

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2012. december



MAGYAR NEMZETI BANK

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL
2012. december

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

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

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

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

Az elemzés az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, a Pénzügyi elemzések, valamint a Pénzügyi stabilitás szakterületein készült. A jelentés 1–4. és 6–7. fejezete Csermely Ágnes igazgató, az 5. fejezet Gereben Áron igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítését Virág Barnabás, a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés vezető tanácsadója irányította. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Antal Judit, Baksa Dániel, Baksay Gergely, Berki Tamás, Bodnár Katalin, Csaba Iván, Csontos Orsolya, Dancsik Bálint, Fábíán Gergely, Fehér Csaba, Gereben Áron, Hoffmann Mihály, Horváth Dániel, Hoszszú Zsuzsanna, Hudák Emese, Kékesi Zsuzsa, Kiss Gábor, Kiss M. Norbert, Kiss Regina, Kiss Tamás, Koroknai Péter, Kovalszky Zsolt, Kóczyán Balázs, Krusper Balázs, Kucsera Henrik, Kuti Zsolt, Lehmann Kristóf, Lénárt-Odorán Rita, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Martonosi Ádám, Molnár György, Oláh Zsolt, Pellényi Gábor, Rácz Olivér, Schindler István, Soós Gábor Dániel, Szabó Lajos, Szilágyi Katalin, Tamás Bálint, Tóth Daniella, Tóth Máté Barnabás, Várhegyi Judit, Várpalotai Viktor, Virág Barnabás, Vonnák Balázs.

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

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

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2012. december 12-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról és monetáris politikai helyzetértékelése	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	12
1.1. Inflációs előrejelzésünk	13
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	16
1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk	19
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	23
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	25
3.1. Nemzetközi környezet	25
3.2. Aggregált kereslet	31
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás	37
3.4. Foglalkoztatás és munkapiac	40
3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója	43
3.6. Költségek és infláció	45
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	51
4.1. Hazai pénzpiaci folyamatok	51
4.2. Pénzügyi közvetítőrendszer kamatkondíciói	56
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	59
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	59
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	61
5.3. Költségvetési folyamatok	64
6. Kiemelt témák	70
6.1. Tényezők a hazai termelékenységromlás hátterében	70
7. A 2012. és 2013. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	76
A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2012	77

Keretes írások jegyzéke

A 2013-as inflációs előrejelzésünk változásának legfontosabb okai	14
A vállalati adóterhek hosszú távú emelkedésének hatásai	18
Exportpiaci részesedésünk alakulása az elmúlt években	34
A versenyszféra létszám bővülésének lehetséges okai	41
Az adminisztratív béremelések hatásai a versenyszféra bérezésére	49
Az európai fedezetlen CDS-ügyletek szabályozásának hatása a régiós CDS-felárakra	55
A jegybanki eredmény várható alakulása	68

A Monetáris Tanács állásfoglalása a makrogazdasági folyamatokról és monetáris politikai helyzetértékelése

AZ ELMÚLT NEGYEDÉV KAMATLÉPÉSEI

A szeptembertől novemberig tartó időszakban a Monetáris Tanács három lépésben összesen 75 bázisponttal csökkentette a jegybanki alapkamatot. A Tanács döntései mögött az a megfontolás állt, hogy a gyenge kereslet előre tekintve jelentős dezinflációs hatást fejt ki, ami az inflációt rövid távon magasan tartó költségsokkok kifizetésével egyre inkább előtérbe kerülhet, segítve az inflációs cél elérését. Ebben az időszakban a globális kockázati étvágy jelentősen erősödött, ami a magyar kockázati felárakat érdemben mérsékelte, növelve a monetáris politika mozgásterét.

Novemberi közleményében a Monetáris Tanács jelezte, hogy további kamatcsökkentésre akkor kerülhet sor, ha a kedvező pénzügyi piaci folyamatok folytatódnak, és a középtávú inflációs kilátások a céllal összhangban alakulnak.

MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOK ÉS KILÁTÁSOK

Az elmúlt negyedévben a nemzetközi folyamatokat erős kettősség jellemezte. A pénzpiaci hangulat javult, miközben az eurozóna az idei évben ismételtelen recesszióba került, a világgazdaság növekedési kilátásai romlottak. A kockázatvállalási hajlandóság emelkedéséhez elsősorban az európai válság kezelésével kapcsolatos bejelentések és az amerikai jegybank újabb mennyiségi lazítási programja járult hozzá. A Monetáris Tanács azt feltételezi, hogy az európai válságkezelő intézkedések beváltják a hozzájuk fűzött reményeket, és a következő két évben az európai konjunktúra fokozatosan élénkülhet.

A javuló kockázati megítélés és a visszafogott reálgazdasági teljesítmény közötti kettősség a hazai folyamatokban is megfigyelhető. Az első negyedévi jelentős visszaesést követően kisebb mértékben, de a második és a harmadik negyedévben is csökkent a kibocsátás. A GDP visszaeséséhez belső és külső tényezők egyaránt hozzájárultak. Míg a külső piacokon tapasztalt lassulás az export bővülését fékezi, a válság előtt felhalmozott magán- és kormányzati adósságok leépítése érdekében tett lépések, a szigorú hitelezési feltételek és a bizonytalan gazdasági környezet tartósan visszafogják a belső keresletet. Eközben az erősödő kockázatvállalási hajlandósággal jellemezhető nemzetközi környezetben a hazai pénzügyi piaci eszközök felára is számottevően mérséklődött.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a gazdaság növekedési kilátásai romlottak, a kibocsátás a következő két évben is csak mérsékelt ütemben bővíthet. A növekedés forrása a gyengébb külső kereslet mellett is az export marad, miközben a belső kereslet visszafogottan alakulhat. Tovább folytatódik a hazai szereplők mérlegkiigazítása, a szigorú hitelezési feltételek és a bizonytalan gazdasági környezet következtében a fogyasztás és a beruházás jövőre tovább csökkenhet, amit csak 2014-től követhet lassú élénkülés. A tartósan alacsony beruházási aktivitás, és a tartósan magasan maradó munkanélküliség következtében a gazdaság potenciális kibocsátása az elkövetkező két évben is alig bővíthet.

Az elmúlt években a munkapiaci aktivitás folyamatosan bővült, a vállalatok azonban a gyenge keresleti környezetben csak korlátozottan képesek felszívni a többlet-munkakínálatot. Az idei évben jelentősen gyorsult a bérek növekedési üteme, ebben számottevő szerepe volt az év eleji adminisztratív béremeléseknek. A bérkompenzációs rendszer bevezetése tompította a magas bérnövekedés költségnövelő hatását, a fajlagos bérköltségek azonban így is emelkedtek, és rontották a vállalatok jövedelmezőségi helyzetét.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a munkanélküliség elmúlt években tapasztalt emelkedése részben tartós, strukturális problémákat tükröz, azonban az elkövetkező időszakban a munkapiaci környezet ezt figyelembe véve is laza marad. A gyenge növekedési kilátások és a vállalatok kedvezőtlen jövedelmezőségi helyzete mellett a minimálbér és a garantált bérminimum emelése is akadályozza a foglalkoztatás bővülését, ami a versenyszférában csak 2014-ben kezdődhet meg. Bár a jövő évtől érvénybe lépő munkahelyvédelmi program mérsékli az érintett munkavállalók foglalkoztatásának költségeit, a versenyszektor jövedelmezőségét rontó kormányzati intézkedések további vállalati alkalmazkodást vetítenek előre.

