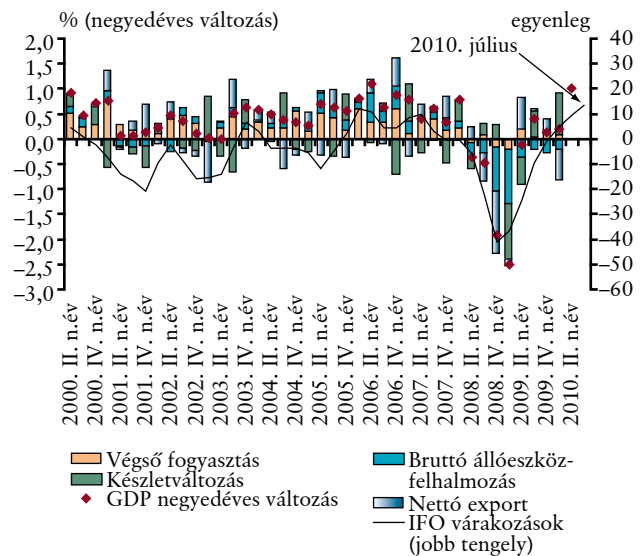
A gyenge belföldi kereslet a fogyasztói kosár egyre szélesebb köreiben bír számottevő árleszorító hatással, aminek eredményeként – az elmúlt negyedévben is 5 százalék fölött alakuló éves árindex ellenére – a gazdaságban rövid távon megjelenő inflációs nyomás historikusan is alacsonyan alakult.

A hazai konjunktúrában tapasztalt kettősség erősödésével a munkapiaci folyamatokban is egyre markánsabb eltérések figyelhetők meg. A versenyszféra foglalkoztatottsága az idei év közepén elérhette mélypontját és a kibocsátás fordulatát késkéve követve, 2010 közepén már beindulhat a foglalkoztatottak létszámának lassú bővülése. Az exportorientált feldolgozóipar termelésének növekedése a bérdinamika élénkülése mellett az elmúlt hónapokban már a foglalkoztatás bővülésében is jelentkezett. Ezzel szemben a belföldre termelő ágazatok bérnövelése továbbra is historikusan alacsony, miközben a változatlanul gyenge jövedelmezőség mellett a foglalkoztatottak létszámának bővítésére sincs lehetőség. Nemzetgazdasági foglalkoztatottságban az idei év első félévében bekövetkezett fordulathoz a feldolgozóipari folyamatok mellett az állami közfoglalkoztatási programok folytatása, bővítése is érzékelhetően hozzájárult.

1-1. ábra

Az eurozóna növekedése és az IFO bizalmi indikátor

(szезonálisan igazított adatok)



A tavalyi indirektadó-emelések bázishatásának kiesésével júliusban jelentősen csökkent a hazai infláció. A maginfláció 2006 óta nem tapasztalt alacsony szintje ellenére süllyedt, a teljes fogyasztóiár-index az adóintézkedések előtti szint fölött maradt. Az elmúlt negyedévekben stabilizálódó árfolyam mellett a gyenge kereslet árleszorító hatása a fogyasztói kosár egyre szélesebb körében jelentős árleszorító tényezőként jelentkezett, így az idei év közepén érdemi árnyomás a hazai inflációs folyamatokban nem volt kimutatható. Ugyanakkor a forint árfolyamának elmúlt hónapokban tapasztalt jelentős leértékelődése, illetve a nyers élelmiszerek körében kibontakozó áremelkedés már rövid távon is a dezinfláció megtörését eredményezheti.

# 1.1. Az ázsiai gazdaságok gyors növekedésének köszönhetően továbbra is tart exportpiacaink dinamikus bővülése

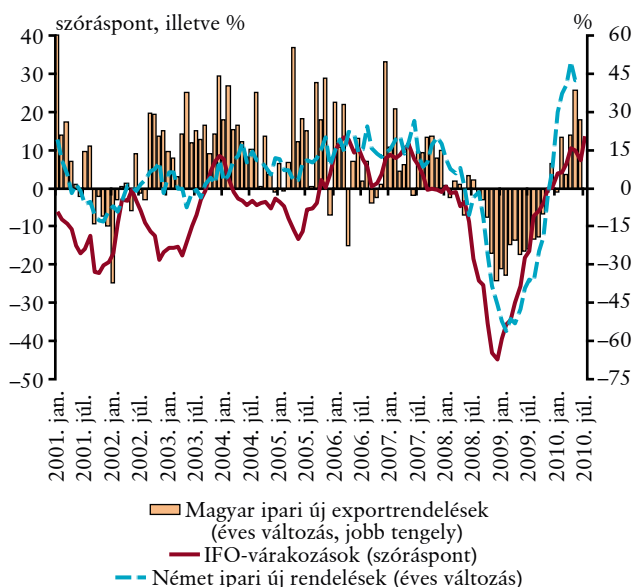
Bár a fejlett gazdaságok belföldi keresletében továbbra sem érzékelhető fordulat, a magyar gazdaság exportlehetőségeit változatlanul dinamikus bővülés jellemzi. Külső piacaink bővülését az ázsiai gazdaságok növekvő kereslete vezeti, amiből a leértékelt EUR/USD árfolyam mellett a magyar export is egyre többet profitál. A legfontosabb exportpiacaink gyenge belső kereslete ellenére a készletek újbóli feltöltése, illetve az exporttevékenység folyamatos erősödése a magyar exporttermékek iránt is növekvő keresletet generál. A növekedési szempontból kedvező külső környezet a következő negyedekben is jellemző maradhat. Erre utalnak a továbbra is emelkedő nemzetközi konjunktúraindexek, illetve a legfontosabb exportpiacunkon, a német ipari új rendelésekben tapasztalt újbóli növekedés.

Azonban érdemes megjegyezni, hogy a külső kereslet aktuálisan dinamikus bővülésében érdemi átmeneti tényezők is szerepet játszhatnak. Ezek közül a két legfontosabb a válságot követő erőteljes készletfeltöltés, illetve az EUR/USD árfolyam számottevő év eleji leértékelődése lehetett. Ezek keresletélénkítő hatásai már rövid távon is kifuthatnak, így az év végétől a nemzetközi konjunktúra visszafogottabb bővülésére számíthatunk.

A fejlett országok jelentős részében az elmúlt évek gazdaságélénkítő lépései következtében jelentősen növekedett az államháztartási deficit, illetve az adósságállomány. Így az adósságpálya fenntarthatóvá tétele legtöbb exportpartne-

1-2. ábra

A német és magyar ipari új rendelések, illetve az IFO bizalmi indikátor várakozási komponense



rünk esetében erős gazdaságpolitikai prioritássá vált. Ennek esetleges keresletszűkítő hatásaival a májusi inflációs jelentésben még csak a kockázatok között számoltunk, ám figyelembe véve, hogy azóta több országban is bejelentettek fiskális megszorító intézkedéseket, ezért ezek várható hatásait már alappályánkba is beépítettük.

## 1-1. keretes írás: Az európai költségvetési konszolidációs lépések várható hatásai külkereskedelmi partnereink növekedésére

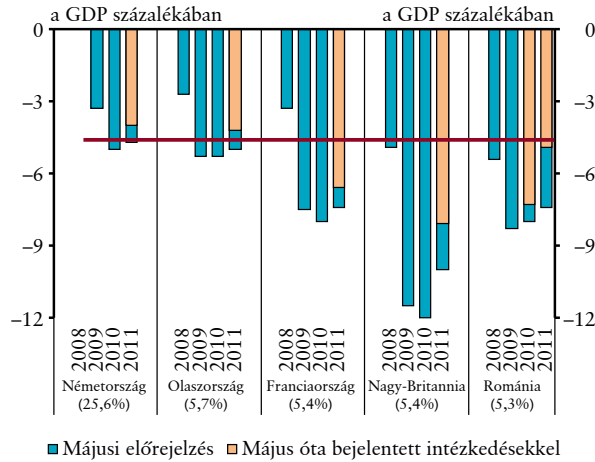
A 2008-ban kirobbant globális válságra számos európai ország anticiklikus költségvetési politikával reagált, hogy biztosítsák a pénzügyi rendszer működőképességét és tompítsák a gazdasági visszaesést. Az automatikus stabilizátorok működésén túlmenő fiskális expanzió az EU egészében a GDP 1,5 százalékát tette ki 2009-ben és 2010-ben is.<sup>1</sup> Az állami keresletélénkítés hozzájárult a kereslet stabilizálásához, ám a növekvő költségvetési hiányok romló adósságdinamikát vetítettek előre. Az államadóssággal kapcsolatos kockázatokat tovább növelték a pénzügyi rendszert védő állami garanciavállalások is.

A májusi inflációs jelentés óta fokozódtak az európai országok államadósságainak fenntarthatóságával kapcsolatos befektetői aggodalmak. Erre válaszul az utóbbi hónapokban több európai kormányzat jelentett be fiskális konszolidációs terveket, melyek zömmel 2011-től mérsékelhetik a költségvetési hiányok nagyságát, jelentős részben az állami kiadások csökkentése útján. Fő exportpartnereinknél a GDP 0,7-2 százaléka körüli mértékben csökkenhetnek a 2011. évi hiányok a májusban várt szintekhez képest (1-3. ábra).

<sup>1</sup> Lásd: Public Finances in EMU 2010, *European Economy*, 4/2010, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

1-3. ábra

**Költségvetési egyenlegek főbb külkereskedelmi partnereinknél\***



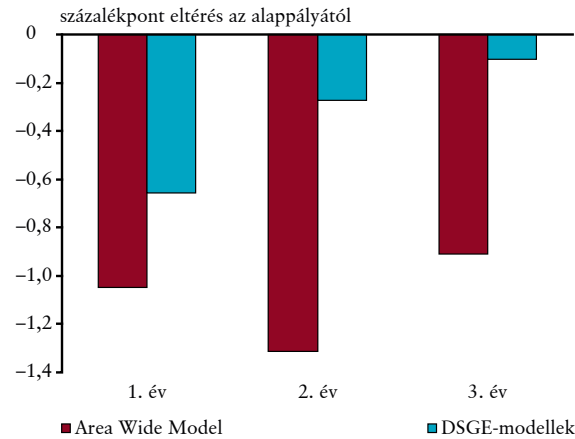
\* Az Európai Bizottság 2010. májusi előrejelzése alapján, illetve az azóta bejelentett intézkedések becsült hatását figyelembe véve. Az országok alatt zárójelben a magyar exportból vett 2009. évi részarányuk szerepelnek.

A költségvetési konszolidáció rövid távon a gazdasági növekedés lassulásával jár, mivel az állam visszafogja keresletét, valamint az adók és transzferek útján jövedelmeket von el a magánszektortól. A növekedési hatások mértéke számos tényezőtől függ:

- A költségvetési egyenleg permanens javítása hosszú távon visszafogja az államadósságot, ami már rövid távon is csökkentheti az adósság finanszírozási költségeit, középtávon pedig lehetővé teszi a torzító adók mérséklését. Mindez élelénkítheti a potenciális növekedési ütemet is. Ha a gazdasági szereplők előre látják magasabb jövőbeli jövedelmi szintjüket, kevésbé fogják vissza jelenbeli fogyasztásukat. Mindez mérsékelheti a kiigazítás rövid távú növekedési hatását.
- Másfelől, ha a fogyasztók likviditási korlátai erősek, akkor nem lesznek képesek hitelfelvétellel áthidalni a rövid távú jövedelemcsökkenést. Így pénzügyi válságok idején költségesebbek lehetnek a kiigazítások.
- A fiskális kiigazítás tágítja a negatív kibocsátási rést, ezáltal deflációs hatású. A monetáris politika erre a kamatszint csökkentésével reagálhat, ami enyhítheti a növekedési hatásokat. Ám amíg alacsony az európai kamatszint, addig a monetáris politika ez irányú mozgásterét korlátozott.

1-4. ábra

**Egy illusztratív költségvetési kiadáscsökkentési forgatókönyv hatása az eurozóna GDP-növekedési ütemére\***



\* A kiadáscsökkentés 3 évig tart, és évente a GDP 1 százaléka megfelelő mértékű. A szimulációkhoz használt modellek ismertetéséért lásd Wieland et al. (2009).

• Az egyes költségvetési eszközökhöz eltérő multiplikátorhatás tartozik. Empirikus tapasztalatok és modellszimulációk szerint az állami kiadások csökkentése rövid távon nagyobb növekedési áldozattal járhat, mint az adóemelés. Másfelől a torzító hatású jövedelemadók emelése visszavetheti a potenciális növekedési ütemet, így a hosszabb távú hatások kedvezőtlenebbek lehetnek.

A várt európai fiskális kiigazítások középtávú hatásainak illusztrálására szimulációkat végeztünk. Példánkban három éven át a GDP 1 százalékaival fogják vissza a költségvetési kiadások szintjét az eurozónában, miközben a monetáris politika az inflációs célkitűzés logikája szerint alkalmazkodik a gazdasági folyamatokhoz. A szimulációhoz az EKB által korábban használt Area Wide Modellt (AWM), valamint több dinamikus, általános egyensúlyi (DSGE) modellt használtunk fel. Míg az AWM-modellben a gazdasági szereplők várakozásai jobbra visszatekintők, addig a DSGE-modellekben előre tekintők. Így a fenntarthatóbbá váló adósságpálya kedvező hatásai a DSGE modellekben érvényesülhetnek. Ezzel szemben az AWM-modell azt illusztrálhatja, hogy erős likviditási korlátok, illetve nem hiteles kiigazítás mellett mennyiben térhetnek el a növekedési hatások.<sup>2</sup>

A megszorítások főként az első évben vetik vissza a növekedést (1-4. ábra). Hiteles kiigazítás mellett a következő években már jóval mérsékeltebb lehet a hatás. Csekély hitelesség, illetve a pénzügyi rendszer elhúzódó gyengélkedése esetén azonban még a második-harmadik évben is jelentős lehet a növekedési áldozat.

<sup>2</sup> A felhasznált modellek ismertetéséért lásd: Wieland, V. et al. (2009): A New Comparative Approach to Macroeconomic Modeling and Policy Analysis, Working Paper, Goethe University of Frankfurt, (August).

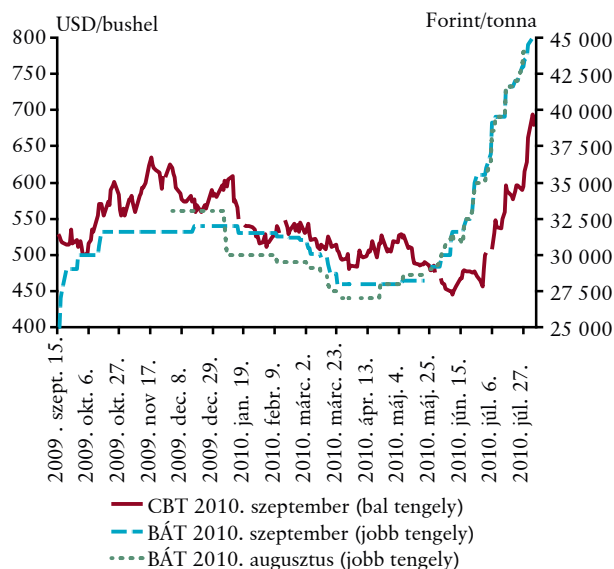
Szimulációink az európai kiigazítások várt hatásának felső becslését jelenthetik. Egyrészt példánkban a teljes kiigazítást a legnagyobb növekedési áldozattal járó kiadáscsökkentés formájában számoltuk el. Másrészt az általunk szimulált kiadáscsökkentés átmeneti, így a hosszú távú adócsökkentés kedvező hatásai csak korlátozottan érvényesülhetnek. Figyelembe véve a közelmúltban bejelentett kiigazítások időzítését, mértékét és szerkezetét, 2011-ben 0,2-0,4 százalékponttal mérséklődhet az eurozóna növekedési üteme májusi feltevéseinkhez képest. A 2012. évi növekedési hatásokkal kapcsolatban nagyobb a bizonytalanság.

Végül, bár a költségvetési kiigazítások önmagukban lassítják külső piacaink növekedését, más tényezők az élénkülés irányába hatnak. A fejlődő (főként ázsiai) országok robusztus importkereslete és az euro leértékelődése kedvezően hat az eurozóna kivételére. Mivel a hazai exportőrök jelentős részben nyugat-európai exportorientált vállalatok beszállítói, így ez a hatás tompíthatja a fejlett gazdaságok belföldi keresletének lassulásából adódó exportkiesést.

A globális konjunktúra fenntarthatóságával kapcsolatos bizonytalanságok a nemzetközi nyersanyagárakat egy éve jellemző növekvő trend megtorpanását okozták. A fontosabb nyersanyagok árai május óta némileg korrigálódtak, ám ennek kedvező dezinflációs hatásait az euro dollárral szembeni gyengülése némileg ellensúlyozza. A nyersanyagpiacokon számottevő inflációs kockázatra az élelmiszerek áremelkedése miatt számíthatunk. A kedvezőtlen időjárási feltételek miatt a terméseredmények az alapvető nyers élelmiszerek esetében várhatóan mind hazai, mind régiós, mind globális szinten alatta maradnak az elmúlt években jellemző értékeknek. A gyenge terméskilátások és az élénkülő ázsiai kereslet már jelenleg is a tőzsdei árak emelkedését okozták, ami várhatóan az idei év egészében jellemző maradhat.

1-5. ábra

Búzaárak a chicagói és a budapesti árutőzsdén



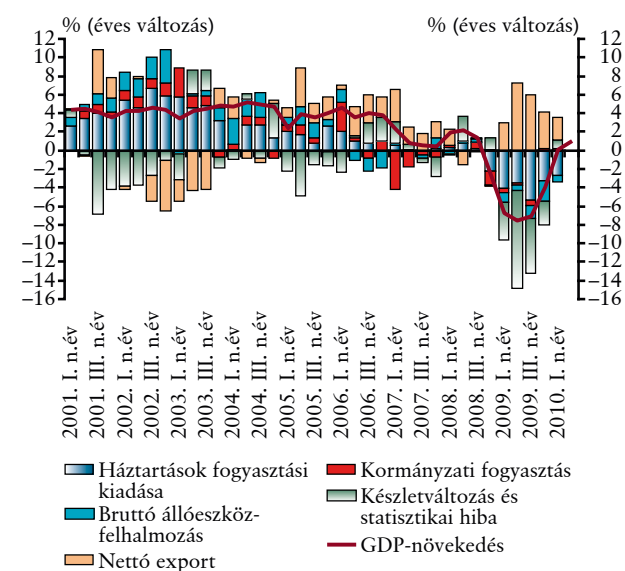
## 1.2. A recesszió vége egyelőre csak az exportágazatokban érzékelhető

2010 első negyedében régiós összehasonlításban is erős növekedés jellemezte a magyar gazdaságot, amit a második negyedévben várakozásainknak megfelelő korrekció követett. A gazdasági kilábalás változatlanul törekeny, mivel azt csak a vártnál erősebb külső konjunktúra vezérli, miközben a belső keresletben továbbra sem látszanak a fordulat jelei. A növekedés szerkezetét jellemző kettősség az első negyedévben várakozásainknál is erőteljesebbnek bizonyult.

### 1-6. ábra

#### A főbb felhasználási tételek növekedési hozzájárulása

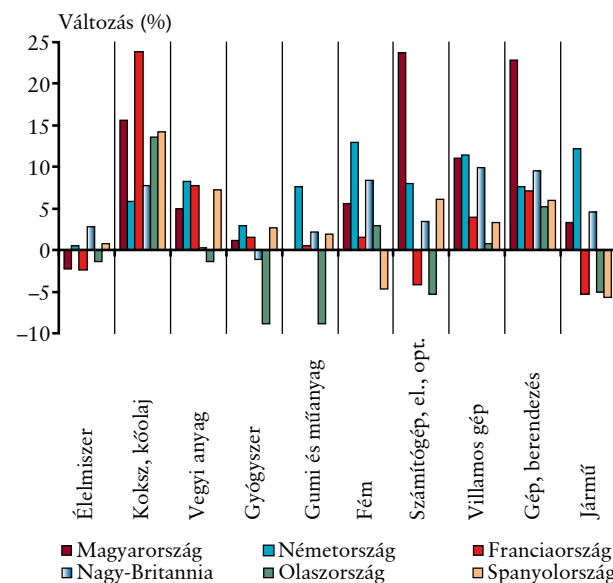
(éves változás)



Ez a kettősség mind a GDP termelési, mind pedig a felhasználási oldalán egyértelműen megfigyelhető. A termelési oldalon a külső keresletre érzékeny ágazatok hozzáadott értéke bővült legerősebben. A konjunktúrát változatlanul az exportértékesítések húzzák, ám a termelés élénkülése a beszállítói kapcsolatokon keresztül a belföldre termelő ágazatok esetében is érzékelhető volt. Az export alakulásában továbbra is meghatározó a német ipar teljesítménye. A szoros kapcsolatra utal, hogy a hazai ipari termelés bővülése különösen azon ágazatokban volt látványos, ahol a német vállalatok is az euroövezet átlagánál erősebb teljesítményt mutattak. Az ágazatra jellemző kedvező konjunktúra összhangban a külső keresleti folyamatokkal, várhatóan rövid távon is fennmarad, így az ipari termelés bővülése továbbra is erős támaszt adhat a hazai gazdasági kilábalásnak.

### 1-7. ábra

#### A nyugat-európai és a magyar feldolgozóipar alágazatainak növekedése 2010. január és június között



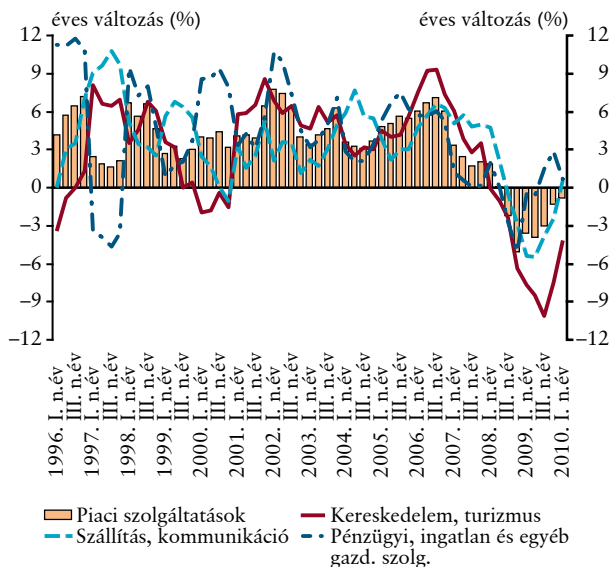
Az iparral ellentétben a szolgáltató ágazat teljesítménye továbbra is mérséklődést mutat. A kivételt az exportkonjunktúrával szoros kapcsolatban lévő szállítás és a konjunktúra ingadozására kevésbé érzékeny kommunikációs ágazatok jelenthetnek. A szolgáltató szektor egyéb ágazataiban (elsősorban kereskedelem, turizmus) azonban változatlanul – csökkenő ütemű – visszaesést mutattak, miközben a hozzáadott érték csökkenése a recesszióban is jelentős jövedelmezőséget felmutató pénzügyi szolgáltatások ágazat esetében is jelentkezhetett. Ezen ágazatok kibocsátását továbbra is a gyenge belföldi kereslet korlátozza. Tekintve, hogy a belföldi – elsősorban lakossági – keresletben rövid távon még nem számíthatunk bővülésre, így ezen ágazatok kilátásai az idei évben továbbra is kedvezőtlenek maradnak.

A kisebb súlyú ágazatok teljesítménye 2010 első felében jelentős mértékben visszafoghatta a hazai GDP alakulását. A mezőgazdaság hozzáadott értéke továbbra is csökkenést mutat, ráadásul a kedvezőtlen időjárási körülmények miatt az idei évre várható terméseredmények érdemben elmaradhatnak az előző két év átlag feletti értékeitől. Ennek inflációs hatásai már a júniusi inflációs adatban is megfigyelhetők voltak, ami az ágazat hozzáadott értékének erősödő vissza-

**1-8. ábra**

**A piaci szolgáltatások hozzáadott értékének éves növekedése**

(a KSH szezonálisan igazított adatai alapján)



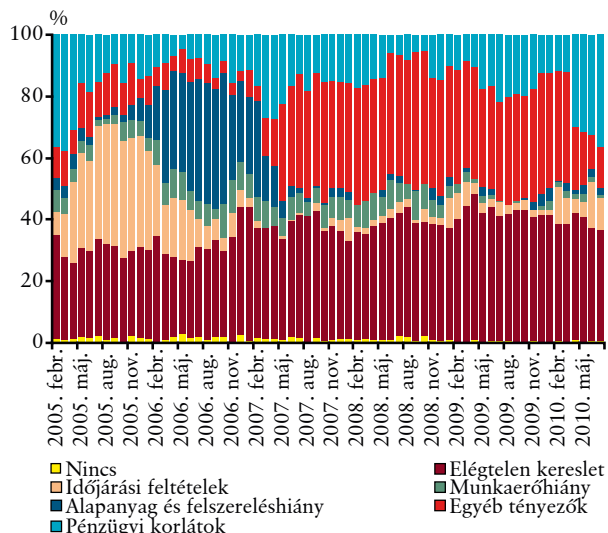
esésén keresztül a második negyedévtől a GDP-ben is egyre erősebb negatív hatásként jelentkezhet.

Az építőipar teljesítménye a korábbi alacsony szintről is tovább mérséklődött. Ennek oka elsősorban a tovább romló lakáspiaci konjunktúra lehet, míg új megrendeléseket csak az EU-forrásokból finanszírozott projektek jelentenek. Az ágazat teljesítményét a gyenge keresleti kilátások mellett az ágazat erősödő finanszírozási problémái is kedvezőtlenül érintik. Az elmúlt hónapokban az új szerződések volumene, illetve a kiadott építési engedélyek is számottevő visszaesést

**1-9. ábra**

**Az építőipari termelést korlátozó tényezők**

(az Európai Bizottság ESI-felmérése alapján)



mutattak, így rövid távon továbbra sem számítunk fordulatra az ágazat teljesítményét illetően.

Az állami szolgáltatások hozzáadott értéke csökkent az első negyedévben, mely főként az állami egészségügyi intézmények csökkenő teljesítményével magyarázható. Az „Út a munkához” program keretében a foglalkoztatottak számának bővülése ugyanakkor némileg fékezte az állami hozzáadott érték csökkenését.

