



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

2009. FEBRUÁR

Jelentés az infláció alakulásáról

2009. február



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hevesi Nóra

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1419-2926 (nyomtatott)

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, valamint a Pénzügyi elemzések területén készült, Csermely Ágnes igazgató általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Kovács Mihály András, a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés helyettes vezetője irányította, Hoffmann Mihály, Kiss Gergely és Virág Barnabás segítségével. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Bauer Péter, Hoffmann Mihály, Horváth Áron, Kiss Gergely, Kiss M. Norbert, Komáromi András, Kovács Mihály András, Lovas Zsolt, Martonosi Ádám, Munkácsi Zsuzsa, Szemere Róbert, Szigel Gábor, Szörfi Béla, Várnai Tímea, Virág Barnabás. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttér munkájában 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 2009. február 9-i és február 23-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, valamint a Pénzügyi elemzések szakterületének véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalom

Összefoglaló	7
1. A beérkezett makrogazdasági adatok értékelése	11
1.1. Európában is egyre erőteljesebb a recesszió	13
1.2. A hazai növekedési pályában is gyorsan megjelentek a recessziós hatások	15
1.3. Fokozatos bér- és létszám-alkalmazkodás	17
1.4. Gyors dezinfláció 2008 második felében	18
2. Pénzügyi piacok és hitelezés	19
2.1. Jelentős volatilitás, enyhén javuló globális piaci hangulat, aktív jegybanki és kormányzati intézkedések	21
2.2. Eszközár-alakulás a feltörekvő piacokon	23
2.3. Hazai likviditási problémák konszolidációja, új MNB-eszközök	25
2.4. A monetáris kondíciók alakulása	28
2.5. Visszaesés a banki hitelezésben	29
3. Inflációs és reálgazdasági kilátások	31
3.1. Elhúzódó gazdasági visszaesésre számítunk	34
3.2. Tovább csökkenő foglalkoztatottság és erősödő béralkalmazkodás	38
3.3. Átmeneti inflációemelkedés az adóemelések miatt	39
3.4. Inflációs és növekedési kockázatok	40
4. Államháztartási és külső egyensúly	43
4.1. Az államháztartási egyenleg alakulása	45
4.2. A külső egyensúly alakulása	50
5. Függelék: a 2008-ra vonatkozó inflációs előrejelzéseink értékelése	53
A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2009	57
Függelék	62

Összefoglaló

**Bizonytalan pénzügyi környezet,
visszaeső hitelezés, recesszió a fejlett
világban**

Februári prognózisunk az előző jelentéshez hasonlóan rendkívül bizonytalan makrogazdasági és pénzügyi környezetben született. Bár a nemzetközi pénzügyi piacokra jellemző feszültségek a jegybanki és kormányzati beavatkozásoknak köszönhetően az elmúlt negyedévben némileg oldódtak, ám a pénzügyi piacok állapota még jelenleg is érdemben kedvezőtlenebb, mint a válság kitörése előtti helyzetben volt. A kockázatok újraárazása a bankszektorra a korábbiaknál jóval óvatosabb hitelezési politikára készítette, aminek következtében a lakossági és vállalati hitelezés a világ legtöbb országában lassult.

A válság reálgazdasági hatásának tompítására a világ nagy gazdaságai jelentős költségvetési ösztönző lépéseket jelentettek be, ezek azonban egyelőre nem hoztak érdemi fordulatot a konjunkturális folyamatok megítélésében. A makrogazdasági információk a nemzetközi ipari konjunktúra drasztikus visszaesésére utalnak: az európai ipari termelési és megrendelési adatok két számjegyjű csökkenést mutattak a legutóbbi hónapokban, a nemzetközi bizalmi indexek évtizedek óta nem látott mélységekbe süllyedtek.

**Európával együtt Magyarország
is újra recesszióba süllyedt, tovább
folytatódott a gyors defláció**

A nemzetközi recesszió a magyar gazdaságot egy igen gyenge kiinduló helyzetben érintette. A mezőgazdasági szektor kiugró teljesítményét leszámítva a versenyszféra ágazatainak kibocsátása már a harmadik negyedévben is mérséklődést mutatott, a külső és belső makrogazdasági feltételek utolsó negyedévben tapasztalt további romlása pedig a GDP erőteljes, éves alapon 2 százalékos csökkenését okozta.

A kibocsátás gyors visszaeséséhez a vállalatok a bérdinamika visszafogásával és a foglalkoztatottak számának csökkentésével alkalmazkodtak, ennek mértéke azonban elmaradt az értékesítések szűkülésétől. Mivel a gyenge kereslet árai emelését nem tette lehetővé, a fajlagos munkaköltségek elmúlt időszak növekedése tovább rontotta a vállalati szektor jövedelmezőségét.

Az év végén és idén januárban tovább folytatódott a gyors defláció. A mérséklődést elsősorban a nemzetközi nyersanyagárak csökkenése okozta, de érződött az árakban a visszaeső hazai kereslet hatása is. Az iparcikkek inflációs mutatója a számottevően gyengülő forintárfolyam ellenére sem gyorsult, miközben a piaci szolgáltatások árnövekedési üteme tovább csökkent.

**A hazai bankszektor sem tudta
kivonni magát a nemzetközi pénzügyi
tendenciák hatása alól**

2008 utolsó negyedévében a bankok hitelezési tevékenysége mind a háztartási, mind a vállalati üzletágban határozottan megtorpant. A jelenséget egyaránt okozták hitelkeresleti és -kínálati folyamatok. Keresleti oldalról a gazdasági visszaesés és a jövedelemvárakozások növekvő bizonytalansága mérsékelte a hitelfelvételi hajlandóságot. A bankok csökkenő kockázatrátái ugyanakkor kínálati oldalról a hitelezési feltételek szigorodásához és a hitelek árának emelkedéséhez vezettek.

**Nem várható gyors fordulat
a nemzetközi konjunktúra és a
bankszektor hitelezési aktivitásának
alakulásában**

Alap-előrejelzésünkben arra számítottunk, hogy a külső kereslet és a hitelezés alakulásában sem történik számottevő javulás az elkövetkező néhány negyedévben, némi fellendülésre – a nemzetközi intézmények prognózisaiával összhangban – csak 2010 elejétől számítottunk. Mindemellett nem zárható ki az európai konjunkturális helyzet és a hiteldinamikák tartósabb romlása, amit az alappá-

lyánál kedvezőtlenebb irányba mutató GDP-kockázati eloszlásban jelenítünk meg. A rövid távú gazdasági teljesítmény szempontjából további lefelé mutató kockázatot jelent – az ország külső finanszírozási helyzetén azonban javít –, ha a háztartások a növekvő jövedelembizonytalanság miatt az alappályában feltételezetténél erőteljesebben növelik megtakarításaikat.

**Prognózisunk a februári 16-án
bejelentett kormányzati intézkedések
megvalósulásával számol**

A vártnál erőteljesebb gazdasági visszaesés a kormányzatot költségvetési intézkedések meghozatalára készítette. Ezek részben a rövid távú kiigazítást, részben pedig egy finanszírozási szempontból fenntarthatóbb államháztartás kialakítását szolgálják. Prognózisunkban a február 16-án bejelentett intézkedéscsomag megvalósulásával számolunk, ami a munkát terhelő adók mérsékléséből, az indirekt adók emeléséből, illetve a költségvetés kiadásainak visszafogásából áll.

**Idén tartható a 3 százalék alatti
ESA-hiány, 2010-re további részletes
intézkedések kidolgozására lehet
szükség**

Mivel a kormányzati csomag a termelő tevékenységek nettó állami elvonását mérsékli a nem termelő tevékenységekkel szemben, így a magyar gazdaság növekedési potenciálja és a reálgazdasági felzárkózás szempontjából hosszú távon kedvező hatással bír. Csökkentve a vállalati szektor adóterhelését, a költségvetési intézkedések egyik oldalról élénkítik a munkakeresletet és a beruházásokat. Az indirekt adók emelése és a kiadási intézkedések azonban átmenetileg a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét és fogyasztási kiadásait is mérséklék, és így az első két évben erősítik a GDP visszaesését. 2011-től azonban a kínálati oldali tényezők dominanciája kezdhet majd érvényesülni.

A bejelentett kormányzati intézkedések a jelenlegi információk alapján elegendőnek tűnnek a 3 százalék alatti GDP-arányos ESA-hiány eléréséhez, 2010-re azonban a 3 százalék alatti hiány tartásához további részletes intézkedések kidolgozására lehet szükség.

2010-ig gazdasági visszaesés várható

Prognózisunkban az előbb említett tényezők (a külső konjunktúra és a hitelkínálat szűkülése, valamint a költségvetési intézkedések) következtében a hazai gazdaság visszaesésére számítunk az elkövetkező két évben.

A külső konjunktúra átmeneti visszaesése idén mérsékli az exportszektor termelését, 2010-re azonban már némi korrekcióval számolunk. A romló konjunkturális helyzet a vállalati és lakossági szektorban is kiadások visszafogását eredményezi. A vállalatok a csökkenő értékesítésekhez a foglalkoztatás mérséklésével és a bérezés visszafogásával alkalmazkodnak, jövedelmezőségük romlása azonban csak 2010-re állhat meg. A csökkenő foglalkoztatás miatt növekvő lakossági jövedelembizonytalanság a szektor megtakarítási hajlandóságának növekedéséhez vezethet.

A kedvezőtlen konjunkturális helyzetre erősít rá a pénzügyi szektor prociklikus viselkedése is. A romló jövedelmezőség miatti hitelkereslet-visszaesést kínálati oldalról mélyíti a bankok csökkenő kockázattalálási hajlandósága. Amellett, hogy a hitelezési aktivitás csökkenése visszaveti a beruházásokat, a forgóeszköz-hitelezés szigorodása egyes alágazatokban a termelés fenntartását is megnehezíti.

A belföldi felhasználás erőteljes csökkenése miatt az importdinamika radikálisan mérséklődik, aminek következtében – az export visszaesése ellenére – a nettó export növekedéshez való hozzájárulása előrejelzési horizontunk egészén pozitív lehet.

Átmenetileg gyorsuló, majd 3 százalék közelébe mérséklődő infláció

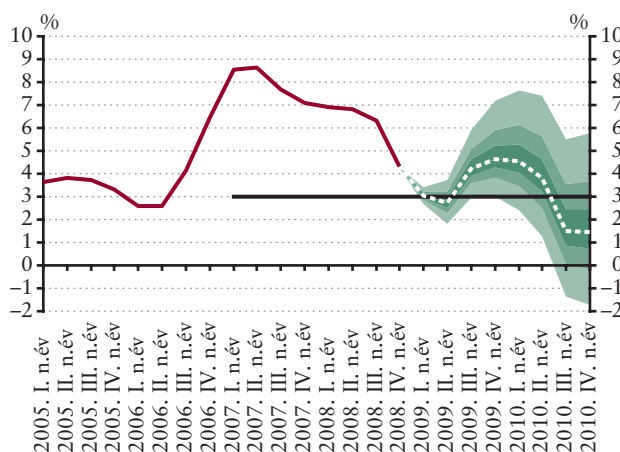
Alapfeltevéseink érvényessége esetén (290 forint/eurós árfolyam, 50 dollár körüli olajárpályája, a bejelentett kormányzati intézkedések megvalósulása) az infláció az év második felében 3 százalék fölé emelkedhet. Ennek azonban elsődleges oka a kormányzat áfa- és egyéb indirektadó-emeléseinek hatása, míg az adóintézkedésektől megtisztított infláció a teljes előrejelzési horizonton az inflációs cél alatt maradhat. Egyrészt ugyanis a kedvezőtlen globális konjunktúrális környezet az importált inflációs nyomást rövid távon tovább mérsékelheti. Másrészt a visszaeső hazai aktivitás középtávon is igen alacsony inflációs környezetet eredményezhet.

Az alappályához képest összességében enyhén felfelé mutató inflációs kockázatokat látunk. Míg az alappályában feltételezettnél erőteljesebb gazdasági visszaesés lefelé, a forintszükségletől elvárt prémium kedvezőtlenebb alakulása felfelé mutató inflációs kockázatot jelent – változatlan kamatfeltevések esetén.

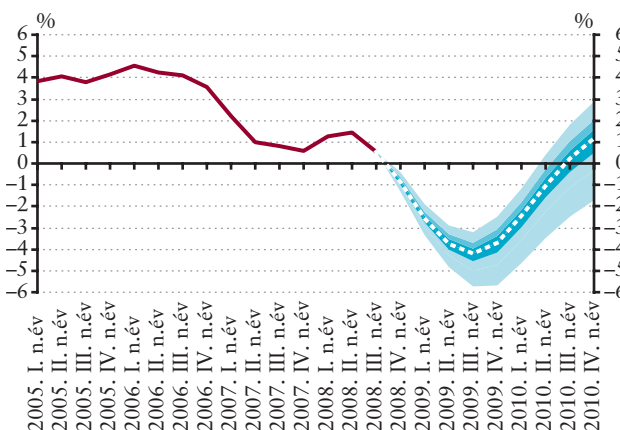
Erőteljesen csökkenő külső finanszírozási igény

A külső egyensúly várakozásunk szerint erőteljesen javulhat, aminek legfontosabb oka a lakosság megtakarítási hajlandóságának emelkedése. Emellett azonban a vállalati szektor adóterhelésének mérséklése és az e szektorban tapasztalható szigorúbb hitelfeltételek is a finanszírozási pozíció javulását okozzák.

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



A GDP-előrejelzés legyezőábrája



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)

	2006	2007	2008	2009	2010
	Tény		Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció ^{1,**}	2,4	6,0	5,1	4,2	2,5
Fogyasztóiár-index**	3,9	8,0	6,1	3,7	2,8
Gazdasági növekedés					
Külső kereslet (GDP-alapon)	3,9	3,8	2,3	-1,2	0,8
Fiskális keresleti hatás ^{2,***}	0,4	-3,7	-1,8	0,0	-0,3
Háztartások fogyasztási kiadása	1,9	0,7	0,3	-5,1	-1,6
Állóeszköz-felhalmozás	-6,1	1,5	-1,4	-7,1	-0,5
Belföldi felhasználás	1,8	-0,9	0,5	-4,5	-1,2
Export	18,6	15,9	4,8	-6,0	4,8
Import ³	14,8	13,1	4,7	-7,1	4,2
GDP	4,1	1,1	0,6	-3,5	-0,5
Folyó fizetési mérleg hiánya ³					
A GDP százalékában	7,5	6,4	7,9	3,9	4,5
Milliárd euróban	6,8	6,5	8,3	3,6	4,2
Külső finanszírozási igény ³					
A GDP százalékában	6,9	5,3	6,8	2,1	1,7
Munkaerőpiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ^{4,8}	8,2	8,0	8,3	0,8	6,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ^{5,**}	0,7	-0,1	-1,2	-2,0	-1,8
Versenyszféra bruttó átlagkereset ^{6,8}	9,4 (7,9)	9,1 (8,5)	9,2 (8,3)	4,0	6,5
Versenyszféra foglalkoztatottság ^{5,**}	1,2	0,9	-1,0	-2,4	-2,3
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	4,4	4,0	6,5	6,4	2,0
Lakossági reáljövedelem*	1,3	-2,2	-1,2	-1,8	-1,2

¹ Az általunk előrejelzett mutatók technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal.

² Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkülését jelenti.

³ A 2004–2007-es időszakban a fizetési mérleg „Tévedések és hiba” sorának magas szintjéből fakadó bizonytalanság magasabb folyó fizetésimérleg-hiány és külső finanszírozási igény irányába mutat.

⁴ Pénzforgalmi szemléletben.

⁵ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

⁶ Az eredeti KSH-adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonálisításának hatásától tisztított adatok szerepelnek.

⁷ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisításától szűrt bérmutatóval számolódott.

⁸ 2010-ben a béren kívüli juttatások adómentességének megszüntetése a statisztika által kimutatott bruttó béreket 4,4%-kal emeli, amennyiben a kormányzat tervei a jelentés lezárásakor ismert információknak megfelelően valósulnak meg.

* MNB-becslés.

** Ezen változók 2008-as adatai nem előrejelzések, hanem tények.

*** A keresleti hatás idősor 2009–2010-re az MNB eredményét nem tartalmazza.

1. A beérkezett makrogazdasági adatok értékelése



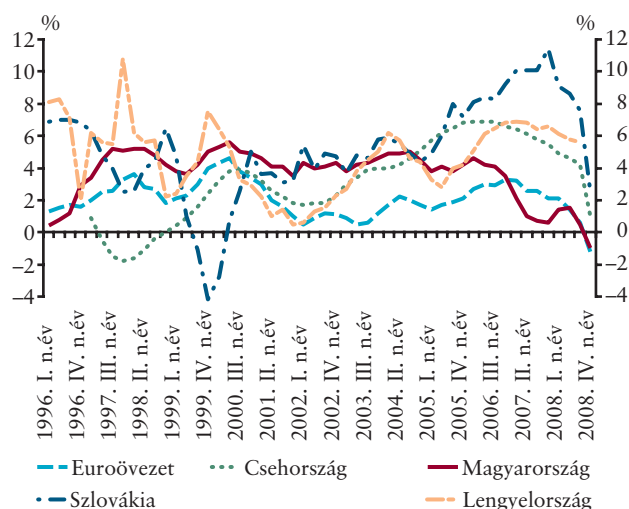


1.1. Európában is egyre erőteljesebb a recesszió

A nemzetközi konjunktúra romlása már 2008 harmadik negyedévében egyértelművé vált, a folyamat azonban a negyedik negyedévben várakozásunknál gyorsabban folytatódott. Előző jelentésünkben két fő kockázati tényezőt azonosítottunk, amelyek a nemzetközi és a hazai gazdasági aktivitás alakulását drámai mértékben módosíthatják az elkövetkező negyedévekben. Az egyik a hitelaktivitás globális lassulása, a másik a külkereskedelmi aktivitás csökkenése. Figyelembe véve, hogy hazánk mind pénzügyi, mind kereskedelmi kapcsolatokat tekintve mélyen integrált a világ gazdaság működésébe, így a kedvezőtlen globális hatások a hazai konjunktúrában is szinte azonnal érezhetővé váltak.

1-1. ábra

GDP-növekedés főbb exportpartnereinknél



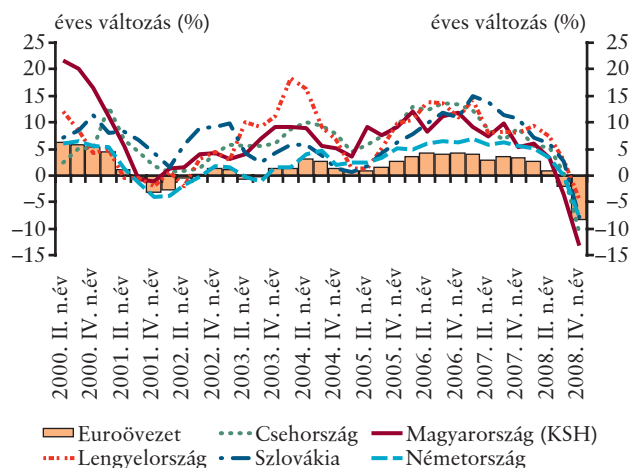
Forrás: Eurostat.

Az év utolsó hónapjaira a hitelezési aktivitás csökkenése a fejlett világban általános jelenséggé vált, aminek elsődleges oka a bankok megnövekedett kockázatkerülése volt. Ez a romló jövedelemkilátásokkal együttesen első körben a tartós fogyasztási cikkek forgalmát érintette, mivel ezen javak esetében jellemző leginkább a hitelfinanszírozás és a magas jövedelemrugalmasság. A pénzügyi piacokról érkező kedvezőtlen folyamatok így elsőként az ipari termelés visszaeséséhez vezettek, ám 2008 végére az általános európai konjunktúrát is jelentősen érintették, és a vállalati és lakossági bizalmi indexek is történelmi mélypontra kerültek. Az európai ipari termelést igen gyors és nagymértékű visszaesés jellemezte, így a szektor konjunkturális helyzete a 2001–2002-

1-2. ábra

A régió, az eurozóna és Németország ipari termelése

(negyedévesített szezonálisan igazított adatok, éves változás)



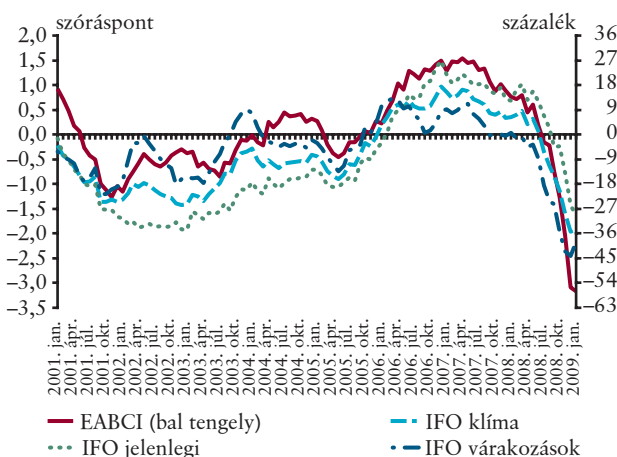
Forrás: Eurostat.

ben megfigyelt gazdasági lassulás időszakánál jóval kedvezőtlenebbül alakult.

A nemzetközi konjunktúrával szorosan együttmozgó üzleti bizalmi indikátorok (EABCI, IFO) hasonlóan gyorsan romló gazdasági környezetre utalnak, az indexek az év utolsó hónapjaiban többször egymás után historikus mélypontjukra es-

1-3. ábra

Az IFO¹ és EABCI* bizalmi indexek alakulása



* Az Európai Bizottság által publikált Business Climate Indicator az euroövezet országaira.

¹ Az IFO indexet a ± 100 -as tartományon értelmezik. A felmérésében mintegy 7000 cég vesz részt havonta, ők a feldolgozóipari, építőipari és kereskedelmi ágazatokból kerülnek ki. A megkérdezett cégek pillanatnyi helyzetüket és 6 hónapos várakozásaikat értékelik egy három fokozatú skálán.

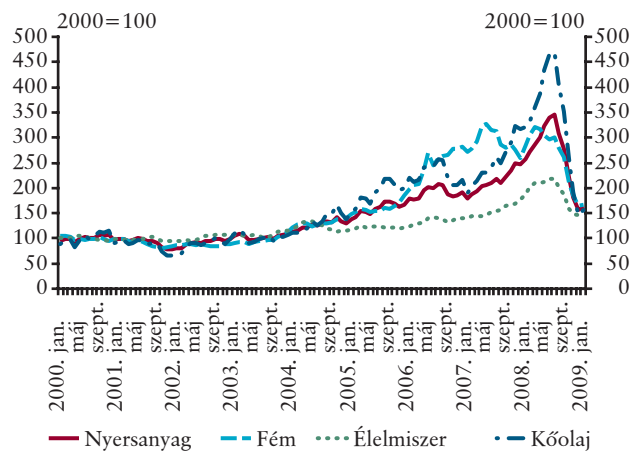
tek. A legutolsó, januári adatpont ugyan a korábbi hónapok jelentős csökkenése után egyes esetekben (IFO) kismértékű korrekciót jelez, ám mivel ez historikusan alacsony szint mellett történt, így egyelőre nem következtetünk pozitív fordulatra.