A recessziós környezet ellenére a fogyasztóiár-index az idei évben tartósan az inflációs cél felett alakult. A magas infláció főként a nyersanyagársokkók és a kormányzati indirektadó-emelések hatását tükrözi, miközben az inflációs alapfolyamatok mérsékeltbb dinamikát mutatnak. Előre tekintve az infláció rövid távon, főleg a maginfláción kívüli tételek áralakulásának hatására, jelentősen mérséklődhet. Középtávon azonban a vállalati szektort terhelő kormányzati adóintézkedések és a minimálbér-emelés az árakon keresztül történő áthárítást erősítik, ami a teljes termelési folyamaton keresztül végiggyűrűző költséginflációs nyomást eredményezhet.

Az inflációs kilátások szempontjából jelentős bizonytalansági tényezőt jelent, hogy a vállalati költségeket emelő intézkedések milyen mértékben, illetve időzítéssel jelennek meg az árakban, és ezt a gyenge belső kereslet milyen mértékben képes ellensúlyozni.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy a következő években tovább növekedhet a magyar gazdaság nettó külső finanszírozási képessége. A külső egyensúlyi pozíciók javulásának háttérében a reálgazdasági egyenleg folyamatosan növekvő többlete mellett az EU-transzferek fokozódó beáramlása áll, miközben a jövedelemegyenleg romlik.

A költségvetés hiánya 2012-ben és 2013-ban is a kormányzati célokkal összhangban alakulhat. Az elmúlt hónapokban bejelentett intézkedések jelentős javulást eredményeznek a 2013-as költségvetési egyenlegben. A hiány 2014-ben várható alakulását jelenleg számottevő bizonytalanság övezi. A költségvetés hosszú távú fenntarthatóságát segítheti a kormány alacsony hiány melletti elköteleződése, a potenciális növekedés lassulása azonban ezzel ellentétes hatású lehet.

A kockázati megítélés és a hozamok tartósan kedvező alakulása, így az államadósság fenntarthatósága, valamint a hitelezés támogatása és a befektetői környezet kiszámíthatósága szempontjából a Monetáris Tanács eddigi meggyőződését fenntartva továbbra is fontosnak ítéli az Európai Unióval, illetve a Nemzetközi Valutaalappal történő megállapodást.

MONETÁRIS POLITIKAI MEGFONTOLÁSOK

A makrogazdasági folyamatok várható alakulását számottevő bizonytalanság övezi. A magyar gazdaságot negatív kibocsátási rés és magas infláció mellett érik a vállalatok termelési költségeit emelő újabb kormányzati intézkedések. A monetáris politika számára releváns középtávú inflációs kilátások szempontjából meghatározó, hogy a vállalatok a kedvezőtlen növekedési kilátások mellett milyen módon alkalmazkodnak a termelési költségeik növekedéséhez.

A jövedelmezőség tartós romlása a vállalatokat a beruházási aktivitás további visszafogására ösztönözheti, ami a potenciális kibocsátás növekedésének lassulásához vezethet. A vállalatok rövid távon, adott tőkeellátottság mellett a termelékenység javításával és a bérköltségek visszafogásával tudják helyreállítani a jövedelmezőségüket. A termelési költségeik emelkedését megkísérelhetik továbbá árazásukon keresztül áthárítani, ami a fogyasztói árak emelkedését vonja maga után. Az alkalmazkodási csatornák egymáshoz viszonyított erőssége attól függ, hogy a szabad kapacitások mennyire fegyelmezik az árazást és a bérezést, illetve mennyire horgonyoztak az inflációs várakozások. A monetáris politika arra törekszik, hogy az alkalmazkodás mérsékelt bér- és árdinamika mellett valósuljon meg annak érdekében, hogy középtávon elérhető legyen a 3 százalékos inflációs cél. A Monetáris Tanács fokozott figyelemmel kíséri az adószűrt maginfláció alakulását.

A Monetáris Tanács úgy látja, hogy az elmaradó beruházások és a finanszírozási korlátok következtében a magyar gazdaság potenciális növekedési üteme számottevően csökkent, a termelésbe bevonható kapacitások leépülésének mértékét ugyanakkor jelentős bizonytalanság övezi. Ha a gazdaság kínálati oldala csak csekélyebb mértékben károsodott, akkor a kihasználatlan kapacitások erősebb deflációs hatása következtében kisebb tere van a vállalatoknak arra, hogy árazásukon keresztül áthárítsák a megnövekedett termelési költségeiket. Mindez középtávon mérsékeltbb inflációs dinamikát ered-

ményezhet, ami lazább monetáris politikával konzisztens. Ezzel szemben, ha a vállalatok az elmúlt években tapasztalt magas inflációs környezet tartós fennmaradására számítanak, a költségnyomás árazáson keresztül történő áthárítása is erőteljesebb lehet. A gazdasági szereplők inflációs várakozásainak emelkedése ugyanakkor az árazási döntések mellett a bérezésben is érvényesülhet, ez középtávon gátolja a jövedelmezőség helyreállítását, és összességében csupán magasabb nominális pályához vezet. A magasabb ár- és bérdinamika melletti vállalati alkalmazkodást a jegybank szigorúbb monetáris politikával tudja megakadályozni.

A monetáris politika mozgásterét érdemben befolyásolja az ország kockázati megítélésének alakulása, ami az elmúlt hónapokban, döntően nemzetközi tényezők hatására, számottevően javult. Előre tekintve, a kockázati megítélés alakulását a Monetáris Tanács megítélése szerint kétirányú kockázatok övezik. A gyenge világgazdasági konjunktúra és a globális pénzpiacokat jellemző erős kockázattvállalási hajlandóság kettőssége óvatos monetáris politikát indokol. Ugyanakkor az eurozóna intézményi reformjának előrehaladása, az amerikai költségvetési kockázatok oldódása, valamint a hazai költségvetési konszolidáció eredményességével kapcsolatos várakozások javulása növelheti a monetáris politika mozgásterét.

A Monetáris Tanács helyzetértékelése szerint a kihasználatlan kapacitások magas szintje ellensúlyozza a középtávú inflációs kockázatokat. Ezt alátámasztja, hogy az inflációs alapfolyamatokat jelenleg is mérsékelt dinamika jellemzi, az inflációt csupán átmeneti tényezők tartják magasán. A kormányzati intézkedések költségnövelő hatásához a vállalati szféra a gyenge keresleti környezetben visszafogott árazás mellett képes csak alkalmazkodni. Az adminisztratív béremelések kifizetésével a laza munkapiaci feltételek következtében a bérdinamika is mérséklődhet. Mindezeket figyelembe véve az inflációs cél a monetáris kondíciók lazítása esetén is elérhető. További kamatcsökkentésre kizárólag akkor kerülhet sor, ha a kedvező pénzügyi piaci folyamatok folytatódnak, és a beérkező adatok megerősítik, hogy az inflációs cél a monetáris politika horizontján elérhető.