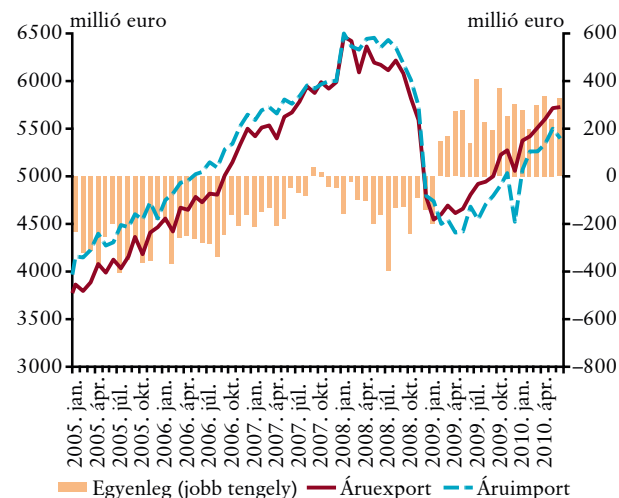
A GDP felhasználási oldalán az idei év első negyedévében jelentősebb pozitív hozzájárulást csak a nettó export és a készletváltozás jelentett. Kismértékben ugyan, de kedvező irányban erősítette a gazdaság fellendülését – az említett közfoglalkoztatási programok kiterjesztése miatt – a kormányzati fogyasztás is. A legfontosabb belső keresleti tételekben továbbra sem következett be fordulat, így ezek növekedési hozzájárulása változatlanul negatív.

A nettó export növekedési hozzájárulása továbbra is számottevő maradt. Az exportértékesítések növekedésével párhuzamosan az import bővülése is erősödött. Az import növekedése elsősorban a beszállítói export erősödéséhez, illetve a termeléshez szükséges készletek újbóli feltöltéséhez köthető, miközben a fogyasztási célú import változatlanul gyenge maradt. Bár a következő negyedévekben az export-import olló fokozatosan záródhat, ám az aktuálisan jelentős külkereskedelmi többlet miatt a nettó export pozitív növekedési hozzájárulása továbbra is fennmaradhat.

**1-10. ábra**

**A külkereskedelmi termékforgalom értéke és egyenlege**

(szezonálisan igazított szintek, millió euro)

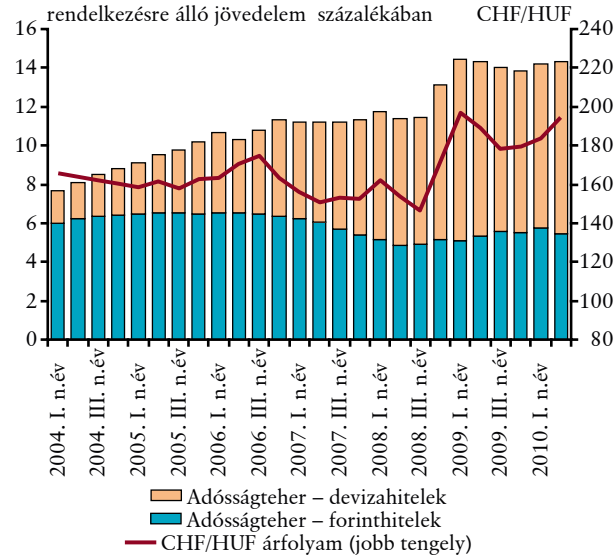


Megjegyzés: Az áruexportot korrigáltuk a speciális hónapok közötti csúszás és hiányzó tételek miatt, valamint az áfarezidensek tevékenységével. Az áruimportot korrigáltuk az EU-csatlakozás körüli előrehozott vásárlásokkal, a szintén 2004-ben jelentkező közvámraktárhátással, a Gripen- és Combino-beszerezések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

1-11. ábra

**A háztartások adósságterhe és a svájci frank-forint árfolyam**

(MNB-becslés)

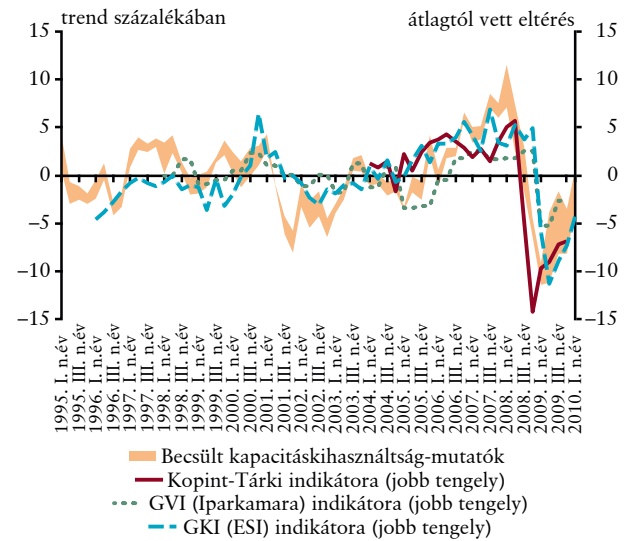


2010 első negyedévében tovább csökkentek a háztartások fogyasztási kiadásai, azonban várakozásainkkal összhangban a visszaesés üteme mérséklődött. A fogyasztási kiadások csökkenésének mérséklődésében szerepet játszhatott az év elején megfigyelt jelentős bérkiáramlás, és a személyi jövedelemadó szabályozásában bekövetkezett változások is. A reálbérek átmeneti növekedéséből adódó fogyasztást és megtakarítást ösztönző hatásokat azonban ellensúlyozta a változatlanul szigorú hitelkörnyezet, a gyengülő árfolyam miatt emelkedő törlesztőrészek, illetve a továbbra is magas munkanélküliség keresletszűkítő hatásai. A kiskereskedelmi értékesítésekről beérkezett elmúlt havi adatok is megerősítik, hogy rövid távon továbbra is a fogyasztás lassú csökkenése lehet jellemző. Fordulatra csak az év végétől számíthatunk. Az év második felében várhatóan változatlanul gyenge fogyasztási adatok ellenére, az éves indexek a harmadik negyedévtől jelentős javulást mutathatnak. A jelenség hátterében a tavalyi év közepén az indirektadóintézkedések miatt jelentkező időzítési hatások állnak<sup>3</sup>.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás csökkenése – lassuló ütemben bár, de – folytatódott 2010 első negyedévében is. A beruházások visszaesésének mérséklődése döntően a gépberuházásokhoz köthető, amelyek év eleji elmozdulása mögött főként az állami szektorban megfigyelhető egyedi

1-12. ábra

**A kapacitáskihasználtság alakulása a feldolgozóiparban**



hatások állhatnak (erőműfejlesztés és nagy volumenű honvédségi járműbeszerzés). Az épület típusú beruházások – összhangban a gyenge lakáspiaci konjunktúrával – változatlanul visszaesést mutatnak. Tovább rontja a képet, hogy a lakásberuházások második negyedéves indikátorai gyorsuló ütemű visszaesést mutatattak, így rövid távon az építési beruházások további jelentős csökkenésére számíthatunk. A vállalati szektorban a kapacitáskihasználtság szintje jelenleg is a historikus átlag alatt alakul, emiatt a beruházások alakulásában fordulat a közeljövőben sem várható. Érdemi új beruházást csak néhány már korábban bejelentett nagy projekt (kecskeméti Mercedes-beruházás) folytatása, illetve az EU-forrásokból finanszírozott beruházások jelenthetnek.

A külső konjunktúra élénkülésével párhuzamosan az év elején a készletváltozás növekedési hozzájárulása is pozitív volt. Ez a hatás azonban nemzetgazdasági szinten csak a készletek lassuló ütemű csökkenéséből adódott. A folyó áras készletstatisztikák alapján valószínűsíthető, hogy az exportra termelő ágazatokban (feldolgozóipar) a készletek újbóli feltöltése zajlik, miközben a kereskedelemben a visszafogott kereslet, a mezőgazdaságban pedig a gyenge terméseredmények miatt a készletek csökkenése lehet jellemző. Az állam fogyasztási kiadásainak hozzájárulása – összhangban a szektor termelés oldali teljesítményével – enyhén pozitív volt.

<sup>3</sup> Erre utal, hogy az újautó-regisztrációk száma 2010 júliusában közel 20 százalékkal emelkedett éves összehasonlításban.



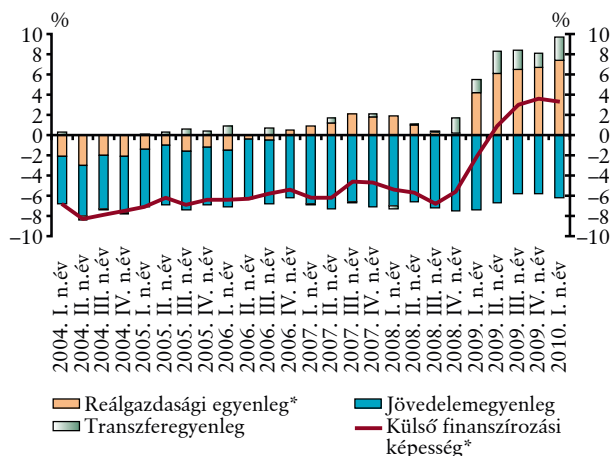
# 1.3. Jelentős növekedés a belföldi megtakarításokban

2010 I. negyedévében a magyar gazdaság megőrizte nettó megtakarítói pozícióját, a külső finanszírozási képességünk az elmúlt év végén megfigyelt magas szint körül alakult. Az elmúlt három negyedévhez hasonlóan, a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg is többletet mutatott (1-13. ábra). Az újonnan beérkezett információk a korábban vártnál is magasabb EU-transzfer-felhasználásra és kedvezőbb reál-gazdasági egyenlegre utaltak.

## 1-13. ábra

### A külső finanszírozási képesség komponensei

(szezónálisan igazított, GDP-arányos értékek)



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

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

A jövedelemegyenleg hiánya már enyhén növekedett, mind- ez elsősorban a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának becsült emelkedéséhez köthető.<sup>4</sup> Emellett a külföldi adós- ságra fizetett átlagos kamatok korábbi öt negyedévben tapasztalt mérséklődése megállt, így ez a tényező már nem tudta tovább javítani a jövedelemegyenleget.

A reál gazdasági többlet és a külföldről érkező transferek továbbra is érdemben járultak hozzá hazánk külső finanszí-

rozási képességéhez. A transferegyenleg javulását elsősor- ban a korábbi évek azonos időszakában megfigyelt szintet érdemben meghaladó uniós transferek felhasználása ered- ményezte. A szezonálisan igazított adatok alapján az idei első negyedévben közel kétszer annyi EU-forrást használt fel a hazai gazdaság, mint a tavalyi év első három hónapjában.

A magas szinten stabilizálódó külső finanszírozási képesség az államháztartás növekvő finanszírozási igénye mellett alakult ki, amit nagyrészt ellensúlyozott a magánszektor nettó megtakarításainak emelkedése. A magasabb költség- vetési hiány részben átmeneti, részben pedig tartós, a magánszektor jövedelmét növelő – és így közvetve a szektor magasabb finanszírozási képességének irányába mutató – intézkedésekre vezethető vissza. A járulékok csökkentése a munkáltatók terheinek könnyítésén keresztül a vállalatok, az adójóváírás sávjának kiszélesítése pedig a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét növelte – az EU-transzferek emelkedő felhasználása pedig tovább gyarapította a magán- szektor jövedelmét. A magánszektor pénzügyi megtakarítá- sának emelkedése ugyanakkor a beruházások további csök- kenéséhez is köthető. A vállalatok nettó megtakarításainak emelkedésében érdemi szerepet játszott, hogy a pénzügyi vállalatok finanszírozási képessége az első negyedévben tovább emelkedett. A háztartási szektor megtakarításainak alakulását az első negyedévben is jelentősen befolyásolta a nyugdíjpénztári átlépések elszámolása (lásd a májusi infláci- ós jelentés 1-3. keretes írását) – ezt az egyszerű hatást kikor- rigálva ugyanakkor a szektor finanszírozási képessége az első negyedévben emelkedett, míg az előzetes adatok a lakosság pénzügyi megtakarításának nagymértékű emelke- dését jelzik a második negyedévben.

### 1.3.1. FINANSZÍROZÁSI FOLYAMATOK

2010 első negyedévében folytatódott a vállalatcsoportokon belüli források nettó kiáramlása, ami nagyban hozzájárult ahhoz, hogy a nem adósságeneráló források esetében jelen- tősebb, közel 700 millió eurós csökkenést tapasztaltunk. Ugyanakkor a „friss” működőtőke-beáramlás ebben az idő- szakban is pozitív volt, bár mértéke enyhén csökkent a 2009 megelőző negyedéveiben tapasztalt szintekhez képest.<sup>5</sup>

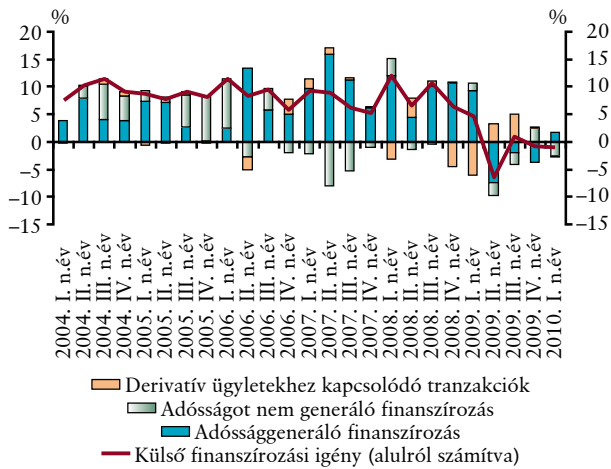
<sup>4</sup> A fizetésimérleg-statisztikában a közvetlen tőkéhez kapcsolódó jövedelemáramlások adatai becsléseken alapulnak. A becslést a következő év szeptemberében váltják fel a vállalati jelentéseken alapuló adatok.

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



1-14. ábra

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



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

2010 első három hónapjában ugyanakkor nem folytatódott az adósságtípusú források három negyedéve tartó kiáramlása. A nettó forrásbevonás a GDP mintegy 0,4 százalékát tette ki. Mind az államháztartás, mind a magánszektor nettó külföldi adóssága enyhén emelkedett. A forrásbevonás ugyanakkor döntő részben a vállalatok elsősorban hosszabb lejáratú külföldi hitelfelvételéhez (200 millió euro) volt köthető.

A GDP-arányos nettó külső adósság három negyedévig tartó mérséklődés után ismét emelkedett és a GDP 55,3 százalékát tette ki. Az adósságráta emelkedését azonban jelentős részben az átértékelődési hatás – a forint eurón kívüli devizákkal szembeni gyengülése – magyarázta. Ezzel párhuzamosan az ország bruttó külső adósságállománya a GDP közel 3 százalékkal emelkedett és a negyedév végére meghaladta a GDP 110 százalékát. A növekedés hátterében a már említett árfolyamhatás mellett a hazai bankok külföldi forrásbevonása és a külföldi befektetők MNB-kötvény- és állampapír-vásárlása játszott meghatározó szerepet.

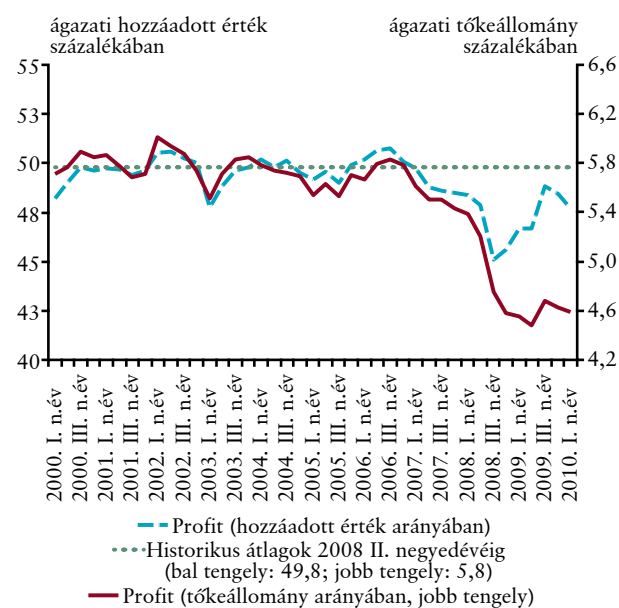
# 1.4. A foglalkoztatás év eleji fordulata döntően a kedvező külső konjunktúrából közvetlenül profitáló feldolgozóiparhoz köthető

2010 első felében a versenyszféra jövedelmezősége tovább javult, ami növelte a vállalatok munkapiaci mozgásterét. Az ágazatok profitabilitása azonban továbbra sem éri el a válság előtti szinteket. Ennek megfelelően a nemzetgazdasági átlagkeresetek év eleji gyorsulását követően a második negyedévben jelentős korrekció volt megfigyelhető a bérdinamikában. A konjunktúrát jellemző kettősséggel összhangban a két legfontosabb versenyszféra-ágazat bérezésében a már korábban is megfigyelt markáns eltérések tovább erősödtek. A foglalkoztatási folyamatokban bekövetkező fordulat is egyelőre csak a feldolgozóipari szakágazatokat érinti.

1-15. ábra

## A versenyszféra kibocsátásarányos és tőkearányos jövedelmezőségének összehasonlítása

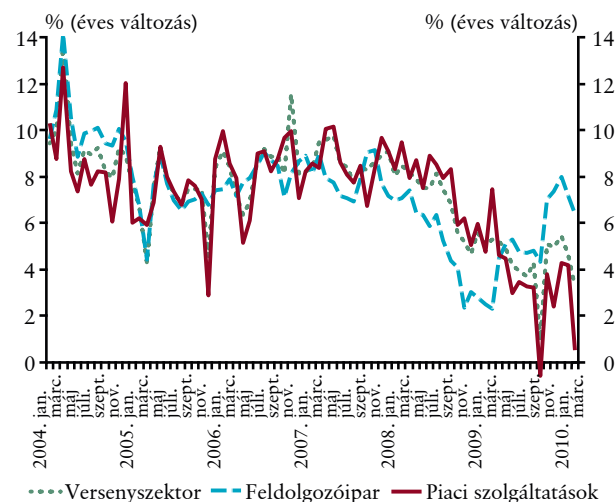
(szезonálisan igazított negyedéves adatok alapján)



A nemzetgazdasági béremelések év elején megfigyelhető magasabb üteme a második negyedév adatai alapján érdem-

1-16. ábra

## A bruttó átlagkereset alakulása a versenyszférában



ben mérséklődött. Az átmenetileg erősödő bérdinamika részben a költségvetési szektorhoz, részben pedig a külső konjunktúra élénkülésére érzékenyebb feldolgozóiparhoz köthető.<sup>6</sup> Ezen elmozdulások döntően a tavalyi év bérvisszafozásainak korrigálásával magyarázható. Ez a korrekció azonban többnyire az első negyedévben fejtette ki bérgyorsító hatását, a második negyedévben már valamennyi ágazatban a bérdinamikák számottevő mérséklődése volt megfigyelhető.

A tavalyi évről áthúzódó átmeneti bérgyorsító hatásoktól eltekintve továbbra is markáns különbségek jellemzik a két fő versenyszféra-ágazat bérezését. A feldolgozóipari bérek növekedési üteme – összhangban az ágazat kedvezőbb termelékenysége alakulásával – változatlanul nagyobb a szolgáltató ágazatokban megfigyelhetőnél. A gyenge belső kereslet a piaci szolgáltatások esetén korlátozottabb mozgásteret biztosít a szektor vállalatainak, ami a változatlanul visszafogott bérezésben is tükröződik.

<sup>6</sup> A tavalyi évben megfigyelt markáns fékeződést az állami bérek esetén a 13. havi fizetések elmaradása, a feldolgozóiparban pedig a válsághoz való alkalmazkodáshoz köthető jelentős prémiumelvonások okozták.

**1-2. keretes írás: Mi állhat a feldolgozóipari bérek év eleji gyorsulása mögött?**

A versenyszféra bérezésében az év elejétől jelentős bérgyorsulást figyelhetünk meg. A jelenség döntően a feldolgozóipari bérfolyamatokra vezethető vissza. A 2009 második felére jellemző 5 százalékos körüli feldolgozóipari bérdinamika az idei év elején 8 százalékos fölére gyorsult. Ezzel párhuzamosan érdemi létszámbővülés az év első három hónapjában még nem volt megfigyelhető a feldolgozóiparban. Az erős bérgyorsulásra és stagnálás közeli foglalkoztatásra több lehetséges magyarázat is elképzelhető:

- Az egyik lehetséges magyarázat szerint az ágazat munkapiacán a versenyszféra átlagánál nagyobb a feszesség<sup>7</sup>, ezért munkakinálatti korlátok késleltethetik a létszámbővülést és ezzel párhuzamosan az aktuálisan foglalkoztatottak béreit is emelik.
- Egy másik megközelítés szerint a megfigyelt elmozdulások háttérben keresletoldali tényezők állhatnak. Egyrészt előfordulhat, hogy a javuló piaci környezetet jelentős bizonytalanság övezi, másrészt valószínűsíthető, hogy az új munkaerő felvétele és munkába állása hosszabb időt vesz igénybe, amely késést idéz elő az alkalmazotti létszám konjunktúrához viszonyított alakulásában. Ezért az ágazat vállalatai rövid távon a rendelkezésre álló munkaerő intenzívebb kihasználásával alkalmazkodtak a kereslet kedvező elmozdulásaihoz.

Az első magyarázat feltételezi, hogy a feldolgozóiparban a tavalyi évben megfigyelt nagy létszámú elbocsátásokat követően a szektorhoz köthető munkanélküliek az elmúlt egy év során vagy elhagyták a munkapiacot, vagy más szakmákban kerestek állást. A válság kitörését

követően az ágazat vállalataitól több mint 85 ezer főt bocsátottak el. Ezzel párhuzamosan a meghirdetett új álláshelyek számában érdemi növekedés – egészen az idei év elejéig – nem volt megfigyelhető. Az Állami Foglalkoztatási Szolgálat adatai szerint úgy tűnik, az ipari és építőipari szakmákban állást keresők aránya változatlanul kiugró a többi szakmához képest. Ez alapján feltételezhetjük, hogy a szektorból elbocsátottak jelentős része továbbra is aktív álláskeresőnek számít, tehát egy esetleges létszámbővítésnek valószínűsíthetően nincsenek munkakinálatti korlátai.

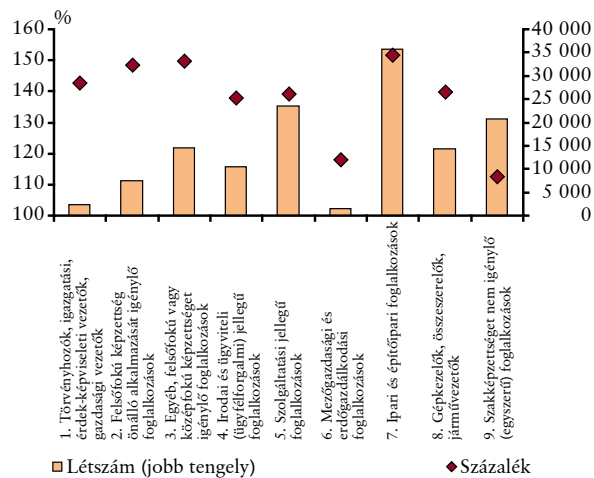
Ezt a képet erősíti meg a GKI konjunktúrafelmérésében szereplő, a munkaerőt, mint legfontosabb termelést korlátozó tényezőt mérő indikátor. Az említett indikátor alapján az év első felében a tavalyi évhez hasonlóan továbbra is messze elmarad a historikusan jellemző értékektől azon cégek aránya, amelyek a munkakinálattal elégtelenségeit nevezik meg a termelést elsődlegesen korlátozó tényezőként.

A második megközelítés szerint az első negyedéves bér- és létszámfolyamatokat jellemzően keresleti tényezők határozták meg. Az év első hónapjaiban javulást mutató konjunktúris környezet a korábban vártnál nagyobb mozgásteret biztosított a hazai vállalatoknak. Azonban tekintve, hogy a hosszabb távú keresleti kilátásokat továbbra is jelentős bizonytalanság övezi, ezért a hazai vállalatok a kereslet kedvező elmozdulásához az alkalmazotti létszám bővítése helyett jellemző

**1-17. ábra**

**A regisztrált álláskereső számának változása 2008 és 2009 decembere közt**

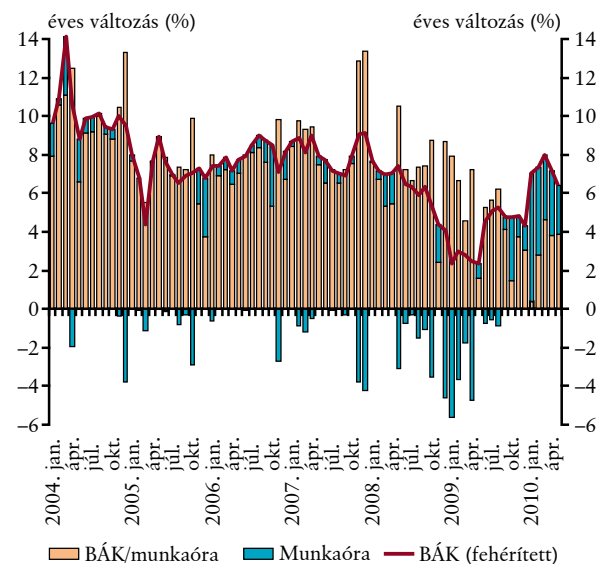
(a keresett foglalkozás FEOR-besorolása alapján)



**1-18. ábra**

**A feldolgozóipari bruttó átlagkeresetek összetétele\***

(szезonálisan igazított havi adatok alapján)



\* MNB-becslés.

<sup>7</sup> Labour market tightness is usually defined as the quotient of the number of unemployed and the number of vacancies. The fewer unemployed apply for the same vacancy advertised, the tighter the labour market is considered to be. Based on the labour market theories, a stronger increase in wages can be observed in a tighter labour market than in a less tight one.

en a rendelkezésre álló munkaerő nagyobb intenzitású kihasználásával alkalmazkodnak.