A nemzetközi előrejelző intézetek² újabb prognózisai a korábbiakhoz képest jelentősebb visszaeséssel számolnak az idei és a jövő évre. A korábbi, V alakú, gyors felívelést valószínűsítő pályákat egyre inkább felváltják a tartósabb, U alakú visszaesést feltételező forgatókönyvek.

A világgazdasági lassulás és a további tartós visszaesést valószínűsítő várakozások a globális nyersanyagárak további csökkenéséhez vezettek. Az elmúlt negyedévekben a kőolaj, a nyersanyagok és az élelmiszerek ára jelentősen esett és alacsony szinten stabilizálódott, ami világszerte az infláció mérséklődéséhez vezetett.

1-4. ábra

Globális nyersanyagárak alakulása*



* Dollárban kifejezve. A kiemelt termékcsoportok (élelmiszer, kőolaj és fém) a teljes nyersanyagindex mintegy 80 százalékát teszik ki.

Forrás: IMF, IFS-adatbázis.

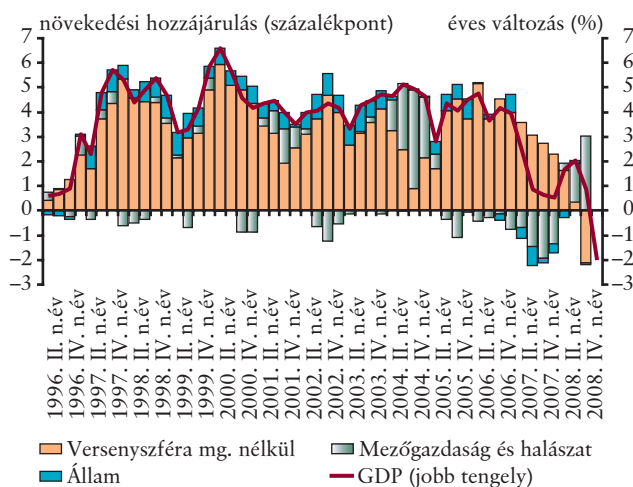
² Európai Bizottság, IMF.

1.2. A hazai növekedési pályában is gyorsan megjelentek a recessziós hatások

A globális lassulás Magyarországot alacsony gazdasági növekedés mellett érte. Bár a gazdaság 2008 harmadik negyedévéig – az éves dinamikákat tekintve – még pozitív növekedést tudott felmutatni, ezt elsősorban a nagyon kedvező mezőgazdasági kibocsátáshoz lehetett kötni, a többi ágazat az év során folyamatosan veszített a lendületéből. A harmadik negyedében az agrárium nélküli nemzetgazdasági kibocsátás 2 százalékpont körüli csökkenést mutatott. Az év utolsó negyedében a nemzetközi konjunktúra további romlása elsősorban a hazai ipari termelés jelentős visszaesésében érezte hatását, így a teljes nemzetgazdasági kibocsátás jelentősen, éves alapon 2 százalékkal csökkent.

1-5. ábra

A főbb nemzetgazdasági szektorok hozzájárulása a teljes kibocsátáshoz*



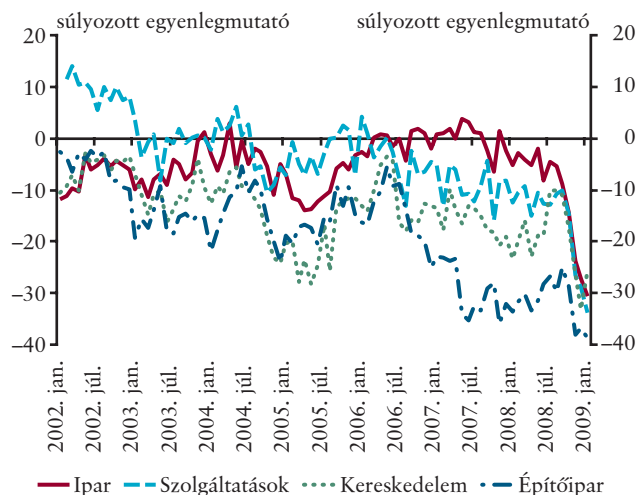
* A 2008. negyedik negyedévi GDP-adat előzetes KSH-publikáció.

Az építőipari kibocsátás a negyedik negyedévben kismértékben növekedett, elsősorban az alacsony bázis és az államhoz kötődő autópálya- és közműépítések miatt. A szektor szerződésállománya azonban továbbra is csökken, ami összhangban áll a lakossági lakásépítések várható jelentős visszaesésével és a vállalatok fokozatosan mérséklődő épületberuházásaival. Folytatódott a visszaesés a piaci szolgáltatásterületben is. A pénzpiacok zsugorodása és a belföldi kereslet visszaesése a szektor összes ágazatában érezte hatását.

Az általános gazdasági visszaesés tehát az ágazatok szinte mindegyikét érinti, bár az elmúlt negyedévben a legérzékenyebben az ipari szektor reagált. A következő időszakokkal kapcsolatos várakozások alakulása is rendkívül kedvezőtlen képet fest. A bizalmi indexek alakulása jól mutatja, hogy mindegyik ágazat kilátásainak megítélése rendkívül rossz, és historikus mélypontra tartózkodik.

1-6. ábra

Ágazati bizalmi indexek alakulása Magyarországon



Forrás: Európai Bizottság.

Ami a GDP felhasználási tételeit illeti, az év végére itt is egyre nyilvánvalóbbá vált a visszaesés. Bár a háztartások bérjөvedelme az év második felében még némi növekedést mutathatott, a romló munkapiaci környezet és a hitelfelvételi lehetőségek erőteljes csökkenése együttesen a beruházási és a fogyasztási kiadások visszaesését eredményezhették az év végén. Ez utóbbira utal a kiskereskedelmi forgalom év végi erőteljes visszaesése is, ami elsősorban a tartós fogyasztási cikkek körében volt megfigyelhető.³

A bruttó állóeszköz-felhalmozás az év egészében csökkenő trendet követett. 2008 első felében a vállalati beruházások mutattak némi fellendülést, ám a második féléves adatok alapján a vállalkozások is elkezdtek érdemben visszafogni a

³ A kiskereskedelmi forgalom összetételében leginkább gépjármű- és alkatrészadatok volumene esett vissza novemberben, az előző év azonos időszakához képest több mint 21 százalékos csökkenést mértek. Még kedvezőtlenebb trendekre utal az európai autógyártók szövetségének felmérése a januári autóértékesítésekről, mely több mint 50 százalékos forgalomcsökkenést mutat az előző év azonos időszakához képest.

felhalmozási kiadásait. Ez főként két tényezővel magyarázható. Egyrészt a kedvezőtlen gazdasági helyzet miatt csökkennek a profitkilátások, a megrendelések nagymértékben visszaestek (a kereskedelmi készletek emelkednek), így a vállalatok eltolják vagy el sem kezdik a tervezett beruházásaikat felesleges kapacitásaik és elégtelen felvevőpiacaik miatt. Ezen túl, a vállalatok hitelhez jutása is érdemben szigorodott, így sok esetben nem képesek a beruházások finanszírozási forrásait előteremteni. A magyar vállalati szektorra ugyan jellemző, hogy a legnagyobb termelő vállalatok külföldi cégek birtokában vannak, ugyanakkor a finanszírozási helyzetet az anyacégek sem tudják érdemben megkönnyíteni, mivel sok esetben ők maguk is pénzügyi problémákkal küzdenek.

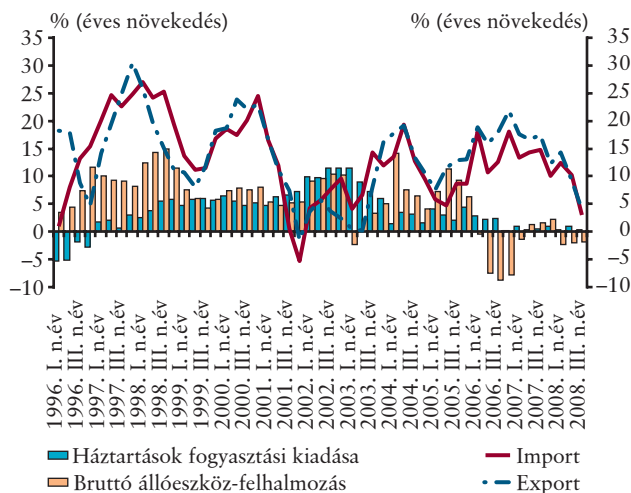
A kormányzati szektor beruházásai az év egészében nagymértékben estek az államhoz kötődő összes alrendszerben. Ez a kép az év végére néhány nagyobb infrastrukturális beruházásnak köszönhetően némileg javulhat. Az uniós forrásokból megvalósítható beruházások volumene 2008-ban elmaradt a tervezettől, így ez sem tudta érdemben javítani a nemzetgazdasági beruházások alakulását.

A külkereskedelmi áruforgalom egyenlegének az elmúlt év közepe óta tapasztalt, átmenetinek vélt romlása az év utolsó

negyedévében megállt, az év végén némi javulásnak indult. Mind az áruexport, mind az áruimport volumene jelentősen csökkent, előbbi a nemzetközi konjunktúra romlásával és a rendelésállomány jelentős mértékű csökkenésével magyarázható, míg az import mérséklődését az export visszaesése mellett a belső kereslet szűkülése is magyarázza.

1-7. ábra

A főbb felhasználási oldali GDP-tételek éves növekedése



1.3. Fokozatos bér- és létszám-alkalmazkodás

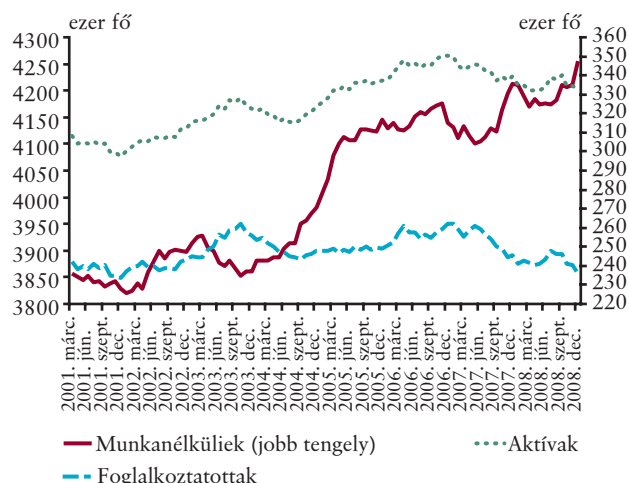
A gyorsan romló makrogazdasági környezet ellenére 2008 harmadik negyedévében csak lassan alkalmazkodó béreket és el-
lentmondásos foglalkoztatási adatokat figyelhettünk meg. A
harmadik negyedéves munkaerő-felmérés adatai alapján, mint-
egy 25 ezer fős foglalkoztatottság-bővülés volt a nemzetgazda-
ságban, elsősorban a versenyszférában. Az év utolsó hónapjai-
ban azonban megkezdődött az intenzívebb bércsökkenés és lét-
szám-alkalmazkodás. A visszaeső gazdasági aktivitás és a romló
kilátások miatt elsősorban a termelő ágazatok (feldolgozóipar
és a hozzájuk kötődő beszállítók) bocsátották el a legtöbb mun-
kavállalót. A foglalkoztatottság a negyedik negyedéves (októ-
ber–december havi) adatok alapján 34 ezer fővel csökkent a

harmadik negyedévhez képest, és tovább folytatódott az inak-
tívitás növekedése, azaz a foglalkoztatottság csökkenését csak
kisebb mértékű emelkedés követheti a munkanélküliségben.

Mivel a termelés gyors csökkenését eddig csak részben követ-
ték bérben és létszamban a munkaerő-piaci folyamatok, a faj-
lagos munkaköltség gyorsuló ütemben bővültek. A gyenge
kereslet miatt azonban a vállalatok az emelkedő költségeiket
nem tudták áraikban érvényesíteni, így a vállalati jövedelme-
zőség tovább romlott. Emiatt az elkövetkező negyedévekben
a foglalkoztatottság további csökkenése és a bérdinamika
mérséklődése várható.

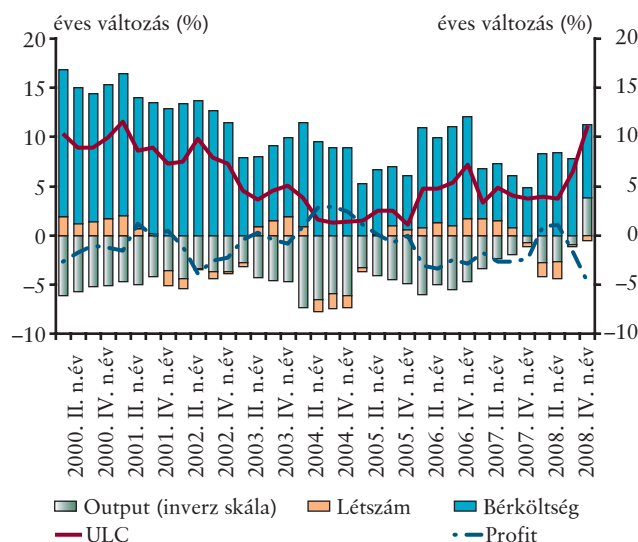
1-8. ábra

**Foglalkoztatottság és munkanélküliség
a nemzetgazdaságban**



1-9. ábra

**A fajlagos munkaköltség alakulása
a versenyszektorban**



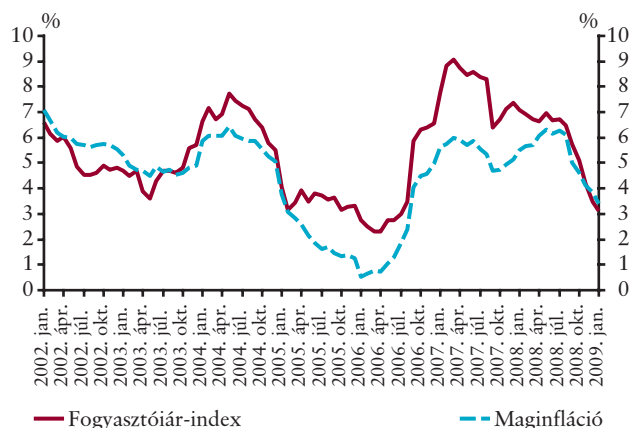
1.4. Gyors dezinfláció 2008 második felében

2008-ban az infláció átlagosan 6,1 százalékos volt, az éven belüli lefutás azonban igen egyenlőtlenül alakult: míg az év első felében 7 százalék körüli áremelkedést figyelhetünk meg, ősz-től drasztikus csökkenést láthattunk. A fogyasztóiár-index ingadozása leginkább a nyersanyag- és élelmiszerárakhoz köthető: az év elején a magas nyersanyagárak tartották, majd ősztől leginkább a globális kibocsátási rés záródásával párhuzamosan a csökkenő élelmiszer- és nyersanyagárak mérsékeltek az indexet. Az év vége felé azonban már egyre hangsúlyosabban érezhetővé vált a visszaeső hazai kereslet dezinflációs hatása is.

1-10. ábra

Az infláció alakulása

(havi adatok éves változása)



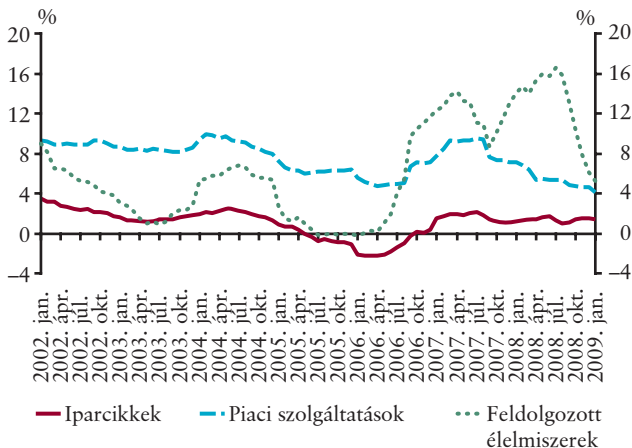
Bár a feldolgozatlan élelmiszerek árának csökkenése az év végére már némileg gyengült, ám a második körös hatásokon keresztül (feldolgozott élelmiszerek) továbbra is nagymértékben hozzájárultak a fogyasztóiár-index mérséklődéséhez.⁴ Az élelmiszerárak mellett az üzemanyagárak is komoly szerepet játszottak az év végi dezinflációban, az olaj világpiaci árának esése jelentősen csökkentette a hazai árakat. Az elkövetkező időszakban azonban a jelenlegi olajárjegyzések és a forintárfolyam szintje alapján nem számíthatunk további gyors csökkenésre. Mindez azt jelenti, hogy a nyersanyagárak eséséből adódó gyors dezinflációs szakasz rövidesen véget érhet, és a továbbiakban a visszaeső hazai kereslet lehet az infláció mérséklődésének további forrása. Ez utóbbi tendencia egyre erőteljesebben bontakozott ki az elmúlt hónapokban.

Az ipari termékek inflációs indexe az elmúlt hónapokban az árfolyam fokozatos gyengülése ellenére lassult, azaz a gyenge forintárfolyam hatását kompenzálta a gyenge lakossági kereslet. A piaci szolgáltatások inflációja esetében pedig a szeptemberi nagy esést az év végéig nem követte korrekció, sőt a januári –

1-11. ábra

Az infláció egyes részteteleinek alakulása

(havi adatok éves változása)



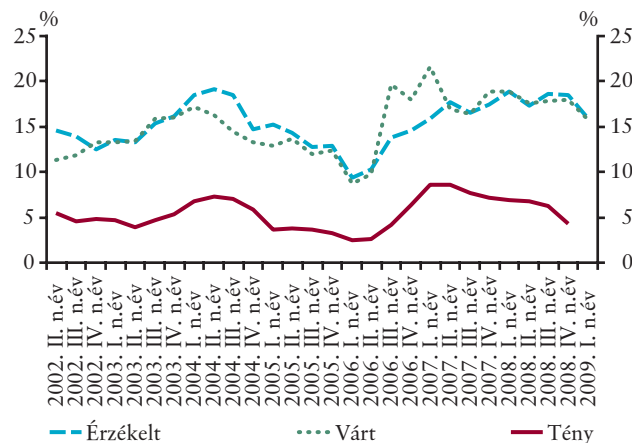
az éves emelések szempontjából meghatározó – inflációs adatban is, a korábbi évek áremeléseitől jelentősen elmaradó indexet figyelhetünk meg.

A lakosság inflációs várakozásai érdemben csökkenésnek indultak, miközben a háztartások által érzékelt infláció is kedvezőben alakult. 2006 harmadik negyedéve óta nem tartózkodtak ennyire alacsonyan a várakozások, azaz két éves mélypontjára került az index. A csökkenés oka lehet, hogy az élelmiszerek, és az üzemanyagok ára igen kedvezően alakult az elmúlt hónapokban és ezen termékkör nagy súllyal szerepel a lakossági érzelésben.

1-12. ábra

Lakossági inflációs érzékelés és várakozás – Medián-felmérés

(az elmúlt és az elkövetkező 12 hónapra)



⁴ A januári adat szerint azonban az élelmiszerárak korábbi csökkenő trendje is megfordult.

2. Pénzügyi piacok és hitelezés



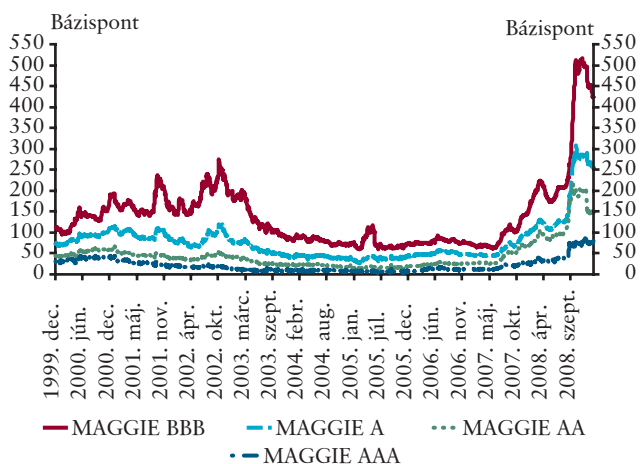


2.1. Jelentős volatilitás, enyhén javuló globális piaci hangulat, aktív jegybanki és kormányzati intézkedések

Az elmúlt hónapokban a pénzügyi piacok likviditási és bizalmi problémái helyett a reálgazdaság romló állapota került a befektetői figyelem középpontjába, aminek következtében gazdaságpolitikai paradigmaváltás következett be világszerte. A jegybanki és kormányzati intézkedések fókuszába a gazdaságélénkítés és hitelezési folyamatok összeomlásának megakadályozása került. A kockázatkerülés és a bizalomhiány a szeptember-októberi csúcshoz képest lassan, fokozatosan mérséklődött, a befektetői hangulat összességében enyhén javult, a kockázati indexek csökkentek, a részvénypiacok folyamatos zuhanása megállt. Az optimizmust elsősorban Barack Obama amerikai elnök beiktatása és a tőle várt intenzív intézkedések táplálták. Ugyanakkor a magas volatilitás és rendkívül gyakran váltakozó irányú eszközár-alakulás továbbra is fennmaradt, az átmeneti optimizmust egy-egy rossz hír is könnyen megfordítja, a befektetői hangulat törékenynek nevezhető. A pénzügyi piaci folyamatok ingatagságát a többszöri halasztás után február elején bejelentett amerikai Pénzügyi Stabilitási Terv kedvezőtlen piaci fogadtatása is egyértelműen mutatja. A továbbra is tisztázatlan részletkérdések, illetve a csomag implementációját illető hiányzó konkrétumok nyomán kialakult befektetői csalódottság következtében a globális piaci hangulat februárban ismét romlott.

2-1. ábra

Kockázati indexek alakulása*



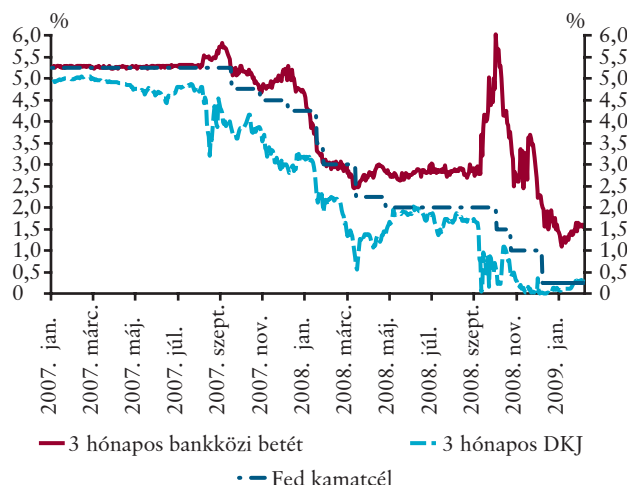
* Euróban denominált adósság felárát tükröző mutatók, hitelminősítés szerint bontásban.

Forrás: J.P. Morgan.