Az alappálya összefoglaló táblázata				
<i>(előrejelzésünk endogén kamatpálya feltételezése mellett készült)</i>				
	2011	2012	2013	2014
	Tény	Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció ¹	2,7	5,1	5,2	3,7
Indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció	2,5	2,5	3,5	3,4
Fogyasztóiár-index	3,9	5,7	3,5	3,2
Gazdasági növekedés				
Külső kereslet (GDP-alapon) ²	2,7	0,7	0,8	2,1
Háztartások fogyasztási kiadása	0,5	-1,7	-0,2	0,6
Állóeszköz-felhalmozás	-3,6	-5,1	-0,2	-1,0
Belföldi felhasználás	0,1	-3,8	-0,8	0,2
Export	6,3	2,2	2,4	4,8
Import	5,0	-0,1	1,2	3,8
GDP ³	1,6	-1,4	0,5	1,5
Külső egyensúly				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	0,9	2,0	3,7	4,3
Külső finanszírozási képesség	3,3	4,3	6,8	6,9
Államháztartás⁴				
ESA-egyenleg	4,2	-3,7 (-2,7)	-4,4 (-3,0)	-5,2 (-3,8)
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ^{5, 8}	5,0	4,6	3,6	6,1
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁶	0,8	1,8	0,3	0,5
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁷	5,4	7,0	4,9	3,0
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁶	1,4	1,4	-0,3	0,4
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{6, 8}	5,3	7,6	2,8	1,5
Lakossági reáljövedelem ⁹	2,3	-4,2	0,2	0,3

¹ 2009 májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre.
² Összhangban exportszerkezetünk elmúlt évi változásával, külső keresleti mutatóink súlyait is revidáltuk.
³ A 2012-re vonatkozó előrejelzés naptárhatást is tartalmaz.
⁴ A GDP arányában a központi szabad tartalékok teljes törlését feltételezve.
⁵ Pénzforgalmi szemléletben.
⁶ December: a KSH munkaerő-felmérése; szeptember: az előrejelzésben a közmunkásokkal korrigáltunk, itt a szeptemberi előrejelzés korrekció nélkül szerepel.
⁷ Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.
⁸ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.
⁹ MNB-becslés.

A stáb előrejelzése endogén kamatpályán alapuló előrejelzés, mely az MNB-ben fejlesztett Monetáris Politikai Modellre épül.¹ A modellben a monetáris politika reakcióit döntően a monetáris politika számára releváns időhorizonton várható infláció középtávú inflációs céltól vett eltérései és a gazdaság ciklikus pozíciójáról kialakított képünk befolyásolják. A reakciófüggvény egyes változókra vett érzékenységét a stáb a Monetáris Tanács múltbeli döntései és nemzetközi tapasztalatok alapján kalibrálta. A stáb előrejelzései számos területen feltevésekre épülnek. Tekintve, hogy az alkalmazott feltevéseket jelentős bizonytalanság övezheti, ezért a tanács döntéseiben a modell eredményei mellett további információkat is figyelembe vesz. Ennek megfelelően a modell által implikált kamatpálya értékes információt szolgáltat a Monetáris Tanács döntéseihez, de nem feltétlenül esik egybe a tanács mindenkori döntéseivel.

¹ A modellről bővebben írtunk a 2011. márciusi *Jelentés az infláció alakulásáról* című kiadványunk 6.1. alfejezetében, illetve a HORVÁTH ÁGNES-KÖBER CSABA-SZILÁGYI KATALIN (2011): Az MNB Monetáris Politikai Modellje, az MPM. *MNB-szemle*, júniusi tanulmányban.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

A magyar gazdaságot továbbra is gyenge konjunkturális helyzet jellemzi. Az elmúlt időszak makrogazdasági adatai azt mutatják, hogy a belső kereslet változatlanul visszafogott, miközben felvevőpiacaink gazdasági teljesítménye is mérséklődik. A gazdaság számottevő szabad kapacitásokkal rendelkezik, a kibocsátási rés negatív. A gyenge kereslet árleszorító hatása ellenére az indirektadó-emelések és a nyersanyagárak emelkedése az idei évben a 3 százalékos cél fölött tartotta az inflációt. A foglalkoztatás a recessziós környezetben is bővült, miközben az adminisztratív intézkedések általánosan magas bérdinamikához vezettek. A fajlagos bérköltség emelkedése, a növekvő nyersanyagárak és az egyes ágazatokat terhelő különadók a vállalati jövedelmezőség romlását okozták.

Az elmúlt időszakban ismertté vált kormányzati intézkedések döntően a versenyszféra adóterhelésének tartós növelésén keresztül biztosítják a 2013-as költségvetési hiánycél elérését. A vállalatok termelékenységének növekedését meghaladó adminisztratív béremelések szintén a vállalatok termelési költségeinek emelkedését eredményezhetik. Ennek megfelelően előrejelzésünket a gyengülő konjunkturális helyzet mellett döntően a vállalatok kormányzati intézkedésekhez történő alkalmazkodása határozza meg. Az egyes ágazatokat érintő intézkedések költségnövelő hatása a terhek részleges áthárításán keresztül a teljes vállalati szektorban érvényesül. A tovább gyengülő jövedelmi helyzethez a vállalatok részben a foglalkoztatás és a bérezés visszafogásán keresztül, részben az értékesítési árak emelésével reagálhatnak. A gyenge keresleti környezetben a fogyasztói árakba történő továbbhárítás csak fokozatosan történik meg, de alappályánk feltételezése szerint az előrejelzési horizonton már a fogyasztói kosár széles körében megjelenik. A romló profitabilitás a beruházások visszafogásán keresztül egyrészt tovább mérsékli a belső keresletet, másrészt a termelői kapacitásokra gyakorolt kedvezőtlen hatása miatt a potenciális növekedési ütemet is csökkentheti. A bérköltségek mérséklése elsősorban a minimálbéremelés által nem érintett foglalkoztatottak alacsonyabb béremeléseiben és a rendszeres béren kívüli juttatások visszafogásában jelentkezhet.