Ezt a magyarázatot támasztja alá, hogy a feldolgozóipari bruttó átlagkeresetek év eleji gyorsulását a statisztikai hatásokon túl legnagyobb mértékben a prémiumkifizetések válság utáni helyreállítása okozta. Erre utal az is, hogy az előző évben megfigyelt historikusan alacsony egy főre eső munkaóra- és túlóraadatok az év elejétől kezdve visszatértek, sőt kismértékben felül is múlták a válság előtt jellemző szinteket. Továbbá a válság idején markánsan megnövekedett részmunkaidős foglalkoztatás az év első felében gyakorlatilag megszűnt az ágazatban. Így az év elején megfi-

gyelt bérdinamika jelentősebb részét a munkaórákban megfigyelt korrekció magyarázza, miközben az egy munkaóraóra vetített átlagkeresetek emelkedése elmaradt a korábbi években megfigyelt értékektől.

Ennek megfelelően, ha a külső keresletben a várt lassulás bekövetkezik, a munkaórák mérséklődésével a bérek is alacsonyabb dinamikát mutathatnak. További mérséklődést okozhat, hogy júniustól a bázis hatások kiesése érdemi csökkenést okozhat az éves indexekben. Ugyanakkor figyelembe véve a legfrissebb munkaóra- és létszámadatakat, a rövid távon továbbra is erős kereslet kielégítéséhez már új munkaerő bevonása is szükséges lehet az ágazatban.

A nemzetgazdasági szintű foglalkoztatás – a munkaerő-felmérés adatai szerint – 2010 első negyedévében elérhette mélypontját. Az intézményi adatok alapján második negyedévben már enyhe létszámbővülésre is számíthatunk, mely elsősorban az állami közmunkaprogramokhoz, valamint a feldolgozóiparhoz köthető. A munkanélküliek száma azonban továbbra is magas szinteken alakul. Ennek oka, hogy az év elejétől az aktivitásban is fokozatos emelkedést figyelhetünk meg.

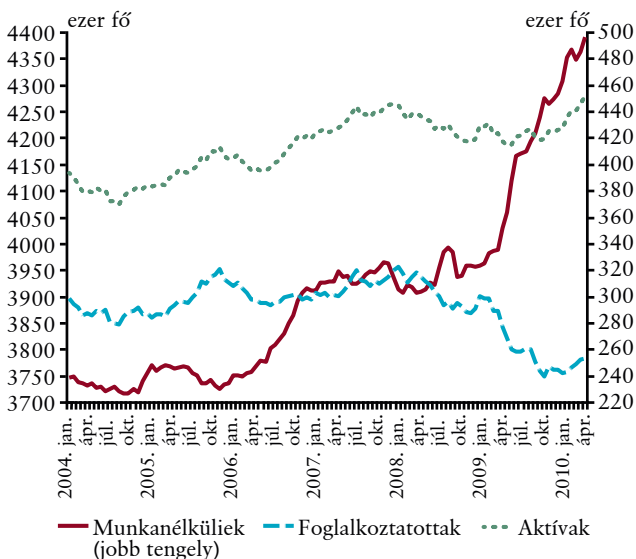
A versenyszféra egyéb foglalkoztatást jellemző mutatói is arra utalnak, hogy a magyar gazdaság túljutott a recesszió. A reálgazdasági visszaesés kezdetekor a versenyszféra markáns létszám-alkalmazkodásán túl jelentős visszaesés volt tapasztalható az egy főre eső ledolgozott munkaórák, illetve

túlórák számában is. Eközben széles körben terjedt el a részmunkaidős foglalkoztatás. A feldolgozóiparban ledolgozott munkaórák száma a termelés újbóli bővülésével összhangban az idei év elején már historikusan is magas szintre emelkedett, mialatt a részmunkaidős foglalkoztatás fokozatosan a válság előtti szint közelébe süllyedt. Ennek megfelelően az ágazatban a kereslet további élénkülése már csak új munkaerő felvételével lehet kielégíthető, amit a második negyedéves adatok jeleznek is. Az ágazatra jellemző fordulat a következő negyedévekben is jellemző maradhat. A létszám csökkenése a piaci szolgáltatások esetében is megállt, ami továbbra is az ágazatra jellemző munkaerő-tartalékolással magyarázható. Itt a gyenge keresleti feltételek és a jelentős munkaerő-tartalékok miatt rövid távon nem számíthatunk fordulatra.

1-19. ábra

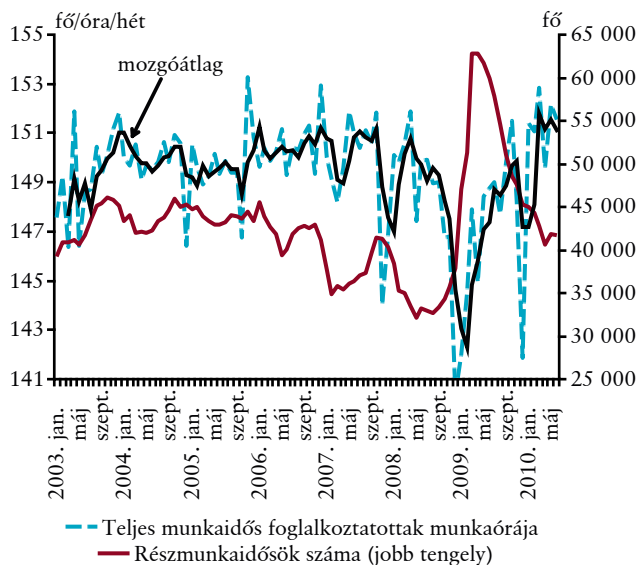
**Foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban**

(szezonálisan igazított havi adatok alapján)



1-20. ábra

**A ledolgozott munkaórák és a részmunkaidős foglalkoztatottak száma a feldolgozóiparban**



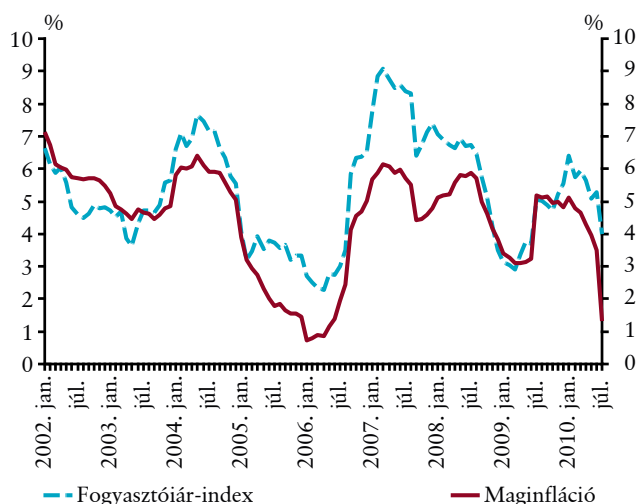
# 1.5. A gyenge keresleti környezetben is cél fölött alakul az éves infláció

Az év eleji 6 százalékos fölértékelést követően az elmúlt hónapokban számottevően lassult a hazai infláció. A második negyedévre jellemző – várakozásainknál enyhén alacsonyabb – 5,3 százalékos értéket követően a tavalyi indirektadó-intézkedések bázishatásának kifutásával 4,0 százalékra süllyedt a hazai infláció. Bár a maginfláció júliusi 1,3 százalékos értéke historikusan is alacsonynak tekinthető, a teljes árindex a tartósan gyenge keresleti környezet ellenére a tavaly júliusi kormányzati intézkedések előtt jellemző szint felett maradt.

1-21. ábra

## A fogyasztóiár-index és a maginfláció alakulása

(éves növekedési ütem)



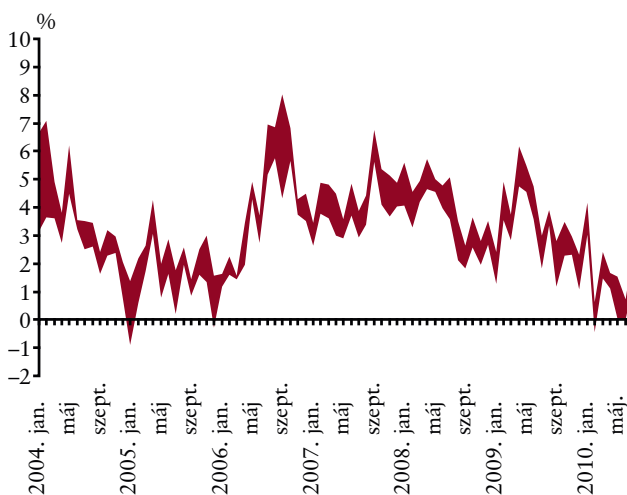
A deflációs trend a maginfláció szintjén továbbra is jellemző maradt. Az elmúlt negyedévekben megfigyelt stabil árfolyam mellett a gyenge kereslet árleszorító hatása a fogyasztói kosár egyre szélesebb körében érvényesült, így a gazdaságban megjelenő rövid távú inflációs nyomást mérő mutatóink az első félév végére nulla százalék közelébe süllyedtek. A deflációs folyamattól eltérő elmozdulás az elmúlt hónapokban csak a maginfláción kívüli feldolgozatlan élelmiszerek árindexében jelentkezett.

A maginfláció második negyedéves alakulása kissé elmaradt várakozásainktól. A vártnál alacsonyabb inflációt első-

1-22. ábra

## A rövid távú inflációs nyomást mérő mutatóink alakulása

(széleskörűen igazított, évesített egyhavi változás)



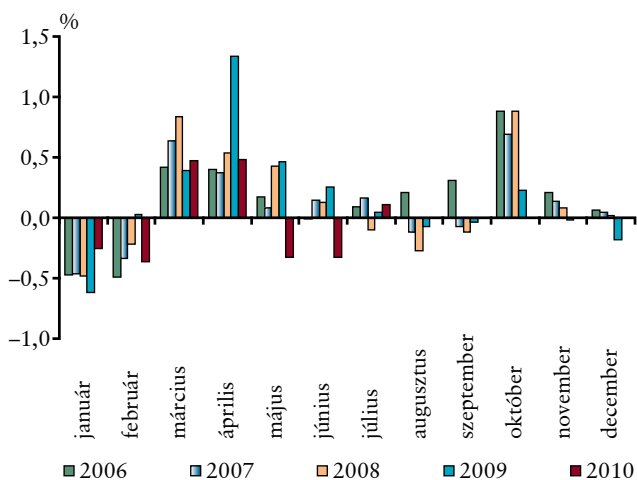
sorban a maginflációs tételek, azon belül is az iparcikkek árindexének mérséklődése okozta.<sup>8</sup> A megszokott szezonaritástól eltérően május–júniusban jelentős árcsökkenés jellemezte az iparcikkek széles körét. A folyamat hátterében a gyenge keresleti környezet árleszorító hatása állhat, ami az év elejétől stabilan alakuló árfolyampálya mellett a termékkör árazásában is egyre markánsabban megfigyelhető. A május–június havi árazásban – a tavalyi év végéhez hasonlóan – jelentős egyedi hatások is megjelenhetnek. Ez a hatás különösen a szezonális termékek esetében lehet erőteljes, ahol a gyenge kereslet miatt a korábban csak augusztustól esedékes leárazások idén már májusban is elkezdődtek. Ennek megfelelően az elégtelen kereslet deflációs hatása e termékkör esetében is nyilvánvaló, azonban annak mértékét az elmúlt hónapokban a leárazások időzítéséből adódó hatások felnagyíthatták. Ezt támasztja alá, hogy júliusban az iparcikkek esetében – eltérve az elmúlt két év tapasztalataitól – már enyhe áremelkedést figyelhettünk meg. Az időzítési hatások kifutása mellett a termékkör inflációját rövid távon már a leértékelt árfolyam is emelheti, ami az őszi készletek feltöltésekor jelenhet meg a kiskereskedelmi árakban.

<sup>8</sup> Megjegyzést érdemel, hogy a válság kitérése óta jelentősen nőtt az iparcikkek trendinflációjának volatilitása, melyet részben magyarázhat egyes termékek átárazásának, illetve az árengedményeknek a szokásostól eltérő szezonaritása is. Ezért nehéz megítélni, hogy a megfigyelt deflációból mennyit magyaráznak átmeneti hatások.

1-23. ábra

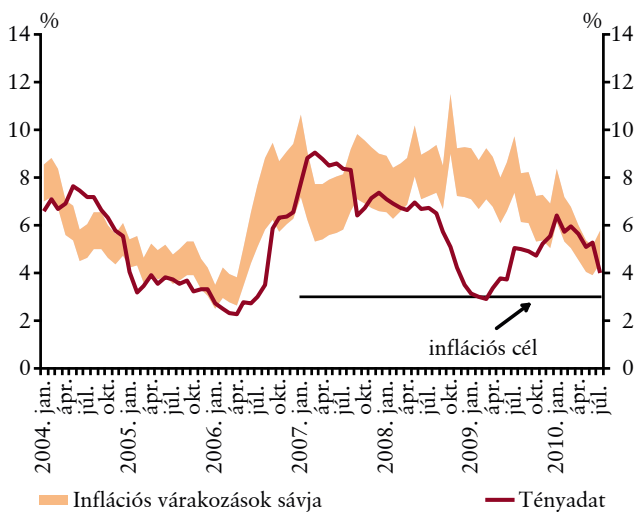
**Az iparcikkek árindexének havi szezonálisitása**

(szezónálisan igazítatlan havi változás)



1-24. ábra

**Az inflációs várakozások alakulása\***



\* MNB-becslés.

A piaci szolgáltatások körében változatlan a defláció, a termékkör árindexe historikusan is alacsonyan alakul. A kedvezőtlen időjárási körülmények miatt a maginfláción kívüli tételek közül a feldolgozatlan élelmiszerek markáns áremelkedése már júniusban is érzékelhető volt az árindexben. A folyamat rövid távon várhatóan tovább erősödik, ami az alapanyagárak emelkedésén keresztül fokozatosan a feldolgozottélelmiszer-árak növekedésében is jelentkezhet.

A világpiacon energiaárakra az év első felében jellemző emelkedés ellenére a hazai – szabályozott körbe tartozó – árak-

ban inflációs hatás nem volt érzékelhető. Ennek oka, hogy a kormányzat július elsejétől ármoratóriumot hirdetett, ami rövid távon megakadályozhatja ezen emelkedő nyersanyagáraknak a fogyasztói árakban való megjelenését. Hasonló hatással bírt a gázár-támogatási rendszer meghosszabbítása is.

Az Európai Bizottság felmérése alapján becsült magyar inflációs várakozások az idei év első hat hónapjában fokozatosan csökkentek, ám továbbra is meghaladják az inflációs célt.

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







## 2.1. A globális pénzügyi piacokat erős változékonyság, majd erősödő optimizmus jellemezte

A nemzetközi pénzügyi piacokat erősen változékonny befektetői hangulat jellemezte az elmúlt időszakban. Június elején főként az európai szuverén szolvenciaproblémák terjedésével és mélyülésével kapcsolatos aggodalmak, illetve a fiskális problémák áttételes hatásán keresztül a bankközi bizalom ismételt megingása és a negatív reálgazdasági khatások erősödő kockázata járult hozzá a kockázatkerülés fokozódásához. Az időszak első felében a bizonytalanság növekedése a legtöbb piaci indikátorban megmutatkozott: a fejlett és feltörekvő részvénypiacok erőteljes esést mutattak, a kockázati mutatók, volatilitásindexek, a vállalati és szuverén CDS-felárak emelkedtek. Általában visszaesett a kockázatos eszközök iránti kereslet, viszont csökkentek a menedékeszközöknek tekintett amerikai és német állampapírok hozamai.

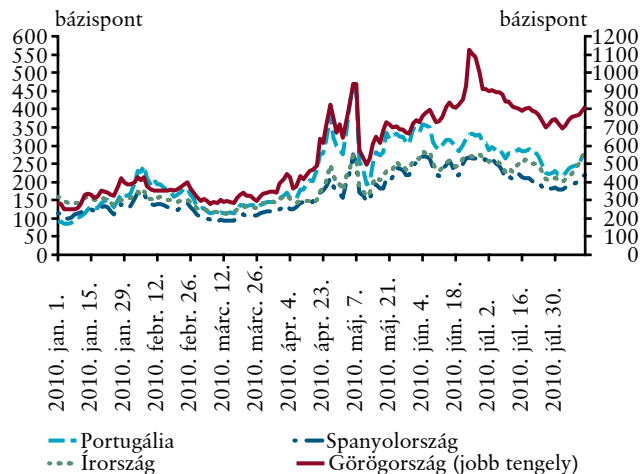
A szuverén adósságproblémák erősödése egyrésztől rendszerszintű kockázatként jelentkezett az európai pénzügyi szektor számára az európai bankok magas állampapír-kitettségén keresztül, a növekvő bizalmatlanság pedig a forrásköltségek emelkedését vonta maga után. A szuverén adósságproblémák másik hatása, hogy az expanzív költségvetési politika számos országban érezhetően elérte határait, s emiatt az állami szerepvállalás általános átértékelése nyomán jelenleg egyre inkább a költségvetési egyensúly ismételt megteremtésére helyeződik át a gazdaságpolitika hangsúlya. A fiskális megszorítások szükségessége kétségessé teheti a kilábalás folytatódásának fenntarthatóságát.

Az időszak második felében, július elejétől kezdve azonban számos tényező segítette a pénzügyi piaci konszolidációt és a befektetői bizalom erősödését. Az optimizmust egyaránt támogatta a mediterrán eurozóna-tagországok szuverén kockázatainak enyhülése, az eurozóna bankközi pénzpiacainak konszolidálódása, az amerikai vállalati gyorsjelentési szezon kedvező alakulása és az európai banki stresszteszt megnyugtató eredményei. Mindemellett az IMF 2010. júliusi World Economic Outlook kiadványának megállapítása alapján a pénzügyi piaci turbulenciák reálgazdasági hatása eddig mérsékelt maradt.

A legutóbbi inflációs jelentés óta eltelt időszak első felében fokozódtak a mediterrán országok szuverén adósságával kapcsolatos aggodalmak, ami ezen országok államadósságának leminősítésében is tetet öltött. A május–júliusi időszak

2-1. ábra

A periféria eurozóna-tagállamok 5 éves CDS-felárai



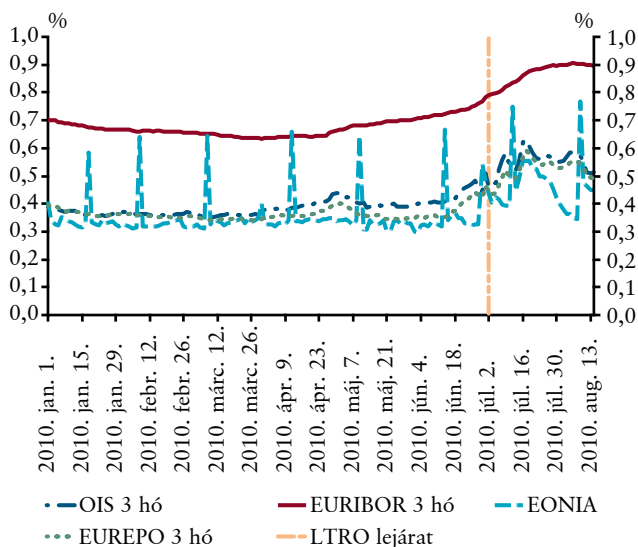
Forrás: Thomson Reuters.

során mindegyik periféria tagország besorolását rontotta valamelyik nagy hitelminősítő. Ugyanakkor július során inkább pozitív hírek érkeztek e tekintetben: az első féléves görög költségvetési folyamatok biztatóak voltak, s néhány kivételtől eltekintve a PIGS-országok állampapír-kibocsátásait kedvező kondíciók jellemezték. Emellett nemcsak a periféria, de a fejlettebb uniós tagországok is jelentős fiskális kiigazítást jelentettek be. Ebben az időszakban a mérséklődő kockázatok a CDS-szpredek és a német kötvények feletti állampapír-hozamfelárak érdemi csökkenésében is megmutatkoztak, augusztus elejétől kezdődően az ismét bizonytalanlanná váló nemzetközi hangulatban azonban újra az emelkedés volt jellemző.

Az európai bankrendszer állapotának megítélése szempontjából az időszakban kiemelt figyelemmel kísért esemény volt az EKB első 12 hónapos LTRO- (Longer Term Refinancing Operation) eszközének július eleji lejáratát. A lejáró 442 milliárd eurós állományból a várakozásokkal lényegében összhangban mintegy 250 milliárd euro került megújításra egyéb EKB-s eszközökben. Mivel az aggodalmak fő forrását főként a mediterrán bankok EKB-s eszközökre való ráutaltsága jelentette, ennek csökkenése pozitív üzenet volt a piac számára. Az alacsonyabb ráutaltság mellett a keresletet csökkenthette, hogy a bankközi hozamok csökkentek tavalyhoz képest, illetve az alternatívaként jelenleg elérhető 3

## 2-2. ábra

## Pénzpiaci hozamok alakulása az eurozónában



Forrás: Thomson Reuters.

hónapos EKB-s instrumentumok futamideje jóval rövidebb, s ebben a lejáratú szegmensben már a legtöbb szereplő számára biztosított a piaci finanszírozás. A nem piaci likviditásnyújtás szűkülése természetes módon a piaci hozamok emelkedésével járt együtt, a piaci forrás-újraelosztás nagyobb igénybevétele megemelte a főbb bankközi hozamokat, amelyek így közelebb kerültek a jegybanki finanszírozás költségéhez.

Az Európai Bankfelügyelő Bizottsága (CEBS) által július végén publikált stresszteszt az európai bankrendszer stabilitását és magas tőkeellátottságát, illetve veszteségtűrő képességét mutatták ki. A pesszimista forgatókönyvek esetén számított tőkeigyelelési mutató a részt vevő 91 bank közül 7 esetben bizonyult túl alacsonynak, emellett a bankok 3,5 milliárd eurónyi addicionális tőkeigénye lényegesen alacsonyabb lett az 50 milliárd euró feletti várakozásoknál. Bár egyes piaci vélemények szerint az egyes stresszforráskönyvek nem voltak elég szigorúak, az eredmények nyugtatóan hatottak a piacokra.

Az amerikai vállalati gyorsjelentések többségükben kedvező meglepetéseket szolgáltattak, profit tekintetében a vállalatok legnagyobb része a várakozásoknál magasabb eredményről számolt be, ugyanakkor a bevételek kevésbé pozitív alakulása némileg árnyalja az optimista képet. A pénzügyi szektor a jól teljesítő ágazatok közé tartozott, számos esetben javult a hitelportfólió minősége, ugyanakkor a bankok hitelezési aktivitása továbbra sem élénkült. Eddig az európai

banki szektorból is kedvező gyorsjelentések érkeztek, a szuverén adósságproblémák hatásainak értékelése szempontjából pedig a további eredmények is kulcsfontosságúak.

A világgazdasági konjunktúrafolyamatok tekintetében mérsékelt optimistának mondható az IMF és a Világbank friss makrogazdasági előrejelzése, amelyek szerint a 2010-es növekedési ütem némileg magasabb lehet a korábban vártnál, míg a 2011-re várt bővülés mértéke nem változott számottevően. Ugyanakkor a pénzügyi piaci feszültségek újbóli előtérbe kerülése, a szuverén kockázatok emelkedése és az ennek nyomán világszerte restriktívívó váló fiskális politika a lefelé mutató kockázatok növekedését. Az amerikai kilábalás törekvése, illetve az európai konjunktúra erősödése irányába mutató makrohírek hatására a dollár az elmúlt két hónap során érdemben gyengült a főbb devizákkal szemben, az euro-dollár árfolyam augusztus közepén 1,28 körül mozgott, szemben a június elején tapasztalt 1,20 alatti szinttel.

A főbb jegybankokat továbbra is laza monetáris politikai irányultság jellemezte. A legnagyobb gazdaságok egyikében sem változott az irányadó kamat, emellett a laza monetáris kondíciók fenntartására vonatkozó jegybanki kommunikáció eredményeképpen erősödtek azok a piaci várakozások, hogy sem az eurozónában, sem az USA-ban nem kezdődik meg következő év közepe előtt a monetáris szigorítás. Az expanzív monetáris politika hosszabb távú fenntartását a fejlett országok alacsony árdinamikája lehetővé, a fiskális megszorítások negatív növekedési hatásainak kompenzálása pedig szükségessé teszi.

A Fed folytatta a likviditásbővítés visszavonását, s új passzív oldali eszközök bevezetésével tesztelt a bankrendszerbe jutott többletlikviditás sterilizálásának további lehetőségeit. Ezzel szemben az eurozóna bankrendszerét érintő aggodalmak nyomán az EKB ismét a rugalmasabb likviditásnyújtást jelentő tendereztetési eljárások felé mozdult el, emellett lassuló ütemben folytatta a kötvényvásárlási programját. A július végéig mintegy 60 milliárd eurót kitevő eurozónabeli állampapír-vásárlások likviditási hatását az EKB egyhetes betét segítségével, az irányadótól jellemzően 40-50 bázisponttal elmaradó kamatszint mellett sterilizálta. Több fejlett országban (Kanada, Új-Zéland, Svédország) viszont már kamatemelésekre került sor. Ezekben az esetekben a jegybank jellemzően a gazdaság élénkülése nyomán elérkezettnek látja az időt a monetáris stimulus óvatos visszavonásához, ugyanakkor gyakorlatilag mindegyik esetben jelezték a döntéshozók, hogy a szigorítás fokozatos és lassú lesz.

## 2.2. A feltörekvő piacokon erősödött a régiók közötti differenciálódás, a kelet-közép-európai régió relatív pozíciója romlott

A feltörekvő piacokon nagy különbségek mutatkoztak az egyes régiók piaci megítélésében. Ez részben az eltérő konjunktúrakilátásokra, részben a kelet-közép-európai régióknak az európai szuverén adósságválságban való erőteljesebb érintettségére volt visszavezethető. A Világbank és az IMF legfrissebb makrogazdasági prognózisa továbbra is azt vetíti előre, hogy a növekedést egyértelműen az ázsiai országok vezetik a közeljövőben, emellett a latin-amerikai térségben is dinamikus bővülésre lehet számítani, míg a kelet-közép-európai régió relatíve alulteljesíthet.