A kockázati indexek mérséklődése mellett továbbra is magas maradt a legbiztonságosabbnak tekintett rövid lejáratú amerikai állampapírok iránti kereslet. A 3 hónapos amerikai diszkontkincstárjegyek hozama az időszak nagy részében 0 százalék közelében alakult, és a minimális hozamok ellenére sem csökkent az aukciós kereslet ezen eszközök iránt. Ugyanakkor a bankközi piaci feszültségek jelentősen csökkentek, ami a

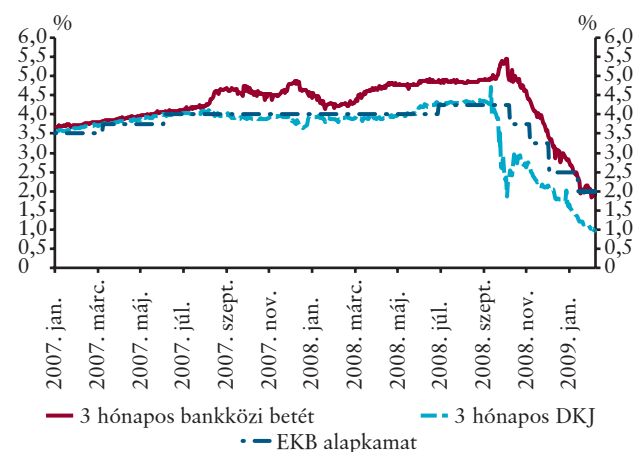
2-2. ábra

A Fed kamatcélja, illetve a három hónapos dollár bankközi és állampapír-piaci hozam



2-3. ábra

Az EKB irányadó kamata, illetve a három hónapos euro bankközi és állampapír-piaci hozam



TED-szpredek és a Libor-OIS szpredek utóbbi hónapok során megfigyelhető jelentős csökkenésében mutatkozik meg. Azáltal, hogy a bankközi piacon olcsóbbá és könnyebbé vált a forráshoz jutás, a jegybankok fontossága a bankközi piac szerepének átvételében jelentősen mérséklődött: az év kezdete óta az egyes rendelkezésre állási eszközök igénybe vételének csökkenése hatására a Fed és az EKB mérlegfőösszege szűkült. Összességében a bizalmi válság enyhült, a nemzetközi pénzügyi piacok működése érdemben javult, de a válság előtti állapotot még nem érte el.

Az időszak során közzétett makrogazdasági mutatók egyértelműen a gazdasági folyamatok globális gyengülését jelezték, mostanra már főként a recesszió mélysége és a hossza kérdéses. Több kutatóintézet és szupranacionális szervezet is (Európai Bizottság, IMF) a korábbi előrejelzésénél számottevően pesszimistább növekedési prognózist közölt, amelyek alapján a korábban várt V alakú – mélypont elérése után gyors emelkedést mutató – lefutás helyett egy hosszán elhúzódó, tartósan alacsony növekedéssel jellemezhető, U alakú pálya valószínűsíthető. Miután a bankközi piaci feszültségek jelentősen enyhültek és az inflációs kockázatok lecsökkentek, a jegybanki és kormányzati intézkedések már egyértelműen a recessziós kockázatok mérséklését célozták. A nagy jegybankok monetáris lazítással igyekeznek enyhíteni a gazdasági visszaesés mértékét és a hitelezés drasztikus szűkülését, illetve összeomlását. A világszerte folytatódó agresszív kamatvágások eredményeképpen számos fejlett országban historikus mélypontra csökkent a jegybanki alapkamat (USA, Egyesült Királyság, Kanada, Hongkong). A Fed esetében a 0-0,25 százalékos célsáv tartós fenntartását, az EKB esetében a 2 százalékos irányadó kamat további 50-100 bázispontos mérséklést árazza a piac, amivel az eurozóna fennállása óta nem látott alacsony szintre süllyedhet a ráta.

A nulla százalék közelébe csökkenő kamatok következtében több jegybank is szükségszerűen alternatív – a hagyományos monetáris politikai eszköztáron kívül eső – eszközökhöz folyamodott a gazdasági visszaesés mérséklése érdekében.

A nem-ortodox monetáris politikai eszközök között leginkább a mennyiségi lazítás irányába történő elmozdulás, illetve különböző eszközvásárlási facilitások létrehozása szerepel. Ezek a lépések részben a hozamok több lejáraton történő mérséklését, részben a magánszektor finanszírozási problémáinak enyhítését célozzák.

A kormányzati intézkedések tekintetében folytatódott az újabb gazdaságélénkítő és bankmentő csomagok kialakításának sorozata, amelyek közül minden bizonnyal a legjelentősebb az Obama-adminisztráció végül 789 milliárd dollár értékben jóváhagyott óriáscsomagja az Egyesült Államokban. A fiskális élénkítő program legfontosabb elemei a lakossági és vállalati adókedvezmények, a lakásvásárlások ösztönzése, munkanélküliek támogatása és a tagállamoknak történő forrásnyújtás. Az amerikai bankmentő csomagtervezet alapján a korábbi ún. „rossz bank” koncepció helyett a magántőke bevonásával, PPP-megoldások keretében szabadítanánk meg a bankokat értéktelen eszközeiktől, a tőkéhez való hozzájutás feltételei pedig szigorodnának. A kevés konkrétumot tartalmazó csomagot kritikusan fogadta a piac, különösen annak implementációját tartja kérdésesnek. Emellett számos más országban (Németország, Franciaország, Dánia, Nagy-Britannia) is további állami bankmentő csomagok formálódnak, mutatva, hogy a szeptember-októberi bizalmi válság kapcsán történt első beavatkozások nem bizonyultak elegendőnek.

A megnövekedett állami szerepvállalás következtében számos fejlett országban is a költségvetési hiány jelentős emelkedésére lehet számítani, ami a szuverén kötvénykibocsátások magasabb volumenét vonja maga után. Amellett, hogy a fejlett országok megemelkedett kötvénykínálata a kizorítási hatáson keresztül negatívan érintheti a feltörekvő gazdaságok kibocsátási lehetőségeit, a fejlett országok hitelkockázatát is megemeli. Egyes országokat, különösen a perifériális eurozóna-tagállamokat illetően a romló egyensúlyra vonatkozó aggodalmak már testet is öltöttek a CDS és szuverén kötvényfelárak jelentős emelkedésében, illetve az adósságállományuk hitelminősítő intézetek általi leminősítésében.

2.2. Eszközár-alakulás a feltörekvő piacokon

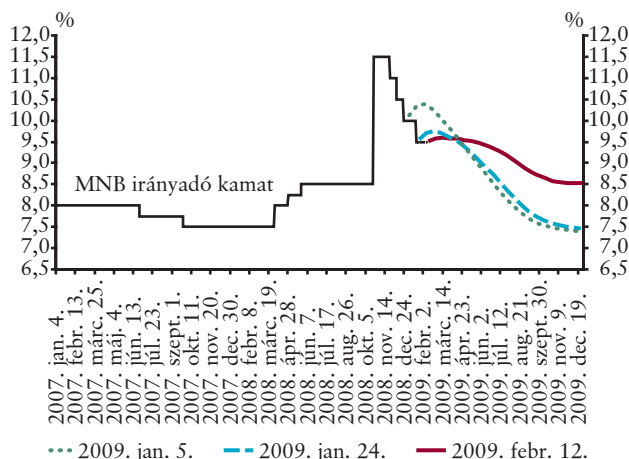
A globális befektetői hangulatra továbbra is a kockázatkerülés és a legbiztonságosabbnak tartott eszközök előnyben részesítése jellemző, amit az erős jen és dollár is jól mutat. Ez továbbra is érzékenyen érinti a feltörekvő piacokat, a kockázatosabb eszközök iránti befektetői érdeklődés törékeny, időnként bekövetkezik átmeneti emelkedés az eszközárakban, de egyértelmű trendfordulóról nem lehet beszélni. Bár november végétől kezdődően a kockázati indexek csökkentek, a kockázatvállalási kedv még messze nem érte el a Lehman-csőd előtti korszak szintjét. A feltörekvő piacok eszközárai jellemzően a globális befektetői hangulat változásával együtt, meglehetősen volatilisen alakultak, a kelet-közép-európai régió megítélése azonban január végétől kezdődően elszakadt a többi feltörekvő piactól és relatív értelemben jelentősen romlott. A folyamat fő okaiként a vártnál nagyobb gazdasági visszaesés, a szűkülő exportpiacok miatt tovább romló növekedési kilátások, a magas külső eladósodottság miatti sérülékenység és a tőkebeáramlás drasztikus visszaesése említhető.

Akárcsak a fejlett gazdaságok esetében, a feltörekvő piacokon is a recessziós félelmek határozzák meg a gazdaságpolitikai intézkedéseket, ennél fogva a feltörekvő gazdaságok jegybankjainak többsége monetáris lazítással igyekszik segíteni a gazdaság talpraállítását. Ez a folyamat figyelhető meg a kelet-közép-európai régióban is. A lengyel jegybank egymás után két alkalommal is a várakozásokat meghaladó mértékben, 75 bázisponttal csökkentette az irányadó rátát, 4,25 százalékra mérsékelve azt. A romló gazdasági helyzet és a csökkentések lépésmagyságának növelése további intenzív kamatcsökkentéseket vetít előre. Csehországban szintén folytatódott a novemberben megkezdett lazítási ciklus, a cseh jegybank két lépésben összesen 100 bázispontos csökkentést hajtott végre, így a cseh alapkamat az EKB irányadó kamata alatt, 1,75 százalékon áll, és további lazítás valószínűsíthető. A román jegybank is megkezdte a monetáris lazítást egy 25 bázispontos kamatcsökkentéssel. Szlovákia az Európai Központi Bank döntését lekövetve csökkentett decemberben.

Magyarországon a jegybank novemberben kezdte meg a kamatcsökkentési sorozatot egy 50 bázispontos vágással, majd további három 50 bázispontos csökkentéssel január végéig összesen 200 bázispontos monetáris lazítást hajtott végre. Bár az első lépések időzítése meglepte a piacot, azokat viszonylag könnyen és gyorsan elfogadva átrendeződtek a piaci szereplők kamatpolitikára vonatkozó várakozásai: a januári döntést követően a piac év közepéig 50 bázispontos csökkentéseket illetve 7-7,5 százalékos év végi alapkamatot árazott. A január végétől kezdődő gyengülési hullámok azonban új helyzetet te-

2-4. ábra

A kéthetes irányadó kamat pénzpiaci hozamok által implikált jövőbeli pályája



* MNB által bankközi hozamokból spline módszerrel becsült hozamok.

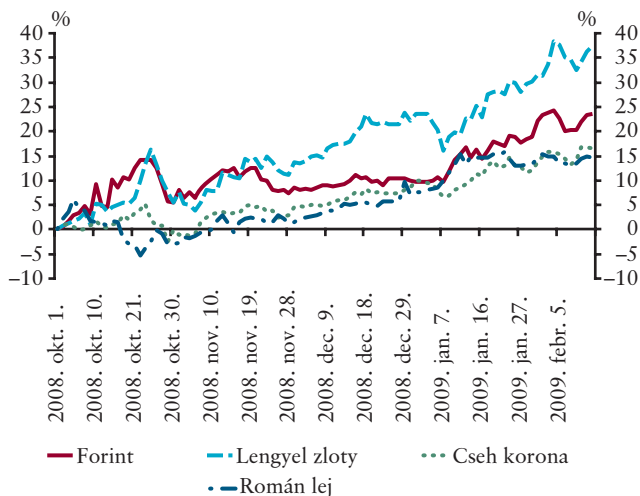
remtettek. A kamatcsökkentési várakozások jelentősen mérséklődtek, a következő hónapokra vonatkozóan – egészen év közepéig – a változatlan kamatszintet tartja a piac a legvalószínűbb kimenetnek, míg év végére a határidős jegyzésekből 8,5 százalékra várt alapkamat olvasható ki.

A régiós devizák mindegyike számottevő leértékelődést szenvedett el az elmúlt hónapok során, január végétől kezdődően pedig több gyengülési hullámban újabb és újabb historikus mélypontok elérése következett be. A legnagyobb esést a lengyel zloty könyvelhette el, részben ennek kapcsán is egyre inkább előtérbe kerülnek a tervezett 2012-es lengyel eurobevezetés menetrendjével kapcsolatos kételyek, különösen mivel az ERM-II-höz való túl korai csatlakozás jelentős kockázatot hordozna magában a jelenlegi magas volatilitással jellemezhető környezetben.

A régiós devizákhoz hasonlóan a forint megnövekedett volatilitás mellett összességében számottevően gyengült. A leértékelődéssel párhuzamosan a hosszú távú árfolyam-várakozások is jelentősen megváltoztak. Az árfolyam-ingadozások várható centrumának gyenge irányba történő eltolódásában az is szerepet játszhatott, hogy az MNB az első gyengülést követően folytatta a kamatcsökkentési ciklust, mintegy jelezve, hogy az inflációs kockázatok számottevő csökkenése következtében a korábbiaknál gyengébb árfolyamot is tolerál. Az árfolyam-várakozások nem váltak aszimmetrikussá, a gyengébb várható érték mellett is figyelemre méltó valószínűséget rendelnek a piaci szereplők a további jelentős leértékelődéshez.

2-5. ábra

A régiós devizák árfolyamának változása*



* Változás százalékban, 2008. október 1. = 0, a pozitív érték a helyi deviza leértékelődését jelenti.

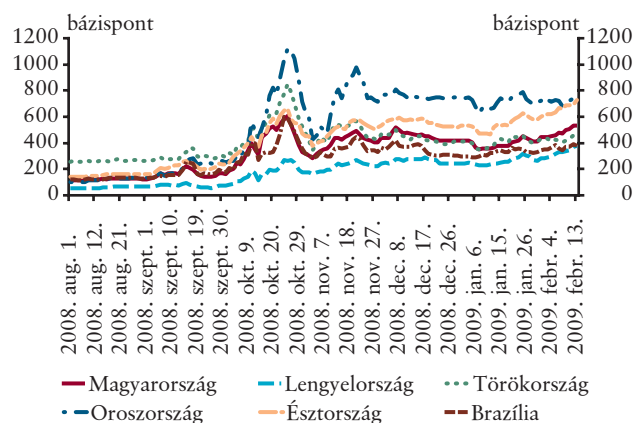
Mindezek figyelembevételével a forintárfolyam alakulása lényegében a regionális, feltörekvő devizákhoz hasonlóan zajlott. Az árfolyam több hullámban történő gyengülése és az árfolyam-várakozások számottevő eltolódása ellenére a külföldiek forint devizapozíciója viszonylag kiegyenlítettten alakult az elmúlt hónapokban, nem volt megfigyelhető jelentős spekulatív pozíciók kiépülése a forint ellen. Ugyanakkor a devizapiac likviditása érezhetően csökkent, emellett hiányoznak, illetve gyengültek egyes, a forintnak korábban automatikus támaszt nyújtó mechanizmusok is (devizahitelezés csökkenése, belföldi szereplők forwardállományának elszakadása az árfolyam-alakulástól), aminek következtében megnőtt a veszélye, hogy kisebb mennyiségek is komolyabb elmozdulásokat képesek előidézni az árfolyamban.

A CDS-felárak – az adott ország devizakötvényeinek fizetési képtelensége esetén fedezetet nyújtó származtatott termékek

árak – alakulásában jól nyomon követhető a feltörekvő piacok kockázati megítélésének, illetve a globális befektetői hangulatnak a változása. A november óta eltelt időszak első felében a felárak lassú, fokozatos mérséklődése volt megfigyelhető január elejéig, ekkortól azonban a befektetői hangulat romlása következtében a legtöbb feltörekvő piacon ismét számottevő emelkedés indult meg. Emellett január végétől a kelet-közép-európai régió megítélése elszakadt a többi feltörekvő piactól, ami a CDS-ek megugrásában is tetten érhető volt. Magyarország CDS-felárának alakulása – hasonlóan az árfolyamhoz – novembertől kezdődően alapvetően a globális hangulat alakulását követte le, és ellentétben az azt megelőző időszakokkal, országspecifikus tényezők nem játszottak jelentős szerepet benne. A január elejéig tartó javulás során a CDS-felárunk 350 bázispontra szűkülte (január 7.), ezt követően azonban ismét számottevően emelkedett, február közepére elérve az 530 bázispontot. Jelenleg a CDS-felárunk a régió romló relatív megítélésére visszavezethetően meghaladja Törökország és Brazília CDS-ét, amelyekkel korábban hasonló szinten voltunk.

2-6. ábra

A CDS-felárak alakulása egyes feltörekvő országokban



2.3. Hazai likviditási problémák konszolidációja, új MNB-eszközök

Miután a bizalmi válság 2008 októberében a bankközi piacok működési zavaraiiban csúcsosodott ki, novembertől kezdődően a hazai pénzügyi piacok zavarainak fokozatos enyhülése

volt megfigyelhető. Az MNB az október folyamán bevezetett eszközök fenntartása mellett újabb eszköztár-módosításokkal tovább segítette a hazai piacok működésének fokozatos kon-

2-1. táblázat

Az MNB által bevezetett eszközök és intézkedések

Eszköz megnevezése	Bevezetés időpontja	Gyakoriság	Eszköz célja	Megjegyzés
FORINTLIKVIDITÁST BŐVÍTŐ INTÉZKEDÉSEK				
Állampapír-vásárlási aukciók meghirdetése	2008. október 17.	hetente	A hazai hitelintézetek forintlikviditási helyzetének támogatása	Az Elsődleges Állampapír Forgalmazók vállalják, hogy 2008. december 31-ig növelik a tulajdonukban lévő állampapírok állományát, és a Budapesti Értéktőzsdén folyamatos árjegyzést végeznek.
Változó kamatú, hat hónapos fedezett hiteltender	2008. október 21.	hetente	A hazai hitelintézetek forintlikviditási helyzetének támogatása	2009. február 2-ig csak az Elsődleges Állampapír Forgalmazók vehették igénybe, utána már minden belföldi (tartalékköteles) hitelintézet.
Az egynapos jegybanki hitel és betét kamata által meghatározott kamatfolyosó szélességének az irányadó eszköz kamatszintje körüli ± 50 bázispontra történő mérséklése	2008. október 22.	–	A hazai hitelintézetek forintlikviditási helyzetének támogatása	
Fix kamatú, kéthetes fedezett hiteltender	2008. október 21.	hetente	A hazai hitelintézetek forintlikviditási helyzetének támogatása	
A jegybanki hitelműveletek során elfogadható fedezetek körének kibővítése	Több lépésben 2008. október 28-tól	–	A hazai hitelintézetek forintlikviditási helyzetének támogatása	2008. október 28: a kapcsolt vállalkozás által kibocsátott, egyéb feltételeknek megfelelő jelzáloglevelek elfogadása. 2008. november 18: a minősítési minimumkritérium korábbi „A”-ról „BBB-”-ra módosítása. 2009. február 20-tól forintban, euróban, illetve svájci frankban denominált magyarországi helyi önkormányzatok által kibocsátott kötvények elfogadása.
A kötelező tartalékráta 5 százalékról 2 százalékra történő csökkentése	2008. november 24.	–	A hazai hitelintézetek forintlikviditási helyzetének támogatása	
DEVIZALIKVIDITÁST BŐVÍTŐ INTÉZKEDÉSEK				
Kétoldali (euro- és forintlikviditást nyújtó) változó kamatú jegybanki O/N FX-swap-gyorstenderek	2008. október 13.	naponta	A partnerlimitek miatt lecsökkent FX-swap-piaci devizalikviditás bővítése	
Eurolikviditást nyújtó O/N FX-swap rendelkezésre állás	2008. október 16.	naponta	A magyar bankrendszer eurolikviditásának bővítése	
Svájci frank likviditást nyújtó rögzített árú egyhetes EUR/CHF FX-swap-tender	2009. február 2.	hetente	A magyar bankrendszer svájci frank likviditásának bővítése	
Euro likviditást nyújtó 6 hónapos jegybanki EUR/HUF FX-swap-tender	2009. március 2.	hetente	A magyar bankrendszer hosszú lejáratú eurolikviditásának bővítése	A tenderen azok a belföldi hitelintézetek vehetnek részt, amelyek vállalják, hogy 2009 második negyedévéig kezdődően 2009 végéig legalább szinten tartják, vagy növelik az árfolyamváltóztól tisztított belföldi vállalati hitelállományukat a 2008. év végi szinthez képest, miközben teljes árfolyamváltóztól tisztított külfölddel szembeni nettó kötelezettségük sem csökken a 2008. év végi érték alá. A hitelintézetek vállalják, hogy legalább a maguk által vállalt swapkeret mértékéig új, éven túli külföldi forrást vonnak be 2009-ben, és/vagy csökkentik összes külfölddel szembeni követelésük árfolyamváltóztól tisztított értékét.

szolidációját és a bankrendszer mind forintban, mind pedig devizában való likviditásának kezelését.

A forintlikviditás bővítése érdekében az októberi intézkedések fenntartása mellett novemberben a kötelezőtartalék-ráta 2 százalékra való csökkentéséről született döntés. Januárban az MNB kibővítette a hathónapos hiteltender partnerkörét, mindezekkel párhuzamosan pedig több lépésben egészült ki a jegybanki hitelműveletek során elfogadható fedezetek köre. A devizalikviditási problémák enyhítése érdekében az MNB két új instrumentummal bővítette eszköztárát: február eleje óta EUR/CHF FX-swap-ügylet keretében euróért cserébe svájci frank likviditást nyújt egyhetes futamidővel a hazai tartalékköteles hitelintézetek számára. A svájci frank likviditás nyújtását a svájci jegybankkal kötött ideiglenes EUR/CHF FX-swap-megállapodás teszi lehetővé. Emellett 2009. március 2-ától érhető le a belföldi hitelintézetek számára az az új, 6 hónapos futamidejű, eurolikviditást nyújtó EUR/HUF FX-swap-eszköze, amivel a vállalati hitelezés élénkítését és a bankok hosszabb távú külső forrásbevonását kívánja elérni a jegybank.

A bankok közötti bizalom visszatérését mutatja, hogy a likviditás elsődleges újraelosztása alapvetően ismét a bankközi fedezetlen forintpiacon valósul meg. Ugyan a forgalom viszonylag alacsony volt az elmúlt hónapokban a korábbiakhoz képest, ennek elsődleges okaként azonban azt említhetjük, hogy jelenleg a szereplők többsége likviditástöbblettel rendelkezik, így rendszerszinten alacsony az erre a piacra való ráutaltság. További kedvező jel, hogy megszűnt az MNB egynapos betét- és hiteloldali eszközeinek egyidejű igénybevétele, emellett a hosszabb futamidejű aktív oldali instrumentumok iránti kereslet is fokozatosan csökkent.