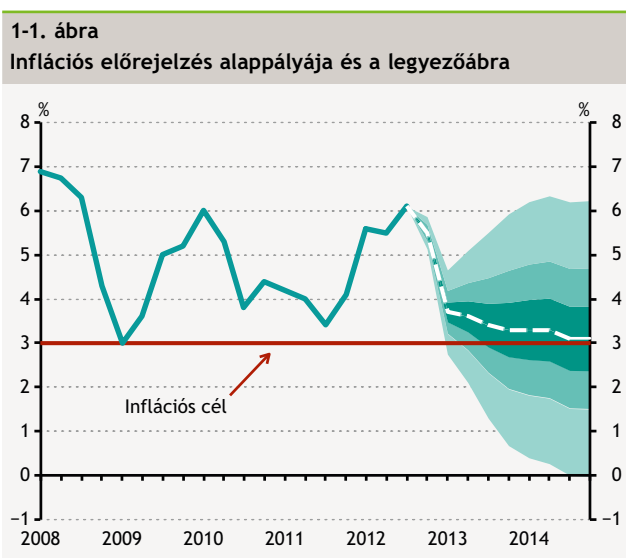
2013-ban a kedvezőtlen keresleti környezet ellenére növekedhet a háztartások jövedelmeinek vásárlóértéke, amiben fontos szerepe van a kormányzati intézkedéseknek. A bizonytalan gazdasági környezet, a tartósan gyenge hitelaktivitás és a válság előtt felhalmozott adósság folytatódó leépítése azonban még évekig visszafogja a belföldi keresletet, miközben külső piacainkon csak lassú élénkülésre számíthatunk. Ezzel összhangban az idei évi visszaesést követően az előrejelzési horizonton csak mérsékelt gazdasági növekedést prognosztizálunk. A kibocsátás mindvégig a potenciális szintje alatt alakul.

A lakossági energiaárak csökkentése rövid távon számottevően mérsékli a fogyasztói inflációt. A vállalatok növekvő termelési költségei a jövő év közepétől azonban fokozatosan emelik az inflációs alapfolyamatokat. A magasabb költségek részleges továbbhárítását követően ismét a negatív kibocsátási rés hatása lehet a meghatározó, így az inflációs cél 2014 második felében válik elérhetővé.

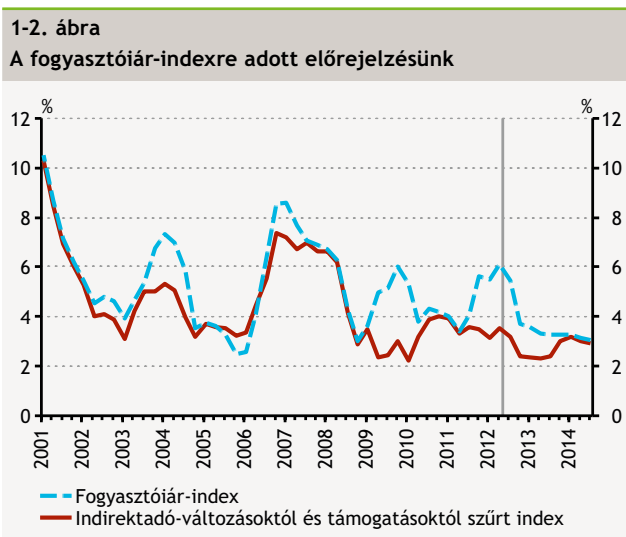
Az előrejelzéssel konzisztens kamatpályát meghatározó makrogazdasági tényezők továbbra is ellentétes irányba mutatnak. A negatív kibocsátási rés önmagában lazább monetáris politikát indokolna. A gyenge kereslet dezinflációs hatásának azonban ellene hat a vállalatok termelési költségeinek emelkedése. Alap-előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy a vállalatok – a gyenge keresleti környezet ellenére – részben az árazáson keresztül alkalmazkodhatnak, ami inflációs nyomást okozhat. Ugyanakkor a költségbegyűrűzés időbeli és nagyságrendi lefutását jelentős bizonytalanság övezi. Alap-előrejelzésünkben a horizont első felében a szigorítás és a lazítás irányába mutató tényezők kioltják egymást, kamatcsökkentésre a költséginflációs nyomás lecsengésével nyílik tér.

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az infláció rövid távon jelentősen mérséklődhet, ami elsősorban a szabályozott árak bejelentett csökkentéséhez köthető. A maginfláció ugyanakkor középtávon fokozatosan emelkedhet, mivel a vállalati adóterhek jelentős növelése a termelési láncan átgyűrűzve a fogyasztói kosár egyre szélesebb körében az inflációs nyomás erősödését okozhatja. A középtávon jelentkező költségnomás és a gyenge kereslet teljes előrejelzési horizonton érvényesülő árleszorító hatása mellett az inflációs cél 2014 második felében érhető el.



Inflációs előrejelzésünket a költségsokkok hatásának begyűrűzése, a kormányzati adóintézkedések termelési költségeket növelő hatása és a teljes előrejelzési horizonton negatív kibocsátási rés határozza meg. A szeptemberi előrejelzéshez képest rövid távon számottevően alacsonyabb inflációra számítunk (erről részletesen írunk az 1-1. keretes írásban). Bár a termelési költségek oldaláról érkező inflációs nyomás erősödött, a maginfláción kívüli tételek – döntően kormányzati intézkedéseknek köszönhetően – tartósan kedvezőbb áralakulásával 2013-ban is a 3 százalékos cél közelében maradhat az infláció (1-1. ábra).



A maginfláción kívüli tételek áralakulása a teljes előrejelzési horizonton alacsonyabb szeptemberi előrejelzésünkénél. A mezőgazdasági nyersanyagárak közelmúltban végbement emelkedése már döntő részben megjelent a feldolgozatlan élelmiszerek inflációjában, így ezen tételben további jelentősebb áremelkedésre nem számítunk. Az új termés megjelenésével az árak 2013 második felében még némileg korrigálódhatnak is. Elsősorban a forint dollárral szembeni erősödésének köszönhetően, az olajárak szeptember óta csökkentek, ami a határidős jegyzések alapján a következő években is jellemző folyamat maradhat. A lakossági gáz-, villany- és távhőszolgáltatások esetében a kormányzati bejelentésekkel összhangban 2013. januárjától az árak 10 százalékos csökkenése következhet be, ami a teljes fogyasztóiár-indexet is jelentős mértékben mérsékli (1-2. ábra).