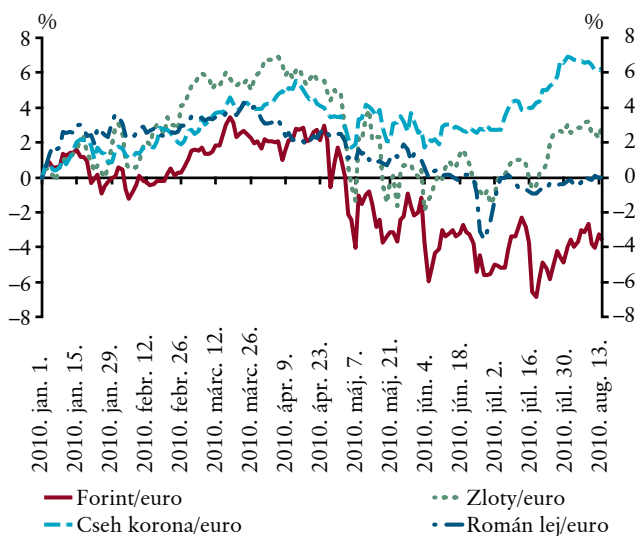
Kedvező hírként értékelték a piaci szereplők, hogy a kínai jegybank megszüntette a jüan dollárhoz való rögzítését, s egy rugalmasabb árfolyam-politikára való áttérést jelentett be. A jüan várható felértékelődése a jövőben segítheti a globális egyensúlytalanságok mérséklődését. Szintén pozitív fejlemény volt, hogy a várakozásoknál alacsonyabb kínai növekedési és inflációs adatok mérsékeltek a kínai gazdaság túlfűtöttségével kapcsolatos aggodalmakat. Mindemellett továbbra is várható, hogy az ingatlanpiac hűtését és a monetáris kondíciók szigorítását célzó intézkedések érvényben maradnak.

A feltörekvő piaci kamatvárakozások érdemben nem módosultak, így a megelőző időszak tendenciáinak megfelelően a régiók közötti differenciálódás a kamatpolitikai irányultságban is megmutatkozik. Bár egyes országokban (Indonézia, Mexikó, Kolumbia) a kamatemelési ciklus várt kezdete későbbre toldott, várható üteme pedig lassabbra módosult, az ázsiai és a latin-amerikai régióban összességében változatlanul a szigorító monetáris politika van napirenden. A legutóbbi inflációs jelentés óta több délkelet-ázsiai (India, Tajvan, Malajzia, Dél-Korea, Thaiföld) és latin-amerikai (Brazília, Chile, Peru) országban került sor kamatemelésre. A kelet-közép-európai régió országait változatlan kamatszint jellemezte (csak Ukrajna csökkentette az irányadó rátát), viszont a lengyel jegybank az erősödő inflációs kockázatok nyomán a neutrális kommunikációs irányultság feladásáról döntött. A piaci várakozások alapján az év végéhez közeledve ebben a régióban is megkezdődhetnek a kamatemelések.

Az elmúlt hónapokban a kelet-közép-európai feltörekvő országok befektetői megítélését nagyobb részben globális, kisebb mértékben régióspecifikus tényezők befolyásolták.

2-3. ábra

Közép-európai devizák euróval szembeni árfolyamának változása



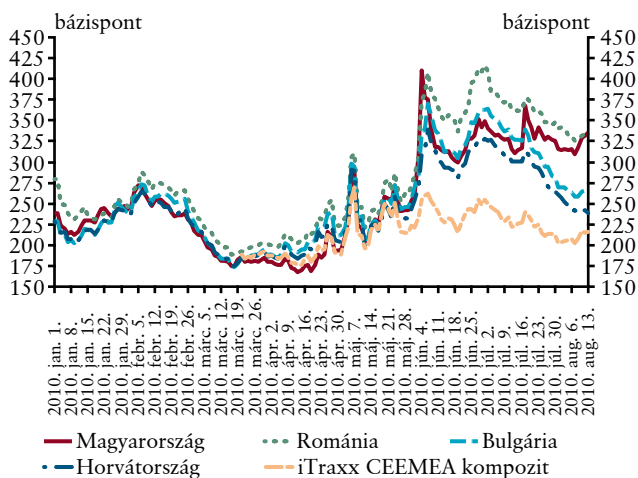
Forrás: Thomson Reuters.

Június elején a forint erőteljes gyengülése a régió többi devizájára is negatív hatást gyakorolt, ezt követően június közepétől azonban már alapvetően a globális kockázattal való hajlandóság határozta meg a régiós árfolyamalakulást. A június második felében történt gyengülés, majd a július elején elindult felértékelődési trend lényegében a nemzetközi befektetői hangulat ingadozásának lekövetését jelentette. Feltörekvő piaci összehasonlításban a román lej és a forint számított alulteljesítőnek, a korona és a zloty felértékelődése lényegében megfelelt a délkelet-ázsiai és latin-amerikai devizák többsége esetében tapasztaltaknak.

A régiós kockázati mutatók alakulása tekintetében is a nemzetközi hangulat volt a meghatározó, így a CDS-felárak esetében is hasonló időbeli lefutási minta volt megfigyelhető. A kilengések mértéke jelentős mértékben különbözött, aminek eredményeképpen összességében számottevő eltérések mutatkoztak az egyes országok között. Az esetek többségében (Lengyelország, Csehország, Szlovákia, Észtország, Horvátország) mérsékelt csökkenés volt megfigyelhető, viszont Románia felára érdemben, Bulgária felára enyhén emelkedett a június eleji szinthez képest. A nem fizetési fel-

## 2-4. ábra

## Egyes közép-európai országok 5 éves CDS-felárai és a közép-európai kompozitmutató



Forrás: Thomson Reuters.

árak alakulása tekintetében a kelet-közép-európai régió egyértelműen rosszabbul teljesített a többi feltörekvő régió-

nál: a délkelet-ázsiai országokban jellemzően 30-50 bázisponttal, a latin-amerikai régióban 20-40 bázisponttal csökkentek az 5 éves CDS-szpredek.

A régióban Ukrajna és Románia esetében kedvező országspecifikus tényezőt jelentett az IMF-programok folytatódása. Ukrajna júniusban állapodott meg a Valutaalappal egy új, 14,9 milliárd dolláros készletli hitelkeretről, míg Románia a költségvetési kiigazítás érdekében tett intézkedések elfogadását követően megkapta a hitelkeret következő részletét. Részből ennek nyomán Ukrajna államadósságának besorolását illetően kedvező hitelminősítési döntésekre került sor. Az S&P pozitívrá javította Csehország devizaadósságának kilátásait, emellett felminősítést is kilátásba helyezett. A maastrichti kritériumok teljesítésének pozitív elbírálását követően júniusban Észtország hivatalosan is megkapta az Európai Unió jóváhagyását az euro 2011-es bevezetésére. Észtország adósságbesorolását a közelgő eurobevezetés kedvező hatásaira hivatkozva a Fitch és az S&P is javította az elmúlt hónapokban. Ezzel szemben Bulgária hivatalosan is megerősítette, hogy 2011-re halasztják az ERM-II-belépés céldátumát.

## 2.3. A magyar eszközárak alakulását a globális hangulat mellett az országspecifikus tényezők is erőteljesen alakították

A legutóbbi jelentés óta eltelt időszakban a nemzetközi befektetői hangulat ingadozása és az országspecifikus események egyaránt meghatározó befolyást gyakoroltak a hazai eszközár-alakulásra. Az országspecifikus tényezők közül ki kell emelni a június eleji, a magyar államháztartás helyzetéről szóló, nagyon pesszimista politikai nyilatkozatokat, a kormány akciótervének bejelentését, az IMF/EU és a kormány közötti tárgyalások megszakadását és a hitelminősítő intézetek negatív lépéseit. Az egyes események hatásának iránya, intenzitása és tartóssága eltérő volt, összességében mindezek eredőjeként a hazai eszközöktől elvárt kockázati prémium érezhetően megemelkedett.

A hazai devizaárfolyam az időszak legnagyobb részében a 275–290 forint/eurós sávban mozgott. Miközben a piacok által kedvezőtlenül értékelt hazai események hatására két alkalommal is jelentős zuhanás következett be, a júliusban kibontakozó kedvező nemzetközi hangulatban a leértékelődés egy számottevő részét korrigálta a forint. Mindazonáltal a jellemző kereskedési sáv a megelőző időszakhoz képest így is gyenge irányba toldott el. Az időszak egészét tekintve az euróval szembeni 1 százalékos körüli leértékelődés régiós összehasonlításban aluteljesítést jelent, különösen az érdelemi erősödést elkönyvelő koronával és zlotyval szemben. A svájci frankkal szemben még kiugróbb, 7 százalékos meghaladó volt a forint gyengülése, s historikus mélypontra is járt az árfolyam. Az árfolyamgyengüléssel párhuzamosan a külföldi befektetők számottevő mértékben csökkentették forintpozíciójukat.

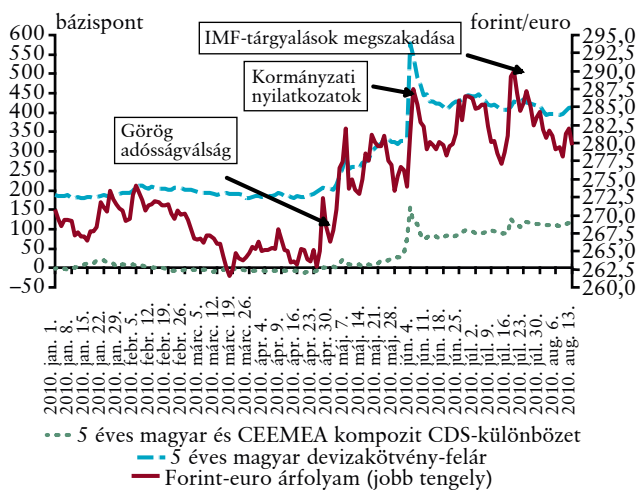
Az ország kockázati megítélését tükröző indikátorok jellemzően abszolút és relatív értelemben is romlást mutattak. A június eleji politikai nyilatkozatokat követően az 5 éves CDS-szpred két nap alatt 150 bázispontos ugrást mutatva 400 bázispont fölé emelkedett. Ezt követően főként a nemzetközi hangulat alakulását követve, fokozatos konszolidáció következett be a feláralakulásban, amelyet az IMF/EU-delegáció és a kormány közötti tárgyalások megszakadása tört meg. A feláremelkedés ebben az esetben mérsékelt volt, s nagy része a későbbiek során korrigálódott is, azonban figyelembe véve a regionális trendeket, a június elejéhez viszonyított mintegy 80 bázispontos CDS-feláremelkedés relatív értelemben érdemi romlást jelentett. Az 5 éves devizakötvény-felárak tekintetében hasonló volt a tendencia: a magyar felár csaknem 100 bázispontot emelke-

dett, miközben a cseh, lengyel, román felárak 30-50 bázispontot csökkentek.

A forinteszközök kockázati megítélésének változása az állampapírpiacra kevésbé intenzíven jelent meg. A hozamemelkedés a hozamgörbe rövid és középső szakaszát érintette. Az éven belüli referenciahozamok a május végi szintjükhöz képest összességében 30-50 bázisponttal 5,4-5,6 százalékra emelkedtek, a 3 éves hozam pedig 50 bázispontos ugrással ismét megközelítette a 7 százalékos szintet. Bár a hozam-ingadozás a leghosszabb futamidőket sem kerülte el, az 5, 10 és 15 éves benchmarkhozamok összességében 10-30 bázisponttal csökkentek. A forwardhozamok mind az állampapír-piaci, mind a bankközi pénzpiaci hozamgörbe esetében 2-3 éves időtávig emelkedtek, ezt követően csökkentek.

### 2-5. ábra

#### Egyes magyar eszközárak és kockázati mutatók alakulása



Az állampapírpiac likviditása a június eleji prémiumsokk idején jelentősen romlott, ezt követően a likviditási mutatók többé-kevésbé vissza tudtak térni a hosszú távú átlaghoz. A kamatswap-szpredék június eleji megugrása részben korrigálódott a későbbiek folyamán, összességében futamidőtől függően elég vegyesen alakultak a felármutatók. Az időszak első felében az Fx-swap piacon likviditási feszültségek mutatkoztak, ami az implikált forinthozamok csökkenésében és a 3 hónapos jegybanki Fx-swap eszköz magasabb igénybevételeiben tükröződött. Augusztus közepére az egynapos Fx-swap

implikált forinthatárakat a kamatfolyósó alá, s a hosszabb lejáratokon is enyhültek a feszültségek.

Az állampapír-aukciók meglehetősen vegyesen alakultak. Bár a kibocsátások többségét megfelelő kereslet jellemezte az időszakban, ugyanakkor főként a rövidebb lejáratok (3 és 12 hónapos DKJ, 3 éves kötvény) esetében többször is előfordult, hogy az alacsony érdeklődés miatt a tervezettnél kisebb mennyiséget értékesített az adósságkezelő. Ezzel szemben a hosszabb papírok iránt az időszak második felében erős kereslet mutatkozott. A váltakozó kereslet az aukciós átlaghozamok erőteljes ingadozásában is megmutatkozott. Az ÁKK legfrissebb finanszírozási terve alapján az augusztus–októberi időszakban jelentős negatív nettó kibocsátás várható, összességében a lejáró állománynál csaknem 300 milliárd forinttal kevesebb állampapírt tervez aukcionálni az adósságkezelő, így a kínálat szűkülése befolyásolhatja a kibocsátások kondícióit.

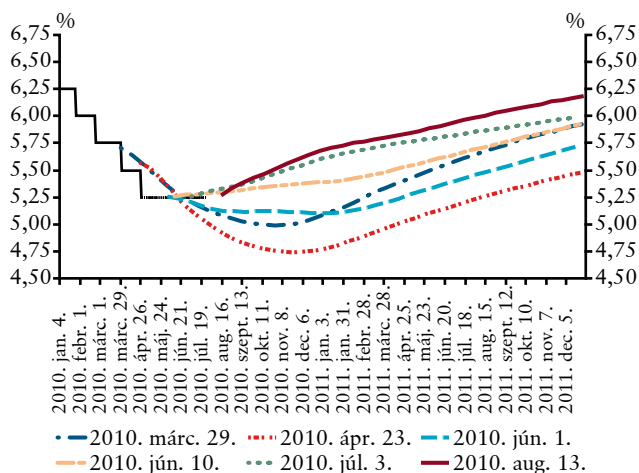
A külföldiek állampapír-állománya június eleje óta ellentétes irányú folyamatok eredményeként összességében minimális mértékben változott. A júniusi kedvezőtlen hangulatban jelentős mértékű eladást hajtottak végre a nem rezidens szereplők, júliusban és különösen augusztus első felében viszont emelkedett az állományuk. Június közepe óta jellemző tendencia, hogy a külföldiek hosszítják a portfóliójuk hátralévő futamidejét, főként a rövidebb papírokból csökken az állományuk, a hosszabb futamidőkön viszont jelentős vásárlásokat hajtottak végre az aukciókon. A külföldiek MNB-kötvényállománya erősen ingadozott: július közepén historikus csúcsra emelkedett, ezt követően viszont 200 milliárd forintot meghaladó mértékű csökkenés következett be. A futamidő-hosszabbítás, illetve az MNB-kötvény állományának ingadozása vélhetően eltérő befektetői csoportok

viselkedésének eredménye. A magyar állampapírokra továbbra is tartós befektetésként tekintő szereplők okozhatják az előbbi, míg az elbizonytalanodó befektetők viselkedése eredményezheti a külföldi kézben lévő MNB-kötvény-állomány ingadozását.

A jegybank az időszak során nem változtatott az irányadó kamaton, miközben a kockázati megítélés romlása nyomán a kommunikáció a szigorúbb hangvétel irányába változott. Mindez a piaci kamatvárakozásokban is megjelent, a további lazítás folyamatosan árazódott ki, majd fokozatosan jelent meg a hozamgörbében a kamatemelés lehetősége. A jelenlegi pénzügyi hozamok egy emelkedő kamatpályával konzisztensek.

## 2-6. ábra

### A pénzügyi hozamok által implikált kamatpálya alakulása



Forrás: MNB, Thomson Reuters.

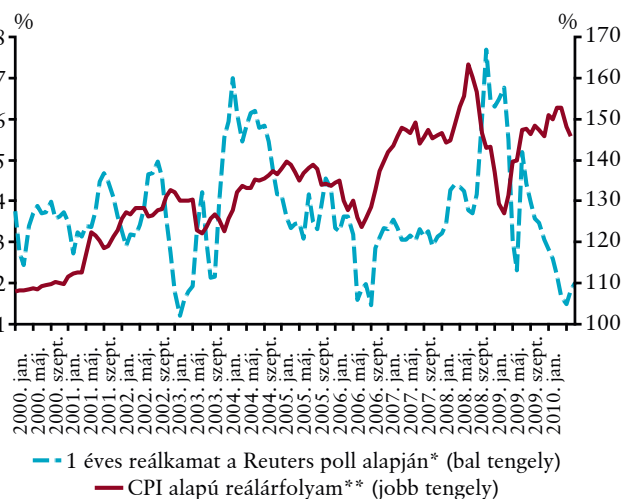


## 2.4. Ellentétes elmozdulások a hazai monetáris kondíciókban

A monetáris kondíciók tekintetében a reálkamat emelkedett, de továbbra is alacsony szinten tartózkodik, míg a reálárfolyamban leértékelődés következett be. A reálkamat alakulása alapvetően a magasabb nominális hozamokra volt visszavezethető. Bár az inflációs várakozások is emelkedtek valamelyest, ennek mértéke nem volt jelentős, így nem kompenzálta a hozamemelkedés hatását. Szemben az előző egy év felértékelődési trendjével, a legutóbbi jelentésünk óta a reálárfolyamban leértékelődés volt megfigyelhető, amit főként az okozott, hogy a nominális árfolyam mintegy 6 százalékos gyengült május–június folyamán. Mivel a hazai infláció mértéke továbbra is magasabb volt az eurozónánál, így a pozitív inflációs különbség változatlanul a reálfelértékelődés irányába mutatott, az árfolyam-leértékelődésnek viszont lényegesen nagyobb volt a hatása a reálárfolyam alakulásában.

2-7. ábra

Monetáris kondíciók alakulása



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

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

## 2.5. A hitelezés csak késve fogja követni a reálgazdasági fellendülést

A vállalati hitelezés már hosszabb ideje folyamatosan alulteljesíti várakozásainkat, és egyre inkább úgy tűnik, hogy a vállalati hitelezés beindulása csak késve követi a reálgazdaság helyreállítását. Noha a termelés növekedése miatt lassan már éledezik a hitelkereslet, az erős hitelkínálati korlátok jelentősen akadályozzák, illetve lassítják a fellendülést.

A vállalati hitelek állománya 2010 második negyedévében várakozásainkat ugyancsak meghaladó mértékben, mintegy 189 milliárd forinttal esett vissza. A háztartási szegmensben a banki hitelezés visszaesése megfelelt várakozásainknak, szezonálisan igazítva 45 milliárd forinttal csökkent. A pénzügyi vállalatoktól felvett hitelek csökkenése azonban várakozásainkat jóval meghaladta. A gyenge lakossági hitelaktivitás a szabályozási környezet változásával (elsősorban a lízingcégek esetében), a bankok alacsony kockázatvállalási hajlandóságával, illetve a gyenge hitelkereslettel (főleg a háztartások esetében) egyaránt összefüggésbe hozható.

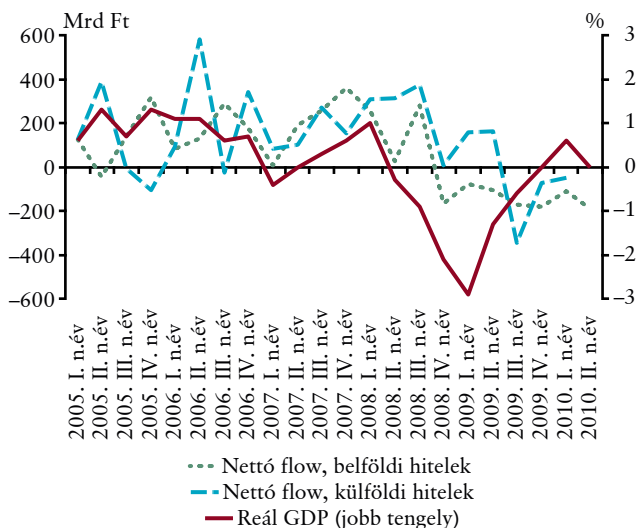
### 2.5.1. VÁLLALATI HITELFELVÉTELI FOLYAMATOK

A reálgazdaságban az elmúlt év végén lassú kilábalás kezdődött. Bár a növekedés változatlanul törekeny, a vállalati hitelezésben továbbra sincs jele a fordulópontnak (2-8. ábra). A válságból való gyorsabb kilábaláshoz fontos lenne a vállalati hitelezés beindulása, ám a hitelkínálati korlátok továbbra is erősek, és hátráltatják a fellendülést.

A bankok a korábbi portfóliónövelési terveik ellenére változatlanul fenntartják szigorú hitelezési feltételeiket, és hitelkínálati oldalról nem adnak segítséget a vállalatoknak a tevékenységük jobb finanszírozásához. Ezt erősíti meg a 2010. augusztusi *Hitelezési felmérés* eredménye is. A bankok azt jelezték, hogy a hitelezési feltételeiket nem tervezik enyhíteni 2010-ben, így a kínálati korlátok rövid távon továbbra is fennmaradhatnak (2-9. ábra). A szigorú hitelfeltételek a nem árjellegű tényezők mellett, az árjellegű tényezőkben is látszanak. A hitelkamatok a forrásköltségeket továbbra is a válság előttinél jóval nagyobb mértékben haladják meg (2-10. ábra). Szintén a hitelkínálat szigorodására utal, hogy a kis- és közepes vállalatok körében a korábbiaknál érdemben szigorúbb garanciafeltételek mellett folyik a hitelezés. 2010 első negyedévében a fennálló hitelállománynak közel 22 százalékát valamilyen hitelgarancia mellett nyújtották. Ez az érték 2008 elején a kis- és középvállalatok hitelállományának csak mintegy 9 százaléka körül alakult.

2-8. ábra

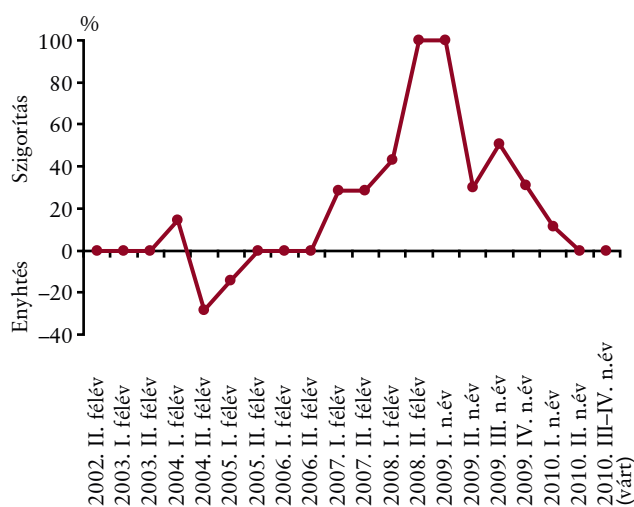
A hazai bankszektor vállalati hiteleinek nettó negyedéves növekménye és az éves reál GDP növekedési üteme



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

2-9. ábra

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

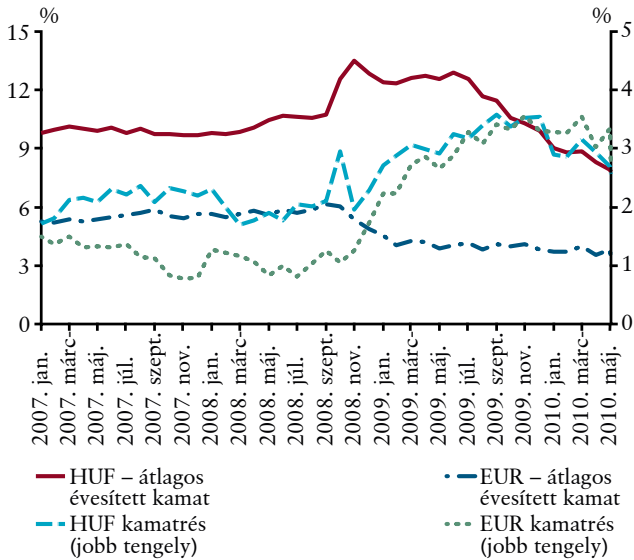


Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége. 2010. III-IV. negyedévre a megkérdőjezt bankok várakozása.



2-10. ábra

**A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek átlagos évesített kamatlába**



Megjegyzés: Hó végi állománnyal súlyozva.

A lassú gazdasági növekedés ellenére a hitelkereslet is elmaradhat válság előtti szintektől. A jelenlegi hitelhiányos állapotban a fellendülés finanszírozása úgy lehetséges, hogy a külső kereslet számottevő növekedése miatt az exportáló vállalatok bizonyos mértékig a bevételeikből is tudják finanszírozni a termelésüket. Mivel a kapacitáskihasználtság továbbra is elmarad a válság előtti szinttől, nincs szükség kapacitásbővítő beruházásokra, és így beruházási hitelekre sem. Ezt alátámasztja az is, hogy míg a termelés 2010 első negyedévében negyedéves alapon már növekedett, a beruházások még mindig csökkentek.

Várakozásaink szerint a vállalati hitelezés 2010 második félévében nem fog növekedni, a hitelezés fordulópontja legalább egy évvel fogja csak követni a reálgazdasági fordulópontot. Ezt egyfelől arra alapozzuk, hogy az adatokban nem látjuk komolyabb jelét a közelgő fordulatnak, másfelől a magas szinten maradó kockázatkerülés és bankadó is a hitelezés visszafogására ösztönözheti a bankokat.