A forintlikviditással kapcsolatos súrlódások enyhülése mellett a devizalikviditási problémák tekintetében is javulás volt megfigyelhető. Ebben jelentős szerepet játszott, hogy nem vált valóra az a félelem, miszerint a külföldi tulajdonban lévő hazai hitelintézetek anyabankjai az FX-swap-piac kiszáradása esetén nem segítik ki leányait. Sőt éppen ellenkezőleg, a külföldi tulajdonosok a korábbinál nagyobb mértékben álltak leányaik mögé az FX-swap-ügyletek partnereiként. Az év utolsó hónapjaiban jelentősen megemelkedett a bankcsoporton belüli (jellemzően közvetlenül az anyabankkal kötött) ügyletek aránya, ami a hazai bankok forinttal szembeni nettó FX-swap-állományán belül a tulajdonoshoz köthető állomány növekedését vonta maga után. Az anyabankok aktívabb szerepvállalása csökkentette a hazai bankok FX-swap-állományának megújítási kockázatát, így ezen bankok esetében a devizalikviditáshoz való hozzáférés nagy részben biztosítottnak látszik.

További pozitív jel, hogy az októberi kiszáradás után január-ra a külföldiek aránya az FX-swap-forgalomban a korábban jellemző szintre emelkedett. Emellett az implikált forinthozamok az októberi negatív értékek után jelentősen emelkedve az elmúlt időszakban ugyan még mindig a kamatfolyosó alatt, de már annak közelében tartózkodtak. A kétoldalú FX-swap-tender igénybevétele lényegében megszűnt, azaz már nem áll fenn az a korábban jellemző probléma, hogy a bankok az egymással szembeni limitek lecsökkentése miatt nem tudnak egymással kereskedni, és a partnerkockázat kiküszöbölése érdekében szükségük van az MNB közvetítő szerepére. Az egyoldalú FX-swap-eszköz igénybevétele január végéig csaknem folyamatos volt, majd februárban már erőteljesen megritkult az igénybevétel. Mindazonáltal az eurolikviditás nyújtásában az MNB jelenlétére továbbra is szükség lehet, a normális működés még nem állt teljesen helyre. Ezt mutatja az ügyletek átlagos futamidejének rövidülése is, illetve, hogy a forgalomban jellemzően a nagyon rövid lejáratú ügyletek dominálnak. Kedvezőtlen fejlemény, hogy a jelentős árfolyamgyengülés következtében ugyanolyan mértékű devizaswap-állomány görgetése lényegesen magasabb forintlikviditását foglalja le a bankoknak (ún. margin call hatás).

Az állampapírpiacon megfigyelhető folyamatok összességében egyes tendenciákat mutattak. A piaci működés kezdeti javuláshoz egyaránt hozzájárultak az ÁKK állampapírkínálat-csökkentő lépései, az MNB állampapír-vásárlási aukciói és az elsődleges forgalmazók MNB-vel kötött megállapodás alapján történt vásárlásai. Ezt követően a megindult kamatcsökkentési ciklus által kínált kedvező belépési lehetőség játszhatott szerepet abban, hogy év elejétől a külföldiek hazai állampapírpiacon történő visszatérésének lehettünk szemtanúi, akik januárban összesen 200 milliárd forint feletti értékben vásároltak forint állampapírt. A növekmény nagyobb részben másodpiaci kötvényszerzéshez, kisebb, de szintén számottevő részben DKJ-aukciós kereslethez volt köthető. Az időszak második felében bekövetkezett jelentős forintgyengülést és a kamatcsökkentési várakozások mérséklődését követően azonban már ismét tapasztalható volt a külföldiek állampapír-eladása.

Az időszak első felében a visszatért kereslet hatására az állampapírok hozamai a novemberi rendkívül magas szintekről számottevően csökkentek, azonban a januári és februári globális hangulatromlások több ízben ismét érdemi hozamemelkedést vontak maguk után. Decemberben és januárban a rövid futamidejű elsődleges kibocsátások növekvő kereslet és csökkenő hozamok mellett keltek el. A kereslet az időszak végén is jellemzően elegendőnek bizonyult, azonban a hozamemelkedés az elsődleges piacot sem kerülte el. Februárban az ÁKK az elsődleges államkötvénypiac tesztelése céljából 3 futamidőn, alacsony meghirdetett mennyiséggel sikeres kötvényszerzést

hajtott végre. A kötvénykibocsátások őszi leállítását követő első aukció sikere ellenére az elkövetkező hónapok egyik fő kérdése továbbra is az marad, hogy a piac jelenleg elég robusztus-e a rendszeres kötvénykibocsátások újraindulásához.

Összességében a hazai pénzügyi piacok funkcionalitásában a legutóbbi jelentés óta számottevő javulás következett be, de a

normális üzletmenet még nem állt teljesen helyre. Az egyes piacok hozamszintjeinek inkonzisztenciája lecsökkent, így a hozamok információtartalma megbízhatóbbá vált. A jegybanki intézkedések nagyban hozzájárultak a piaci hozamok hatékonyabb orientálásához. Ugyanakkor a legtöbb piaci szegmens likviditása továbbra sem éri el az októberi turbulenciát megelőző időszakét.

2.4. A monetáris kondíciók alakulása

A monetáris kondíciók alakulását tekintve egyre erőteljesebben érvényesül az a jelenség, hogy a „klasszikus” mutatóknak számító reálárfolyam és reálkamat nem tükrözik teljes mértékben a monetáris kondíciók szigorúságát. Ugyanis míg előbbiek lazultak az elmúlt időszak során, a hitelezés nem ár jellemző tényezőinek alakulása egyértelműen a kondíciók szigorodását mutatják.

Az előre tekintő reálkamat a novemberi historikusan magas szintjéről a nominális hozamszint inflációs várakozásokét meghaladó csökkenése következtében érdemben mérséklődött. A mutató az októberi rendkívüli kamatemelést követően rekordmagasságba emelkedett, azonban a novemberben megindult kamatsökkentési ciklus eredményeképpen a nominális rövid hozamszint jelentősen csökkent. A reálkamat értéke mindazonáltal továbbra is 6 százalék felett tartózkodik, ami jóval meghaladja hosszú távú átlagos szintet.

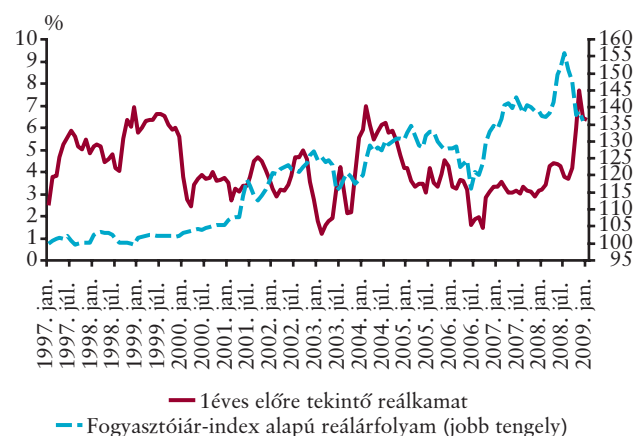
A reálárfolyam alakulásában a meghatározó szerepet továbbra is a nominális forintárfolyam játssza, amely az elmúlt hónapok során megnövekedett volatilitás mellett összességében jelentősen leértékelődött. A legutóbbi jelentés óta eltelt időszakot tekintve a forintárfolyam alakulása szempontjából két szakasz különíthető el. November végétől január elejéig az árfolyam viszonylag stabilan, relatíve szűk sávban ingadozva alakult. Ezt követően az idei év januárjában a globális piaci hangulat romlásának eredményeként – a régiós devizák árfolyamának elmozdulásait követve – a hazai fizetőeszköz kurzusa több gyengülési hullám eredményeként a hónap utolsó napjaira a 300 forint/eurós szint közelébe emelkedett, majd át is törte a lélektani szempontból fontos árfolyamszintet. Bár a hazai infláció meghaladta az euroövezetben tapasztaltat, a nominális árfolyam kiugró mértékű gyengülése lényegesen túlkompenzálta a pozitív inflációs különbség reálleértékelődés irányába mutató hatását, és összességében ismét határozott reálleértékelődés következett be.

Miközben a reálkamat és reálárfolyam alakulása is a monetáris kondíciók enyhülése irányába hatott, a hitelezési standardok szigorodásának és a hitelkínálat szűkülésének a hatásai már egyértelműen megmutatkoznak: az elmúlt hónapokban a

hitelkihelyezés jelentős mértékben csökkent mind a lakossági, mind a vállalati szegmensben. A devizalikviditási problémák és a pénzügyi rendszerbeli kockázatok különösen a svájci frank alapú hitelezés esetében bizonyultak kritikusnak: a frankhitel-kínálat és az új folyósítások állománya drasztikusan visszaesett az év utolsó hónapjaiban. A monetáris kondíciók szigorodása elsősorban itt érhető tetten.

2-7. ábra

A monetáris kondíciók alakulása



2-8. ábra

A forint/euro árfolyam alakulása



2.5. Visszaesés a banki hitelezésben

Az elmúlt negyedévben a banki hitelezési aktivitás érdemben csökkent. Bár a banki hitelezés lassulása a belföldi felhasználás visszaesésén keresztül segít a gazdaság külső finanszírozási igényének mérséklésében, a gazdasági kilátásokat több csatornán is kedvezőtlenül érinti. Ezek közül a legkritikusabb a vállalati hitelezés alakulása. Egyrészt ugyanis a vállalati beruházások finanszírozásának megtorpanása a gazdaság jövőbeli fejlődési lehetőségeit veti vissza. Másrészt, amennyiben vállalatok a szükséges forgóeszközhitelhez sem jutnak hozzá (vagy korábbi forgóeszközhitelüket nem újítják meg), akkor ez már a termelésük finanszírozását is veszélybe sodorhatja, és ezáltal csökkentheti a gazdaság rövid távú teljesítményét is. Emellett a csökkenő háztartási hitelfelvétel mérsékli a lakossági fogyasztást is, ami szintén kedvezőtlenül hat a gazdasági növekedésre.

2008 utolsó negyedévében a bankok hitelezési tevékenysége mind a háztartási, mind a vállalati üzletágban határozottan megtorpan. A vállalati szegmensben 2008 során a hitelállomány növekedése – bár csökkenő ütemet mutatott, de – nem állt le tavaly szeptemberig. Októberben és novemberben azonban a vállalati hitelvolumen stagnált, decemberben pedig több mint 160 milliárd forinttal csökkent, ami a szezonális hatásokat figyelembe véve is meghalad minden korábbi mértéket. A decemberi visszaesést a forint alapú forgóeszközhitelnek az év végén egyébként szokásosnál sokkal nagyobb mértékű visszafizetése, ill. meg nem újítása, valamint a beruházási hitelek ilyenkor szokásos emelkedésének elmaradása okozta. Bár nominálisan a visszaesés elsősorban a rövid lejá-

ratú hiteleknél látszódik, a szezonálisan igazított adatoknál a decemberi állománycsökkenés nagyjából 45-55 százalékban oszlott meg a rövid és a hosszú lejáratú hitelek között. Januárban aztán némi konszolidáció következett be elsősorban a rövid lejáratú devizahiteleknek köszönhetően.

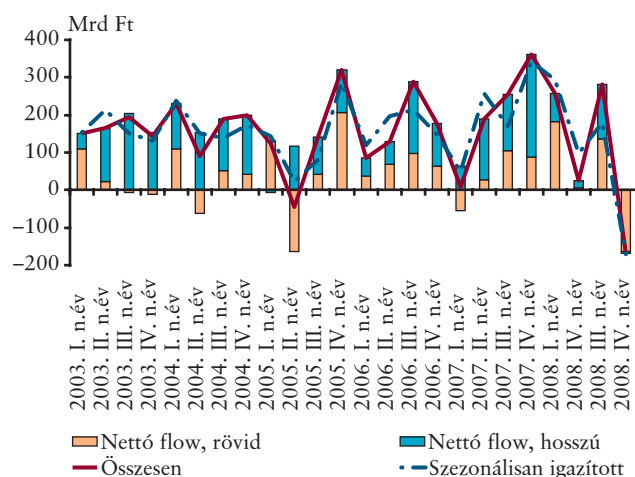
A háztartásoknál 2008 utolsó negyedévéét összességében értékelve is erős csökkenést tapasztalunk a nettó hitelkihelyezésben, a visszaesés valós mértéke azonban a havi adatok vizsgálatával válik nyilvánvalóvá. A 25 milliárd forintos decemberi havi nettó hitelnövekménynél alacsonyabb értéket az elmúlt négy évben nem tapasztalhattunk. Januárban a nettó hitelkiáramlás tovább csökkent.

Decemberben érezhető eltolódás következett be a svájci franktól az euroalapú lakáshitelek irányába. Ez egyúttal azt is jelenti, hogy a decemberi növekmény egy része már bizonyosan a szigorítások után beadott hitelkérelmekhez kapcsolódik. A fogyasztási célú hitelek állománya a tavalyi év utolsó hónapjában – 2002 decembere óta először – csökkent, bár utána januárban újra némi növekedést mutatott. A forinthelek állománya mind a lakás-, mind a fogyasztási célú szegmensben az elmúlt év tendenciáinak megfelelően tovább esett. Vagyis a forint- és a devizakamatok közötti magas különbség miatt a háztartások a megnövekedett árfolyam-ingadozások ellenére is a devizaalapú hiteltermékeket részesítették előnyben.

Összességében elmondható, hogy a pénzügyi válság hatására a gazdasági szereplők jelentősen módosították viselkedésüket, amiben hitelkínálati és -keresleti okok egyaránt szerepet játszottak. Kínálati oldalról a bankok csökkenő kockázatvállalá-

2-9. ábra

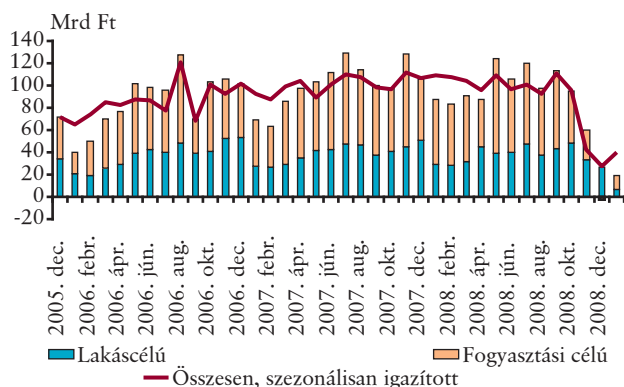
A hazai bankszektor* vállalati hiteleinek nettó negyedéves növekménye, árfolyamszűrt értékek



* Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei.

2-10. ábra

A hazai bankszektor* háztartási hiteleinek nettó havi növekménye, árfolyamszűrt értékek



* Hitelintézetek és külföldi hitelintézetek magyarországi fióktelepei.

si hajlandósága a korábbiaknál óvatosabb hitelpolitikához vezetett. Erre utal, hogy számos hitelintézet érezhetően szigorította hitelbefogadási feltételeit mind a lakossági, mind a vállalati hitelezésben. Hitelkeresleti oldalról a várható recesszió a vállalatokat és a háztartásokat is a nagyobb értékű kiadásaik visszafogására, illetve elhalasztására sarkalhatta.

Várakozásaink szerint 2009-ben folytatódhat a hitelezési aktivitás csökkenése: információink szerint több bank is a kockázatvállalás csökkentését és a külső forrásokra való ráutaltságának, illetve hitel/betét mutatójának mérséklését irányozza elő idei üzleti terveiben. Ez azt jelenti, hogy hitelállományuk általában nem emelkedhet a jelenleginél sokkal magasabb szintre, néhány bank esetében pedig a portfólió bizonyos fokú leépítése is bekövetkezhet.

A hitelintézetek várhatóan azokban a hitelszegmensekben törekcszenek majd először az aktivitás mérséklésére, amelyek

egyrészt kevésbé jövedelmezőek, másrészt ahol a szerződéses kötelezettségvállalásaik ezt könnyebben lehetővé teszik. Fontos ugyanakkor azt is megjegyeznünk, hogy a hitelezési aktivitás a különböző szegmensekben attól is erősen függ, hogy a hitelkereslet miként alakul. Az első feltételezésünkben következően a hitelkínálat visszafogása a lakossági hitelezést a visszaesés kevésbé érinti majd, mint a vállalati portfóliót. A második feltételezésünkben pedig az következne, hogy a vállalati ügyfélszegmensen belül is a forgóeszközhiteleket érinti elsősorban a kínálat visszafogása, mivel ezek lejáratára rövid, átlagosan 3-4 hónap, így kifutásukkor a bankok e hitelek meg nem hosszabbításával gyorsabban le tudják építeni őket, mint a szerződéses kötelezettségvállalás miatt nehezebben felmondható beruházási hiteleket. Ennek a jelenségnek ugyanakkor ellene hat, hogy a hitelkereslet a beruházások visszafogása miatt a hosszabb futamidőn eshet vissza a leg-erőteljesebben.

3. Inflációs és reálgazdasági kilátások





Előrejelzésünk – szokásos alapfeltevéseink tartós érvényesége mellett – a február 16-án bejelentett kormányzati intézkedések megvalósulásával számol.⁵ Ami a konjunkturális kilátásokat illeti, a magyar gazdaság visszaesését valószínűsítjük a következő két évben. Az infláció az adóemelések hatá-

sára átmenetileg 5 százalék közelébe emelkedhet, majd 2010 második félévétől ismét dezinflációs periódust várunk. Az adóemelések közvetlen hatását kiszűrve azonban 2009-ben és 2010-ben is a középtávú cél alatt maradhat az árnövekedés üteme.⁶

3-1. keretes írás: Előrejelzésünk alapfeltevései

Az inflációs jelentések gyakorlatának megfelelően előrejelzésünkben rögzített feltevésekkel éltünk az alapkamat, a forint/euro árfolyam és az olajárak tekintetében. Az alapkamatot a január 19-i kamatsökkentést követően kialakult 9,5 százalékos szinten rögzítettük. A többi változó esetében a januári 19.–február 13. közötti 4 munkahét átlagának fennmaradását tételeztük fel. Mindez a forint-euro árfolyam esetében több mint 12 százalékkal leértékeltébb árfolyampályát eredményezett a no-

vemberi feltevéshez képest. Szintén erőteljes elmozdulást tapasztaltunk a világpiaci olajárak esetében, amely dollárban átlagosan mintegy 35 százalékkal alacsonyabbak, mint legutóbbi feltevéseink. Ennek megfelelően a forintban kifejezett olajárakra alkalmazott feltevésünk – még a gyengébb árfolyampálya mellett is – közel 30 százalékkal alacsonyabb az idei évre, és több mint 20 százalékkal a következő évre, mint a novemberi alapfeltevésünk volt.

3-1. táblázat

Főbb feltevéseink változása a novemberi jelentéshez képest*

	2008. november			2009. február			Változás novemberhez képest (%)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Jegybanki alapkamat (%)**	11,5	11,5	11,5	10	9,5	9,5	-1,5	-2,0	-2,0
Forint/euro árfolyam	250,4	257,9	257,9	251,5	289,7	290,6	0,4	12,3	12,7
Dollár/euro árfolyam (cent)	147,5	133,5	133,5	147,1	129,7	129,5	-0,3	-2,8	-3,0
Brent olajár (dollár/hordó)	101,8	80,7	86,7	97,2	49,4	57,9	-4,5	-38,7	-33,3
Brent olajár (euro/hordó)	68,1	60,4	64,9	64,6	38,1	44,7	-5,2	-36,9	-31,2
Brent olajár (forint/hordó)	17 052	15 584	16 751	16 239	11 047	12 983	-4,8	-29,1	-22,5

* Éves átlagok, előretekintve a 2009. február 13-át megelőző 20 munkanap átlagos árfolyama, illetve határidős olajárpálya alapján.

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

⁵ Erről részleteket I. a 3-2-es keretes írásban.

⁶ Előrejelzéseink a 2009. február 16-án 17 óráig beérkezett információk alapján készültek.

3.1. Elhúzóó gazdasági visszaesésre számítunk

Előrejelzésünkben – a novemberi jelentéshez hasonlóan – három lényegi tényező határozza meg a makrogazdasági pálya alakulását. A globális konjunktúra, a belföldi hitelaktivitás alakulása, és a költségvetési intézkedések hatása. Összességében az első két tényező esetében a korábbiaknál kedvezőtlenebb pálya kialakulására számítunk, ezen túl pedig a költségvetési intézkedések is az aggregált kereslet szűkülését okozzák az előrejelzési horizonton.

ben az első két tényező esetében a korábbiaknál kedvezőtlenebb pálya kialakulására számítunk, ezen túl pedig a költségvetési intézkedések is az aggregált kereslet szűkülését okozzák az előrejelzési horizonton.

3-2. keretes írás: A kormányzati intézkedések makrogazdasági hatása

Előrejelzésünkben a február 16-án bejelentett kormányzati intézkedések megvalósulását tételeztük fel. Azonban, csak azokkal a bejelentésekkel számoltunk, amelyek kellően részletezettek ahhoz, hogy makrogazdasági és költségvetési hatásukat megítélhessük. Összességében így 2010-re közel 200 milliárd forintos – nem specifikált – intézkedést a számításainkban nem vettünk figyelembe. Az intézkedések részben a rövidtávú költségvetési kiigazítást, részben a finanszírozási helyzet hosszabb távú fenntarthatóságának javítását szolgálják. Az alábbiakban röviden összefoglaljuk a csomag főbb hatásmechanizmusait.

A bevételi oldalon, az adóátalakítások legfőbb célja az adószervezet átalakítása volt a teljes adóterhelés szinten tartásával. Jelentős mértékben (5 százalékponttal) csökkennek a munkáltatókat terhelő járulékok, és ezzel párhuzamosan érdemben nőnek a fogyasztást terhelő adók (áfa, jövedéki adók). Az szja-rendszer átalakítása önmagában „nullszaldós”, a kedvezmények eltörlése nyújt lehetőséget az alsó sávhatár megemelésére. Modellszámításaink szerint az adóátrendezés kedvező a hosszú távú növekedési kilátások szempontjából: az alacsonyabb bérterheken keresztül nő a munkakereslet. Mindazonáltal rövidebb távon, előrejelzési horizontunkon még nem lesznek érezhetőek e kedvező hatások, azokat ugyanis ellensúlyozza a kiadáscsökkentő lépések és az adóemelések kereslet-visszafogó hatása.

A háztartások fogyasztását csökkentik a már említett indirektadó-emelések mellett a lakossági transzferek visszafogása (gáz- és távhőtámogatás szigorítása, a családi támogatások adóalapba történő beépítése, a nyugdíjmelési szabály megváltoztatása). Mindezekon túl a csomag államháztartási körben érvényesülő lépései – mezőgazdasági támogatások csökkentése, állami intézmények kiadásainak zárolása – az állami fogyasztást és beruházást is visszaveti.

Így összességében elmondható, hogy bár a kormányzati intézkedéseknek hosszabb távon, 2011-től növekedésserkentő hatása lesz, 2009-ben és 2010-ben azonban még a negatív konjunkturális hatások a meghatározóak. Az inflációt mindkét évben jelentősen emelik az intézkedések, az árszintre vett hatás a két év alatt kb. 2,5 százalékpont lesz.