A feldolgozott termékek és szolgáltatások árazását a magas nyersélelmiszer-árak begyűrűzése és a kormányzati intézkedések termelési költségeket növelő hatása alakítja. A magas mezőgazdasági nyersanyagárak tovagyrűző hatása az elmúlt hónapokban már a feldolgozottélelmiszer-árakban is jelentkezett. A folyamat a következő év elején is folytatódhat. Az elfogadott költségvetés szerint a vállalatok adóterhelése tartósan növekedhet. Az egyes ágazatok növekvő adóterhelése a termelési lánc egyre szélesebb szegmenseiben okozza a költségek növekedését. Előrejelzésünk sze-

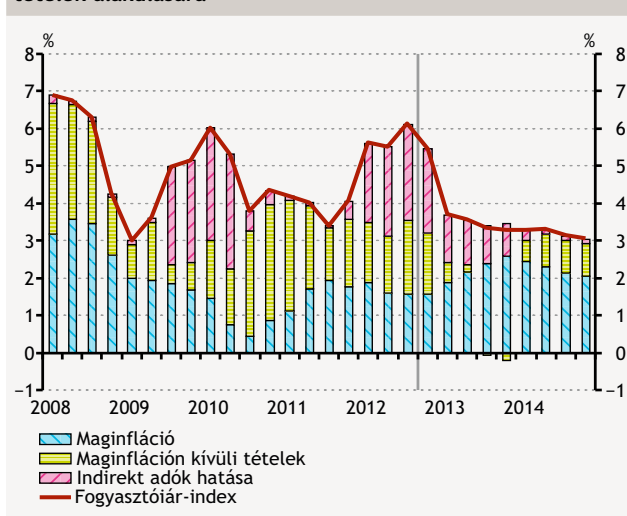
1-1. táblázat

Inflációs előrejelzésünk részletei

		2011	2012	2013	2014
Maginfláció		2,7	5,1	5,2	3,7
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	4,3	6,8	5,9	4,0
	Járműüzemanyag és piaci energia	13,8	11,9	0,2	1,3
	Szabályozott árú termékek	4,0	4,7	-1,0	2,3
	Összesen	6,4	6,8	0,4	2,3
Fogyasztóiár-index		3,9	5,7	3,5	3,2

1-3. ábra

Előrejelzésünk a maginfláció és a maginfláción kívüli tételek alakulására



rint a vállalatok a megemelkedett költségek miatt romló jövedelmezőséghez rövid távon elsősorban a bérezés és kisebb mértékben a létszám visszafogásával reagálnak. Középtávon azonban a kereslet élénkülésével párhuzamosan a költségnövekedés részleges áthárításának hatása a fogyasztói árak emelkedésében is megjelenik. A kibocsátási rés – bár fokozatosan záródik – a teljes előrejelzési horizonton negatív marad, ezért a gyenge kereslet árleszorító hatása végig érvényesül. A maginfláció azonban ezzel együtt is az aktuálisnál magasabban marad, az infláció középtávon csak lassan mérséklődik (1-3. ábra).

Mindezen tényezők hatására előrejelzésünk szerint az infláció idén és jövőre is enyhén a 3 százalékos cél felett alakul. Az inflációs cél az előrejelzésben feltételezett kamatpálya mellett 2014 második felében érhető el (1-1. táblázat). 2013. évi inflációs előrejelzésünk változásának okait az 1-1. keretes írásban részletesen is bemutatjuk.

1-1. keretes írás

A 2013-as inflációs előrejelzésünk változásának legfontosabb okai

Aktuális inflációs előrejelzésünkben 2013-ra 3,5 százalékos inflációt prognosztizálunk, míg szeptemberben még érdemben magasabb, 5,0 százalékos inflációt vártunk. A szokatlan méretű revízióknak több oka is van, amelyek között túlnyomóan az előrejelzés szempontjából exogén tényezők játszották a főszerepet.

- A legfontosabb tényező a kormány bejelentése, amely szerint a *szabályozott energiaárak* (gáz, áram, távhő) január 1-jétől *10 százalékkal csökkennek*. Figyelembe véve az érintett tételek nagy súlyát, az intézkedés inflációs előrejelzésünket több mint 1 százalékponttal csökkenti.
- A fenti intézkedés mellett jelentős a szerepe a *jövedékiadó-szabályok változásának*. Szeptemberben még azzal a feltevéssel készítettük előrejelzésünket, hogy a kormány által júliusban javaslatként benyújtott törvénytervezet szerint 2013 januárjában és májusában jelentős alkohol és dohány jövedékiadó-emelésekre kerül sor (lásd 1-2. táblázat). A törvényjavaslatot október folyamán az Országgyűlés módosította, majd módosított formában elfogadta. A módosítás értelmében a dohánytermékek jövedéki adója lényegesen kisebb mértékben emelkedik, és az intézkedés egy lépésben, 2012 decemberében lép életbe. Az alkohol termékek esetében módosításra nem került sor. A jövedékiadó-emelés mértékének változása az inflációt érintő indirektadó-intézkedésekben a teljes fogyasztóiár-indexre vetítve 0,4 százalékponttal alacsonyabb hatást indokolt.

1-2. táblázat

Jövedékiadó-intézkedések és azok változása

Adóköteles termék neve, adó típusa	Kiinduló helyzet	Nemzetgazdasági miniszter javaslata (2012. július 10., T/7953)			2012. évi CLIV. tv. 2-8. § (elfogadva 2012. okt. 15., közlönyben okt. 25.)		
	2012. júliustól	2013. januártól	2013. májustól	Adóemelés összesen (jan.+máj., %)	2012. december- től	2013. januártól	Adóemelés összesen (dec.+jan., %)
Szeszes ital, tételes adó	289 900	333 385		15		333 385	15
Aromásított szesz, tételes adó	414 150	476 270		15		476 270	15
Sör, tételes adó	1 470	1 620		10		1 620	10
Pezsgő, tételes adó	14 960	16 460		10		16 460	10
Köztes alkoholtermék, tételes adó	23 200	25 520		10		25 520	10
Dohány, tételes adó	11 900	13 700	15 500	30	12 500		5
Dohány, minimum adó	22 300	25 800	29 300	31	24 920		12
Finomra vágott dohány, minimum adó	11 150	14 650	18 150	63	12 460		12
Egyéb vágott dohány, minimum adó	11 150	14 650	18 150	63	12 460		12

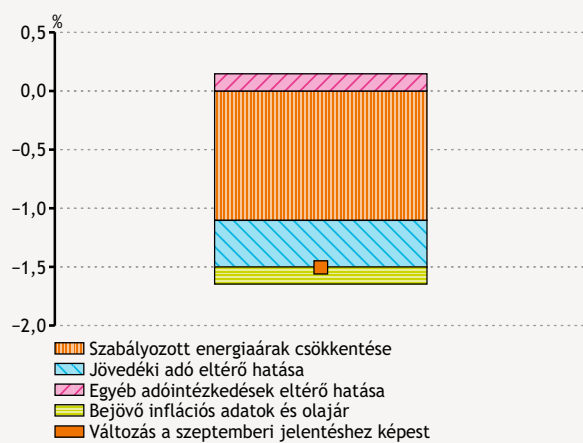
• Előrejelzésünk változásában szintén szerepet játszott, hogy a gyógyszerár-támogatások csökkentése jelenlegi megítélésünk szerint kisebb mértékben emelheti a fogyasztói árakat. Ezt a változtatást a szeptember óta beérkezett áradatok, a vaklicitek eredményei, és a gyógyszerkassza eredeti tervekhez képest 60 milliárd forintos bővítése indokolják.

• Végül a beérkezett inflációs adatok és a forintban kifejezett olajár is alacsonyabbak lettek várakozásunknál. Az alacsonyabb inflációs adatok mögött részben átmeneti hatások állhatnak, a meglepetés egy részét azonban tartósnak ítéljük. Ez a jövő évi inflációs előrejelzésünket is lefelé mozdította.