**2.5.2. HÁZTARTÁSI HITELFELVÉTELI FOLYAMATOK**

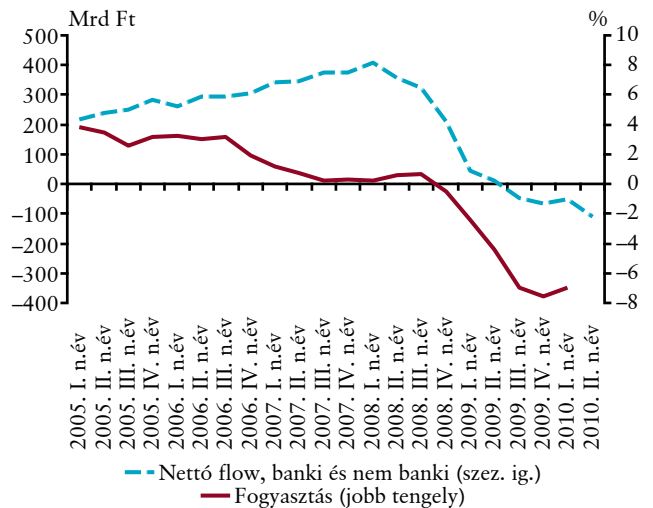
A háztartási hitelezésben a hitelezési folyamatok a reálgazdasági tendenciákkal összhangban alakulnak. Mind a lakossági hitelezés, mind a háztartások fogyasztása és beruházása folyamatosan csökken (2-11. ábra). A lakossági hitelezés csökkenésében a kínálati tényezők mellett a kereslet csökkenésének is erőteljes szerepe lehet. A továbbra is gyenge munkapiaci környezetben, az ismételten leértékelődő árfolyam

pálya és a – devizahitelezés szigorodása következtében – növekvő hitelkamatok miatt a háztartások új hitelek felvétele helyett jövedelmeiket korábbi hiteleik törlesztésére használják.

A bankoktól felvett háztartási hitelek állománya 2010 második negyedévében szezonálisan igazítva 45 milliárd forinttal, várakozásainknak megfelelő mértékben csökkent. Mindez azonban úgy állt elő, hogy a devizahitel-állomány apadt, a forint hitel-állomány viszont már második negyedéve nőtt. A forint hitelekben elsősorban a fogyasztási hitelek bővültek, a lakáshitelek csak kismértékben. A devizahiteleknel viszont a fogyasztási hitelek estek erőteljesebben vissza. A lakossági portfólión belül tehát folytatódik a már csaknem egy éve tartó folyamatos és egyenletes állománycsökkenés. A második negyedévi előzetes pénzügyi számla-adatok alapján ugyanakkor a pénzügyi vállalatoktól felvett hitelek várakozásainkat jóval meghaladó mértékben csökkentek. Ennek oka a szabályozási környezet változása, a bankok alacsony kockázatvállalási hajlandósága, illetve az alacsony hitelkereslet lehetett.

2-11. ábra

**A hazai bankszektor és pénzügyi vállalatok háztartási hiteleinek nettó negyedéves növekménye és a fogyasztás növekedési üteme**

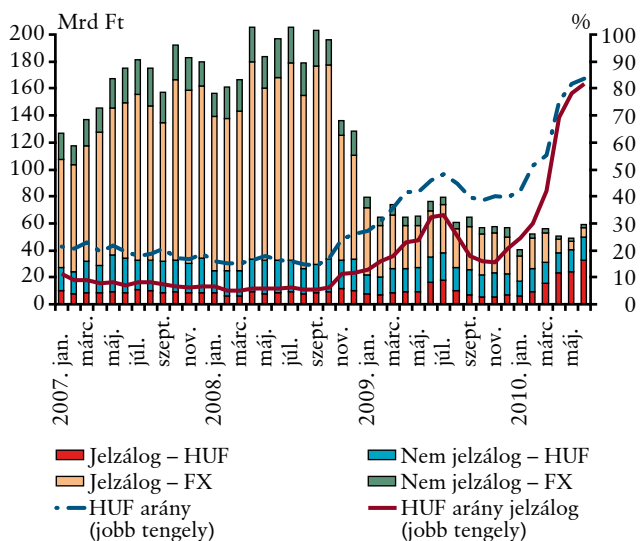


Megjegyzés: Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei és pénzügyi vállalkozások.

Az új szerződésű banki hiteleknel a forint térnyerése az elmúlt hónapban igen látványos volt. Júniusban az összes új hitel 84 százalékát már forintban helyezték ki (2-12. ábra). Ezt a változást több tényezőre is visszavezethetjük. Egyfelől az új deviza- illetve forint alapú jelzáloghitelek teljes hiteldíjmutatója közötti különbség már 2 százalékpont köré csökkent, amit már valószínűleg kompenzál az árfolyamkockázat

2-12. ábra

Új szerződésű lakossági bankhitelek összetétele



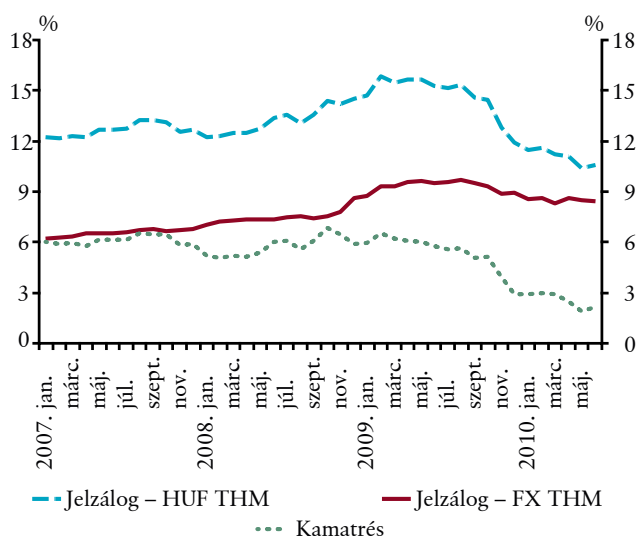
Megjegyzés: Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei. Szézonálisan nem igazított adatok.

tak, és 2 milliárd forintnyi egyéb devizahitelt, miközben a teljes új szerződésű állomány 60 milliárd forint volt. Ennek tükrében a devizaalapú jelzáloghitelzés de facto betiltása szinte csak „kodifikálta” a fennálló piaci helyzetet.

Amint az várható volt, a bankok a körültekintő hitelezés rendelkezéseinek megfelelően szigorították a lakossági hitelek feltételeit. A *Hitelezési felmérésből* kiderült, hogy mind az első szakasz márciusi, mind a második szakasz június érvénybe lépésekor a bankok döntő többsége szigorított hitelezési feltételein. Szintén erre utal, hogy ugyanakkor az év második felében már nem terveznek további szigorítást (2-14. ábra).

2-13. ábra

Az új folyósítású jelzáloghitelek átlagos THM-jei

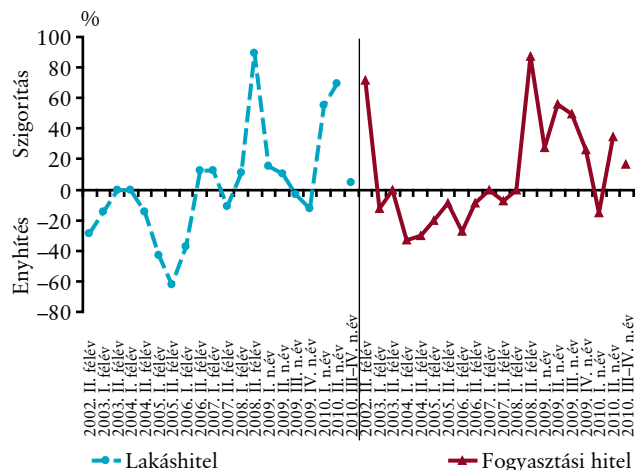


elkerülése (2-13. ábra). Másfelől a felelős hitelezésről szóló kormányrendelet is szigorúbb feltételeket ír elő a devizahitelekre, mint a forinthitelekre, ami a forinthitelek felé tereli a hitelfelvevőket. Mindezek hatására a bankok júniusban mindössze 7 milliárd forintnyi devizaalapú jelzáloghitelt nyújtot-

A hitelezési feltételek szigorítása ellenére az új szerződésű banki állományban nem látunk további visszaesést. Várakozásaink szerint a devizaalapú jelzáloghitelzés betiltásának is rövid távon alig lesz érzékelhető hatása. Hosszabb távon a szabályozói változások következtében a hitelezés felfutása mérsékeltebb lesz, mint nélkülük lett volna. A bankok hitelezési aktivitását ezeken túl a bankadó is befolyásolhatja, ami miatt arra számítunk, hogy a korábban vártnál lassabban fog beindulni a lakossági hitelezés, leghamarabb 2011 második felében. Ugyanakkor a 2010 második negyedévére vonatkozó adatok alapján e tényező hatása a pénzügyi vállalatok által nyújtott hitelekre nagyobb lehet.

2-14. ábra

A háztartásoknak nyújtott hitelek nem árjellegű feltételeinek alakulása a bankszektorban



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

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





Aktuális előrejelzésünkben rövid távú konjunktúráképünkön érdemben nem változtattunk. A hazai kilábalás változatlanul törekeny folyamat, ami az eddig ismertté vált kormányzati intézkedések mellett jövőre a vártnál lassabban folytatódhat. Technikai alapfeltevéseink érvényessége mellett az infláció teljes előrejelzési horizontunkon várhatóan a középtávú cél fölött alakul. Előrejelzésünk változását döntően alapfeltevéseink változása, illetve a kormányzat egyensúlyjavító intézkedései befolyásolták.

Bár a kormányzati intézkedéscsomag 2011-ig az aggregált kereslet csökkenésének irányába hat, a kedvezőbb külső konjunktúra rövid távon is támaszt jelenthet a hazai gazdaság kilábalásnak. A rövid távú inflációs kilátások romlását az árfolyam elmúlt hónapokban megfigyelt jelentős gyengülése és a nyersélelmiszer-árak emelkedése okozza. Ennek elsődleges hatásait a kormányzati intézkedések – az energiaár-moratóriumok bevezetése miatt – átmenetileg tompítják, ám ezek kifizetésével az elsődleges hatások mellett a magasabb inflációból adódóan a várakozásokon és a munkapia-

con keresztül jelentkező másodlagos hatások is egyre markánsabban jelentkezhetnek.

Költségvetési előrejelzésünkkel kapcsolatban fontosnak tartjuk hangsúlyozni, hogy a 2010-es éven túli időhorizonton elfogadott költségvetés hiányában a konjunktúrából nem levezethető tételek (főként a költségvetés kiadási oldala) esetében technikai kivetítéseket alkalmaztunk. A kormányzat augusztusban elfogadott és a 2010–2011-es évet is érintő „29 pontos” intézkedéscsomagjából a személyijövedelemadó-rendszer módosítását érintő tervek kivételével valamennyi intézkedést figyelembe vettük. A szja-rendszer átalakításáról az előrejelzést meghatározó legfontosabb paraméterek (bevezetés időzítése, az adó kivetésének alapja, az adójóváírás kezelése, a beépített adókedvezmények mértéke stb.), esetében nem rendelkezünk információkkal, ezért itt továbbra is a hatályban lévő törvénnyel számoltunk. Ugyanakkor figyelembe véve az intézkedés kiemelt jelentőségét, az egykulcsos adórendszer bevezetésének makrogazdasági hatásaival egy keretes írásban külön is foglalkozunk.

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

Alapfeltevéseink összességében a magasabb inflációs pálya irányába változtak a májusi jelentéshez képest. Ennek oka döntően a forint/euro árfolyam elmúlt hónapokban tapasztalt gyengülése. Átlagosan a dollár tovább erősödött az euróval szemben májusi feltevéseinkhöz

képest. Ez utóbbi hatás, valamint a dollárban mért olajár-mérséklődés eredőjeként az olaj euróban kifejezett világpiaci ára jelentősen csökkent a megfigyelt időszakban. Az alapkamat az előző inflációs jelentésben közölt adathoz képest változatlanul 5,25 százalékos szinten áll.

#### 3-1. táblázat

##### Alapfeltevéseink változása májushoz képest\*

	2010. május			2010. augusztus			Változás májushoz képest (%)		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Jegybanki alapkamat (%)**	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	0,00	0,00	0,00
Forint/euro árfolyam	266,2	265,4	265,4	277,6	283,8	283,8	4,3	6,9	6,9
Dollár/euro árfolyam (cent)	135,3	134,3	134,3	130,3	127,7	127,7	-3,7	-4,9	-4,9
Brent olajár (dollár/hordó)	84,4	90,4	91,8	76,7	79,7	82,4	-9,1	-11,8	-10,2
Brent olajár (euró/hordó)	62,4	67,3	68,4	58,9	62,4	64,5	-5,6	-7,3	-5,6
Brent olajár (forint/hordó)	16 616	17 873	18 146	16 370	17 714	18 318	-1,5	-0,9	0,9

\* Éves átlagok, előrekintve a 2010. júliusi átlagos árfolyam, illetve határidős olajárpálya alapján.

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

# 3.1. Rövid távon törékeny marad a növekedés, a kormányzati intézkedések kimutatható reálgazdasági hatásai 2011-ben jelentkezhettek

A világgazdaság teljesítménye rövid távon a korábban feltételezettnél kedvezőbben alakulhat. Az ázsiai gazdaságok erős belső kereslete 2010 egészében kedvezően hat a nyugat-európai országok kivitelére és növekedésére, amelyből Magyarország továbbra is profitálhat. Ezen folyamatot rövid távon a leértékelt árú mellett javuló árversenyképesség is segítheti.

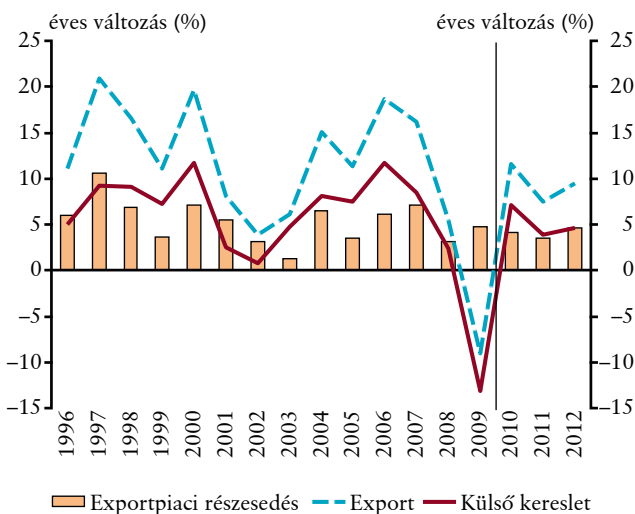
2011-ben azonban több tényező is a külső kereslet mérséklődése irányába hat. Az ázsiai gazdaságok teljesítményében a korábban prognosztizálttól markánsabb lassulás várható, amely a magyar kivitelre közvetetten és közvetlenül is hatással lehet. Fentiekén túl a fejlett gazdaságok megnövekedett adósságállományának fenntarthatósága ismét a gazdaságpolitikák központi problémájává vált. Erre adott reakcióként számos külkereskedelmi partnerünkönél rövid távú költségvetési kiigazítási tervek kerültek elfogadásra. Ennek keresletcsökkentő hatásait korábban csak kockázati pályák között vettük figyelembe, ám aktuális előrejelzésünkben már az alappályánkba is beépítettük. Emiatt külső keresletünk 2011-ben és 2012-ben is a válság előtti és az idei évre jellemző dinamikánál is lassabb ütemben bővíthet.

A belső kereslet fellendülését a kormányzati intézkedések lassíthatják. A háztartások fogyasztásában továbbra is csak

2011-ben számítunk fordulatra. A forint-euro árfolyam utóbbi hónapokban tapasztalt gyengülése következtében a háztartások hiteleinek törlesztőterhei továbbra is magasak, miközben a tartósan magas munkanélküliségi ráta az óvatossági megtakarítási szándék erősödése irányába hat. Rövid távon ennek következtében kedvezőtlenebb fogyasztási pályát valószínűsítünk. 2011-ben fordulatra számítunk a lakosság fogyasztási keresletében. A lakosság jövedelmeinek 2011-es érezhető emelkedésével a háztartások fogyasztási célú kiadásai is növekedhetnek. A jövedelmek bővülését kezdetben az aktuálisan hatályban lévő törvényeket figyelembe véve – a személyi jövedelemadó-rendszeren keresztül megvalósuló adókiengedés okozza, miközben a foglalkoztatás lassú bővülése a hosszabb távú jövedelemkilátásokat is kedvezően érintheti. Ugyanakkor a belföldi kereslet kibontakozását hátráltathatja a bevezetendő bankadó, ami – a költségek áthárítása esetén – a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét csökkentheti, míg az új lakossági hitelek költségét emelheti. Szintén a háztartások fogyasztásának bővülését fékezi az állami bérkiadások visszafogása is. A tartósan magas szinten maradó munkanélküliség mellett a fogyasztási ráta emelkedésére csak 2012-ben számítunk.

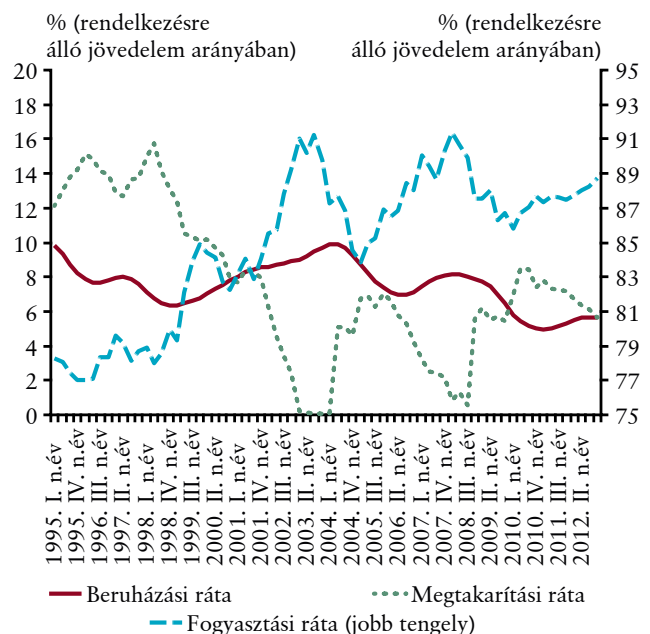
3-1. ábra

### Az exportpiaci részesedés alakulása



3-2. ábra

### A lakossági jövedelmek felhasználása



A beruházásokra vonatkozó előrejelzésünk teljes előrejelzési horizontunkon romlott. Ennek oka rövid távon a vártnál kedvezőtlenebb lakáspiaci konjunktúra. A legfontosabb lakáspiaci indikátorok – főleg az új építési engedélyek – gyorsuló ütemű visszaesése miatt már az idei évben is alacsonyabb lakossági beruházásra számítunk. A társasági adó fizetésére vonatkozó jogszabályok változása ugyan kedvezően befolyásolhatja a vállalati beruházásokat, azonban ezt

ellensúlyozza a bankadó részleges továbbhárítása a vállalatokra, ami döntően az új hitelezés szigorodásában jelentkezhet. Hosszabb távon a gazdasági növekedés gyorsulásával a beruházások is – a korábbiakban feltételezettnél kisebb dinamikával – élénkülhetnek. Az állami beruházások esetében az EU-forrásokhoz kapcsolódó beruházások 2011-ről 2010-re történő előrehozása lehet meghatározó, melynek következtében 2011-től az állami beruházások stagnálása várható.

### 3-2. keretes írás: A 29 pontos kormányzati intézkedéscsomag hatásai előrejelzésünkben

A miniszterelnök 2010. június 8-án 29 pontos akciótervet jelentett be, melyek közül a legtöbb intézkedéssel kapcsolatban már törvénymódosításokat is elfogadott a parlament. Ezen intézkedések közül néhány a monetáris politika számára releváns időhorizonton a költségvetés egyensúlyán kívül érdemben befolyásolhatja a magyar gazdaság növekedési és egyensúlyi pályáját is. A 29 intézkedés közül számottevő makrogazdasági hatásra várhatóan 6 pont esetében számíthatunk. Ezek: a pénzintézeti különadó bevezetése, a 10 százalékos kedvezményes társaságiadó-kulcs kiterjesztése, a költségvetési kiadások visszafogása, az állami vállalatok bértömegének mérséklése, a közüzemi díjakra vonatkozó moratórium bevezetése, valamint a személyi jövedelemadó átalakítása. Tekintve, hogy ez utóbbi intézkedés legfontosabb paramétereiről (időzítés, adójóváírás átalakítása, adókedvezmények köre) semmilyen információval nem rendelkezünk, így ezt egyelőre nem vettük figyelembe előrejelzésünk elkészítésénél. A többi intézkedés lehetséges makrogazdasági hatásaira a DELPHI makroökonometriai modellünk segítségével készítettünk becslést. A várható hatások irányát a 3-2. táblázat szemlélteti.

Az intézkedések összességében 2010-ben enyhe, 2011-ben erősebb negatív hatást gyakorolnak a konjunktúrára. 2010-ben a költségvetési megszorítások, a bankadó és az állami vállalatok béreinek korlátozása fékezi a gazdaság növekedését, elsősorban a fogyasztási kiadásokon keresztül. Ezt kissé ellensúlyozza a közüzemi díjak elmaradó emeléséből fakadó fogyasztásbővülés. Ezek a hatások azonban mérsékeltek a 2010-es növekedésre, mivel jellemzően az utolsó negyed-

évből mutatkoznak. 2011-ben azonban már az év egészében érvényesülnek a fenti hatások, így az egyébként fellendülőben lévő belföldi keresletet, ezáltal pedig a növekedést az idei évtől markánsabban foghatják vissza.

Az inflációra 2010-ben és 2011-ben is negatív (alacsonyabb inflációt jelentő) hatásokat gyakorolhatnak az intézkedések. Az idei évi hatás szinte teljes egészében a közüzemi díjakra vonatkozó moratórium eredménye, míg a jövő évben az intézkedés keresletszűkítő hatása érvényesül. Azonban érdemes megjegyezni, hogy a világgpiaci nyersanyagárakra és a forint/euro árfolyamra alkalmazott aktuális feltevéseink tartós érvényessége mellett a moratórium feloldása után jelentős felfele irányuló árnyomás jelentkezhet a szabályozott árakban.

Az egyes intézkedések az alábbi csatornákon keresztül hathatnak makrogazdasági előrejelzésünk különböző komponenseire:

– A *pénzintézeti különadó* hatásai eltérőek rövid és középtávon. 2010-ben a bankok feltehetően a különadó minimális részét képesek áthárítani a fogyasztókra. A megnövekedett lakossági törlesztőrészek és a jelenlegi vállalati csődráták mellett a háztartások és a vállalatok terheinek megemelkedése hitelek bedőlésének kockázatát növelné, tovább rontva a banki portfóliók minőségét. Ezért az idei évben valószínű, hogy a bankok eredménye csökken az adó hatására, ami a – bankokat is tartalmazó – vállalati szektor megtakarításait mérsékli. A lakossági jövedelmeket érintő áthárítás legfeljebb a szektor alkalmazottainak bérezésén (pl. prémiumok visszafogása)

## 3 2. táblázat

### A kormányzati intézkedések hatásainak iránya GDP- és CPI-prognózisunkra

	Növekedés		Infláció	
	2010	2011	2010	2011
Pénzintézeti különadó	↓	↓↓	–	↓
Kedvezményes társaságiadó-kulcs	–	↑	–	–
Költségvetési kiadások visszafogása	↓	↓	–	–
Állami vállalatok bértömegének mérséklése	↓	↓	–	↓
Közüzemi díjakra vonatkozó moratórium	↑	↓/↑	↓	↓/↑
Összesen	↓	↓↓	↓	↓



keresztül elképzelhető. 2011-től azonban több tere lehet a különadó áthárításának. A bankok terhük egy kisebb részét az újonnan folyósított vállalati hitelek költségében érvényesíthetik, amely a vállalati szektor megtakarításait rontja. Az adó nagyobb részét háríthatják a bankok a fennálló lakossági hitel- és betétállományra, ami a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét rontja. Emellett az új hitelek költségei is emelkedhetnek. Összességében a különadó a jövedelmek csökkenésén és az új folyósítású hitelek drágulásán keresztül a háztartások fogyasztása, valamint a lakossági és vállalati beruházások mérséklődésének irányába hat.

– *A jelzálogalapú devizahitelezés betiltása* a fentiekén túl további szigorítást jelenthet a hitelaktivitás tekintetében, ami tovább mérsékelheti elsősorban a lakossági beruházást.

– *A kedvezményes társaságiadó-kulcs kiterjesztése* a vállalatok nyereségadókulcsának mérséklésén keresztül azok jövedelmezőségét javítja, amely a beruházási vagy a munkaerő iránti keresletet élénkítheti.

– *Az állami kiadások visszafogásának* egyelőre csak a mértéke ismert, a konkrét lépések nem. A hasonló múltbeli intézkedésekre vonatkozó tapasztalatink alapján az állami szféra bérei, a háztartásoknak nyújtott pénzügyi transferek és az állam dologi és beruházási kiadásai mérséklődhetnek. Ezek hatására – annak függvényében, hogy a kiadások visszafogása mely tételeket érinti – a háztartások fogyasztása, a kormányzati fogyasztás és a beruházás is csökkenhet.

– *Az állami vállalatok bértömegének mérséklése* elsősorban a háztartások fogyasztási kiadásait csökkenti. Ezen vállalatok statisztikailag a versenyszféra részei, elsősorban piaci szolgáltató vállalatok. Feltevéseink szerint a tervezett megtakarítás 2010-ben jórészt az érintett vállalatok bérkifizetéseinek mérséklésén keresztül valósul meg, míg 2011-ben a létszám csökkentésének lehet nagyobb szerepe.

– *A gáz- és távhőárak befagyasztása* 2010-ben alacsonyabb inflációt és magasabb háztartási fogyasztást eredményez. 2011-től a szabályozottenergia-tételek árazásának újratárgyalásából tartós hatékonyságjavulásra számítunk, így a rendszerhasználati díjak tartósan alacsonyabbak maradhatnak. Ugyanakkor a nyersanyagárak változásából adódó – az idei évben elhalasztott – áremelések 2011 második felében többlet árnövelő hatásként jelentkezhetnek.

Fontos megemlítenünk, hogy előrejelzésünk során nem számoltunk azzal, hogy amennyiben a kormányzat egyensúlyjavító intézkedései sikeresek, és az államháztartás helyzete érdemben javul, az növelheti a befektetői bizalmat hazánk iránt. Ez a kockázati felár csökkenésén keresztül pozitív növekedési, míg az árfolyam erősödésén keresztül dezinflációs hatással járhat. Részletes információk hiányában az egykulcsos személyi jövedelemadó-rendszer bevezetésével sem számolhattunk. A nemzetközi tapasztalatok szerint egy ilyen adórendszer bevezetése rövid távon is lökést adhat a gazdaságnak, ami a hazai esetben is tompíthatja az említett a negatív növekedési hatásokat.