3-2. táblázat

A prognózisban számszerűsített kormányzati intézkedések

Bevételi oldal (Mrd HUF)	2009	2010
Munkáltatói tb-terhek mérséklése	-81	-281
Szja-kiengedés	-40	-192
Adómentes juttatások megszüntetése		215
Tőkéterhelő adók	-2	-43
Fogyasztást terhelő adók	123	288
Összesen	0	-13
Kiadási oldal (Mrd HUF)	2009	2010
Lakossági transzferek	-17	-121
Kormányzati fogyasztás és beruházás	-93	-123
Természetbeni transzferek	-30	-30
Egyéb	-63	-57
Összesen	-203	-331

A külső kereslet esetében főbb exportpartnereink gazdasági visszaesése az idei évben megközelítheti a két százalékot, amit várakozásunk szerint 2010-ben is csak lassú élénkülés követ. Mindez magával hozza az exportértékesítések erőteljes idei csökkenését. A lakosság hitelállománya előrejelzéseink szerint az idei évben nem mutat majd bővülést, majd növekedése 2010-ben fokozatosan tér vissza egy korábbi, visszafogottabb hitelaktivitással jellemezhető időszak (2000–2001) szintjére. Ezzel szemben a vállalatok idei nettó hitelfelvétele az év egészében negatív lehet, és 2010-ben is csak visszafogott hiteldinamika várható.

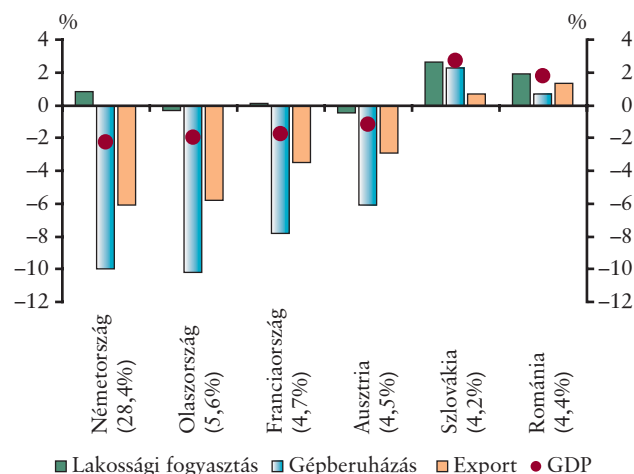
Ami az ágazati folyamatokat illeti – a meredeken csökkenő ipari termelés, a historikus minimumra csökkenő bizalmi indikátorok, a piaci szolgáltatásoknál és az építőiparban kibontakozó negatív folyamatok – szintén a visszaesés irányába mutatnak. A jövedelmek csökkenését és a hitelfeltételek szigorodását valamennyi főbb belföldi jövedelemtulajdonos esetében a beruházási és fogyasztási kiadások visszafogása követheti.

Végeredményben mind a külső, mind a belső növekedési faktorok rövid távon a gazdaság gyors recesszióba süllyedését indokolják. A recesszióból való kilábalás 2009 végén, 2010 elején kezdődhet meg. Forrásai a külső konjunktúra tekintetében az euróövezetben a keresletösztönző gazdaságpolitikai beavatkozások sikere, míg a főbb belföldi faktorok esetében az újból beinduló hitelezés lehet. Összességében a gazdasági visszaesés mértéke az idei évben 3,5 százalék közelében lehet, amit 2010-ben is némi visszaesés követhet.

3-1. ábra

Főbb exportpartnereinkre vonatkozó gazdasági előrejelzés az Európai Bizottság aktuális prognózisa alapján

(zárójelben az országok exportsúlyai)



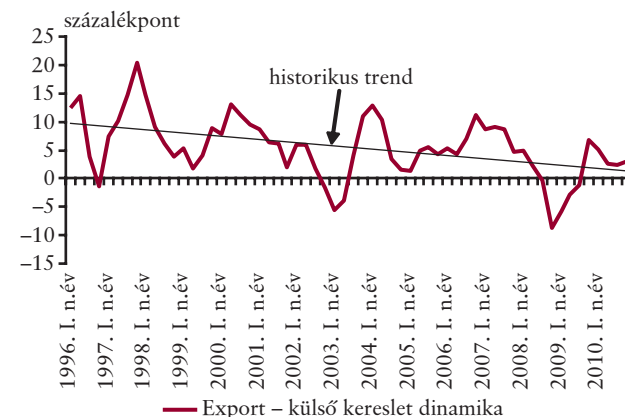
A hazai exportértékesítéseket továbbra is főbb exportpartnereink egyre kedvezőtlenebbé váló konjunkturális kilátásai determinálják. A globális dekonjunktúra várhatóan mind a fej-

lett, mind a felzárkózó gazdaságok esetében a GDP visszaesését, illetve a növekedés jelentős lassulását eredményezi. A külső kereslet lassulása különösen érzékenyen érintheti a konjunktúraciklus változására erőteljesen reagáló beruházási és a továbbfelhasználásra gyártott közbenső termékeket értékesítő ágazatokat. Tekintve, hogy a magyar export szerkezetében ezen ágazatok döntő részarányt képviselnek, így várakozásaink szerint a hazai exportértékesítések visszaesése még külső piacaink szűkülésénél is erőteljesebb lehet. Hasonló jelenséget figyelhettünk meg az ezredfordulón bekövetkezett nemzetközi dekonjunktúra idején. 2009 végétől – hasonlóan a főbb nemzetközi intézményekhez – mi is a globális konjunktúra élénkülésére számítunk, ami a hazai ágazatok között elsőként az exportorientált szektorokat állíthatja újból növekedési pályára. Ekkor sem számítunk azonban arra, hogy a piaci részesedés növekedése tartósan visszatér a historikus átlagra, mivel az elmúlt néhány évben a magyar piaci részesedés bővülési üteme trendszerűen is lassult. Érdekes megjegyezni ugyanakkor, hogy egyrészt a korábbi évek átlagánál leértékeltébb forintárfolyam, másrészt a munkáltatói bértérhek csökkenése is növelheti a magyar exportcégek ár- és költség-versenyképességét. Kérdéses ugyanakkor, hogy rövid távon a kedvezőtlen keresleti viszonyok mellett a vállalatok ezt milyen mértékben lesznek képesek kihasználni.

3-2. ábra

Az éves exportdinamika és a külső kereslet éves növekedésének eltérése

(százalékpont)



Ami a hitelezés alakulását illeti, arra számítunk, hogy a pénzügyi szektor prociklikus viselkedésével ráerősít a kedvezőtlen konjunkturális folyamatokra. Azaz a hitelezési aktivitás a konjunktúra szűkülésénél erőteljesebben esik vissza, mert a bankok a csökkenő kockázatvállalási hajlandóság következtében a hitelkihelyezéseik mérséklésére törekcszenek.

A vállalati szektor esetében a hitelfeltételek gyors és erőteljes szigorodása több csatornán keresztül is a kibocsátás és a beruházási kereslet jövőbeni csökkenését okozhatja. A rövid távú

– jellemzően forgóeszköz- – hitelek elapadása az ezen forrásokra erőteljesen ráutalt – többnyire hazai kis- és közepes – vállalkozások folyamatos termelését veszélyeztetheti. Tekintve, hogy közvetlenül, illetve a beszállítói kapcsolatokon keresztül közvetve a nemzetközi konjunktúra lassulása ezen szektor keresleti feltételeit is érzékenyen érintheti, a finanszírozási források további csökkenése a termelés leállását és a csőd valószínűségének növekedését eredményezheti. E negatív hatásokat ellensúlyozhatja az EU-támogatások hatékonyabb lehívása, ha a kormányzati szándéknak megfelelően sikerül felgyorsítani az EU-s projektek megvalósítását.

A folyamatosan romló forrásszerzési lehetőségek és az egyre kedvezőtlenebbé váló növekedés kilátások mellett a bankok várhatóan – különösen az idei évben – érdemben szigorítják a vállalati hitelek megítélésének költség és nem költség típusú feltételeit. Ezzel párhuzamosan az értékesítési lehetőségek romlása, a potenciálisan alacsonyabb elérhető nyereség, a költségek lefaragása a vállalatok jelentős részénél a kapacitást bővítő beruházások elhalasztását, leállítását és ezen keresztül a hitelkereslet csökkenését okozhatja. A szigorodó hitelfeltételek és a romló makrogazdasági kilátások eredményeként – néhány, már bejelentett nagy volumenű beruházás megvalósulása mellett (ilyen a Mercedes kecskeméti gyárépítése) – teljes előrejelzési horizontunkon a vállalati beruházások csökkenésére számítunk.

A nemzetgazdasági beruházások alakulásában az elkövetkező években egyedül növekvő komponens a szélesebb államháztartáshoz köthető állami beruházás lehet az EU-s források sikeres lehívása esetén. Bár az elmúlt években az EU-s forrásból finanszírozott projekteknek nem volt kimutatható beruházás-élénkítő hatása, ám az aktuális kormányzati szándék szerint ezen projektek megvalósítása a következő években különösen hangsúlyossá válik.

A lakossági viselkedés tekintetében a romló munkapiaci feltételek, a szűkülő hitelezés, a kormányzati szigorítások és az átmenetileg emelkedő infláció együttes hatása érvényesül. A gyorsan romló profitfeltételekhez a versenyszféra vállalatai az alkalmazotti létszám csökkentésével és a bértárgyalások során a korábbiaknál lényegesen alacsonyabb (több esetben nominálisan is csökkenő) bérszint rögzítésével alkalmazkodhatnak. A 2009-es költségvetés alapján a rendszeres keresetek nominális rögzítésével, a 13. havi juttatás maximálásával és a tavalyi inflációs kompenzáció megszűnésével számolunk, ami miatt a nominális bérek mintegy 6 százalékkal csökkenhetnek a közzsférában. Bár 2010-ben a bruttó nominális átlagkeresetek gyorsulására számítunk, ennek azonban jó része (több mint 4 százalék) az adómentes juttatások megszüntetéséből adódik. Mivel azzal a feltevéssel élünk, hogy a kedvezőtlen konjunktúrális környezetben a vállalatok a korábbi adómentes juttatások adóterheit teljes egészében a munkavállalókra hárítják, így összességében a kormányzati tervekben megfogalmazott szja

kiengedés ellenére a lakosság nominális jövedelme nem növekszik érdemben. Emellett a kormányzati intézkedések a nominális transzferek visszafogásán és az emelkedő infláción keresztül csökkentik a reáljövedelmeket.

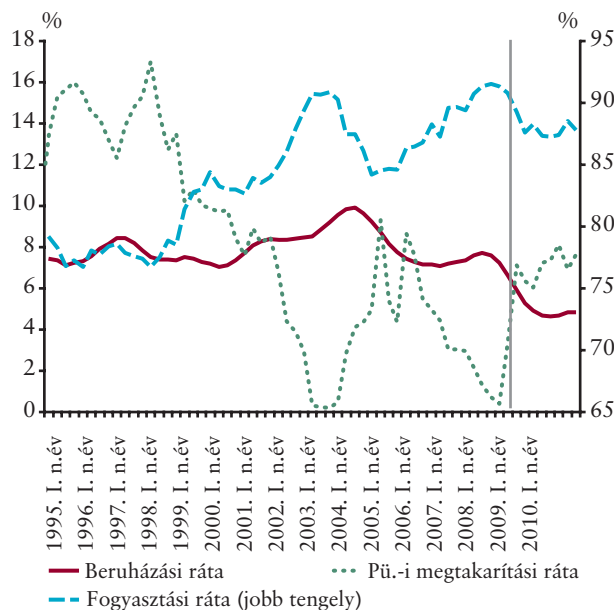
A fenti hatások eredményeként a háztartások reáljövedelmei az idei évben és 2010-ben is érdemben csökkennek. Tekintve, hogy rövid távon a jövedelmek mellett a fogyasztási és beruházási kiadások finanszírozására felhasználható hitelforrások is visszaesnek, és a háztartások jövedelemkilátásai is bizonytalanabbá válnak, így a társadalom széles rétegeinél a fogyasztási és beruházási kereslet visszaesése a reáljövedelmek mérséklődésénél erőteljesebb lehet. Ez a tendencia ellentétben a 2006-os kiigazításkor tapasztaltakkal, és sokkal inkább emlékeztet a 2004-es a támogatott lakáshitelezés szigorítása idején megfigyelt folyamatokra. Így a 2005 óta folyamatosan csökkenő pénzügyi megtakarításoknál az idei évben korrekcióra számíthatunk, ami a magyar gazdaság külső pozíciójának javításához is hozzájárul.

A korrekció mértékét döntően a lakossági hitelfelvételekben tapasztalt visszaesés határozza meg, miközben a pénzügyieszköz-felhalmozásban előrejelzési horizontunkon csak enyhe emelkedésre számíthatunk. Ez utóbbi várakozásunkat két egymással ellentétes irányba ható tényező eredményeként alakítottuk ki. Míg a csökkenő reáljövedelmek mellett a háztartások fogyasztáscsökkentő viselkedésével a pénzügyi megtakarítási hajlandóság mérséklődése lenne konzisztens, addig a romló munkapiaci kilátások mellett erősödő óvatossági motívumok a megtakarítási hajlandóság növekedését indokolják. A meg-

3-3. ábra

A lakossági jövedelmek felhasználása

(a rendelkezésre álló jövedelem arányában)



takarítások igen koncentráltak, csak a háztartások kisebb része rendelkezik likvid pénzügyi vagyonnal, illetve, a szélesebb körre jellemző megtakarítások jelentős része hosszú távú szerződések által szabályozott – (nyugdíjpénztári megtakarítások, életbiztosítások) melyek likvidálása jelentős költségekkel járna –, így a két hatás közül az utóbbit tekintjük markánsabbnak. Az alkalmazkodási folyamat részeként a szektor beruházási kiadása is – a rendelkezésre álló jövedelmek arányában mérve – historikusan alacsony szintre süllyedhet.

Összességében a gazdaság erőteljes visszaesésére számítunk az idei évben, amit 2010-ben is enyhe további csökkenés követ-

het. A visszaesés legfontosabb tényezői a lakossági fogyasztás, a nemzetgazdasági beruházások és az exportértékesítések csökkenése lesznek. Ugyanakkor a jelentősen mérséklődő bel-földi importkereslet következtében a nettó export növekedési hozzájárulása a kedvezőtlen külföldi értékesítési lehetőségek ellenére is teljes előrejelzési horizontunkon pozitív maradhat. Ennek köszönhetően szignifikánsan javulni fog a magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciójának fenntarthatósága. A gazdaság visszaesés 2009 végétől, 2010 elejétől mérséklődik: a külső konjunktúra némi élénkülése következtében növekvő exportértékesítések és az újból bővülő hitelaktivitás hatása miatt.

3-3. táblázat

Növekedésre adott előrejelzésünk

(éves növekedés)

	2007	2008	2009	2010
	Tények	Ténybecslés	Előrejelzés	
Háztartások fogyasztási kiadása	0,7	0,3	-5,1	-1,6
Természetbeni társadalmi juttatás	-11,5	3,5	-0,3	0,0
Háztartások végső fogyasztása	-1,7	0,8	-4,2	-1,3
Közösségi fogyasztás	-2,8	-0,8	-2,6	-1,5
Végső fogyasztás összesen	-1,9	0,5	-4,0	-1,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	0,9	-1,4	-7,1	-0,5
Készletváltozás és egyéb				
Bruttó felhalmozás	1,4	0,4	-6,1	-0,8
Belföldi felhasználás	-0,9	0,5	-4,5	-1,2
Export	15,9	4,8	-6,0	4,8
Import	13,1	4,7	-7,1	4,2
Bruttó hazai termék	1,1	0,6	-3,5	-0,5

3.2. Tovább csökkenő foglalkoztatottság és erősödő béralkalmazkodás

A munkapiacra továbbra is meghatározó marad a vállalati szektor – érdemben tovább romló profithelyzete miatt kialakuló – alkalmazkodási folyamata. A kedvezőtlen makrogazdasági környezetben a vállalatok csökkenő jövedelmezőségük miatt a munkavállalói létszám csökkentésére és a bérdinamika mérséklésére törekkenek. Bár korábbi megfigyeléseink szerint a bérek időben lassabban alkalmazkodtak, ám az aktuális feltételek mellett ez a folyamat várhatóan felgyorsul és a bércsatorna is egyre markánsabban jelenik meg a munkapiaci alkalmazkodási folyamataiban.

2010-ben a kormányzati intézkedések miatt egy statisztikai hatás is érvényesülni fog a bruttó keresetekben. Az eddig adómentes juttatások (pl. étkezési jegy, üdülési csekk) nettó értéke be fog épülni a bérekbe, így a bérintékek jelentősen növekedni fognak. Feltételezésünk szerint ennek döntő része a korábbi adómentes juttatás bérbe való átcsoportosítását jelenti oly módon, hogy a munkáltatók költségei ne emelkedjenek. Mindez azt jelenti, hogy míg ezen hatás miatt a lakosság kimutatott bruttó bérjévedelme nő, de tényleges reáljévedelme csökken. Ez utóbbi hatást nagyságrendileg kompenzálja az szja-adókulcsok mérséklése.

A várhatóan tovább folytatódó elbocsátások következtében a foglalkoztatottak száma a versenyszférában mind az idei évben, mind 2010-ben több mint 2 százalékkal csökkenhet. A 3-2. keretes írásban bemutatott kormányzati lépések hosszabb távon növelni fogják a munkakeresletet, de a pozitív munkapiaci hatások 2010-ig csak igen korlátozottak lehetnek. A korábbi évek tapasztalatai alapján a foglalkoztatotti körből kikerülő munkavállalóknak várhatóan csak egy része marad munkanélküliként a munkaerő-piacon, miközben az érintettek egy jelentős hányada elhagyja a munkaerő-piacot és inaktivitásba vonul. Ezen hatások mellett is teljes előrejelzési horizontunkon jelentős mértékben emelkedő munkanélküliségi rátára számíthatunk.

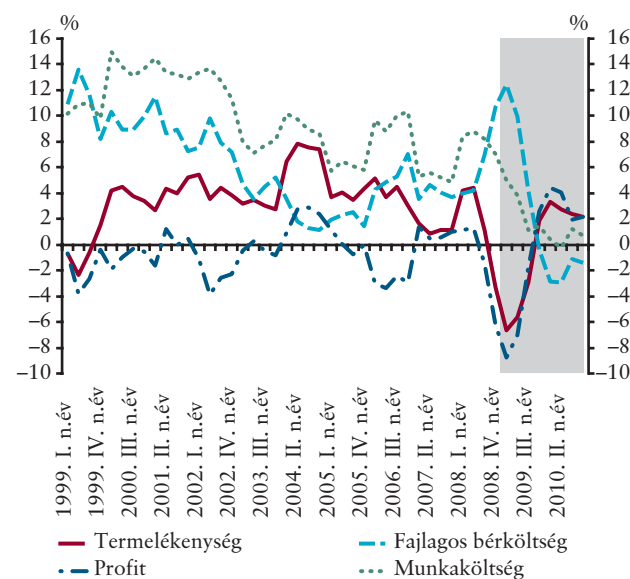
Ezzel párhuzamosan a bérdinamika esetében is egyre erőteljesebben jelentkezik a negatív kibocsátási résnek a béremelkedést visszafogó hatása. A versenyszférában a számos gazdasági hatás mellett, erőteljes statisztikai hatások is a korábbi években tapasztaltnál lényegesen alacsonyabb bérnövekedést

eredményezhetnek. Előbbi hatások közül főként a csökkenő kereslet miatti alkalmazkodási kényszerszerű, a növekvő munkanélküliség mellett erősödő munkáltatói alkupozíciót, az alacsonyabb inflációs környezetet és az állami szféra nominális bércsökkentései következtében jelentkező ún. demonstrációs hatást kell kiemelnünk. Ugyanakkor a csökkentett munkaidőben végzett termelés (pl. heti 5 munkanap helyett 4) statisztikailag is az alacsonyabb bérdinamika kialakulásába hat. Bár a vállalatoknak a ledolgozott munkaórákban történő alkalmazkodása mennyiségi alkalmazkodásnak tekinthető, de figyelembe véve statisztikai méréseink sajátosságait – többnyire a havi átlagbéreket figyeljük meg –, várhatóan ez utóbbi hatás is alacsonyabb bérnövekedési ütemben jelentkezik.

Az állami szektor esetében teljes előrejelzési horizontunkon a kormányzati szándékoknak megfelelő munkapiaci folyamatokat teteleztünk fel. Ez az állami szektorban alkalmazottak esetében a létszám változatlanúságát jelenti, miközben az ideai nominális bércsökkenést követően a reálbérek 2010-ben a versenyszférával együtt emelkedhetnek.

3-4. ábra

A versenyszféra fajlagos munkaköltségének összetevői



3.3. Átmeneti inflációemelkedés az adóemelések miatt

A várt inflációs pályára a közgazdasági összefüggéseken és alapfeltevéseink változásán túl a kormányzati adóemelések is jelentős, közvetlen hatást gyakorolnak, ezért az alábbiakban részletesebben tárgyaljuk az egyes kormányzati intézkedések hatásait.

Alapfeltevéseink érvényessége esetén az infláció további enyhe csökkenését várjuk az év közepéig. A novemberi előrejelzésben szereplőnél 12 százalékkal gyengébb árfolyam teljes előrejelzési horizontunkon a magasabb infláció irányába hat. Az árfolyam hatását tompítja azonban az importált infláció csökkenése és a nemzetközi nyersanyagpiacokon az elmúlt hónapok jelentős áresése. Korábbi prognózisunkkal összhangban jelenleg is a belföldi kereslet várt visszaesésének markáns deflációs hatásával számolunk a teljes előrejelzési horizonton.

A jelentősen negatívvá váló hazai kibocsátási rés inflációt mérséklő hatása különösen a maginfláció tételeiben jelentkezhet. A piaci szolgáltatások körében – ahol több éven keresztül tartósan a 6-7 százalékos sávban volt az infláció – a tavalyi év végén elkezdődött és idén januárban is folytatódó defláció tartóssá válhat, illetve 2010-ben további erősödésére számítunk. A folyamatban az inflációt mérséklő keresleti hatások mellett a szektor bérdinamikájának alakulása is meghatározó tényező lehet. A defláció annál gyorsabb lehet, minél rugalmasabban alkalmazkodnak a szolgáltatászektor bérei a várhatóan a teljes előrejelzési horizonton kedvezőtlenül alakuló termelékenységi feltételekhez.

A feldolgozottélelmiszer-árak esetében az idei év első felében – összhangban a nyersanyag- és energiaárak elmúlt negyedévekben tapasztalt gyors csökkenésével – további korrekcióra számíthatunk, majd 2010-től a feldolgozottélelmiszer-árak lassú emelkedése miatt e termékkör inflációját is lassú emelkedés jellemezheti.

Az eddig tárgyalt folyamatok eredőjeként már 2009-ben is a középtávú cél alatt lehetne az infláció, ami 2010 még tovább, 2 százalékos alá csökkenhetne. Mindezt jól illusztrálja az elemzési szempontból ismét előtérbe kerülő adósúrt árindex várt alakulása⁷.