• Ezen infláció mérséklő – többnyire – exogén hatásokkal szemben a vállalati termelési költségek emelkedése az inflációs nyomás erősödését okozhatják. A szeptemberben feltételezett hipotetikus fiskális intézkedések inflációs hatásaival szemben a ténylegesen bejelentett intézkedések elsősorban a vállalati költségeket növelik, és áremelő hatásuk is erőteljesebb. A költségemelő hatások azonban csak fokozatosan gyűrűzhetnek be a fogyasztói árakba, így rövid távon csak kismértékben gyengíthetik a jelentős deflációs hatásokat (1-4. ábra).

1-4. ábra

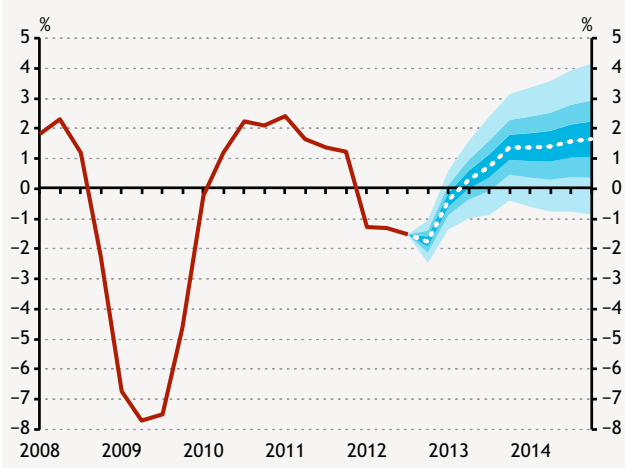
2013-as inflációs előrejelzésünk változása



1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Előrejelzésünk szerint a hazai gazdaság kibocsátása az idei évben csökken, és 2013-ban is csak lassan növekedhet. A növekedés forrása továbbra is a nettó export, az általánosan romló nemzetközi konjunkturális kilátások miatt azonban a korábbinál alacsonyabb exportbővülésre számítunk. A belső kereslet továbbra is tartósan gyenge marad. A hazai szereplők elhúzódo mérlegkiigazítása, a szigorú hitelezési feltételek és a bizonytalan gazdasági környezet következtében a fogyasztás és a beruházás idén és jövőre is tovább csökkenhet. A versenyszféra adóterhének növelése szintén a beruházások csökkenésének irányába hat. A magas szinten ragadó munkanélküliség és a tartósan alacsony beruházási aktivitás következtében a gazdaság potenciális növekedése huzamosabb ideig visszafogottan alakulhat.

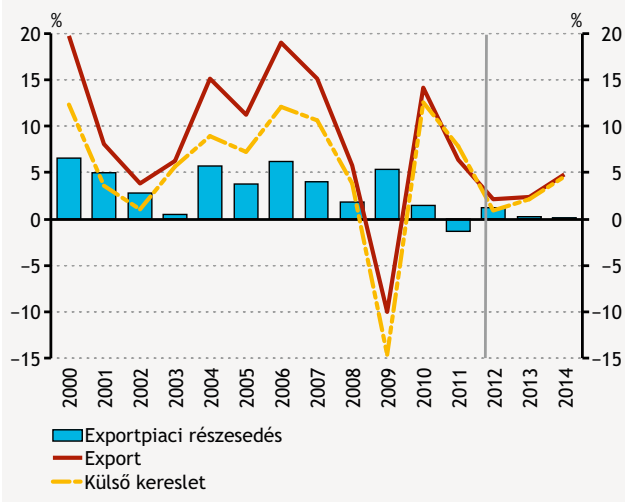
1-5. ábra
GDP-előrejelzésünk legyezőábrája



A GDP az elmúlt három negyedévben csökkent. A recessziót a külső és a belső kereslet együttes szűkülése magyarázza. A gyenge kereslet felvevőpiacainkon és hazánkban is főként a költségvetési egyensúlyt javító intézkedések, a szigorú hitelezési feltételek és a középtávú kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság magyarázza. Felvevőpiacainkon robusztusabb növekedés csak 2014-ben várható, miközben a hitelezési feltételek a teljes előrejelzési horizonton szigorúak maradhatnak.

Az export növekedése a nemzetközi konjunktúra alapfolyamataival összhangban csak 2013-ban élénkülhet. Az elmúlt években a magyar export piaci részesedése nem bővült érdemben. Előre tekintve – az új autóiipari kapacitások mellett is – csak mérsékelt exportpiaci részesedésv növekedésre számítunk (erről részletesebben lásd az 3-1. keretes írást [1-6. ábra]).

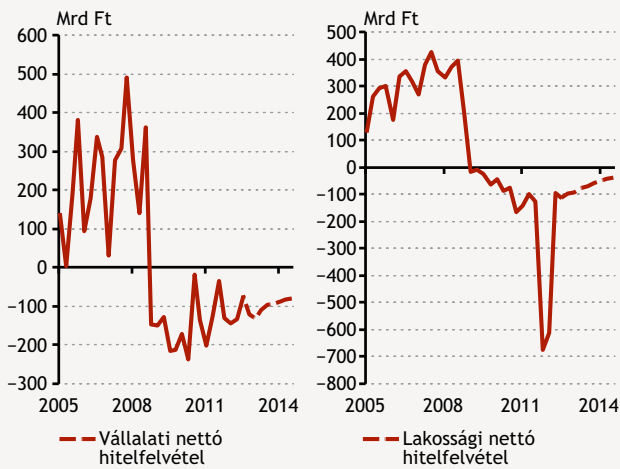
1-6. ábra
Az exportpiaci részesedés alakulása



A hitelezési folyamatokban továbbra is szigorú feltételek érvényesülnek. Szeptemberi előrejelzésünkhöz képest a tranzakciós illeték mértékének növelése, valamint a bankadó véglegesítése jelentősen rontja a pénzügyi közvetítőrendszer várható hitelaktivitását. Mindezek eredőjeként az előrejelzési pályákat lefelé módosítottuk mind a vállalati, mind pedig a háztartási szegmensben; a hitelezés élénkülésére továbbra sem számítunk az előrejelzési horizonton (1-7. ábra).