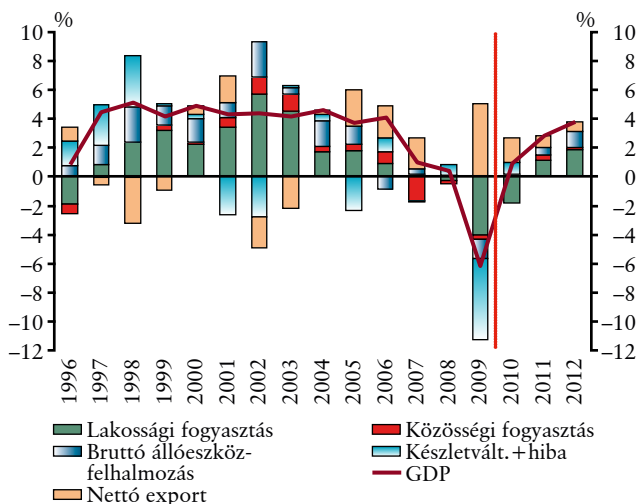
Összességében rövid távon a gazdasági kilábalás továbbra is lassú ütemben folytatódhat. Az eddig bejelentett kormányzati intézkedésekből az idei évben jelentős növekedési hatásra nem számítunk, ám 2011-ben már a keresletszűkítő hatások is egyre erősebben megjelenhetnek. Ezzel összhangban jövőre a gazdasági növekedés korábbi képünkénél lassabb ütemben folytatódhat.

A rövid távú konjunktúra javulása egyelőre egyértelműen csak az exportáló ágazatokra jellemző, miközben a főbb belföldi keresleti tételekben az idei évben fordulatra továbbra sem számítunk. 2011-től a növekedés szerkezete fokozatosan kiegyensúlyozottabbá válik. A külső kereslet növekedési ütemének várható lassulása ellenére az exportértékesítések teljes előrejelzési horizontunkon dinamikus bővülést mutathatnak, miközben a javuló jövedelmi pozícióknak köszönhetően a jövő év elejétől a lakossági fogyasztás és a nemzetgazdasági beruházások is emelkedhetnek. A kormányzati intézkedések közül a kedvezményes társaságiadókulcs bevezetése az új beruházások számára a teljes előrejelzési horizonton a korábbiaknál kedvezőbb környezetet eredményezhet, miközben a kormányzati kiadások mérsék-

lése és a pénzügyi különadó lassíthatja a belföldi kereslet kibontakozását. A pénzügyi különadó kifizetésével 2012-ben a belföldi kereslet tovább élénkülhet, ami a GDP közel 4 százalékos bővülését eredményezheti.

### 3-3. ábra

#### A GDP-növekedés szerkezete





A kibocsátás teljes előrejelzési horizontunkon elmarad potenciális szintjétől, és csak fokozatosan közelít ahhoz. Tekintve, hogy a növekedés szerkezete rövid távon a gyengébb belföldi kereslet mellett a nagyobb nettó export javára

változott, így reálgazdaság oldalról a korábbi előrejelzésünkhöz hasonló negatív kibocsátási rés aktuálisan némileg erősebb árleszorító hatással bír.

### 3-3. keretes írás: Az egykulcsos adórendszer várható makrogazdasági hatása

A kormány a 29. pontos gazdasági akcióterv keretében jelentette be, hogy több lépésben megvalósítja az egykulcsos, családi adórendszert, ahol a munkajövedelmeket egységes 16%-os szja-kulcs terheli. Az új adórendszer bevezetéséről ugyanakkor lényegi részleteket egyelőre nem ismerünk, így hatásait egyelőre előrejelzésünkben sem vettük figyelembe. A lépés kiemelt jelentősége miatt azonban fontosnak tartottuk áttekinteni egy ilyen rendszer lehetséges előnyeit és hátrányait. Az írás első részében néhány elvi szempontot vázolunk fel, a második részben az egykulcsos adót bevezető országok tapasztalatairól szólnak. A harmadik részben a magyar tervezetet értékeljük nemzetközi összehasonlításban, végezetül az utolsó szakaszban az új adórendszer várható makrogazdasági hatásait tekintjük át a témában rendelkezésre álló kutatások tükrében.<sup>9</sup>

#### Mit jelent az egykulcsos adó?

Az egykulcsos adórendszer legtisztább formájában azt jelenti, hogy minden jövedelem – függetlenül annak forrásától egyetlen, azonos kulccsal adózik.<sup>10</sup> Az egykulcsos adórendszer bevezetésétől elméletileg a következő *előnyök* várhatók.

Egyrészt az alacsony egységes kulcsok – a kivételek, kedvezmények csökkentésével, illetve megszüntetésével – csökkentik az adóelkerülés ösztönzőit, illetve a munkajövedelmek tőkejövedelmeként kimutatásának adóelőnyét. Másrészt alacsony egységes kulcs esetén, a marginális adórátá számottevő csökkentése a felsőbb jövedelmi szegmensben növeli a magasabb termelékenységű munkaerő munkakinálátát, ami pozitívan hat a növekedésre. Mindkét hatás az adóalap szélesedését eredményezi, ami részben pótolhatja a kieső adóbevételeket. Ráadásul, ha az új adórendszert a gazdasági szereplők hitelesnek, hosszú távra fennállónak vélelmezik, akkor annak bevezetésekor a gazdasági szereplők reakciói a tényleges, adott évi jövedelmi helyzetük változásánál jóval erőteljesebb lehet, ami adókiengedés esetén az új adórendszer kedvező adóbevételi hatásait előrébb hozhatja.

Az egykulcsos adórendszer egyik *elvi hátránya* ugyanakkor, hogy növelheti a jövedelemegyenlőtlenségeket, vagyis az adórendszer

jövedelem-újraelosztó funkciója gyengül. A gyakorlatban azonban ez a probléma sokkal kevésbé valós annál, mint ami az elméletből következne. Ennek egyik oka, hogy az egykulcsos adórendszerek a gyakorlatban az összes OECD-országban tartalmaznak egy adómentességi határt vagy adójóváírást, amelynek következtében a minimálbér környéki keresetek adóterhelése nulla, vagy nagyon alacsony.<sup>11</sup> Különös gondossággal kell eljárni ugyanakkor az előbbi kivételek megfogalmazásakor, hiszen az egykulcsos adórendszer legfontosabb előnye éppen annak egyszerűségében rejlik, a túl sok kivétel megfogalmazása pedig éppen ennek az előnynek mond ellent.

Emellett fontos szempont, hogy a jövedelemegyenlőtlenséget növelő hatás kevésbé hangsúlyos, amennyiben a valódi jövedelemegyenlőtlenségek a bevallott jövedelmek egyenlőtlenségénél nagyobbak, mert például a magas jövedelműek számára széles körű lehetőségek állnak rendelkezésre jövedelmük elrejtésére, vagy munkajövedelem helyett más, alacsonyabb kulccsal adózó jövedelemként történő kimutatására. Ebben az esetben az elvben progresszív adórendszer elveszíti tényleges progresszivitását, így az egykulcsos adó bevezetésének kedvezőtlen újraelosztási hatásai jóval enyhébbek.

Az előbbieken túlmenően (adómentességi határ, adójóváírás) további tényezők is hozzájárulnak ahhoz, hogy a megvalósult egykulcsos adórendszerek eltávolodnak a tiszta, elméleti formájában értelmezett egykulcsos rendszertől.<sup>12</sup>

– A társadalombiztosítási járulékok minden országban továbbra is külön rendszert alkotnak.

– A tőkejövedelmek jellemzően a reformot követően is eltérő rendszerben és kulccsal adóznak, bár az átalakítások minden esetben kiterjedtek a vállalati és vállalkozói adózás átalakítására is.

Összességében megállapítható, hogy bár az egykulcsos adórendszer az OECD-országokban tiszta formában sehol nem valósult meg,<sup>13</sup> rendszerint az adórendszer jelentős egyszerűsödését hozta magával.

<sup>9</sup> A változások családi adózást érintő vonatkozásaival nem foglalkozunk az adórendszer részleteiről rendelkezésre álló információk hiánya miatt.

<sup>10</sup> L. OECD (2006) „Fundamentals of personal income tax reform”.

<sup>11</sup> Az egyetlen általunk ismert kivétel Grúzia. L. Keen et. al. (2006) „The 'Flat Tax(es)': Principles and Evidence” IMF WP/06/18.

<sup>12</sup> Ennek többek között valószínűleg az az oka, hogy a legtöbb országban a tb-rendszert is figyelembe véve a munkajövedelmek adóztatása jóval erőteljesebb, mint a tőkejövedelmeké. Így, az „elméleti” egykulcsos rendszerben vagy a tőkejövedelmek adókulcsa lenne szükségképpen magas, ami jelentős mértékű dinamikus torzítást eredményezne, vagy a munka adókulcsa lenne irreálisan alacsony, ami költségvetési oldalról nem tűnik valószerűnek.

<sup>13</sup> A valódi egykulcsos rendszerhez a szlovák adórendszer áll a legközelebb, ahol a munka és tőkejövedelmeket egyaránt 19%-os adó terheli, ami ráadásul megegyezik az áfakulccsal is. A társadalombiztosítási járulékok ugyanakkor Szlovákiában is külön rendszert alkotnak, a járulékok figyelembevételével a munkajövedelmek adója így is magasabb. Emellett a szlovák adórendszer is tartalmaz egy adómentességi határt és családi elemet gyermekkedvezmények formájában. Ez utóbbit oly módon, hogy az adómentességi határ magasabb, ha a házastárs keresete nagyon alacsony.

Ennek azonban csak egyik forrása volt az egyetlen szja-kulcs, a kedvezmények, kivételek megszüntetése mindenhol kulcsszerepet töltött be a folyamatban.

**Mi mutatnak az egykulcsos adórendszert bevezető országok tapasztalatai?**

Azokban az országokban, ahol az egyetlen szja-kulcs a legtöbb jövedelmi kategóriákban érdemi csökkenést jelentett a bevezetés évében, az szja-bevételek GDP-arányosan csökkentek, azonban jellemzően a tervezettnél kisebb mértékben.<sup>14</sup> Azonnali Laffer-görbe hatás tehát jellemzően nem volt, de az adóbázis és az adófizetési hajlandóság általában növekedett. Az adóbázis emelkedése jellemzően a reform bevezetése utáni második évtől volt erősebb.<sup>15</sup> Az szja-bevételek kiesését az szja bázisának növekedése mellett sok esetben már az első évtől tompította, hogy nőtt a társasági nyereségadó és/vagy az áfa alapja.<sup>16</sup>

Összességében az egykulcsos adórendszert bevezető országok a bevezetést követő években erős gazdasági növekedést mutattak, de az adórendszer reformja sok esetben csak részét képezte egy tágabb, pl. a támogatási rendszer, igazgatást, oktatást stb. érintő reformsomagnak. Több tanulmány kiemeli az egykulcsos adó bevezetésének pozitív szignál hatását a külföldi befektetőkre: általában a reformok és a növekedésorientált gazdaságpolitika iránti elkötelezettséget sugallta.<sup>17</sup>

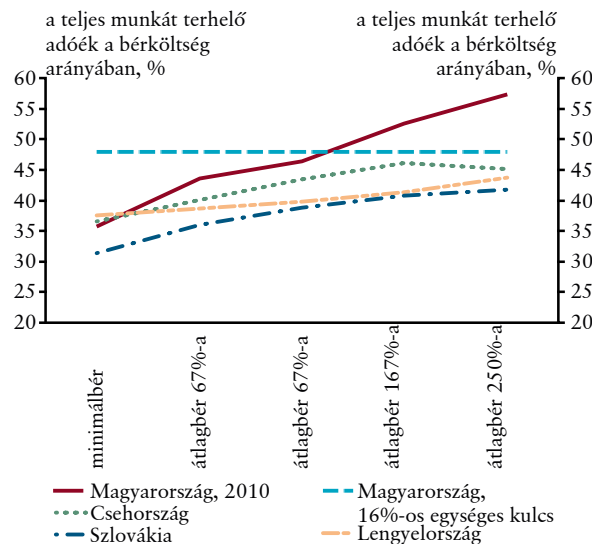
**A magyar javaslat a nemzetközi tapasztalatok tükrében**

A 29. pontban megfogalmazott javaslat szerint a 16%-os egységes kulccsal Magyarország, legalábbis az szja-kulcs mértékét tekintve igen versenyképes helyzetbe kerülne, hiszen annak mértéke a legalacsonyabb lenne a régióban. A versenyképesség szempontjából azonban a munkát terhelő teljes adóék számít, ebben a tekintetben pedig a magasabb jövedelmi szegmensekben is csak megközelítjük a visegrádi hármak adóterhelésének átlagát.

Mindent összevetve azonban a bevezetni tervezett adórendszer az átlagjövedelem feletti szinteknél erőteljesen csökkenti mind az átlagos, mind a marginális adóéket, és így érdemben növelheti a munkakinálatot. Hazai kutatások szerint<sup>18</sup> ugyanis a hazai adóköteles jövedelem igen érzékenyen reagál a marginális adókulcs átlagjövedelem feletti szintjének változására, míg az átlagos adóékre

**3-4. ábra**

**A munkát terhelő átlagos adóék alakulása a visegrádi hármakkal összevetve\***

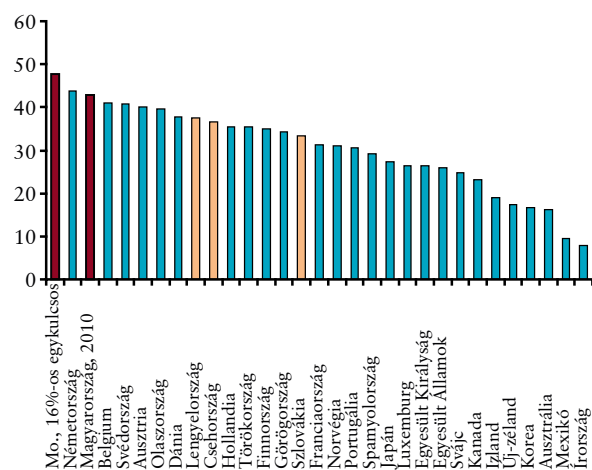


\* Az adatok az alkalmazottakra vonatkoznak.

Forrás: OECD-, APEH-adatok.

**3-5. ábra**

**A teljes munkát terhelő adóék, az átlagbér 50%-nál az OECD-országokban\***



\* Az adatok az alkalmazottakra vonatkoznak.

Forrás: OECD-, APEH-adatok.

<sup>14</sup> Az egyetlen kivétel Oroszország, ahol az szja-bevételek az új adórendszerben látványosan, több mint 20%-kal emelkedtek. Ebben azonban a legtöbb elemzés szerint (Keen és tsai, 2006; Ivanova és tsa, 2005) fontos szerepe volt az általános fellendülésnek, az olajárak emelkedésének is. Az szja-bevételek emelkedtek még Lettországban és Litvániában, az adókulcsot ezekben az országokban azonban magas szinten (33, illetve 25%), a korábbi kulcsok tartományának felső részében állapították meg.

<sup>15</sup> L. pl. Saavedra, P. (2007) „Flat Income Tax Reforms” Ch. 8. in Fiscal Policy and economic growth, World Bank.

<sup>16</sup> Romániában pl. az áfabevételek vártnál nagyobb növekedését egyértelműen annak tulajdonítják, hogy a háztartások megnövekedett nettó jövedelmeinek jelentős része fogyasztásban csapódott le. Grúziában, Lettországban a társaságiadó-bevételek a vártnál nagyobb mértékű emelkedésében pedig szerepe lehetett annak, hogy a képzetesebb munkaerő olcsóbb lett a vállalatok számára. Az azonban nem egyértelmű, hogy e javulás magának a kulcsok csökkentésének, vagy inkább a kedvezmények, kiskapuk megszüntetésének, illetve az adminisztráció, ellenőrzés hatékonyságának javulásának volt tulajdonítható.

<sup>17</sup> Pl. Keen és tsai (2006), Saavedra, P. (2007).

<sup>18</sup> L. Bakos et al. (2008): Az adóköteles jövedelem rugalmassága. MNB Working Papers, 2008/7.

vonatkozó reakció alacsonynak mondható. Azaz ebben a tekintetben az új rendszer egyértelműen növekedést és foglalkoztatást ösztönző hatású. Problémát jelent, ugyanakkor, hogy az adójóváírás kivezetésével, az átlagbér alatti jövedelmi szinteken az átlagos adóterhelés jelentősen emelkedik: az alacsony keresetű munkavállalók átlagos adóterhelése az OECD-országok vonatkozásában kiugróan magas lesz, ami ellenőszönőt jelent a munkapiacra való belépés szempontjából. Mivel az európai összevetésben igen alacsony hazai foglalkoztatási ráta leginkább az alacsonyabb képzettségűek vonatkozásában tükröz lemaradást, így jó eséllyel feltételezhető, hogy az új adórendszer ezen rétegek elhelyezkedési szándékát és esélyeit tovább rontja.

#### Az új adórendszer várható makrogazdasági hatásai

Az új adórendszer makrogazdasági hatásainak számszerűsítésénél tehát az előbbi két csatornát érdemes alaposan átgondolnunk: egyrészt, hogy az adóráták változása miként érinti a munkapiacra való be- és kilépést (extenzív határ), másrészt, hogy a már foglalkoztatotakra milyen hatással van (intenzív határ).

Bakos et al. (2008) becslései szerint az intenzív határon vett alkalmazkodás az alsó jövedelmi decilisektől az átlagbérig igen alacsony, míg az átlagbér felett (leszámítva a legfelső decilist) a nemzetközi irodalomnak megfelelő erős érzékenységet mutat. Eszerint 1 százalékpontos marginális adórata-változás 0,3-0,4 százalékponttal növeli a bevallott adóköteles jövedelem nagyságát.<sup>19</sup>

Az extenzív határra vett alkalmazkodásra nem áll rendelkezésünkre hasonló mélységű becslés. Rácz (2010)<sup>20</sup> kezdeti eredményei szerint az átlagos adóék egy százalékpontos változása közel 0,1 százalékponttal befolyásolja a munkapiaci be- és kilépést, ahol a hatás egy hajszállal erőteljesebb az alacsony képzettségűekre, mint a képzetekre. Problémát jelent azonban, hogy a nemzetközi irodalomban rendelkezésre álló becslések rendkívüli mértékben szórnak (0,1–3,0) között.

A tervezett egykulcsos adórendszer két fontos hatása tehát a következő: egyrészt a marginális adóráták alapvetően abban a szegmensben csökkennek jelentősen, ahol a munkaintenzitás érzékenyen reagál

annak változására. Scharle et al. (2010) alapján ezen a csatornán keresztül középtávon 4-5%-os GDP-többlet alakulhat ki a 2010-es adórendszerhez képest amiatt, hogy a képzetesebb, magasabb jövedelmű munkaerő többet dolgozik az új adórendszerben, illetve amiatt, hogy a gazdaság fehéredik.

Az extenzív határ szempontjából nem állnak rendelkezésünkre megbízható becslések, de az alkalmazkodás szempontjából már korántsem lehetünk ilyen optimisták. Az új adórendszerrel ugyanis ceteris paribus a foglalkoztatottak nagyságrendileg 75%-ának átlagos adóterhelése nő az eredeti 2010-es adórendszerhez képest. Figyelembe véve, hogy a munkakínálat extenzív rugalmassága az alacsonyabb jövedelmi szegmensben inkább magasabb, mint az átlag felett, illetve, hogy a képzetlen munkaerő keresletének bérrugalmassága is magasabb, mindez azt jelenti, hogy mind a munkakínálati, mind a munkakeresleti csatornán keresztül a foglalkoztatás várhatóan csökken, ami a GDP-kilátásokra is kedvezőtlenül hathat.

Az adórendszer teljes hatásának értékeléséhez tehát azt kell mérlegelnünk, hogy az intenzív határon bekövetkező többlet GDP-növekedés mennyiben lesz képes új munkahelyeket teremteni és kompenzálni az átlag alatti jövedelműeknél bekövetkező kedvezőtlen hatást.

Mivel összességében az új adórendszer kiengedést jelent mind a jelenlegi 2010-es, mind az eredeti 2011-es törvényhez képest, és az adóterhelést oly módon változtatja, hogy a magasabb jövedelmű képzetesebb munkaerő adóterhelése csökken az átlag alatti jövedelműek rovására, így az nagy valószínűséggel állítható, hogy az új rendszer többlet GDP-növekedést generál. A foglalkoztatásra vett hatás azonban már jóval bizonytalanabb, ahol ez utóbbi akár jelentheti a foglalkoztatás csökkenését is. Ennek elsődleges oka, hogy az új rendszer megdrágítja a képzetlen munkaerőt a képzetthez képest, azaz a kevés, de képzett munkaerőt alkalmazó cégeket kedvezőbb, míg a munkaintenzív képzetlen munkaerőt alkalmazó ágazatokat kedvezőtlenebb helyzetbe hozza<sup>21, 22</sup>. A kedvezőtlen foglalkoztatási hatásokat tompíthatja az új adórendszer többletcsős bevezetése, az alacsony képzettségűek nemzetközi összevetésben magas adóterhelése azonban középtávon ekkor is problémát jelenthet majd.

<sup>19</sup> Egy külön kérdés, hogy az adóköteles jövedelem azért nő, mert a munkavállalók ténylegesen többet dolgoznak, vagy a gazdaság fehéredik. Scharle et al. (2010): Hogyan növelhető az adórendszer hatékonysága? Közpénzügyi füzetek 26. többféle robusztussági vizsgálattal támasztja alá, hogy a hatás jórészt tényleges munkakínálati alkalmazkodást jelöl. Emellett az együtttható nagyságrendileg megfelel a más országokra kapott becsléseknek.

<sup>20</sup> Rácz (2010): Labor supply effects of tax changes through the extensive margin in Hungary. Kézirat.

<sup>21</sup> Az átlag alatti jövedelmek növekvő adóterhelésén nem segít a minimálbér jelentősebb emelése sem. Ennek egyik oka, hogy miközben a minimálbér emelése ösztönzi a munkakínálatot, a munkakeresletet visszaveti. Azaz egy ilyen lépés további kedvezőtlen foglalkoztatási hatással társulhat. Emellett bizonytalan az is, hogy a magasabb minimálbér milyen mértékben emeli meg a minimálbér feletti és átlagbér alatti jövedelmeket, ahol az adóterhelés szintén emelkedik.

<sup>22</sup> Az elemzésben alapvetően a foglalkoztatottakról szövegünk, azaz nem érintettük a főállású, az szja-rendszerbe tartozó egyéni vállalkozók közel 250 ezer fős csoportját. Esetükben, mivel az adójóváírás idáig sem volt érvényesíthető, az egységes 16%-os kulcs a jelenlegi, 17%-os szuperbruttó, azaz 21,6%-os effektív kulcshoz képest könnyítést jelenthet már a minimálbérek szintjén is. A csoport reakcióját illetően viszont meglehetősen nagy a bizonytalanság, hiszen nem állnak rendelkezésre megbízható mérések a munkakínálati reakciót illetően. Ez részben nem meglepő, hiszen ezen réteg esetében számos egyéb adóoptimalizálási tényezőt érdemes figyelembe venni (a bejelentett bér mennyiben tényleges jövedelem, eva-kulcsok alakulása stb.) Míg a foglalkoztatási reakció meglehetősen bizonytalan, a korábbiaknál alacsonyabb adókulcsok mellett a jövedelmek fehéredése – a kormányzat ellenőrzések szigorodásával – jó eséllyel bekövetkezhet.

## 3.2. Fokozatosan bővülő foglalkoztatás mellett is tartósan magas marad a munkanélküliség

A vállalatok magatartását továbbra is a válság következtében jelentősen megromlott profithelyzet helyreállítása határozza meg. Ennek megfelelően mérsékelt létszámbővüléssel, és a termelékenység-növekedéstől elmaradó reálbér-alakulással számolunk előrejelzésünkben.

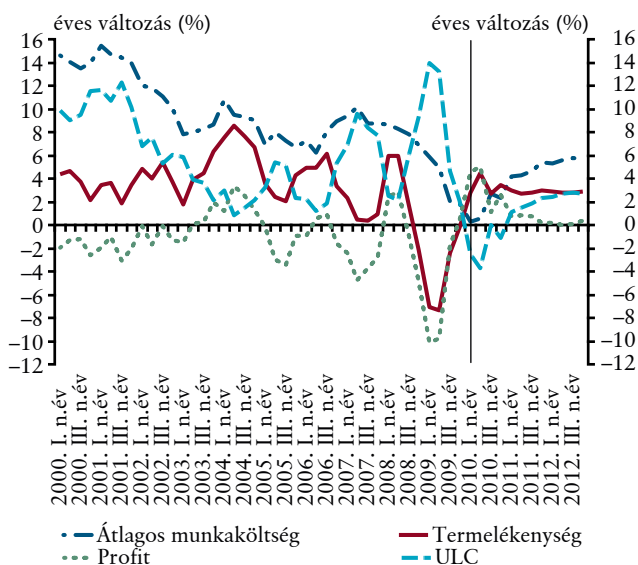
Rövid távon a kedvezőbb konjunktúra hatására a létszámbővülés elsősorban a feldolgozóiparban indulhat meg. A belföldre termelő ágazatokban továbbra is a munkaerő tartalékolása és foglalkoztatás lassulása lehet jellemző. Ezen szektorokban a foglalkoztatás bővülésére csak a belföldi kereslet 2011-es élénkülését követően számítunk, de a jelenleg is meglévő kihasználatlan munkaerő-kapacitások miatt a növekedés csak lassú folyamat lehet. A szolgáltató szektor bérezésének és foglalkoztatásnak alakulását – a statisztikailag a piaci szolgáltatások körébe tartozó – állami vállalatok bértömegcsökkentése is lassítja. A kormányzati intézkedések részeként megjelölt bértömegcsökkentést technikai feltevéseink szerint az idei évben döntően a bérek mérséklésével, míg 2011-ben fele-fele részben bérek és a foglalkoztatottak létszámának csökkentésével érhetik el.