Az adóemelések hatására azonban 2009 közepétől az infláció gyors emelkedése várható. A bejelentett kormányzati lépések közül a legjelentősebb inflációs hatása az áfa normál kulcsának

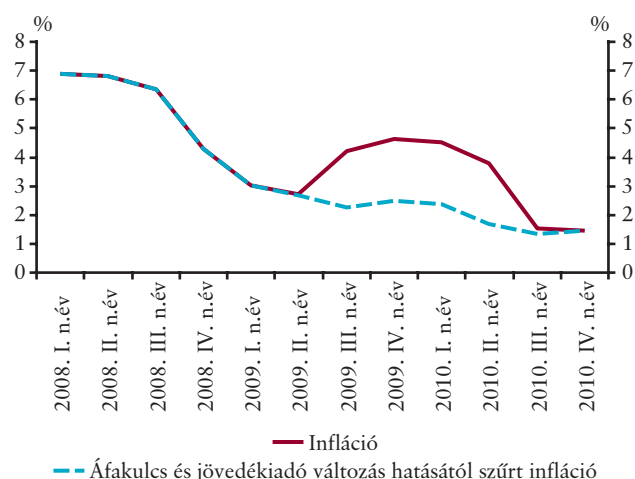
20-ról 23 százalékra történő emelésének lesz. A teljes fogyasztói kosár mintegy 93 százalékát érintő adóemelés becsléseink szerint az árszintet összességében mintegy 1,8 százalékkal növeli meg, így kb. a technikai hatás 75-80 százaléka fog megjelenni az árindexben. Korábbi évek áfaemelésének tapasztalatai szerint a termelők, kereskedők igen gyorsan, néhány hónap alatt áthárítják az emelés hatását, így annak döntő része már a júliusi adóemelés követő hónapokban, a III. negyedévben meg fog jelenni a fogyasztóiár-indexben. Az alkohol- és dohánytermékekre, üzemanyagokra kivetett jövedéki adók emelésének az árszintre vett hatását további 0,3 százalékra becsüljük. E két adóhatáson kívül a kiadáscsökkentő lépések – a szabályozott árakon keresztül – mintegy 0,5 százalékkal emelhetik az inflációt.

A makrogazdasági folyamatok és a kormányzati intézkedések alapján idén 3,5 százalékos feletti éves átlagos inflációt prognosztizálunk, míg jövőre három százalék alatt lehet az éves átlag. Az éven belüli lefutás kapcsán érdemes kiemelni, hogy a januári 3,1 százalékos infláció rövid távon enyhén tovább csökkenhet ugyan, de az adóemelések miatt a harmadik negyedévtől közel egy éven át 4 százalékos feletti árindexek várhatóak, és az éves indexek csak 2010 második félévében csökkennek az inflációs cél alá.

3-5. ábra

Fogyasztóiár-index előrejelzésünk*

(éves növekedés)



* Az adósúrt árindex esetében az áfa- és jövedékiadó-emelésből nem a teljes technikai hatást, hanem csak a fogyasztóiár-indexbe várt begyűrűzés hatását vettük figyelembe.

⁷ A korábbi áfaváltoztatásokhoz hasonlóan most is fontos módszertani kérdés az adóemelések kiszűrése a fogyasztóiár-indexből. Vizsgálataink alapján nem a teljes adóhatás jelenik meg a fogyasztói árakban, hanem annak 70-80 százaléka kerül áthárításra. Így az adóemelés 100 százaléknak kiszűrésével alulbecsülnénk a közgazdasági értelemben releváns inflációt.

3.4. Inflációs és növekedési kockázatok

A fő bizonytalanságokat a külső kereslettel, a hitelaktivitással, illetve a globális pénzügyi piacok turbulenciájával kapcsolatban látjuk jelenlegi előrejelzésünkben.

A külső kereslet esetében valós kockázatként értékeljük, hogy a világgazdaság az általunk feltételezett mélyebb és hosszabb ideig tartó visszaeséssel szembesül. Ezen forgatókönyv szerint főbb külkereskedelmi partnereink importkereslete még 2010-ben is csökken. Egy ilyen hosszabban elnyúló globális dekonjunktúra az exportértékesítések visszaesésén keresztül főleg a 2010-es gazdasági növekedést érintené. Az infláció a rosszabb konjunktúrafolyamatok miatt alacsonyabb lenne, amit tovább erősíthetne a feltehetően tovább csökkenő nemzetközi nyersanyagárak deflációs hatása.

Előrejelzésünkben továbbra is számottevő kockázatot jelent a hitelezési feltételek alakulása. Megítélésünk szerint a forrás-szerzési feltételek, illetve a hitelfelvevők kedvezőtlen jövedel-

mi helyzete akár teljes előrejelzési horizontunkon is az alappályában feltételezettnél alacsonyabb hitelaktivitást eredményezhet. Nem zárható ki, hogy a nettó hitelfelvétel mind a lakosság, mind a vállalatok esetében az elkövetkező két évben folyamatosan negatív marad. Ennek hatása különösen az idei évi növekedési számokra lehet erőteljes, deflációs hatása azonban főként 2010-ben jelentkezne.

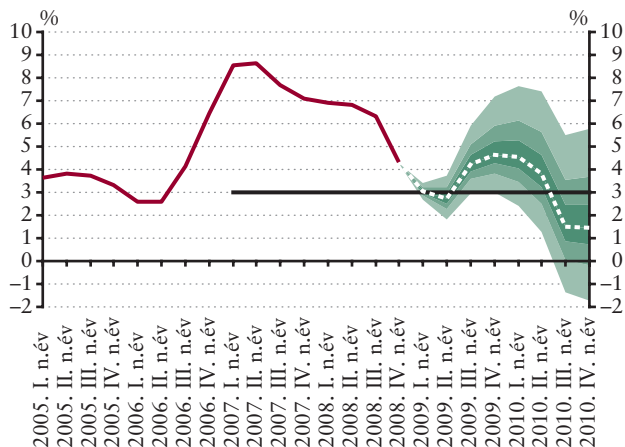
Magyarországon az elmúlt hónapokban a makrogazdasági folyamatok alakításában is megnőtt a globális pénzpiacokon hosszabb ideje elhúzódó turbulenciahatása. Előre tekintve a kockázati megítélés hirtelen, jelentős romlása – változatlan kamatszintet feltételezve – a felfelé mutató inflációs kockázatok erősítheti.

Összességében a fenti kockázatok alapján a gazdasági növekedés előrejelzésének alappályáját lefelé, az inflációt pedig enyhén felfelé mutató kockázatok övezik.

3-6. ábra

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája

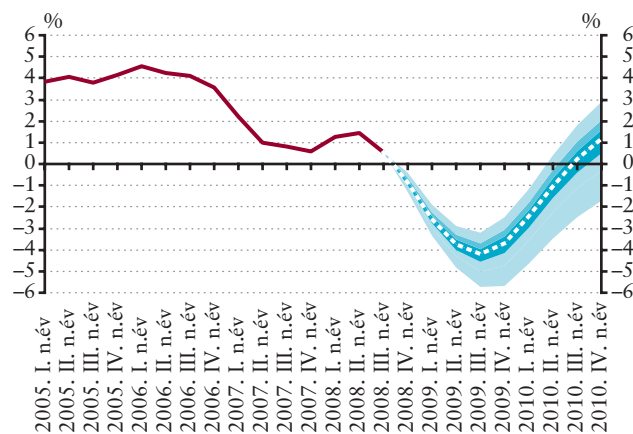
(éves növekedés)



3-7. ábra

A GDP-előrejelzés legyezőábrája

(éves növekedés)



3-4. táblázat

Előrejelzésünk változása 2008 novemberéhez képest

	2007	2008		2009		2010	
	Tény	Előrejelzés					
		November	Aktuális	November	Aktuális	November	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ^{1.**}	6,0	5,2	5,1	2,7 – 3,0	4,2	1,3 – 1,8	2,5
Fogyasztóiár-index**	8,0	6,2	6,1	3,1 – 3,4	3,7	1,5 – 1,9	2,8
Gazdasági növekedés							
Külső kereslet (GDP-alapon)	3,8	2,1	2,3	(–0,4) – 0,3	–1,2	(–0,2) – 1,5	0,8
Fiskális keresleti hatás ^{2.***}	–3,7	–1,8	–1,8	(–0,6) – (–0,1)	0,0	(–0,5) – 0,3	–0,3
Háztartások fogyasztási kiadása	0,7	0,4 – 0,5	0,3	(–3,6) – (–1,1)	–5,1	0,4 – 1,2	–1,6
Állóeszköz-felhalmozás	1,5	(–0,9) – (–0,5)	–1,4	(–3,5) – 1,1	–7,1	(–0,2) – 2,8	–0,5
Belföldi felhasználás	–0,9	1,2	0,5	(–2,7) – (–0,4)	–4,5	0,2 – 1,2	–1,2
Export	15,9	6,2 – 6,4	4,8	0,0 – 1,6	–6,0	2,0 – 5,8	4,8
Import	13,1	6,6 – 6,7	4,7	(–1,2) – 1,5	–7,1	1,8 – 4,9	4,2
GDP	1,1	1,0 – 1,1	0,6	(–1,7) – (– 0,2)	–3,5	0,5 – 2,0	–0,5
Folyó fizetési mérleg hiánya ³							
A GDP százalékában	6,4	7,0 – 7,2	7,9	4,0 – 4,9	3,9	4,3 – 4,4	4,5
Milliárd euróban	6,5	7,7 – 7,8	8,3	4,3 – 5,4	3,6	4,8 – 4,9	4,2
Külső finanszírozási igény ³							
A GDP százalékában	5,3	5,7 – 5,8	6,8	1,8 – 2,8	2,1	1,7 – 1,8	1,7
Munkapiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ^{4.8}	8,0	8,7	8,3	0,9 – 1,4	0,8	4,4 – 5,6	6,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ^{5.**}	–0,1	–1,2	–1,2	(–1,3) – (–0,9)	–2,0	(–1,8) – (–0,8)	–1,8
Versenyszféra bruttó átlagkereset ^{6.8}	9,1 (8.5)	9,3 (8,5)	9,2 (8,3)	5,0 – 5,7	4,0	4,3 – 5,5	6,5
Versenyszféra foglalkoztatottság ^{5.**}	0,9	–1,1	–1,0	(–1,4) – (–0,9)	–2,4	(–2,2) – (–1,0)	–2,3
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5.7}	4,0	4,6	6,5	4,7	6,4	2,0 – 2,8	2,0
Lakossági reáljövedelem*	–2,2	0,5 – 0,7	–1,2	(–0,6) – (–1,8)	–1,8	1,3 – 1,8	–1,2

¹ Az általunk előrejelzett mutatók technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal.

² Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkülését jelenti.

³ A 2004–2007-es időszakban a fizetési mérleg „Tévedések és hiba” sorának magas szintjéből fakadó bizonytalanság magasabb folyó fizetésimérleg-hiány és külső finanszírozási igény irányába mutat.

⁴ Pénzforgalmi szemléletben.

⁵ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

⁶ Az eredeti KSH-adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonális hatásaitól tisztított adatok szerepelnek.

⁷ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonális hatásaitól szűrt bérmutatóval számolódott.

⁸ 2010-ben a béren kívüli juttatások adómentességének megszüntetése a statisztika által kimutatott bruttó béreket 4,4%-kal emeli, amennyiben a kormányzat tervei a jelentés lezárásakor ismert információknak megfelelően valósulnak meg.

* MNB-becslés.

** Ezen változók 2008-as adatai nem előrejelzések, hanem tények.

*** A keresleti hatás idősor 2009–2010-re az MNB eredményét nem tartalmazza.

3-5. táblázat

Az MNB előrejelzései más intézményekkel összehasonlítva

	2007	2008	2009	2010	2011
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, százalék)					
MNB (2009. február)	8,0	6,1	3,7	2,8	-
Consensus Economics (2009. január) ¹	-	-	1,6 – 2,6 – 3,5	2,4 – 2,7 – 3,2	-
OECD (2008. november)	8,0	6,4	3,6	3,2	-
Európai Bizottság (2009. január)	7,9	6,1	2,8	2,2	-
IMF (2008. november)*	7,9	6,3	4,5	4,1	-
Reuters-felmérés (2009. január) ¹	-	-	1,2 – 2,5 – 4,4	1,4 – 2,6 – 3,5	2,5 – 2,9 – 3,5
GDP (éves növekedés, %)					
MNB (2009. február)	1,1	0,6	-3,5	-0,5	-
Consensus Economics (2009. január) ¹	-	-	(-4,2) – (-2,4) – (-0,8)	(-1,0) – 0,7 – 2,4	-
OECD (2008. november)	1,1	1,4	-0,5	1,0	-
Európai Bizottság (2009. január)	1,1	0,9	-1,6	1,0	-
IMF (2008. november)*	1,1	1,8	-1,0	0,6	-
Reuters-felmérés (2009. január) ¹	-	-	(-3,0) – (-2,4) – (-1,3)	0,0 – 1,5 – 3,3	-
Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)					
MNB (2009. február)	6,4	7,9	3,9	4,5	-
OECD (2008. november)	6,4	6,1	6,1	5,4	-
Európai Bizottság (2009. január)	6,4	7,2	5,5	5,2	-
IMF (2008. november)*	6,4	6,2	2,0	1,5	-
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)					
MNB (2009. február)	5,0	3,4	2,9	3,3	-
Consensus Economics (2009. január) ¹	-	-	2,5 – 2,7 – 3,0	2,0 – 2,5 – 3,0	-
OECD (2008. november)	5,0	3,4	3,6	3,5	-
Európai Bizottság (2009. január)	5,0	3,3	2,8	3,0	-
IMF (2008. november)*	4,9	3,4	2,5	2,0	-
Reuters-felmérés (2009. január) ¹	-	-	2,4 – 2,7 – 3,4	1,8 – 2,6 – 4,0	-
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)					
MNB (2009. február)	8,2	5,5	-4,9	1,5	-
OECD (2008. november) ^{2,3}	6,1	4,0	1,3	3,7	-
Európai Bizottság (2009. január) ^{2,4}	7,4	4,4	-1,8	1,3	-
IMF (2008. október) ²	6,4	3,3	0,8	-	-
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)					
MNB (2009. február)	3,8	2,3	-1,2	0,8	-
OECD (2008. november) ^{2,3}	3,5	2,0	0,0	1,7	-
Európai Bizottság (2009. január) ²	3,6	2,2	-1,2	1,0	-
IMF (2009. január) ^{2,**}	-	1,5	-1,9	0,7	-
Euroövezet GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)					
MNB (2009. február)	2,7	0,9	-2,1	0,4	-
OECD (2008. november)	2,6	1,0	-0,6	1,2	-
Európai Bizottság (2009. január)	2,7	0,9	-1,9	0,4	-
IMF (2009. január)	2,6	1,0	-2,0	0,2	-

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

¹ A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középítő érték) azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében. ² MNB által számított értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Így a számok eltérhetnek a nevezett intézmények által közöltől. ³ Az OECD nem publikált Romániáról adatokat, így az OECD előrejelzésünk nem veszi figyelembe Romániát. ⁴ Az Európai Bizottság 2009. januári előrejelzése az Egyesült Államokra nem ad import-előrejelzést, így az Egyesült Államokat ez a mutató nem tartalmazza.

* Az adatok az IMF 2008 novemberében közzétett, Magyarországra vonatkozó országjelentéséből származnak.

** Az IMF 2009. januárban közzétett World Economic Outlookja nem tartalmaz minden országra előrejelzést, így több esetben országcsoporthoz adott előrejelzéseket használtunk.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2009. január); European Commission Economic Forecasts, 2009. január; IMF World Economic Outlook (2008. október és 2009. január); Reuters-felmérés (2009. január); OECD Economic Outlook (2008. november).

4. Államháztartási és külső egyensúly





4.1. Az államháztartási egyenleg alakulása

A 2006 óta tartó erőteljes fiskális konszolidáció eredményeképpen 2006 és 2008 között a hiány a GDP mintegy 6 százalékaival csökkent, így – magánnyugdíj-pénztári korrekcióval számolva – 2008-ban Magyarország teljesítette a költségvetési deficitre vonatkozó maastrichti kritériumot. 2009-ben a februárban bejelentett intézkedések teljes körű megvalósulása esetén a hiány tovább csökkenhet és nagy valószínűséggel a GDP 3 százaléka alá kerülhet. 2010-ben azonban az eddig megismert intézkedéscsomag reálisan elfogadható részének figyelembevétele mellett is a költségvetési hiány kismértékű emelkedésére számítunk. Amennyiben az eddig nem részletezett tervek is kidolgozásra, illetve implementálásra kerülnek, akkor a 2010-es hiányszint emelkedése is elkerülhető és biztosítható a 3 százalékos hiányszint fenntartása.

2008-ban az államháztartás ESA-szemléletű hiánya 3,4 százalékos körül alakulhatott, ami – módszertani eltérések miatt – meghaladja a novemberi inflációs jelentés előrejelzését. Az állami költségvetés pénzforgalmi hiánya várakozásainknak megfelelően alakult, azonban a MÁV Cargo privatizációjából befolyó összeg elszámolása növelte az eredmény szemléletű deficitet.⁸

Mindamellett, hogy a 2008-as pénzforgalmi hiány megfelelt várakozásunknak, annak összetétele már eltért előrejelzésünkétől, és a 2009–2010-es hiány alakulására nézve kedvezőtlen tendenciákat vetít előre. 2008 végén elsősorban a társaságiadó- és járulékbévételek esetében tapasztaltunk jelentős elmaradást, amit főként egyedi tételek ellensúlyoztak, így biztosítva a cél közeli hiány kialakulását.

2009-ben a makrogazdasági pálya számottevő romlása következtében az adó- és járulékbévételek esetében nagymértékű kiesésre számítnak. Ennek ellensúlyozására a miniszterelnök február 16-án egy jelentős kiadáscsökkentő intézkedéssorozatot jelentett be, amely az adórendszert átrendező lépésekkel is kiegészült. 2009-ben a kiadási oldalon fegyelmetartó gazdaság várható, a legtöbb tételnél számottevő visszafogásra kerül sor, kivéve a nyugdíjkiadásokat, ahol GDP-arányosan is emelkedés várható. Bevételi oldalon a recessziós környezet következtében a leginkább meghatározó tételek nominális csökkenésére számítnak, amin csak részben változtatnak a kormány adóátrendező lépései.

Az államháztartás ciklikusan igazított egyenlegéből az látszik, hogy a gazdasági környezet már tavaly is kismértékben rontotta az egyenleget, idén viszont ennek mértéke jelentősen növekszik. Miközben a hivatalos hiányszámok tekintetében a 2009-es javulás csak kismértékű, addig a ciklikus folyamatok figyelembevételével már egy sokkal markánsabb kiigazítás képe rajzolódik ki. A ciklus hatását kiszűrve az ESA-egyenleg több mint 2 százalékponttal javulhat.

2008 őszén a kormány új, alacsonyabb hiánycélt tűzött ki, amelynek eléréséhez két lépésben szigorító intézkedéseket vezetett be. A makrogazdasági folyamatok romlása következtében azonban a ciklus negatív hatása ezen intézkedéseket gyakorlatilag semlegesítette. Ezt követően került sor februárban az újabb intézkedésekre, amelyek részlegesen ellensúlyozzák a bevételkiesés hiánynövelő hatását. Ennek köszönhetően az államháztartás ESA-szemléletű egyenlege 2009-ben javul 2008-

4-1. táblázat

Az államháztartás egyenlegmutatóinak alakulása

	2008	2009	2010
Pénzforgalmi (GFS) egyenleg	-3,5	-3,2	-3,7
Eredmény szemléletű (ESA) egyenleg	-3,4	-2,9	-3,3
Kibővített (SNA) egyenleg	-4,1	-4,7	-4,5
SNA elsődleges egyenleg	-0,3	-0,4	-0,1
Fiskális keresleti hatás	-1,8	0,0	-0,3
Ciklikus komponens	-0,2	-1,9	-1,9

⁸ Előzetes ESA-hiány szám márciusban várható, azt még alakíthatja az önkormányzatok végleges mérlege és módszertani kérdések is. Az előzetes pénzügyi számlák alapján az államháztartás finanszírozási igénye a GDP 3,1 százaléka körül alakult 2008-ban, ezek alapján nem kizárt, hogy a végleges 2008-as hiányszám is eltér az előzetesen becsült 3,4 százaléktól.

Előző előrejelzésünk készítésekor azzal számoltunk, hogy a privatizációs bevétel nem realizálódik 2008-ban, így a MÁV-nál hagyott bevétel költségvetési transzferként sem ronthatta a tavalyi egyenleget. Az előrejelzés lezárása után azonban mégis sor került a tranzakció pénzügyi zárására, ami valószínűleg teljes egészében a tavalyi évet fogja terhelni, bár a végleges döntés csak 2009 márciusában várható.

hoz képest, bár a korábban kitűzött 2,6 százalékos hiánycél-nál némileg magasabb, 2,9 százalék körüli hiány kialakulása várható.

Az államháztartásnak a többi szektor jövedelmére gyakorolt hatását leginkább tükröző kiegészített SNA-hiánymutató 2009-ben – a PPP-konstrukcióban készülő autópálya-beruházások és az MNB veszteségének emelkedése következtében – növekedni fog, 2010-ben pedig elsősorban az autópálya-építések várható lezárulása miatt kismértékű csökkenésre számíthatunk. A fiskális keresleti hatás (az elsődleges SNA-egyenleg változása) 2008-ban jelentős szigorítást jelzett, 2009-ben gyakorlatilag semleges lesz, míg 2010-ben – ellentétben a hivatalos hiánymutatóval – kismértékben újra fiskális szigorítás várható.

4.1.1. AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS BEVÉTELEINEK ALAKULÁSA

2008-ban a költségvetés bevételeinek alakulását alapvetően a makrogazdasági pálya fokozatos romlása határozta meg. Különösen a társasági adóból, illetve a járulékokból befolyt összeg maradt el az év közbeni várakozástól, de kismértékben a fogyasztáshoz kapcsolódó adókban is érezhető volt az utolsó negyedévben a visszaeső lakossági fogyasztás hatása. A személyi jövedelemadóban ugyanakkor nem tapasztaltunk visszaesést, ami feltehetően a nem bérjellegű jövedelmekhez kötődő bevételeknek tudható be.

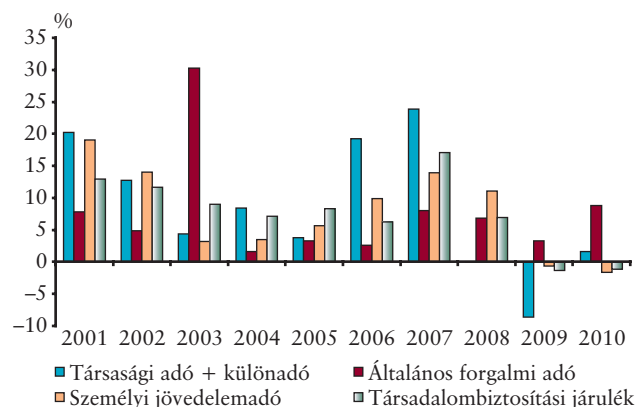
A miniszterelnök által február 16-án bejelentett kiigazítási csomag részeként sor kerül az adórendszer szerkezetének átalakítására is. Ennek keretében a munkát terhelő adók és járulékok csökkenni, míg a fogyasztást terhelő adók emelkedni fognak. 2009-ben a munkáltatói járulékok csökkentését és a személyi jövedelemadó-rendszerben történő kiengedést gyakorlatilag teljes egészében az áfa és a jövedéki adó emelése kompenzálja. 2010-ben a béreket terhelő elvonások további mérséklése mellett kismértékben a tőke adóztatása is kedvezőbb lesz, amit ismételtén a fogyasztást terhelő adók emelkedése ellensúlyoz. Az átalakítások eredményeképpen az adóék számottevően mérséklődhet, azonban az összes adóterhelés közel változatlan marad. Mindeközben egy ártrendeződés megy végbe: a háztartások adóterhelése jelentősen megemelkedik, a vállalkozások adóterhelése viszont ezzel párhuzamosan mérséklődik.