A keresetek és a pénzügyi transzferek reálértékének mérséklődése, a folytatódó mérlegkiigazítás és a szigorú hitelkondíciók következtében a fogyasztás az idei évben jelentősen csökken. A lakossági reáljövedelmek azonban a következő évben újból emelkedhetnek, amit több tényező együttes hatása magyaráz. A költségvetési kiigazító intézkedések a lakossági jövedelmeket közvetlenül csak kismértékben érintik, miközben az energiaárak csökkentése miatt

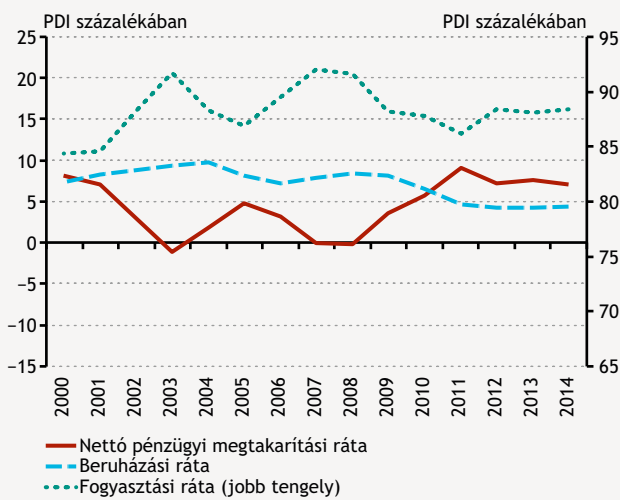
1-7. ábra
Előrejelzésünk a lakossági és vállalati hitelezés alakulására



mérséklődő infláció érdemben növeli azok vásárlóértékét. A jövő évi minimálbér-emelés növeli az alacsony keresetűek jövedelmét, miközben a nyugdíjak szintén az inflációt meghaladó mértékben emelkednek. A reáljövedelmek bővülését részben ellensúlyozhatja, hogy az intézkedések által megnövekedett adóterhelésre a vállalatok a munkaerőköltségek fokozatos csökkentésével reagálhatnak.

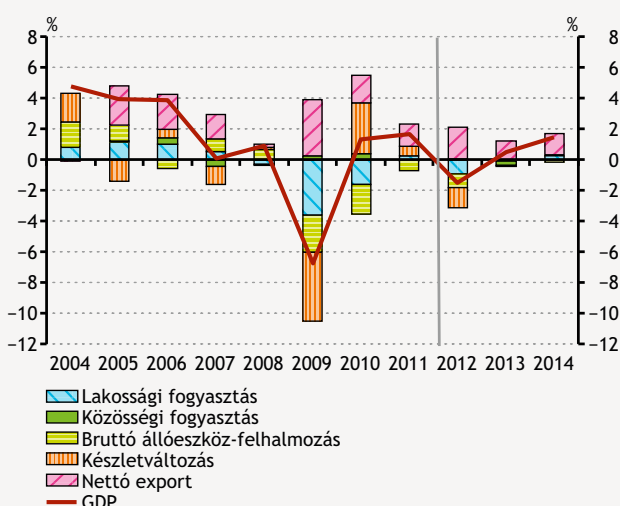
A növekvő reáljövedelem a fogyasztás bővülése irányába mutat. A folytatódó mérlegkiigazítás, a bizonytalan konjunkturális kilátások és a szigorú hitelfeltételek miatt azonban arra számítunk, hogy a háztartások megtakarítják vagy – hitel- és közműcégekkel szemben fennálló – tartozásaik törlesztésére fordíthatják a keletkezett többletjövedelem egy részét. Ezért a fogyasztás tartósan a jelenlegi alacsony szint közelében alakulhat, miközben a lakosság nettó megtakarítási rátája a teljes előrejelzési horizonton magas maradhat (1-8. ábra).

1-8. ábra
Lakossági jövedelmek felhasználása



A beruházási aktivitás 2012-ben számottevően csökken, 2013-ban pedig enyhén tovább zsugorodhat. Előrejelzési horizontunkon a magánszféra és az állam beruházási teljesítményét erős kettősség jellemezheti. A versenyszférában tartósan visszafogott beruházási teljesítményre számítunk. A vállalatok beruházási aktivitását erőteljesen korlátozzák a kedvezőtlen gazdasági kilátások, a továbbra is szigorú hitelfeltételek. Mindemellett a tartósan növekvő adóterhekre a vállalatok részben a beruházások visszafogásával reagálhatnak, ami tovább mérsékli a beruházási aktivitást és historikusan alacsony szinten tartja szektor a beruházási rátáját. A háztartások a mérlegalkalmazkodás során várhatóan továbbra is erőteljesebben alkalmazkodnak felhalmozási, mint fogyasztási kiadásaikon keresztül. Az állami beruházások esetében az uniós forrásokból finanszírozott beruházások érdemi növekedést okozhatnak, különösen a 2013-as évben.

1-9. ábra
A GDP-növekedés szerkezete



A gazdaságot változatlanul érdemi szabad kapacitások jellemezhetik. Az előrejelzési horizonton a kibocsátási rés fokozatosan záródik, azonban ezzel együtt is végig negatív marad. A vállalatok a termelési költségeket növelő intézkedésekre részben a beruházási aktivitásuk visszafogásával reagálnak, ami előre tekintve mérsékli a gazdaság kínálati kapacitásait. Ezért előrejelzésünkben huzamosabb ideig alacsony potenciális növekedéssel számolunk (1-9. ábra).

1-2. keretes írás

A vállalati adóterhek hosszú távú emelkedésének hatásai

A kormányzat 2012 során számos intézkedést hozott a költségvetési egyensúly javítása érdekében. Az intézkedések jelentős része az eredetileg átmenetinek szánt válságadókat cserélte tartós bevételi forrásokra. Bár a Munkahelyvédelmi akcióterv intézkedései az érintett vállalatok számára érdemi adókönyvitéseket is tartalmaznak, a teljes vállalati szektorra kivetett adók eredője negatív. A tartóssá váló, illetve emelkedő adóterhek nemcsak átmenetileg rontják a vállalatok profitabilitását, hanem hosszabb távon is. Ezen túlmenően a 2012–2013-as jelentős mértékű minimálbér-emelés is többletköltséget jelent a vállalkozások számára. Összességében 2011 végéhez képest a vállalati szektorra kivetett költségnövekedés eléri a GDP 2 százalékát.

Bár az adóteher emelkedése döntően néhány ágazat szereplőjét és az általuk nyújtott szolgáltatásokat érinti, ám a szoros és széles körű gazdasági kapcsolatokon keresztül a termelési költségek növekedése a versenyszféra valamennyi ágazatában jelentkezhet. Az átmeneti és a tartós adóintézkedésekre a vállalatok eltérő módon reagálhatnak. Ha az adót átmenetinek ítélik, akkor rövid távon elfogadhatják adózott eredményük csökkenését abban a reményben, hogy hosszú távon helyreáll jövedelmezőségük. Így az alkalmazkodás elsősorban átmeneti költségtakarékossgal, és kisebb mértékben az árazáson keresztül valósul meg. Abban az esetben, ha az adók permanensek, akkor vállalatoknak olyan alkalmazkodási tervet kell kidolgozniuk, amellyel helyre tudják állítani a befektetések megtérülését. Ezért a vállalatok munkaintenzívebb termelésre állhatnak át, illetve hosszabb távon lassabban bővíthetik kapacitásaikat. Mindez tartósan alacsonyabb beruházási aktivitással jár együtt. Korábbi MNB-kutatások is megerősítik, hogy a beruházások jóval intenzívebben reagálnak a vállalati jövedelmezőség tartós változására, mint az átmeneti sokkokra.² A kapacitások lassabb kiépülése a foglalkoztatás bővülésére is kedvezőtlenül hathat. Végül a tartós adók egy részét a vállalatok igyekezhetnek áthárítani fogyasztók felé, ami az infláció emelkedéséhez vezet. Továbbhárításra főként a forgalomarányos adók (pl. távközlési adó, pénzügyi tranzakciós illeték, elektronikus útdíj) esetében nyílnak lehetőségek, mivel ezek a termelő vállalatok határköltségét is megemelik.