A munkanélküliségi ráta teljes előrejelzési horizontunkon tartósan magas maradhat. A bővülő foglalkoztatás ellenére ennek oka, hogy az elmúlt évek munkapiacot érintő szabályozási változásai – korengedményes nyugdíjazás feltételeinek szigorítása, szülési szabadság rövidítése, nyugdíjkorhatár emelése – az aktivitást is tovább növelik.

Az ipari és szolgáltató ágazatok bérezése közötti – a konjunkturális folyamatok kettősségéből adódó – eltérés 2010 egészében fennmaradhat. A belső kereslettel szorosabb kapcsolatban álló piaci szolgáltatások bérezése az év egészében mérsékelt maradhat. A feldolgozóiparban az év második felétől várhatóan mérséklődik a bérek éves növekedési üteme. A versenyszféra egészében az élénkülő konjunktúra ellenére a bérek növekedése teljes előrejelzési horizontunkon számottevően alacsonyabb maradhat a válság előtti években megfi-

3-6. ábra

A fajlagos bérköltség és összetevőinek alakulása a versenyszférában



gyelt dinamikáknál. Ezt a képünket erősíti meg a Hay Group 2010. augusztusi felmérése is, amely szerint 2011-ben a vállalati szektor bérdinamikája csak mérsékelttel gyorsul az idei évhez képest.<sup>23</sup> Ennek oka a továbbra is laza munkapiac, aminek bérvisszafogó hatásához a már említett, az állami vállalatok bértömegcsökkentésére irányuló kormányzati törekvés is hozzájárul. Az ágazatok bérezését jellemző kettősség 2011-től enyhül, miközben a gyengébb árfolyam és az emelkedő nyersanyagárak inflációra gyakorolt hatása a bérezésben is megjelenik. A bérezési döntésekben az elmúlt évi infláció alakulása továbbra is lényegi hatással bír, így a magasabb infláció miatt 2011-től korábbi előrejelzésünknel némileg magasabb bérdinamikával számolunk. A tartósan magas munkanélküliség mellett a reálbérek növekedése várhatóan elmarad a termelékenység-bővülésétől. A vállalatok profithelyzete 2011-től csak lassan javul tovább, de a profitszint tartósan a válság előtt jellemző szintek alatt maradhat.

<sup>23</sup> A felmérés szerint 2010-ben a vállalatok átlagosan 3,4%-kal emelték a béreket, 2011-ben pedig 3,6%-kal tervezik növelni azokat.

### 3.3. Az élénkülő keresleti környezetben az újabb költségsokkok tartósan a cél fölé emelhetik az inflációt

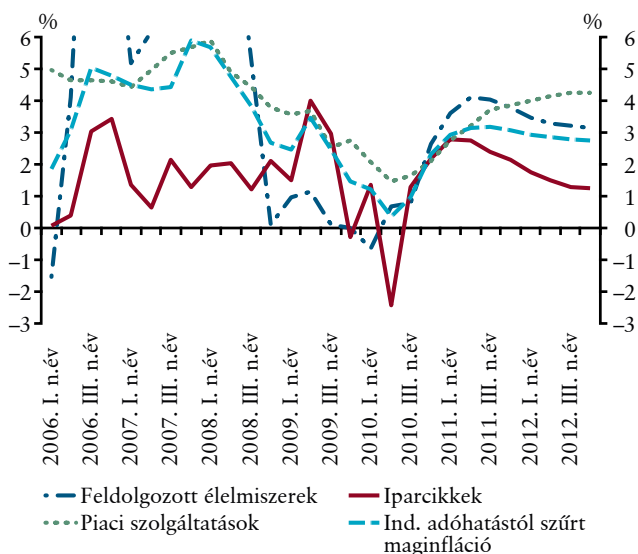
A folytatódó gyenge belső kereslet, illetve a teljes előrejelzési horizonton negatív kibocsátási rés továbbra is számottevő árleszorító hatással bír. Miközben a maginfláció az év második felében tovább mérséklődhet, a maginfláción kívüli tételek áraiban már rövid távon is emelkedésre számítunk. Ennek oka a nyersélelmiszer-árak gyenge termés miatti emelkedése, illetve a leértékelődő árfolyam az emelkedő energiaárakon keresztül jelentkező elsődleges hatásai. Ez utóbbi folyamatot az év második felére meghirdetett kormányzati intézkedések érzékelhetően lassítják. A gazdaságban megjelenő árnyomás az idei év közepétől várhatóan már a maginfláció szintjén is erősödhet. A maginfláció rövid távú indikátorainak gyorsulását elsősorban az iparcikkek áralakulásától várjuk, amit fokozatosan követhet a feldolgozott élelmiszerek és a piaci szolgáltatások inflációjának emelkedése. Az iparcikkek esetében az árak újbóli emelkedését egyrészt a második negyedévben megfigyelt időzítési hatások kifutása okozza. Másrészt az árfolyam-leértékelődés áremelő hatásai is ezen termékkör esetében jelentkezhetnek legkorábban.

Az infláció következő negyedévekre jellemző lefutását jelentősen befolyásolják a nyersélelmiszer-árak, illetve a szabályozottenergia-árak alakulására tett feltevéseink. Megítélésünk szerint a néhány nyers élelmiszer árában az elmúlt hónapokban megfigyelt drasztikus áremelkedés háttérben spekulatív tényezők is állhatnak. Ennek megfelelően a világgiazi árak emelkedésében rövid távon korrekcióra számítunk, ezt követően ezen termékek árai hosszabb távon egy visszafogottabb trend mentén emelkedhetnek. A szabályozott árak növekedését a kormányzati intézkedések 2010-ben – a gáz- és áramárak befagyasztása, és a gázár-támogatási rendszer fenntartása miatt – mérséklük. Előrejelzésünkben feltételeztük, hogy a kormányzat a szolgáltatókkal folytatott

3-7. ábra

#### A maginflációs folyamatok alakulása

(szézonálisan igazított évesített negyedéves növekedés)



tárgyalások eredményeként tartós csökkenést képes elérni a szabályozott árak egyes díjtételeiben (pl. rendszerhasználati díjak), ám ennek ellenére a nyersanyagárak alakulásából adódó árnyomás 2011-től a fenti tételek esetében is fokozottan jelentkezhet. Emiatt összességében 2011-től emeltük a szabályozott árak növekedésére adott előrejelzésünket.

A teljes fogyasztóiár-indexben jelentkező deflációs tendencia aktuális előrejelzésünk szerint 2011-ben megtörik. Bár rövid távon az infláció emelkedését okozó nyersanyagár-sokkok közvetlen hatásai fokozatosan tompulnak, ám az élénkülő keresleti környezetben a gyengébb árfolyam és növekvő nyersanyagárak miatt emelkedő termelési költségek

3-3. táblázat

#### Inflációs előrejelzésünk időbeli lefutása

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

egyre erőteljesebben jelenhetnek meg a fogyasztói árakban is. A folyamatot a teljes előrejelzési horizonton negatív kibocsátási rés továbbra is tompíthatja, de a változatlanul a középtávú inflációs cél fölött alakuló várakozások miatt a magasabb infláció várhatóan a bérezési döntésekben is fokozatosan megjelenik. Ennek megfelelően az infláció újbóli gyorsulása a maginfláción kívüli tételek mellett várhatóan már a mag-

inflációs tételekben is egyre markánsabban jelentkezik. A folyamat eredményeként a maginfláció 2012-ben 3 százalék közelébe emelkedhet. Mivel a maginfláción kívüli tételek árnövekedése hasonlóan a korábbi évek tapasztalataihoz várhatóan a következő években is meghaladja a maginfláció mértékét, így a fogyasztóiár-index a teljes előrejelzési horizontunkon meghaladhatja a középtávú inflációs célt.

## 3.4. Inflációs és növekedési kockázatok

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

Az államadósság fenntarthatóságának kérdése az elmúlt időszakban világszerte egyre inkább a figyelem középpontjába került. A kitűzött hiánycélok teljesítése, az adósságpálya fenntarthatóságának biztosítása már rövid távon is a makrogazdasági stabilitás biztosításának alapfeltétele. Amennyiben az alapfolyamatok a kitűzött hiányszámoknál magasabb költségvetésihiány-pályára utalnak, Magyarországon is indokolt lehet az eltérést további egyensúlyjavító intézkedésekkel kezelni. Bár ezen intézkedések szerkezetéről nem rendelkezünk információval, a historikus tapasztalatok alapján kalkulálható, hogy egy ilyen intézkedési terv az alappályában felvázoltnál kedvezőtlenebb GDP-pályát és a kereslet visszafogásán keresztül alacsonyabb inflációt eredményezne a következő években.

Hasonló hatásai lehetnek, amennyiben a gazdasági fellendülés ellenére a hitelezési környezet tartósan várakozásainknál szigorúbb maradhat. A szabályozói feltételek változása (pl. „körültekintő hitelezésről szóló kormányrendelet”, a devizaalapú jelzáloghitelezés megtiltása), illetve a bankok alacsonyabb kockázatvállalási hajlandósága a lassan élénkülő kereslet mellett is tartósan gyenge hitelaktivitást eredményezhetnek. Ennek kockázatait a pénzügyi közvetítőrendszerre kivetett extra adó is tovább növelheti. Amennyiben a hitelezési feltételek várakozásainknál kevésbé vagy lassabban javulnak, az a belföldi keresletben várt fordulatot is lassíthatja, illetve késleltetheti. A gyengébb belföldi kereslet negatív kockázatokat jelentene a hazai GDP és infláció alakulására.

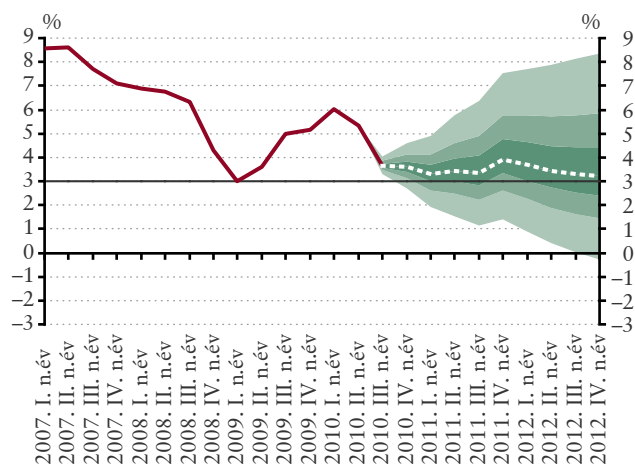
Bár az inflációs várakozások alakulására becsült mutatóink fokozatosan csökkennek, még jelenleg is magasabb szinten állnak, mint a régió tartósan alacsony inflációt felmutató országainak hasonló értékei. A jelenség háttérben a kedvezőtlen hazai inflációs múlt és a magyar inflációt jelenleg is magasan tartó jelentős egyedi sokkok állhatnak. Bár a recessziós gazdasági környezetben a rövid távú inflációs nyomást mérő mutatóink fokozatos lassulást mutatnak, az indirektadó-intézkedések, a szabályozottár-emelések és a világgiazi energiaár-növekedés miatt az éves inflációs ráta jelenleg is érdemben meghaladja a középtávú inflációs célt. Tekintve, hogy a magyar infláció a rendszerváltás óta huzamosabb ideig még nem tartózkodott a 3%-os inflációs cél közelében, ezért bizonytalan lehet annak megítélése, hogy egy újbóli növekedési fázisba lépő gazdaságban a kitűzött

inflációs cél milyen mértékben tudja orientálni a gazdasági szereplők árazási és bérezési döntéseit. Ez a kockázati pálya érdemi felfelé mutató kockázatokra mutat rá az inflációs alappályában, hatása a GDP-pályára azonban közel semleges.

A negyedik kockázati scenáriónkat az olajárak várható alakulására alkalmazott technikai alapfeltevésünk jelentős múltbeli hibája indokolja. A határidős árak az elmúlt 20 évben torzított előrejelzői voltak a tényleges ármozgásoknak (a jelenségről bővebben lásd a májusi inflációs jelentés 3-4. keretes írását). A torzítás különösen a monetáris politika időhorizontjain mutatkozott jelentősnek. A futures árak

3-9. ábra

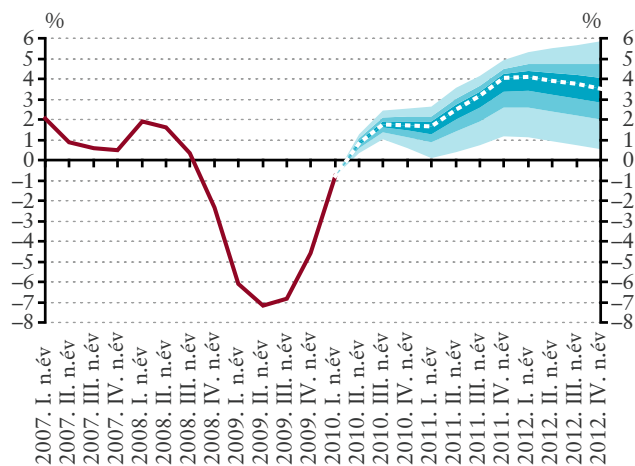
Az inflációs előrejelzésünk legyezőábrája



3-10. ábra

GDP-előrejelzésünk legyezőábrája

(szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok)





előrejelző képességének javítására a nemzetközi irodalom számos lehetőséget ajánl, aminek alkalmazása különösen egy dinamizálódó külső kereslet feltevése mellett lehet indokolt. Alternatív scenáriónkban a legegyszerűbben számszerűsíthető – a múltbeli átlagos előrejelzési hibákkal korrigált – alternatívát vettük figyelembe. Ezen pálya mentén a várható olajpálya meredeksége a teljes előrejelzési horizonton pozitív, ami az infláció tekintetében különösen 2012-höz közeledve jelent erős felfelé mutató kockázatokat, míg a

GDP-pálya esetében a kockázati eloszlás az alacsonyabb növekedés irányába mutat.

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



## 3.5. A külső finanszírozási képesség tartós fennmaradására számítunk

A beérkezett tényadatok, illetve reálgazdasági előrejelzésünk változása arra utalnak, hogy a korábban vártnál kedvezőbb külső egyensúlyi pálya mentén mozoghat a hazai gazdaság. Várakozásaink szerint az egész előrejelzési horizonton tartósan magas szinten marad Magyarország külső finanszírozási képessége. Az elkövetkező három évben a reálgazdaság egyenlege jelentős többlettel zár: ez részben a külső kereslet vezérelte exportnövekedéshez, részben a korábbiaknál visszafogottabb belső kereslet miatt lassabban dinamizálódó importhoz köthető.

A 2008–2009-es nagymértékű visszaesés után 2010-től már a vállalatok profitabilitásának fokozatos javulásával számolunk, ami érdemben azonban csak 2012-től rontja a jövedelemegyenleget. Ennek oka, hogy idén és jövőre a bankadó még jelentősen csökkenti a külföldi tulajdonú bankok profitját. A vállalati profitok egyensúlyrontó hatását 2010-ben még ellensúlyozni tudja a kamategyenleg jelentős mértékű javulása, ugyanakkor a jelenlegi euro és forint kamatpályák 2011-től az adóssággeneráló eszközök után fizetett nettó kamatkidadások lassú emelkedését jelzik előre. A tőkemérleg

### 3-4. táblázat

#### A külső finanszírozási képesség szerkezete

(GDP arányában, százalék, ha másképpen nem jelezzük)

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

### 3-5. táblázat

#### Az egyes szektorok GDP-arányos nettó finanszírozási képessége

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

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

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

többlete az elkövetkező években is jelentős mértékben járul hozzá a külső finanszírozási képesség fennmaradásához, mindez továbbra is főként az EU-transzferek beáramlásához köthető.

Előrejelzési horizontunkon a magánszektor pénzügyi megtakarítása bőven ellensúlyozza az államháztartás finanszírozási igényét. A lakossági fogyasztás kitolódó élénkülése a szektor pénzügyi megtakarításának további emelkedését vetíti előre 2010-ben. A vállalati szektor esetében a társasá-

giadó-teher csökkentése, a kedvezőbb külső kereslet, illetve az EU-transzferek növekvő felhasználása tarthatja magasan a finanszírozási képességet. A bankadó bevezetése ugyanakkor a hitelezés vélhető visszafogásán keresztül hozzájárulhat a magánszektor magas pénzügyi megtakarításának fennmaradásához. A 2012-től érdemben élénkülő fogyasztás és beruházás a magánszektor pénzügyi megtakarításának csökkenéséhez vezethet, amit a költségvetési hiány mérséklődése csak részben ellensúlyozhat, így az ország külső finanszírozási képessége is nagyobb mértékben csökkenhet.

**3-6. táblázat****Előrejelzésünk változása a májusi inflációs jelentéshez képest**

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

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

<sup>2</sup> A GDP arányában.

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

<sup>4</sup> Pénzforgalmi szemléletben.

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

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

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

\* Naptári hatással nem korrigált adatok.

\*\* MNB-becslés.

## 3-7. táblázat

## Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózissal

	2010	2011	2012
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>			
MNB (2010. augusztus)	4,7	3,5	3,4
Consensus Economics (2010. június) <sup>1</sup>	4,3 – 4,7 – 5,0	2,8 – 3,0 – 3,5	–
Európai Bizottság (2010. május)	4,6	2,8	–
IMF (2010. április)	4,3	2,5	2,6
OECD (2010. május)	4,5	2,3	–
Reuters-felmérés (2010. július) <sup>1</sup>	4,4 – 4,7 – 5,2	2,7 – 3,2 – 4,6	2,4 – 3,0 – 4,0
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2010. augusztus) <sup>4</sup>	0,9	2,8	3,8
Consensus Economics (2010. július) <sup>1</sup>	(–0,5) – 0,4 – 1,5	1,5 – 2,6 – 3,2	–
Európai Bizottság (2010. május)	0,0	2,8	–
IMF (2010. április)	–0,2	3,2	4,5
OECD (2010. május)	1,2	3,1	–
Reuters-felmérés (2010. július) <sup>1</sup>	(–1,9) – 0,6 – 1,8	1,5 – 2,7 – 3,2	–
<b>Folyó fizetésimérleg-egyenleg (a GDP százalékában)</b>			
MNB (2010. augusztus)	0,7	0,9	0,1
Európai Bizottság (2010. május)	–0,2	–0,3	–
IMF (2010. április)	–0,4	–1,0	–2,1
OECD (2010. május)	0,8	–0,4	–
<b>Államháztartás egyenlege (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)</b>			
MNB (2010. augusztus) <sup>6</sup>	–4,3	–4,1	–3,7
Consensus Economics (2010. július) <sup>1</sup>	(–3,8) – (–4,1) – (–5,0)	(–2,8) – (–3,6) – (–4,4)	–
Európai Bizottság (2010. május)	–4,1	–4,0	–
IMF (2010. március)	–3,8	–2,8	–
OECD (2010. május)	–4,5	–4,3	–
Reuters-felmérés (2010. július) <sup>1</sup>	(–3,8) – (–4,1) – (–5,0)	(–2,8) – (–3,5) – (–4,5)	–
<b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2010. augusztus)	5,5	4,3	5,2
Európai Bizottság (2010. május) <sup>2</sup>	4,5	5,1	–
IMF (2010. április)	3,0	3,2	–
OECD (2010. május) <sup>2,3</sup>	6,7	6,9	–
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2010. augusztus)	1,7	1,8	2,0
Európai Bizottság (2010. május) <sup>2</sup>	1,4	2,0	–
IMF (2010. július) <sup>2</sup>	1,6	2,1	2,5
OECD (2010. május) <sup>2,3</sup>	1,9	2,4	–
<b>Euroövezet GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2010. augusztus) <sup>5</sup>	1,4	1,4	1,5
Európai Bizottság (2010. május)	0,9	1,5	–
IMF (2010. április)	1,0	1,3	–
OECD (2010. május)	1,2	1,8	–

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

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

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

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

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

<sup>5</sup> MNB által rendszeresen megfigyelt eurozónatagokból képzett aggregátum.

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

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

## 3.6. Az államháztartási egyenleg alakulása

### A 2010-es számottevő javulás után 2 százalék körül stagnálhat a strukturális hiány

A költségvetésre vonatkozó előrejelzésünket is a szokásosnál nagyobb bizonytalanság övezi, mivel a kormány intézkedéscsomagjának több eleme nem ismert, és a 2011–2012 költségvetési törvény főbb irányzásairól sincsenek információink. Prognózisunkban csak a törvényben rögzített vagy kellően részletezett és nagy valószínűséggel elfogadásra kerülő intézkedések hatásával számolunk. Azon kiadások esetén, amelyek mértékét elsősorban a kormányzat döntései határozzák meg, technikai feltételezéssel élünk, melynek módszertanát keretes írásunkban mutatjuk be.

Fenti feltételezésekkel készült előrejelzésünk alapján további intézkedések nélkül az inflációs előrejelzés időhorizontján nem teljesül a költségvetési hiányra vonatkozó 3 százalékos GDP-arányos maastrichti hiánycél, és várhatóan a konvergenciaprogramban szereplő hiánycélt is mindegyik évben meghaladja a deficit. Prognózisunk szerint az ESA-hiány 2010-ben 4,3 százalékra nő, 2011-ben 4,1 százalékra, majd 2012-ben 3,7 százalékra csökken. Ez gyakorlatilag azt jelenti, hogy 2008 és 2012 között kis eltérésekkel, átlagosan 4 százalék körül alakulhat az államháztartási hiány.

Az intézkedések hosszú távú hatását jobban tükröző strukturális hiánymutató az előző és az új kormány által elfogadott kiadáscsökkentő intézkedések következtében jelentősen javul 2010-ben, és elsősorban a kiadások csökkenése következtében 2011-ben is mérséklődik. 2012-ben azonban további hiánycsökkentő lépések hiányában nem számolunk a strukturális deficit további javulásával.

### 2010-ben az ESA-hiány növekedésére számítunk és csak 2012-ben csökkenhet számottevően a deficit

A gazdasági visszaesés következtében 2009-ben megtört a költségvetési hiány csökkenése, és 2010-ben 4,3 százalékra

nőhet az ESA-szemléletű hiány, ami 0,5 százalékponttal magasabb a kormányzati hiánycélnál. Az ESA-hiány növekedését elsősorban a vártnál jelentősen kedvezőtlenebb bevételi oldali folyamatok okozzák, amit csak részben ellensúlyoznak a gazdasági akcióterv egyenlegjavító intézkedései. A gazdasági növekedés szerkezetének sajátosságai mellett a bevételek visszaeséséhez hozzájárul az is, hogy a 2009-es folyamatok a korábban gondoltnál is kedvezőtlenebbek voltak, ami elsősorban a 2009-es év befizetéseihez köthető társaságiadó-visszatérítések magas szintjében tükröződik. 2010 első félévében a költségvetési bevételek elmaradtak a kormányzati várakozásoktól, a kiadások pedig meghaladták azt. Az új kormányzat által elfogadott intézkedések ugyan számottevően javítják a költségvetési egyenleget a kiigazítás nélküli helyzethez képest, de prognózisunk szerint az ESA-hiány ezen intézkedéseket figyelembe véve is meghaladja a kormányzati hiánycélt.

Várakozásunk szerint 2011-ben némileg csökkenhet az ESA-deficit. Hiánynövelő hatású, hogy folytatódik a központi kormányzat főbb adóbevételeinek GDP-arányos csökkenése, amit ellensúlyoz a főbb kiadások GDP-arányos mérséklődése, így az ESA-egyenleg javulása alapvetően az önkormányzati alrendszer hiányának mérséklődéséhez köthető. Az önkormányzati alrendszer hiánya elsősorban a beruházási ciklushoz kapcsolódó feltételezett kiadáscsökkentés és eladósodott önkormányzatok esetén a finanszírozási korlátokhoz történő alkalmazkodás következtében csökken. Az új kormányzat 2010-ben elfogadott egyenlegjavító lépései 2011-ben nem javítják tovább az egyenleget.

2012-ben felgyorsulhat a hiány csökkenése, mert ebben az évben a kibocsátási rés záródásával párhuzamosan az adóbevételek dinamikája már meghaladja a kiadások növekedését és az önkormányzatok egyenlege is tovább javul. A hiánycsökkenést ezzel szemben mérsékli, hogy 2012-ben nem ismert a pénzügyi különadó mértéke, így annak befizetésével már nem számolunk.

### 3-8. táblázat

#### Az államháztartás egyenlegmutatóinak alakulása

(a GDP arányában)

	2009	2010	2011	2012
I. ESA-deficit	-4,0	-4,3	-4,1	-3,7
II. ESA-SNA közötti eltérés	-0,6	-0,8	-0,3	-0,3
III. Ciklikus komponens	-1,1	-2,6	-2,3	-1,8
IV. (I.+II.-III.) Ciklikusan igazított kiegészített SNA-egyenleg	-3,5	-2,5	-2,1	-2,2
memo: ESA elsődleges egyenleg	0,4	-0,4	-0,3	-0,1

### A strukturális deficit 2010-ben számottevően javul, 2011-ben lassulhat, 2012-ben pedig további intézkedések hiányában megállhat a hiánycsökkenés

A ciklikusan igazított SNA-egyenleg változásán keresztül bemutatott strukturális deficit alakulása kifejezi, hogy az intézkedések révén mennyivel változik az államháztartás tartósnak tekinthető pozíciója. Mivel az ESA-hiány 2010-es növekedéséhez, illetve 2012-es csökkenéséhez jelentősen hozzájárul a ciklikus komponens változása, a strukturális mutató dinamikája jelentősen eltér az ESA egyenlegétől.

A strukturális deficit 2010-ben a GDP 1 százalékaival 2,5 százalékra csökkenhet. A strukturális hiányt javító egyedi tételek közül a legjelentősebb a pénzügyi különadó bevezetése, a nettó EU-támogatás növekedése, a PPP-beruházásban megvalósuló autópálya-építések csökkenése, valamint a GDP-arányos nyugdíj- és állami bérkiadások csökkenése. A bevételek makropálya szerkezetével összefüggő csökkenése a strukturális deficitben nem jelenik meg.