A költségvetési törvény előirányzataihoz képest 2009-ben az államháztartás bevételei több mint 300 milliárd forinttal eshetnek vissza a kedvezőtlenebb makrogazdasági pálya következté-

ben. A meghatározó állami bevételek esetében az elmúlt 10 évben nem fordult elő, hogy az egyes bevételi tételek nominálisan is csökkenjenek az előző évhez viszonyítva. Ezzel szemben 2009-re vonatkozóan az intézkedéscsomag nélkül minden fontosabb bevétel (személyi jövedelemadó, áfa, társasági adó, járulékok) esetén – összhangban az adóalapok csökkenésével – negatív növekedési indexek alakultak volna ki. Ez a kedvezőtlen tendencia a (különadó nélkül számított) társaságiadó-bevétel esetében már 2008-ban elindult. A februárban bejelentett adórendszerbeli változások eredményeképpen azonban némiképpen változni fog az egyes bevételi tételek dinamikája is. A kulcsemelés hatására az áfabevételek növekedési indexe már pozitívvá válhat 2009-ben, miközben a járulé- és személyi jövedelemadó-bevételek még inkább visszaeshetnek. A társasági adóra vonatkozóan 2009-ben nem történik intézkedés, a számottevő visszaesés teljes egészében a romló makrogazdasági környezet eredményének tekinthető (4-1. ábra).

4-1. ábra

A főbb bevételi tételek nominális növekedési ütemei



Az ábrán szereplő indexek természetesen a makrogazdasági pálya változása mellett az egyes adónemeket érintő intézkedések hatását is mutatják. Például 2003-ban a kiugró áfabevétel alapvetően az áfa-visszatérítés lefuttatásának évek közötti megváltozásához köthető, míg a társasági adó 2006–2007-es megugrása a különadó bevezetésének eredménye.

2010-ben a társasági adó vonatkozásában igen magas növekedési ütem várható, azonban ez elsősorban a kulcsemeléshez, az adóalap szélesítéséhez, illetve a kedvezmények szűkítéséhez köthető. A társasági különadó megszüntetése azonban el-lensúlyozza a társaságiadó-bevételek emelkedését, összességében a tőke adóztatása csak kismértékben változik 2010-ben. Az áfabevételek a kulcsemelés évesített hatása miatt ugyancsak számottevően növekednek nominálisan 2010-ben, míg a bérhez kötődő bevételek esetében viszonylag mérsékelt további csökkenés várható, ami alapvetően az intézkedések hatásának tudható be.

4.1.2. AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS KIADÁSAINAK ALAKULÁSA

Február 16-án a miniszterelnök számos kiadáscsökkentő lépést is bejelentett, amelyek – a nettó értelemben közel nulla hatású adóáttrendező lépések mellett – 2009-ben biztosíthatják a módosított hiánycél elérését. Előrejelzésünkben az eddig nyilvánosságra került kiadás oldali kormányzati intézkedések közül a kellően részletezett és a rendelkezésre álló információk alapján reálisan megvalósítható tételket vettük figyelembe. Az intézkedések egyrészt a lakossági transzferek mérséklését, másrészt a kormányzat fogyasztási és beruházási kiadásainak csökkentését célozzák. 2009-ben a megtakarításoknak mintegy fele származik a kormányzati fogyasztás csökkentéséből, míg 2010-ben a transzferek csökkentése és a kormányzati fogyasztás közel hasonló mértékben járul hozzá a hiánycsökkentéshez.

2009-ben a kiadási oldalon mintegy 200 milliárd forintnak megfelelő nagyságrendű mérséklést jelent az újabb intézkedéssorozat, amellyel biztosítható a 2,9 százalékra módosított hiánycél elérése. 2010-re vonatkozóan az eddig megismert és részleteiben is kellőképpen kidolgozott javaslatok közel 350 milliárd forintot tesznek ki. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a kormányzati szándék ennél némileg magasabb, 500 milliárd forint nagyságrendű kiadáscsökkentést céloz, azaz amennyiben minden tervezett intézkedés megvalósul, akkor a kiigazítás mértéke nagyobb lehet az alappályában figyelembe vettnél.

Költségvetési szervek nettó kiadásai

2008-ban a költségvetési szervek nettó kiadásai több mint 250 milliárd forinttal csökkentek, aminek jelentős része elsősorban egyedinek tekintett tételek kieséséhez vagy csökkenéséhez köthető. 2008-ban az előző évhez képest csökkent az autópálya-építésekhez kapcsolódó kiadás, illetve nem került sor a MÁV esetében a 2007. évihez hasonló tőkejuttatásra. Ezek a tételek összességükben közel 200 milliárd forinttal csökkentették a kiadásokat. A bérkiadások közel szinten maradtak és a dologi kiadások emelkedése mellett leginkább a

beruházási kiadások csökkenésének köszönhetően mérséklődtek a kiadások.

A költségvetési előirányzat 2009-ben további, több mint 200 milliárd forintos megtakarítással számol az előző évhez képest, aminek fő összetevői egyrészt a közszféra béreiben várt mintegy 6 százalékos nominális csökkenés, másrészt hogy a költségvetés 2009-ben gyakorlatilag már csak a költségvetésen kívül, PPP-konstrukcióban tervezi autópálya-beruházásait. Előbbi intézkedés egy szinteltolást jelent a kiadásoknál, míg utóbbi egy egyszeri magas kiadás szétterítése a következő évekre rendelkezésre állási díj formájában. A februári bejelentések az előirányzathoz képest további kiadáscsökkentést jelentenek a költségvetési szervek esetében. Egyrészt zárolásra került a fejezeti kiadások egy számottevő része, másrészt mérséklődnek bizonyos támogatási formák (gázártámogatás, agrártámogatás), harmadrészt az adó- és járulérendszer átalakítása következtében automatikusan mérséklődik az államháztartás bérjellegű kiadásainak összege is.

Összességében 2008–2009 folyamán a GDP több mint 2,5 százalékaival csökkenhetnek a költségvetési szervek kiadásai az igen magasnak tekinthető 2007-es szintről. 2010-ben előrejelzésünk szerint a kiadások a GDP arányában közel változatlan szinten maradnak.

Nyugdíjkiadások

2008-ban folytatódott a nyugdíjkiadások dinamikus emelkedése, és ez a tendencia – a februárban bejelentett intézkedések figyelembevételével is – várhatóan 2009–10 folyamán is lassuló ütemben fennmarad. Az állami költségvetés másik meghatározó kiadási tételének, a költségvetési szervek nettó kiadásainak csökkenésével ellentétben a nyugdíjkiadások egyre nagyobb részét teszik ki a teljes állami kiadásoknak (4-2. ábra).

A nominális nyugdíjkiadások az elmúlt 10 évben átlagosan közel 15 százalékkal növekedtek évente, ami a GDP-arányos kiadásokat is jelentősen emelte. Ezekben a növekedésekben a svájci index által meghatározott emelések mellett szerepet játszottak egyedi intézkedések is: egyszeri nyugdíjemelések, 13.

4-2. táblázat

Előrejelzésünkben figyelembe vett kiadás oldali lépések megoszlása

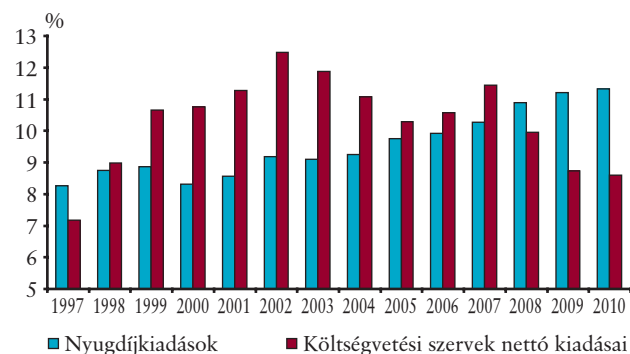
(milliárd forint)

	2009	2010
Lakossági transzferek	-17	-121
Kormányzati fogyasztás és beruházás	-93	-123
Természetbeni transzferek	-30	-30
Egyéb	-63	-57
Összesen	-203	-331

4-2. ábra

A költségvetési szervek nettó kiadásainak és a nyugdíjkiadásoknak az alakulása

(a GDP százalékában)



havi nyugdíj bevezetése, nyugdíjkorrekciós program, illetve a nyugdíjasok összetételét befolyásoló cserélődési hatás. 2008-ban a nyugdíjkiadások több mint 10 százalékkal emelkedtek, a meghatározó tényezők közül mind az árindex, mind a bérindex szerepe jelentős.

2009-re vonatkozóan a tavaly őszi döntések értelmében a 13. havi nyugdíjkifizetések maximálva lettek, és a nyugdíjkorrekciós program is csak szeptembertől folytatódik, ami segít fékezni a nyugdíjkiadások növekedési ütemét, azonban ezen túlmenően jelentős költségvetési hatást jelentő lépésre 2009-ben nem kerül sor. 2010-ben a svájci index gazdasági növekedéshez kötött indexálásra való módosítása, a 13. havi nyugdíj új nyugdíjasok számára történő megszüntetése, illetve kisebb egyéb változtatások kismértékben lassíthatják a nyugdíjkiadások emelkedését. A törvényes nyugdíjkorhatár emelésére, amely jelentősebb mértékben járulhatna hozzá a nyugdíjkiadások mérsékléséhez, azonban csak 2016-tól fokozatosan kerül sor, és a 13. havi nyugdíjkifizetések megváltoztatása is csak nagyon lassú ütemben segíti a nyugdíjkiadások egyenlegének javulását.

Kamatkiadások

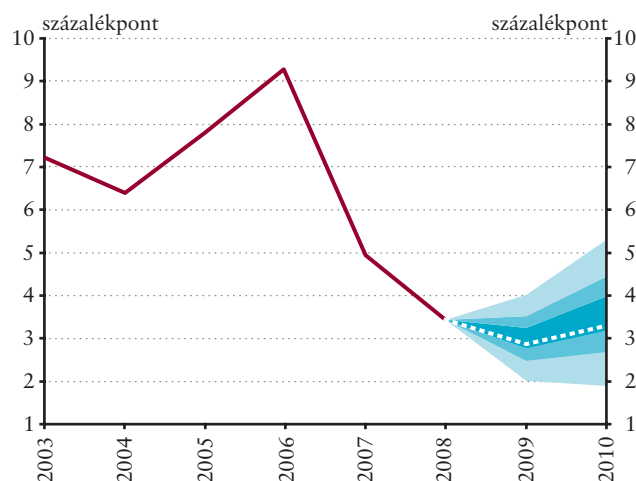
2008-ban az államháztartás kamatkiadásai nominálisan és GDP-arányosan is emelkedtek az előző évhez képest, aminek háttérben főként a számottevően emelkedő hozamok álltak. 2009–2010-ben az államadósság finanszírozási szerkezetének jelentős átrendeződése azt eredményezi, hogy az ÁKK pénzforgalmi kamatkiadásai nem emelkednek érdemben a tavalyi évhez viszonyítva. A nemzetközi szervezetektől (IMF – Európai Bizottság – Világbank) felvett devizahitelek jelentősen emelték a devizaadósság arányát a teljes adósságon belül, ami közvetlenül – az alacsonyabb finanszírozási költségeken keresztül – mérsékli az ÁKK kamatkiadásait. Ezzel párhuzamosan azonban – ahogy azt már a novemberi inflációs jelentésben a kockázatok között is jeleztük – az MNB kamateredménye a jelentősen emelkedő kéthetes MNB-kötvényállományon meg-

valósuló magas kamatkiadásokon keresztül számottevő mértékben romlik. Ezt a hatást részben ellensúlyozza a jegybank realizált árfolyamnyeresége. Az elmúlt években a jegybank képes volt eredménytartálékából fedezni a keletkezett veszteségeket, azonban 2009–2010-re vonatkozóan várhatóan a költségvetésnek kell kiegyenlíteni a jegybanki veszteséget, ami megjelenik a hiányban is. Az elszámolás a tárgyévét követő évben történik meg, azonban az elszámolás mértékét illetően egyelőre jelentős a bizonytalanság, ez alapvetően a veszteség nagyságát befolyásoló tényezőktől (árfolyam, hozamalakulás, hitellehívások időzítése stb.) függ. A többlethiány mértéke 2009-re vonatkozóan a GDP 0,2, 2010-re 0,3 százaléka körül alakulhat, ez a költségvetési hiányban 2010–2011-ben jelenik meg.

4.1.3. ELŐREJELZÉSÜNKET ÖVEZŐ KOCKÁZATOK

A 2008. májusi inflációs jelentéshez hasonlóan most is elkészítettük a költségvetési előrejelzés bizonytalanságát jelző legyezőábrát. A legyezőábra a makrogazdasági pályában rejlő és a szakértők által ezen felül érzékelt, de nem politikai kockázatokat tartalmazza.

4-3. ábra

A költségvetési hiányra vonatkozó előrejelzés bizonytalanságát mutató legyezőábra

A legyezőábra azt mutatja, hogy az alap-előrejelzésünk körüli kockázatok aszimmetrikusak, és mindkét évben a makrogazdasági bizonytalanság és a szakértői tételek is a nagyobb hiány kialakulása felé mutatnak. A makrogazdasági alap-előrejelzés körüli aszimmetria 2009-ben és 2010-ben is két határból áll össze. Az alacsonyabb GDP-növekedés irányába mutató kockázatok rontják, míg a felfelé mutató inflációs kockázatok a magasabb nominális bevételek miatt mérséklik a várható hiánypályát. A szakértői tételekben magasabb hiány irányába mutató kockázatának fő oka elsősorban a költ-

ségyetési szervek kiadásainak alappályában foglaltnál esetlegesen erőteljesebb emelkedése, illetve egyes, eddig még nem specifikált intézkedésekhez kapcsolódó implementációs kockázatok.

A szakértői tételek esetében az alappályában ugyan elfogadjuk a februárban bejelentett intézkedések túlnyomó többségét, azonban jogszabályi megerősítés hiányában mindenképpen jelezniünk kell, hogy jelentős az intézkedésekhez kapcsolódó implementációs kockázat. Bevételi oldalon például a korábban adómentes juttatások adókötelessé tétele esetében látunk

számottevő mértékű megvalósítási kockázatot. Az eddig adómentes béren kívüli juttatások (például étkezési utalványok, üdülési csekk stb.) adó- és járulékkötelessé tétele esetében a szabályozás megváltoztatása egyelőre még nem történt meg és elképzelhető, hogy az eredeti, teljes adómentes körre vonatkozó elképzelés esetleg csak részlegesen valósul meg, így az abból várt többletbevétel sem realizálódik.

Alap-előrejelzésünk 2009-re a GDP 0,3, 2010-re 0,2 százalékanak megfelelő stabilitási tartalékkal számol, azaz a hiánycél túllépése esetében ennek zárolása segíthet a cél elérésében.

4.2. A külső egyensúly alakulása

A rendelkezésre álló adatok a külső egyensúlytalanság jelentős növekedését valószínűsítik 2008-ban. A harmadik negyedéves fizetésimérleg-publikáció szerint az egyensúlyi helyzet javulása 2007 végén megállt, és 2008 harmadik negyedévéig már ismét emelkedett az ország finanszírozási igénye. Az év végén ugyan elindulhatott egy korrekció, ám a folyó fizetési és tőkemérleg összegeként adódó külső finanszírozási igény így is a GDP 6,8 százaléka körül alakulhatott éves szinten.

A korábbi prognózisunknál is lényegesen kedvezőtlenebb külső egyensúlyi kép két tényezőre vezethető vissza. Egyrészt a jövedelemegyenleg hiánya várakozásunkat meghaladó mértékben növekedett, amely részben az emelkedő külső finanszírozási költségeket tükrözi.⁹ Az adatok ugyanis arra utalnak, hogy a pénzügyi válság következményeként a belföldi gazdasági szereplők csak rövidebb futamidőn és magasabb kamat mellett tudják megújítani lejáró adósságukat. Másrészt mind a folyó, mind a tőkeátráferek értéke jelentősen elmaradt korábbi prognózisunktól, amiben az EU-tól származó forrá-

sok visszaesése játszott meghatározó szerepet. Eközben a reálgazdasági egyenleg többlete előrejelzésünknek megfelelően apadni kezdett az év közepétől.

A kirajzolódó külső egyensúlyi kép összhangban van a belföldi szektorok finanszírozási pozíciójáról meglévő ismereteinkkel. A konszolidált államháztartás hiánya ugyan tovább csökkent 2008-ban, ám az egyensúlyjavulás üteme messze elmaradt a kiigazítás kezdeti szakaszára jellemző mértéktől. A háztartások és a vállalatok nettó pénzügyi megtakarítása azonban csökkenhetett 2008 első három negyedévében, amelyet első sorban a rendelkezésre álló jövedelem mérséklődése indokolhat. A vállalatok jövedelemcsökkenésében jelentős szerepet játszhatott a fajlagos munkaerőköltség növekedése, illetve a finanszírozási költségek korábban említett számottevő emelkedése.

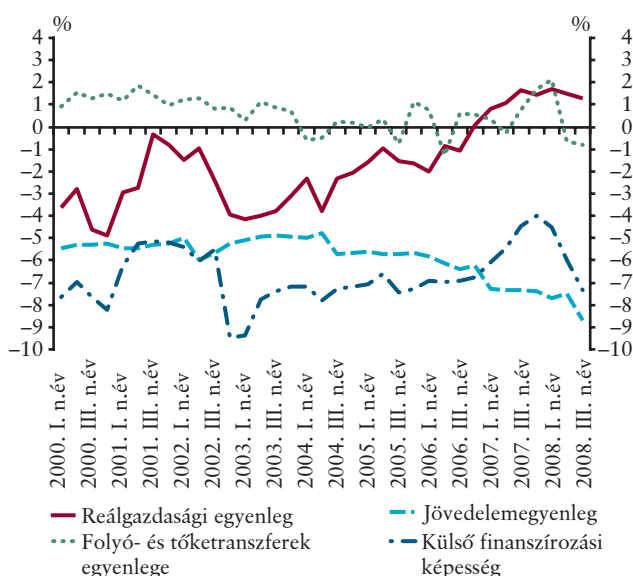
4-5. ábra

A szektorok finanszírozási képességének alakulása*

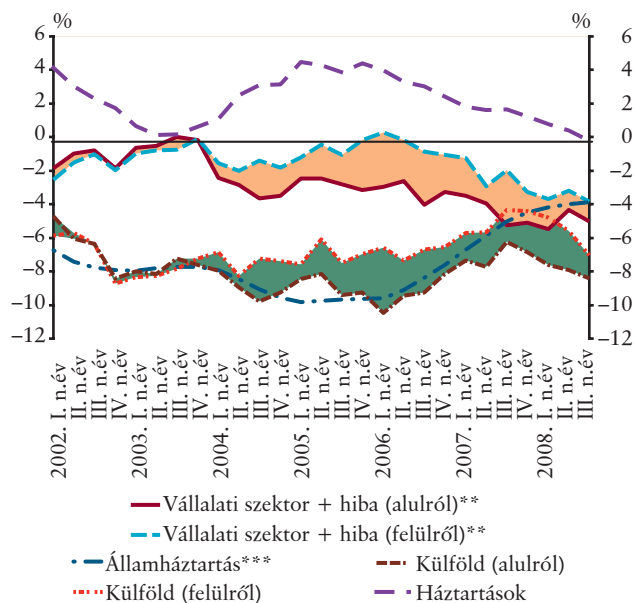
4-4. ábra

A külső finanszírozási igény komponensei

(szезonálisan igazított adatok, GDP arányában)



* Az osztalékmegszavazások időpontja rendszerint az év első felére esik. 2008-ban egy nagy magyar vállalat rendhagyó módon jelentős mennyiségű osztalékot szavazott meg júliusban, ami felborította a jövedelemegyenleg megszokott szezonálisitását. Az ábrázolt időszakban ezt a tételet visszakorrigáltuk a II. negyedévre.



* Az EU-csatlakozás miatt előrehozott import által okozott eltérések és az EU-csatlakozás következtében megszűnő vámraktárak, valamint a Gripen vadászgépek importnövelő hatásával korrigált adatok. ** A vállalati szektor finanszírozási képessége maradékelven kerül meghatározásra, így tartalmazza az egyéb statisztikák hibáit is. *** A konszolidált államháztartás az állami költségvetésen kívül tartalmazza az önkormányzatokat, az ÁPV Zrt.-t, a kvázi-fiskális feladatokat ellátó intézményeket (MÁV, BKV), az MNB-t és az állam által kezdeményezett és irányított, ugyanakkor formálisan ún. PPP-konstrukcióban végrehajtott beruházásokat végző intézményeket.

⁹ A közvetlentőke-befektetésekhez kapcsolódó jövedelemkiáramlás is emelkedett, ez az adat azonban jelentős részben becslésen alapul. Pontosabb információk csak a 2008-as vállalatieredmény-kimutatások beérkezése és feldolgozása után állnak majd rendelkezésre.

4-3. táblázat

Az egyes szektorok GDP-arányos nettó finanszírozási képessége

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Becslés						Előrejelzés		
I. Konszolidált államháztartás*	-8,5	-8,3	-8,4	-9,4	-9,6	-5,9	-4,1	-4,7	-4,5
II. Háztartások	2,7	0,2	2,4	4,4	3,3	1,6	0,8	5,6	4,5
Vállalatok és „hiba” (= A-I.-II.)	-0,9	0,1	-2,3	-1,7	-0,7	-1,1	-3,6	-3,0	-1,7
A) Külső finanszírozási képesség, „felülről”(=B+C)	-6,7	-8,0	-8,3	-6,7	-6,9	-5,3	-6,8	-2,1	-1,7
B) Folyó fizetési mérleg egyenlege	-7,0	-8,0	-8,6	-7,5	-7,5	-6,4	-7,9	-3,9	-4,5
– milliárd euróban	-5,0	-5,9	-7,1	-6,7	-6,8	-6,5	-8,3	-3,6	-4,2
C) Tőkemérleg egyenlege	0,3	0,0	0,3	0,8	0,6	1,1	1,1	1,8	2,7
D) Tévedések és hiba (NEO)**	0,3	0,3	-1,4	-1,8	-2,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8
Külső finanszírozási képesség „alulról” (=A+D)	-6,5	-7,7	-9,7	-8,5	-9,3	-6,9	-9,5	-5,0	-4,5

* A konszolidált államháztartás az állami költségvetésen kívül tartalmazza az önkormányzatokat, az ÁPV Zrt.-t, a kvázi-fiskális feladatokat ellátó intézményeket (MÁV, BKV), az MNB-t és az állam által kezdeményezett és irányított, ugyanakkor formálisan ún. PPP-konstrukcióban végrehajtott beruházásokat végző intézményeket.