Előrejelzésünk szerint 2011-ben lassuló mértékben tovább csökken a strukturális deficit. A hiánymutató javulásához ebben az évben is hozzájárul a kvázifiskális tevékenységek, valamint a GDP-arányos nyugdíj- és a bérkiadások feltételezett mérséklődése, valamint a nettó EU-támogatás növekedése, de ebben az évben már az önkormányzati beruházások csökkenése is hiányjavító hatású. A személyi jövedelemadó és társasági adó mérséklése azonban jelentős részben ellensúlyozza a hiányjavító hatásokat.

2012-ben nem számítunk a strukturális deficit számottevő változására. Ugyan továbbra is hiánycsökkentő hatású a GDP-arányos nyugdíj- és bérkiadások és önkormányzati kiadások mérséklődése, de ebben az évben a PPP-konstrukcióban zajló beruházások kifizetését részben ellensúlyozandó, a kvázifiskális beruházási aktivitás némi emelkedésére számítunk. 2012-ben emellett a strukturális egyenleget rontó hatású, hogy nem számolunk pénzügyi különadó-befizetéssel.<sup>24</sup>

### 3-4. keretes írás: A kormányzati intézkedéscsomag elszámolása, előrejelzési szabályaink

#### Kormányzati intézkedések

Költségvetési előrejelzésünkben korábbi gyakorlatunknak megfelelően csak a már törvényben rögzített vagy nagy valószínűséggel elfogadásra kerülő és kellőképpen részletezett kormányzati intézkedések hatásával számolunk.

1. Az új kormány által elfogadott intézkedések közül a pénzügyi különadó bevezetésének és a közszféra működésével kapcsolatos megtakarításoknak van jelentős egyenlegjavító hatása, míg a társasági adó kedvezményes kulcsának kiterjesztése csökkenti a bevételeket.
2. Az intézkedések nettó hatása a kieső közvetlen és közvetett adóbevételek következtében elmarad a teljes bruttó hatástól. A pénzügyi különadó bevezetése csökkenti a társasági adó alapját, míg a közszféra működésével kapcsolatos megtakarítások a bérhez, fogyasztáshoz és beruházáshoz köthető adó- és járulékbévételeket mérséklék.

3. Az állami vállalatoknál megvalósítandó bértömegcsökkentésnek nincs közvetlen egyenlegjavító hatása, mivel ezen vállalatok nagyrészt nem részei az ESA-körnek, azonban áttételesen hatással vannak a költségvetésre.
4. A személyi jövedelemadó rendszerét érintő tervezett, de részleteiben nem ismertett változtatásokat alappályánkban nem vesszük figyelembe, a lehetséges makrogazdasági hatásokat keretes írásban mutatjuk be<sup>25</sup>.
5. Előrejelzésünkben azzal a feltételezéssel számolunk, hogy mivel a társasági nyereségadó esetén 2010-ben év közben került sor az adócsökkentésre, az adókiengedés teljes hatása csak 2011-ben érvényesül. A pénzügyi különadó ezzel szemben mind 2010-ben, mind 2011-ben teljes egészében befizetésre kerül, 2012-ben viszont már nem számolunk ilyen jellegű költségvetési bevétellel, mivel nem ismert az adó mértéke. A közszférát érintő és reálisan elfogadható megtakarítások alappályánkban beépülnek a bázisba, így a teljes előrejelzési időhorizonton kifejtik hatásukat.

<sup>24</sup> Az ESA-hiány és ciklikusan igazított SNA-egyenleg dinamikája közti eltérésre a teljes előrejelzési horizonton jelentős hatása van az állam által kezdeményezett beruházási aktivitás változásának. 2006-tól a jelentős deficitcsökkentő intézkedések egyik eleme volt a kormányzati beruházások csökkentése, így 2010-re historikusan alacsony szintre süllyedt a beruházási szint. Az ESA-hiány előrejelzése során semleges fiskális politikát feltételezve, technikai szabályként azzal számoltunk, hogy mind a költségvetési szervek, mind az egészségügy beruházásai a potenciális GDP-vel nőnek. Ennek következtében azonban az előrejelzési időhorizonton tovább mérséklődik a GDP-arányos beruházások szintje, amihez a PPP-beruházások várható kifizetése is társul. A strukturális deficit számításakor azonban azzal a feltételezéssel éltünk, hogy a beruházások csökkenése hosszabb távon fenntarthatatlan. Az uniós forrásbevonás ugyan a teljes időhorizonton mérsékli a saját forrású állami beruházási kiadásokat, de 2012-től ezt figyelembe véve is, a kvázifiskális beruházások kismértékű növekedését feltételezzük.

<sup>25</sup> Előrejelzésünkben továbbra is azzal számolunk, hogy 2011-től 15 millió forint lesz az személyi jövedelemadó alsó sávjának határa.

**A költségvetési kiadásokra vonatkozó szabályaink**

A 2011–2012-es évekre nincs elfogadott költségvetési törvény és a kormányzati szándék sem ismert az egyes kiadások pontos alakulására vonatkozóan. Ezért a kiadások azon harmadára, amelyre az MNB nem készít önálló előrejelzést, technikai feltételezéssel élünk.

6. Alapfeltételezésünk szerint a fiskális politika hosszabb távon semleges, ezért előrejelzésünkben ezen kiadások reálértékét főszabályként a potenciális GDP-vel növeljük. Az inflációs előrejelzés időhorizontján az ezen tételre számolt GDP-arányos kiadási szint összességében 0,4 százalékponttal csökken, mivel a kibocsátási rés záródik, azaz a nominális GDP várható növekedése meghaladja a potenciális GDP-ét.

7. Az indexálási szabálytól azon tételek esetén térünk el, ahol a korábbi kormányzati intézkedések vagy az idősorok historikus alakulása alapján többletinformációval rendelkezünk.<sup>26</sup> Ezen többletinformációk figyelembevétele az előrejelzési horizonton a bruttó hazai termék további mintegy 0,3 százalékkal mérsékli a kiadási szintet.

8. A kiadások nagyobb részére, így a nyugdíjkiadásokra, a kamatkidásokra, a munkaerő-piaci alap passzív kiadásaira, valamint a bevételek túlnyomó többségére ezen az időhorizonton is önálló előrejelzést készítünk.

**2010-ben a további költségvetési kiigazítás ellenére is az ESA-hiány növekedése feltételezhető**

2010 első felében a rendelkezésünkre álló adatok alapján a költségvetési hiány meghaladta a 2009-es szintet, amit jelentős részben a főbb adóbevételek visszaesése magyaráz. A gazdasági akcióterv keretében elfogadott költségvetési intézkedések bevételnövelő hatása csak részben tudja ellensúlyozni a bevételcsökkentést, így az év egészében a GDP-arányos bevételek csökkenésére számíthatunk.

Tavalyhoz viszonyítva az áfa kivételével az összes főbb adó- és járulékbévetel nominálisan is csökkent, elsősorban az adómértékek csökkentésének eredményeképp, de több esetben ezt meghaladó mértékben. Az adóbevételek visszaesésében meghatározó szerepet játszik, hogy a 2009-es társaságiadó-fizetések visszaigénylésének kiemelkedően magas szintje következtében jelentősen csökkentek a társaságiadó-bevételek. Ez arra utal, hogy 2009-ben a korábban becsültnél is nagyobb mértékben eshetett vissza a vállalatok nyeresége. A bérhez köthető adó- és járulékbévételek esetében a visszaesés elsősorban az alacsonyabb adóterheléssel magyarázható, de az éves adóbevallást követően számottevő volt az adó-visszaigénylés is. A jövedékiadó-bevételek viszont a magasabb adómérték ellenére csökkentek, amihez a belföldi üzemanyag-értékesítés visszaesése mellett hozzájárult a dohánytermékek adójának részleges 2009-re történő előrehozatala is.

A bevételi alapfolyamatoknál 2010 második felében sem számíthatunk kedvező fordulatra, mivel a 2009-et érintő adó-visszatérítések az alacsonyabb bázison keresztül az év hátra-

lévő részében is éreztetik hatásukat. A gazdasági akcióterv alapján elfogadott költségvetési intézkedések révén az alapfolyamatokból adódónál a GDP 0,3 százalékkal lehetnek magasabbak a bevételek.<sup>27</sup> Ezen belül a pénzügyi különadó bevezetése jelentősen növeli a bevételeket, míg a társasági adó kedvezményes kulcsának kiterjesztése ezzel ellentétesen hat.

2010 első hat hónapjában az időarányos pénzforgalmi egyenleg romlásához a kedvezőtlenül alakuló bevételek mellett hozzájárult a kiadások emelkedése is, amit elsősorban a költségvetési szervek nettó kiadásainak, a közlekedési vállalatoknak nyújtott támogatásoknak, illetve az egészségügyi kiadásoknak az előző évinél magasabb szintje okozott. A kiadáscsökkentést megalapozó intézkedések hiányában a májusi inflációs jelentésben azzal számoltunk, hogy a költségvetési törvényben szereplőnél magasabb lehet a költségvetési szervek nettó kiadása. A májusi inflációs jelentés óta megjelent kiadási adatok és egyéb információk alapján tovább nőtt az eltérés a költségvetési szervek nettó kiadásaira vonatkozó várakozásunk és az elfogadott költségvetési törvény között. A közszférát érintő bejelentett intézkedések ugyan számottevően csökkentik a kiadásokat<sup>28</sup>, de nem jelentenek akkora megtakarítást, hogy elérhető legyen a költségvetési szervek nettó kiadásaira vonatkozó törvényi előirányzat. A fennmaradó eltérés csak kis részét magyarázza, hogy kiadáscsökkentés konkrét intézkedéssel alá nem támasztott részét előrejelzésünkben nem vettük figyelembe. Előrejelzésünkben ezen túlmenően számoltunk az állami vagyon és az elkülönített alapok kiadásait érintő megtakarításokkal, valamint a kamatkockázati tartalék eltörlésével is.

<sup>26</sup> Ezen tételek közé tartoznak pl. a lakás- család- és gyógyszertámogatások, valamint a fogyasztóiár-kiegészítés.

<sup>27</sup> A bruttó bevételnövelő hatás ennél magasabb, ugyanakkor a pénzügyi különadó csökkenti a társasági adó alapját.

<sup>28</sup> Az intézkedések hatása már a júliusi adatokban is megfigyelhető volt.



## 2011-ben és 2012-ben is folytatódhat a GDP-arányos bevételek csökkenése

Makrogazdasági előrejelzésünk szerint 2010-ben növekedési pályára áll a gazdaság, azonban a növekedés szerkezete nem kedvez a költségvetési bevételeknek, mivel a gazdasági növekedés elsősorban a nettó export bővülésének következménye. A nominális GDP növekedése 2011-ben még jelentősen, 2012-ben pedig kismértékben haladja meg a főbb adóalapok dinamikáját. A növekedés szerkezetén túlmenően több adónem esetében egyedi hatások is hozzájárulnak a GDP-arányos bevételi szint csökkenéséhez.

A társaságiadó-bevételek növekedése gazdasági fellendülés első éveiben a korábbi évek veszteségelhatárolásának következtében elmarad a gazdasági növekedés által indokolttól, így a bevételek GDP-arányos szintje 2012-ig csökken. A társasági adó kedvezményes kulcsának kiterjesztése 2010 második félévtől hatályos így 2011-ben a „teljes év” hatáson keresztül további bevételkieséssel jár. A 2010-ben bevezetett hitelintézeti különadó mértéke 2012-re nincs törvénybe iktatva, ezért előrejelzési szabályaink értelmében nem számolunk ezen adónem befizetésével, így ebben az évben is mérséklődhetnek a gazdálkodó szervezetek GDP-arányos befizetései.

A bérhez köthető adók és járulékbévételek elsősorban a személyi jövedelemadó sávhatárának 15 millió forintra történő emelése következtében 2011-ben jelentősen mérséklődnek. A visszaeséshez emellett hozzájárul, hogy a bértömeg-növekedés csaknem 2 százalékponttal marad el a nominális GDP bővülésétől. 2012-ben a bértömeg-növekedés már megközelelti a nominális GDP növekedését, így nem csökkennek tovább a bérhez köthető adók és járulékbévételek.

A lakossági vásárolt és kormányzati fogyasztás növekedése 2011-ben még számottevően elmarad a nominális GDP bővülésétől, 2012-ben azonban kismértékben meg haladja azt, így a fogyasztáshoz köthető áfa- és jövedékadó-bevételek GDP-arányos szintje 2011-ben és 2012-ben nem változik érdemben.

## A GDP-arányos államháztartási kiadások 2011-ben és 2012-ben is csökkenhetnek

Az egyik legnagyobb kiadási tételnek számító nyugdíjkiadások GDP-arányos szintje az inflációs előrejelzés teljes horizontján mérséklődik. A kiadási szint csökkenésében meghatározó szerepe van a 2009-ben elfogadott intézkedéseknek. 2010-ben a kiadások mérséklődését elsősorban a 13. havi nyugdíj teljes eltörlése okozza, 2011-től pedig a nyugdíjindexelési szabályok hatására csökkennek a GDP-arányos kiadások. A gazdasági növekedés mértékétől is függő nyugdíjfor-

mula következtében 2010-ben és 2011-ben nem, és 2012-ben is csak a reálbér-növekedés 20 százalékaival emelkedik a nyugdíjak reálértéke.

A másik jelentős kiadási tételre, a költségvetési szervek 2011–12-es kiadásaira vonatkozóan, elfogadott költségvetési törvény hiányában nincsenek pontos információink. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy a 2010-es kiadás-csökkentés beépül a bázisba és 2011-ben fokozatosan eltörlésre kerülnek a gázártámogatások. A költségvetési szervek bérkiadásai előrejelzési szabályaink értelmében középtávon a versenyszféra bérnövekedésével, míg a dologi és beruházási kiadások a potenciális GDP-bővüléssel megegyező mértékben növekednek. Összességében a kiadások növekedése mindkét évben elmarad a bruttó hazai össztermék bővülésétől. A tényleges kormányzati döntések függvényében az előrejelzési szabályok által meghatározott kiadási pályától érdemben eltérhet a kiadások alakulása. Az elmúlt években a megtakarítások egy része mögött nem állt strukturális átalakítás, ami kérdésessé teszi a kiadások csökkenés fenntarthatóságát. A strukturális intézkedések hiányának egyik következménye a kötelezettségvállalással terhelt pénzmaradványok historikusan magas szintre történő emelkedése. Amennyiben ezen pénzmaradványok egy része leépítésre kerül, akkor az alappályánál magasabb lehet a kiadási szint. Ezzel ellentétes hatású lehet azonban, ha a bérek növekedése elmarad a versenyszféra bérnövekedésétől.

Az önkormányzati alrendszer esetén a hiány finanszírozásának korlátai miatt alapvetően az egyenlegre készül előrejelzés, és a kiadásokat ebből vezetjük le. Historikus adatok alapján azzal számolunk, hogy az alrendszer hiányára jelentős hatással van a választásokhoz köthető beruházási ciklus. Emellett figyelembe vesszük a csökkenő központi támogatásokhoz való fokozatos alkalmazkodást is. 2011-től az alrendszer kormányzati támogatással konszolidált egyenlege a korábbi ciklusokhoz hasonlóan csökkenni fog. A hiánycsökkenés mértéke azonban a 2009–2010-ben végrehajtott költségvetési forráskivonás és a jelentős adóssággal rendelkező önkormányzatok esetén a finanszírozási feltételek szigorodása következtében a korábbi ciklusokban megfigyelt-nél minimális mértékben nagyobb lehet.

A GDP-arányos eredményszemléletű nettó kamatkidadások 2010-ben jelentősen csökkennek 2009-hez képest, és a következő két évben kissé tovább mérséklődnek. Az adósságszerkezet elmúlt másfél évben történt megváltozása okozza a szintbeli elmozdulást, ugyanis a részben változó kamatozású IMF–EU hitelek – az aktuális hozamgörbe és a forint árfolyamára vonatkozó technikai feltételezés mellett – alacsonyabb költségű forrást jelentenek, mint a forint államkötvények.

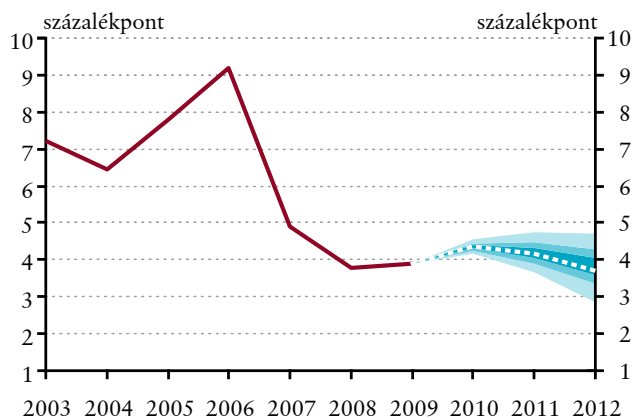


### 2010-ben közel szimmetrikus 2011-től az enyhén magasabb hiány irányába mutató kockázatokat érzékelünk

Az alap-előrejelzés körüli kockázatok közel szimmetrikusak, bár 2011-ben és 2012-ben kismértékben a nagyobb

#### 3-10. ábra

##### Költségvetési legyezőábra



hiány kialakulása felé mutatnak. A bizonytalanságot meghatározó fő mutatók közül 2011-ben elsősorban a makrogazdasági változókhoz köthető az enyhén magasabb hiány irányába mutató aszimmetria, mivel az alacsonyabb növekedést valószínűsítő kockázatokat csak részben ellensúlyozzák a költségvetés szempontjából kedvező felfelé mutató inflációs kockázatok. 2012-ben a makrogazdasági mutatók alakulását már szimmetrikus kockázatok övezik, míg a szakértői tételek a magasabb hiány irányába mutatnak. A szakértői tettelekből fakadó bizonytalanság mindhárom évben enyhén felfelé mutat, elsősorban a költségvetési intézkedések megvalósíthatóságával és a GDP-arányos egészségügyi kiadások csökkenésének fenntarthatóságával kapcsolatos kockázatok miatt.

Az állományi típusú kockázatokról (közlekedési vállalatok, önkormányzatok adóssága, előirányzat-maradvány magas szintje, egészségügyi ellátórendszer eladósodottsága) alkotott képünk a májusi inflációs jelentésben bemutatott helyzetértékelésünkhöz képest érdemben nem változott, a kockázatok továbbra is fennállnak.

### 3-5. keretes írás: Aktuális előrejelzésünk összehasonlítása a 2010-es költségvetési törvénnyel és 2010. májusi prognózisunkkal

#### A 2010-es ESA-hiányra vonatkozó prognózisunk összehasonlítása a költségvetési törvényben szereplő hiánycéllal

2010-ben elsősorban a bevételek előirányzattól való elmaradása, a tervezettnél magasabb önkormányzati hiány és a költségvetési szervek kiadásainak túlteljesülése következtében a 3,8 százalékos hiánycélnál a GDP 0,5 százalékaival magasabb ESA-hiányt várunk. A gazdálkodó szervezetek befizetései a társasági adó visszaesése következtében csak a pénzügyi különadó bevezetésével közelítik meg a költségvetési előirányzat szintjét (3-11. ábra), anélkül jelentősen elmaradnának attól. A bérhez köthető adó- és járulékbefizetések, valamint a lakosság egyéb befizetései – elsősorban a személyi jövedelemadó elmaradása és a vagyonszármazékok Alkotmánybíróság általi eltörlése következtében – számottevően alacsonyabbak lehetnek az előirányzatnál. A jövedéki és regisztrációs adó alulteljesülését az üzemyag-értékesítés – áremelkedéssel összefüggő – visszaesése és a dohánytermékek jövedéki adójának részbeni 2009-re történő előrehozása okozta. A kiadási oldalon elsősorban a költségvetési szervek nettó kiadásai és az önkormányzatok támogatása haladhatja meg számottevően a költségvetési törvényben szereplő értéket. A költségvetési törvény szerint 2009-hez képest a bruttó hazai össztermék mintegy 0,7 százalékaival csökkennek a költségvetési szervek nettó kiadásai, de a tervezett kiadáscsökkentés nagy része az elfogadott intézkedések ellenére sem valósul meg (3-11. ábra). Az önkormányzatok támogatásának jelentős túlteljesülése részben az „Út a munkához” program kibővüléséhez, részben a BKV-nak nyújtott többlet-támogatásokhoz kötődik, tehát az önkormányzatok által elköltésre kerül, így konszolidált szinten is a hiány növekedését okozza. A kiadási oldali folyamatok hatását jelentős részben ellensúlyozza a tartalékok teljes eltörlése és a nyugdíjkiadások tervezettnél alacsonyabb szintje.

### 3-9. táblázat

#### A 2010-re vonatkozó költségvetési törvény és ESA-hiány-várakozásunk eltéréseinek összetevői

(a GDP arányában)

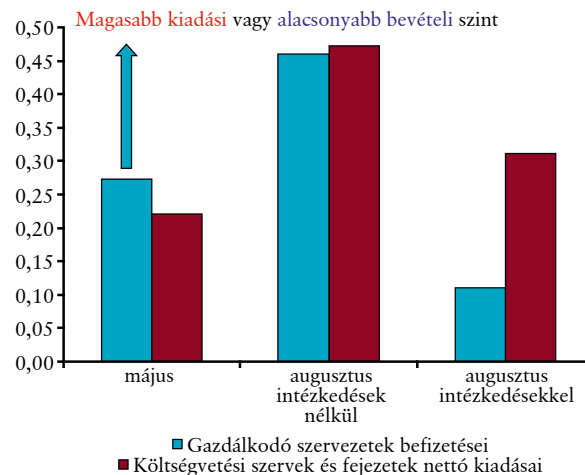
<b>I. Előirányzat</b>	<b>3,8</b>
<b>II. Hiánynövelő tényezők összesen</b>	<b>2,3</b>
ebből: <i>Bejövő adatok hatása*</i>	2,0
<i>Alkotmánybírósági döntések (ingatlanadó, családi pótlék)</i>	0,3
<b>III. Hiánycsökkentő intézkedések összesen</b>	<b>-1,8</b>
ebből: <i>Tartalék eltörlése</i>	-0,6
<i>Magánnyugdíj-pénztári átlépők</i>	-0,2
<i>Kamatkiadás</i>	-0,2
<i>Intézkedések</i>	-0,8
<b>IV. (I.+II. III.) Várható hiány (MNB augusztus)</b>	<b>4,3</b>

\* Elsősorban a bevételi oldali folyamatok következtében.

### 3-11. ábra

#### Prognózisunk eltérése a költségvetési előirányzattól 2010-ben a költségvetési akcióterv által leginkább érintett kiadási és bevételi csoport esetén

(a GDP arányában)



#### Aktuális hiánypályánk összehasonlítása 2010. májusi prognózisunkkal

A költségvetési bevételek szempontjából a korábban feltételezetttnél kedvezőtlenebb szerkezetű makropálya<sup>29</sup> és az elmúlt hónapok költségvetési adatai a teljes előrejelzési horizonton hiányvárakozásunk növekedését okozták. Az új kormányzat által törvényben rögzített intézkedések 2010-ben és 2011-ben lényegében semlegesítik ezen hatásokat, így ebben a két évben előrejelzésünk nem változott szá-

<sup>29</sup> A makropálya szerkezetének változásához a költségvetési intézkedések is hozzájárultak

mottevény. 2012-ben azonban már az új intézkedések is a magasabb hiány irányába mutatnak, így hiányvárosunk közel 1 százalékponttal növekedett májusi előrejelzésünkhöz képest.

A 2010-es hiányvárosunkat az adó-visszatérítések magas szintjén és az alacsonyabb bázison keresztül jelentősen emelte a 2009-es folyamatokról alkotott képünk romlása. Legnagyobb mértékben a társasági adóra vonatkozó prognózisunkat csökkentettük. Emellett a bevételek szempontjából kedvezőtlenebb szerkezetű gazdasági növekedés és a beérkezett adatok következtében a többi főbb adónemre vonatkozó bevételi városunk is mérséklődött. A bevételek mellett a kiadásokról alkotott képünk is romlott, mivel a költségvetési szervek nettó kiadásai a második negyedévben jelentősen meghaladták városunkat. Az új kormányzat által elfogadott intézkedéscsomag ugyanak-

kor teljes egészében ellensúlyozta a vártnál kedvezőtlenebb bevételi és kiadási oldali folyamatokat, így a kamatkockázati tartalék eltörlését is figyelembe véve a GDP 0,2 százalékaival csökkent hiányvárosunk<sup>30</sup>.

2011-ben és 2012-ben az – intézkedések hatásától szűrt – bevételi oldali folyamatokról alkotott képünk a 2010-es változáshoz hasonló mértékben romlott. 2011-ben az intézkedések egyenlegjavító hatása mérsékeltebb, mivel a társaságiadó-kiengedés már az év egészében érvényesül, ezért hiányprognózisunk a GDP 0,2 százalékaival növekedett. Mivel 2012-ben a társasági adóra vonatkozó kedvezményekkel továbbra is számolunk, a pénzügyi különadó pedig nem szerepel prognózisunkban, az új intézkedések hatása is növeli a deficitet, ezért hiányvárosunk 0,9 százalékponttal magasabb a májusinál.

<sup>30</sup> A kamatkockázati tartalék elköltését feltételező prognózishoz képest.

# A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2010

## 1998. november

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

## 1999. március

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

## 1999. június

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

## 1999. szeptember

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

## 1999. december

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

## 2000. március

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

## 2000. június

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

## 2000. szeptember

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

**2000. december**

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

**2001. március**

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

**2001. augusztus**

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

**2001. november**

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

**2002. február**

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

**2002. augusztus**

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

**2002. november**

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

**2003. február**

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

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

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

**2006. november**

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

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

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

**2007. május**

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

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

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

**2007. november**

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

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

Az OÉT-megállapodások hatása a béralakulásra	16
Alapfeltevéseink változása	22

**2008. május**

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

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

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



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

# Függelék

## MNB-TANULMÁNYOK SOROZAT 2007–2010 (magyar nyelven)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**MNB-tanulmányok 84.** HELMECZI ISTVÁN (2010): A magyarországi pénzforgalom térképe

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## MNB WORKING PAPERS SOROZAT 2007–2010 (csak angol nyelven)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**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.** ANDRÁS, REZESSY: Analysing currency risk premia in the Czech Republic, Hungary, Poland and Slovakia

Jelentés az infláció alakulásáról

2010. augusztus

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