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

2009-ben a külső egyensúly számottevő javulására számíthatunk. A banki mérlegadatokat már a múlt év végén is a belföldi hitel-felvétel drasztikus visszaesését mutatják, ami a fogyasztási és beruházási kiadások jelentős csökkenését vetíti előre. A rendkívüli mértékben szigorodó hitelfeltételek és a fiskális csomag fogyasztást drágító elemei elsősorban a lakossági megtakarítások erőteljes alkalmazkodását kényszeríthetik ki. Ugyanakkor a vállalati szektor esetében is a finanszírozási igény csökkenésére számíthatunk, hiszen a beruházások elhalasztása, a növekvő EU-transzferek és az állami elvonás mérséklése ellensúlyozhatják a jövedelmezőség romlását. Az államháztartás SNA szemléletű hiánya a meghatározó adóalapok (bérek, fogyasztás) erodálódása következtében még az intézkedések ellenére is emelkedhet¹⁰, ám az ország GDP-arányos külső finanszírozási igénye így is közel 5 százalékponttal csökkenhet az előző évhez képest.

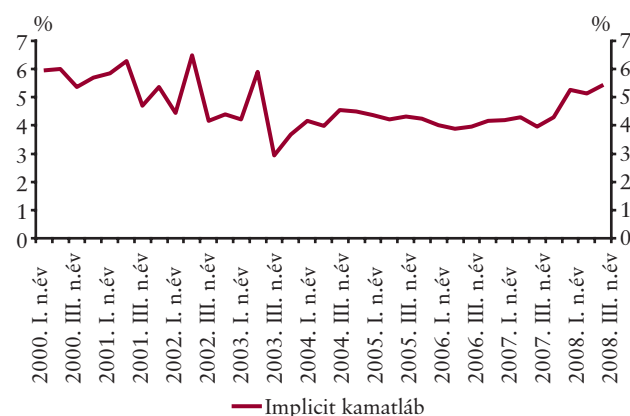
A mély gazdasági recesszióval együttjáró külső egyensúlyjavulás elsősorban az importkereslet visszaesésén keresztül, a reálgazdasági egyenleg többletének számottevő emelkedésében jelenhet meg. A jövedelemegyenleg esetében ugyanakkor elmentés folyamatok játszódhatnak le. Egyrészt a tulajdonhoz kapcsolódó jövedelmek csökkenésére számíthatunk, hiszen a bel- és külpiazi értékesítési lehetőségek szűkülésével párhuzamosan a külföldi vállalatok megtermelt jövedelme is számottevően csökkenhet. Másrészt a lejárató adósság folyamatos átárazódásának következtében már a finanszírozási költségek szinten maradása mellett is tovább emelkedhet magas külső adósság-

állományunk kamatterhe. Érdemes megjegyezni, hogy a devizában denominált külső adósság magas aránya miatt a gyengébb árfolyam reálgazdasági egyenleget javító hatását tompítja az adóssághoz kapcsolódó jövedelemkiáramlás növekedése. Az EU-tól származó folyó- és tőketranszferek előrejelzett nagymértékű növekedése ugyanakkor enyhítheti a nemzeti jövedelem csökkenésének külső egyensúlyra gyakorolt hatását.

4-6. ábra

A bruttó külső adósság implicit kamatterhe*

(egyéb tőkével együtt)



* Az implicit kamatláb az átlagos bruttó adósságállomány és a vonatkozó jövedelemkiáramlás hányadosaként adódik. Az adatok forrása a fizetésimérleg-statisztika állományi része és a folyó fizetési mérleg megfelelő sorai.

¹⁰ Az SNA szemléletű hiány növekedésében jelentős szerepet játszanak a PPP-konstrukcióban megvalósuló M6-os autópálya kiadásai, amelyek a hivatalos ESA-számokban 2009-ben nem jelennek meg.

4-4. táblázat

A GDP-arányos folyó fizetési mérleg szerkezete

(GDP arányában, százalék, ha másképpen nem jelezzük)

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

2010-ben a fizetési mérleg transzfer sorain megjelenő, EU-tól származó források növekedése teheti lehetővé a külföldi finanszírozásra való ráutaltság további mérsékelt csökkenését. A jelentős visszaesés után 2010-ben a gazdasági aktivitás stabilizálódását prognosztizáljuk mind belföldön, mind külföldön, így alapfeltevéseink mellett nem számíthatunk a reálgazdasági és a jövedelemegyenleg javulására. A kormányzat jelenlegi előrejelzése szerint ugyanakkor az EU-tól lehívható források 2010-ben már meghaladhatják a 3,2 milliárd eurót, ami a GDP-arányos külső finanszírozási igény enyhe csökkenését eredményezheti.

4.2.1. A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG HIÁNYÁNAK FINANSZÍROZÁSA

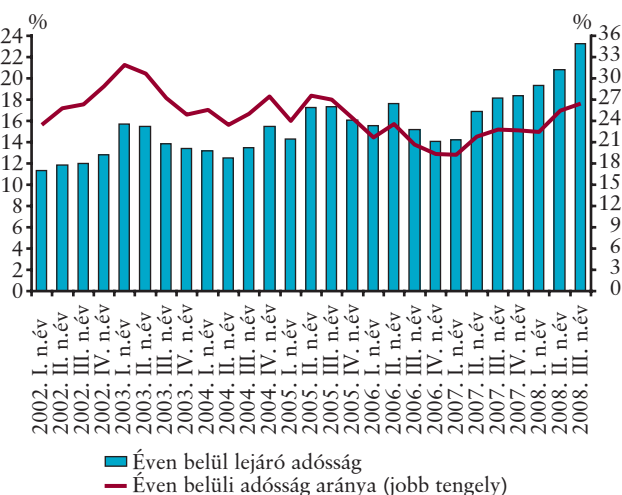
2008-ban a fizetési mérleg finanszírozási oldalán növekedtek a makro-sebezhetőségi kockázatok, amelyek az év végi pénzügyi zavarok idején a figyelem középpontjába kerültek. 2008 első három negyedében az „alulról számított” külső finanszírozási igény 7,2 milliárd eurót tett ki, amelynek csak kis hányadát fedezték a nettó nem adósságeneráló tételek. A nagymértékű adósságjellegű forrásbevonás következtében az ország nettó külső adóssága tovább emelkedett, és a III. negyedév végén elérte a GDP 48 százalékát. Stabilitási szempontból ugyan csak kedvezőtlen, hogy a növekvő bruttó külső adósságon belül megemelkedett a rövid lejáratú adósság aránya.

A nemzetközi szervezetekkel kötött hitelmegállapodás megfelelő mozgásteret biztosít az esetleges forrásbevonási problémák kezelésére, ugyanakkor rövid távon a fizetési mérleg finanszírozási oldalán további átrendeződésre, illetve elkerülhe-

4-7. ábra

Magyarország rövid lejáratú bruttó adóssága

(hátralévő futamidő szerint, GDP arányában)



etlen alkalmazkodásra számíthatunk. Az alkalmazkodás egy jelentős része eszközoldalon, vagyis a külföldi követelések leépítésén keresztül valósulhat meg. Az elmúlt években jelentős nem adósságeneráló tőkekiáramlást figyelhattunk meg, amely részben közvetlentőke-befektetések, részben portfóliójellegű részvényvásárlás formájában öltött testet. 2008 IV. negyedében az ilyen tőkekiáramlás számottevően csökkenhetett, illetve nagy valószínűséggel vissza is fordult. Ezzel párhuzamosan a fennálló külső adósságállomány további rövidülése valószínűsíthető, hiszen az általános pénzügyi bizalmatlanság következtében a magánszektor feltehetően csak rövidebb lejáraton tudta megújítani forrásait az elmúlt év végén.

**5. Függelék:
a 2008-ra vonatkozó inflációs
előrejelzéseink értékelése**





A korábbi évek gyakorlatának megfelelően ismét áttekintjük, hogy az elmúlt évre vonatkozó inflációs előrejelzéseink mennyire voltak sikeresek. A siker kritériuma azonban nem elsősorban a tények és az előrejelzések egyszerű eltérése, mivel az MNB előrejelzései szabályalapú, feltételes előrejelzések. A feltevések hatásának számszerűsítése után azonban az elemzés rávilágíthat arra, hogy a előrejelzési eszközeink mennyire ragadják meg helyesen a ténylegesen bekövetkezett trendeket..

A következőkben két szempont alapján vizsgáljuk meg a 2008-as éves átlagos inflációra adott előrejelzéseket: egyrészt a piaci szereplők inflációs előrejelzésével hasonlítjuk azokat össze, első lépésben figyelmen kívül hagyva az MNB-előrejelzések feltételeességéből adódó problémát. Második lépésben az előrejelzési hibákat bontjuk fel exogén és endogén tényezőkre, azaz kontrollálunk arra, hogy szabály alapú alapfeltevéseink mennyiben bizonyultak helyesnek a prognózisok készítése során.

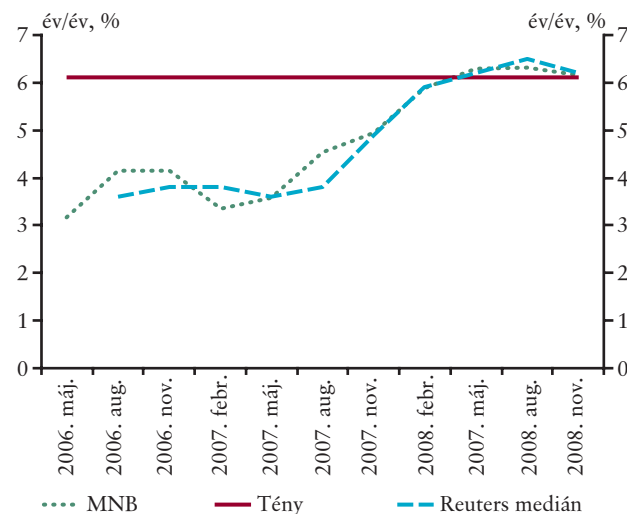
A 2008-as inflációra 2006 májusától összesen 11 alkalommal adtunk előrejelzést. 2007 májusáig úgy gondoltuk, hogy a 2006-os év fiskális kiigazító csomagjának inflációt emelő hatásai 2008-ra kifutnak, és így a 2008-as éves átlagos infláció az árstabilitásnak megfelelő cél közelében lehet, ezért 3-4 százalékos körüli inflációt prognosztizáltunk. 2007 augusztusában érzékeltük először, hogy a kedvezőtlen terméseredmények miatt előbb a nyers-, majd a feldolgozottélelmiszer-árak emelkedése várható, ami a 2008-as inflációt érdemben a cél fölé emelheti. Így 2007 augusztusától 2008 májusáig az élelmiszer-, majd később az olajárak meredek emelkedésének együttes hatásaként fokozatosan emeltük előrejelzésünket. 2008 februárjától a későbbi tényhez igen közeli előrejelzéseket adtunk.

Az MNB előrejelzései és a Reuters-felmérésben részt vevő elemzők prognózisainak mediánja az időszak egészen (2006 augusztusától, amióta mindkét típusú előrejelzés rendelkezésre áll) alapvetően megegyezik, az egyetlen nagyobb különbség 2007 augusztusában mutatkozik, amikor a piaci elemzők valószínűleg még nem érvényesítették előrejelzéseikben az élelmiszerárak várható emelkedését (5-1. ábra). A két előrejelzői kör által elkövetett átlagos abszolút hiba 1,3 (MNB), illetve 1,4 (Reuters) százalékpont.¹¹

Inflációs előrejelzéseink értékelésénél érdemes több tényező hatását megkülönböztetni. Egyrészt a szabályalapú alapfeltevések (olajárak, Ft/€ árfolyam) és a tény olajár, árfolyam kü-

5-1. ábra

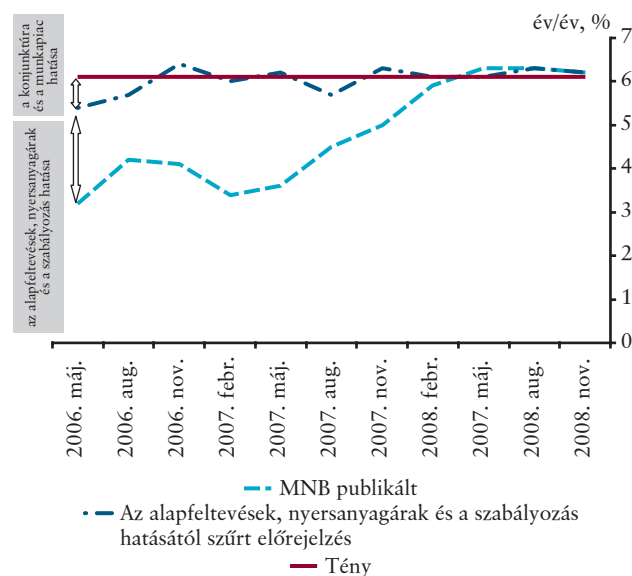
Az MNB és a Reuters-felmérésben résztvevő elemzők 2008-as átlagos inflációra vonatkozó előrejelzései



lönbségének inflációs hatását szűrjük ki a teljes eltérésből. Másrészt a modelljeink számára szintén exogén szabályozott árak hatásait¹², és az igen volatilis mezőgazdasági nyersanyagok áringadozásának hatását is kiszűrjük. Ez utóbbiak árváltozásait ugyanis nemcsak közgazdasági hatások, hanem jelentős részben egyéb tényezők pl. az időjárás alakítják. Így tehát egy olyan szimulációt végeztünk, amelynél azt számoltuk ki,

5-2. ábra

A 2008-as inflációra vonatkozó MNB-előrejelzés és tény



¹¹ A jelentés publikálási hónapjának megfelelő Reuters-felmérést vettük figyelembe, emiatt a felmérés hónapon belüli időpontjából adódóan a piaci elemzők általában némileg bővebb információs bázisra alapozhatták előrejelzésüket, mint az MNB. A jelentés publikálását megelőző havi Reuters-felmérés alapján számolva az átlagos abszolút hiba 1,5 százalékpontnak adódik.

¹² Szabályozás hatásának tekintettük egyrészt a vizitdíj bevezetését majd eltörlését. Másrészt azt a hatást ami azt mutatja, hogy a piaci energiaárak alakulásától mennyiben tért el a szabályozott energiaárak alakulása.

hogy a fenti változók alakulásának ismeretében, milyen inflációs előrejelzést adtunk volna 2008-ra a korábbi inflációs jelentések alkalmával (5-2. ábra).

Az így kapott előrejelzési hiba mutatja megfelelően az általunk ténylegesen elkövetett modellezési hibát. Ez a hiba részben a makrogazdasági folyamatok (munkapiac, konjunktúra) inflációs hatásának előre jelzettől eltérő alakulását tartalmazza, valamint magában foglalja az inflációs előrejelzéshez használt modell hibáját is (azaz azt a hibát, amelyet a modell az összes magyarázó változó tény számainak ismeretében is elkövet). A szimuláció alapján az exogén tényezők hatását kiszűrve az átlagos abszolút hiba igen alacsony, 0,2 százalékpont.

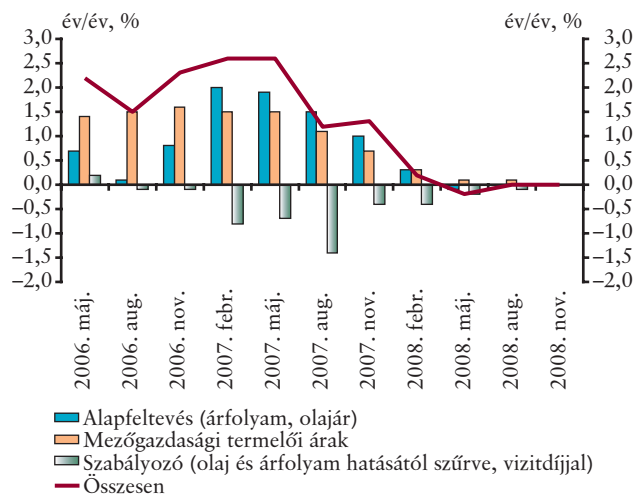
A modellezési hibán kívül, a modelljeink számára exogén tényezők által magyarázott hiba felbontása is tanulságos lehet (5-3. ábra). Ebből kiderül, hogy 2006 májusától 2007 novemberéig az alapfeltevések, az olajárak emelkedése és a mezőgazdasági árak magyarázzák az exogén hiba nagy részét. 2007 februárja és augusztusa között jelentős negatív hatása volt a szabályozott áraknak. Ennek alapvető oka, hogy kisebb mértékben emelték a gáz/távhő fogyasztói árát, mint azt az emelkedő olajár indokolta volna,¹³ továbbá kismértékben a 2008 áprilisában eltörölt vizitdíj hatását is mutatja.

Össességében megállapítható, hogy a 2008-as éves átlagos inflációra adott előrejelzéseinkben az előrejelzések jól ra-

5-3. ábra

A 2008-as átlagos inflációra vonatkozó exogén előrejelzési hiba

(azaz konjunktúra és munkapiac nélkül)



gadták meg a hazai konjunktúra és infláció kapcsolatát. Ennek ellenére az előrejelzési hiba mértéke éven túl viszonylag jelentős volt, amit döntő részben exogén tényezők (energiaárak globális emelkedése, a hazai szabályozott árak, illetve a volatilis élelmiszerek) okoztak. Az átlagos modellezési hiba mindössze 0,2 százalékpont volt a teljes előrejelzési horizonton.

¹³ Pl. a 2007 augusztusi szabályozottár-várakozásunkat a tényekkel összehasonlítva azt tapasztaljuk, hogy az energiatételeken kívüli szabályozott árak várttól való eltéréseinek hatása összességében zérus volt.

A jelentés keretes írásai és mellékletei

1998–2009

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 pénzkéréslet 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

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

2001. november

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

2002. február

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

2002. augusztus

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

2002. november

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

2003. február

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

2003. május

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

2003. augusztus

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

2003. november

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

2004. február

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

2004. május

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

2004. augusztus*

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 világpiaciár-alakulásának hatásai a magyar gazdaságra	77
Mekkora lehet az infláció optimális szintje Magyarországon?	82
Kamatdöntések ütemezése a nemzetközi jegybanki gyakorlatban	83

2004. november*

A PPP-megoldásokról makrogazdasági szempontból	65
Kérdések a lakossági viselkedés vizsgálatában 2004 I. félévében	67
Hogyan hatnak a makrogazdasági hírek a pénzpiacra?	71
Kamatátgyűrűzés Magyarországon	74
Miért lesz várhatóan magasabb a költségvetési törvényben rögzítettnél az állami költségvetés pénzforgalmi kamatkiadása 2004-ben?	76

2005. február*

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

2005. május*

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

* Csak a nem állandó jellegű elemzéseket jelezzük itt.

Az EU-csatlakozás rövid távú hatásai – élelmiszerek	91
Gazdasági fluktuációk Kelet-Közép-Európában	96
A Gripen-szerződés hatása a 2006–2007-es makrogazdasági adatokra	99

2005. augusztus

Keretes írások:

Bizonytalanság a GDP alakulásában	23
Feltevéseink és az alappálya törekenysége	34
Egyes, nemrég bejelentett jövőbeli kormányzati intézkedések hatása előrejelzésünkre	37
A GDP-adatrevíziók hatása	44
A Gripen-vadászgépek beszerzésének hatása előrejelzésünkre	45
A költségvetési szervek és fejezetek kiadási prognózisának kockázata	53
Kérdőjelek az import és a külső egyensúly alakulásában	58

Aktuális kérdések:

A 2006-os áfacsökkentés makrogazdasági hatásai	60
Hogyan becsülhető a tervezett minimálbéremelés hatása?	64

2005. november

A német konjunktúra kérdőjelei	16
FISIM-revízió: új módszertan – érdeemben revideálódó GDP-adatok	21
Feltevéseink	34
A jelzáloghitelekhez kapcsolódó állami kamattámogatások kifizetésének késleltetése	50

2006. május

A külső kereslet élénküléséről	21
Mennyire nagy a 2006-os minimálbér-sokk?	29
Mennyire jelent meg az áfacsökkentés a fogyasztói árakban?	31
A feldolgozatlan élelmiszerek 2006. év eleji áremelkedéséről	34
Feltevéseink	39
Az árfolyamváltozás inflációs hatásait övező bizonytalanságok	39
A nyugdíjreform költségeinek költségvetési számbavétele	53

2006. augusztus (csak elektronikus formában jelent meg)

Augusztus havi előrejelzésünk feltevései	15
A háztartások 2007–2008. évi lehetséges fogyasztási viselkedéséről	18
Fiskális intézkedések elsődleges inflációs hatása	23

2006. november

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

2007. február (csak elektronikus formában jelent meg)

A nemzeti számlákban végrehajtott módszertani és adatrevíziók hatásai	7
A januári inflációs adat értékelése	12
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 <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Hogyan becsüljük a valós bérdinamikát?	17
A mezőgazdasági termelői árakra vonatkozó feltevésünk 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 <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az OÉT megállapodások hatása a béralakulásra	16
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 <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Hogyan alakult a lakossági reáljövedelem 2008 elején?	13
Néhány gondolat a 2008-as bérstatisztika és a fehéredés összefüggéseiről	17
Mennyire nőttek a szabad munkaerőpiaci kapacitások az elmúlt időszakban?	19
Alapfeltevéseink változása	27
Miként reagál a magyar gazdaság a nominális árfolyam erősödésére? Szimulációk a NEM-moddal	28
Miért nem láttuk az infláció erőteljes mérséklődését 2007 eleje óta, azaz hat-e a gazdaság lassulása az inflációs folyamatokra?	31
2008. november	
Alapfeltevéseink	32
2009. február <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Előrejelzésünk alapfeltevései	33
A kormányzati intézkedések makrogazdasági hatása	34

Függelék

MNB-TANULMÁNYOK SOROZAT 2007–2008 (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 swapspredek 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-spredek információtartalma

MNB OCCASIONAL PAPERS 2007–2008 (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 (előkészületben)

Occasional Papers 75. LUBLÓY ÁGNES–TANAI ESZTER (2008): Működési kockázat és a hazai valós idejű bruttó elszámolási rendszer (VIBER)

Occasional Papers 76. KIRÁLY JÚLIA–NAGY MÁRTON–SZABÓ E. VIKTOR (2008): Fertőzés és a krízis kezdete – a Lehman előtti periódus

Occasional Papers 77. HORVÁTH HEDVIG–SZALAI ZOLTÁN (2008): Munkapiaci intézmények Magyarországon a bér és foglalkoztatás rugalmassága szempontjából

MNB WORKING PAPERS SOROZAT 2007–2008 (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. CSABA CSÁVÁS: 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. ATTILA CSAJBÓK: The use of staff policy recommendations in central banks

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

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

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

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

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

Jelentés az infláció alakulásáról

2009. február

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