Előrejelzési horizontunkon a legfontosabb kérdés, hogy az adók fogyasztók felé továbbhárítása milyen ütemben valósul meg. Alappályánknban arra számítunk, hogy a gyenge keresleti környezetben az áthárítás csak részleges és időben elnyújtott lehet. Így a vállalati adóterhek növekedése csak a kibocsátási rés záródásával párhuzamosan, fokozatosan emeli az inflációt, a profitabilitás helyreállítása részben a költségek visszafogásával történik.

Az előrejelzés alternatív forgatókönyveiben a profitalkalmazkodás csatornáinak jelentősége eltér. Magasabb nominális pálya mellett több tér nyílik az adók árakban való továbbhárítására már rövid távon is. Másfelől az alappályánál gyengébb keresleti környezetben az áremelési lehetőségek korlátozottabbak, így nagyobb alkalmazkodási teher hárul a bérköltségekre.

² REIFF Á. (2010): Firm-level adjustment costs and aggregate investment dynamics – Estimation on Hungarian data, *MNB Working Papers*, 2010/2.

1.3. Munkaerő-piaci előrejelzésünk

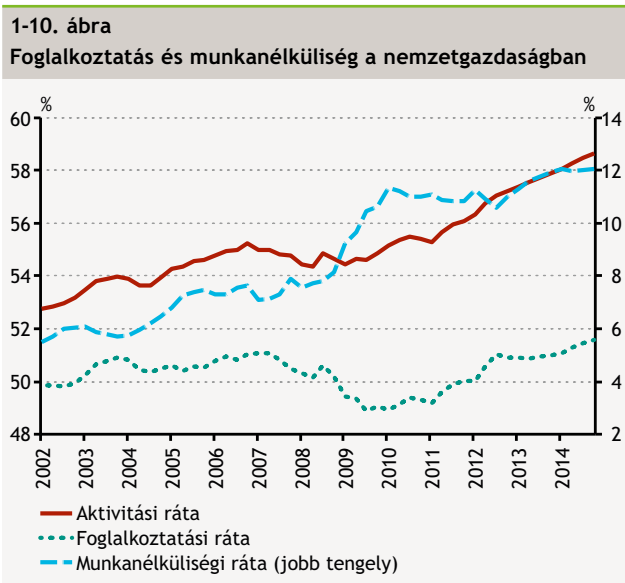
A kedvezőtlen konjunkturális folyamatok a versenyszféra profithelyzetének romlásával párosultak, amit a vállalati adóterhelést növelő költségvetési kiigazító intézkedések is erősítettek. A jövedelmezőség romlására a vállalatok erős munkapiaci alkalmazkodással reagálhatnak. A munkaköltségek mérséklése elsősorban a rendszeres béren kívüli juttatások csökkenésében és az átlagbér feletti kereseti kategóriák visszafogott béremeléseiben jelentkezhet. A visszafogott keresleti kilátások mellett a versenyszféra foglalkoztatásában érdemi elmozdulásra nem számítunk.

Az elmúlt időszakban a kedvezőtlen konjunktúrával párhuzamosan romló termelékenységet figyelhettünk meg, amihez a hozzáadott érték csökkenése mellett a foglalkoztatás emelkedése is hozzájárult. A létszámbővülés megítélésében jelentős a bizonytalanság, ciklikus és strukturális okok egyaránt szerepet játszhatnak (erről részletesen írunk az 3-2 keretes írásban).

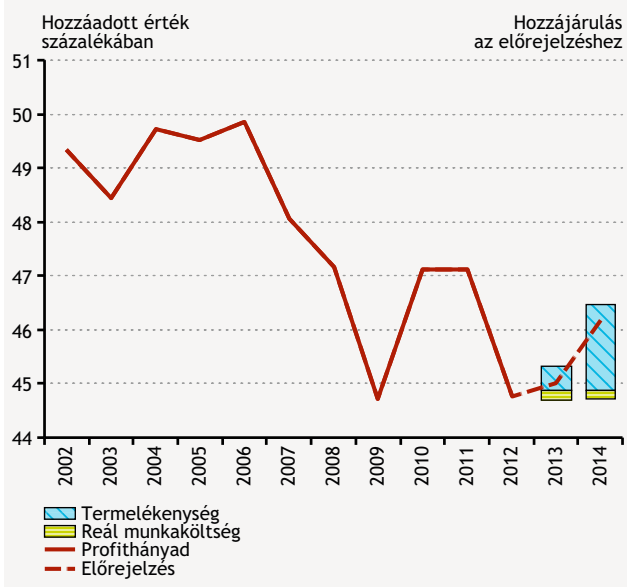
A kibocsátás jelentős részét előállító, nagyobb vállalatok által foglalkoztatottak száma a válság óta gyakorlatilag stagnált, a foglalkoztatás emelkedése jellemzően a kis (10 fő alatti) cégeknél tapasztalható. A múltbeli tapasztalatok arra utalnak, hogy a kis cégek létszámában rugalmasan alkalmazkodhatnak a konjunktúra alakulásához, ezért az előrejelzésben a foglalkoztatás csökkentésével javíthatják a termelékenységüket.

Az idei és a jövő évi minimálbér-emelés tartósan növeli a nominális béreket, ám az intézkedések által érintett vállalati körben a munkahelyvédelmi akcióterv nagy részben kompenzálja a megemelkedett bérköltségeket. A minimálbér-emelés bérskálán tovagyrúzó hatásai ugyanakkor a termelékenység alakulásától elszakadó bérnövekedéshez vezethetnek a versenyszféra vállalatainál. A 2012. évi tapasztalatok alapján a vállalaton belüli bérdifferentiálás fenntartása érdekében a vállalatok az adminisztratív intézkedések által közvetlenül nem érintett kereseti kategóriákban is béremelést hajthatnak végre.

A kedvezőtlen konjunkturális helyzetre és a versenyszféra növekvő adóterhelése miatt romló jövedelmezőségre a vállalatok a bérdinamika visszafogásával reagálhatnak. Bár a válság során a munkanélküliség trendje fokozatosan emelkedett, a munkapiaci környezet az előrejelzési horizonton laza marad. Előrejelzésünkben ezért az adminisztratív intézkedések hatásának kifutása után mérsékelt bérnövekedésre, a béren kívüli juttatások visszafogására és szinten maradó foglalkoztatásra számítunk, ami hozzájárul a ver-



1-11. ábra
A termelékenység, reál munkaköltségek és a profithelyzet alakulása



senyszféra jövedelmzésének korrekciójához. Az aktivitást növelő kormányzati intézkedések (1-10. ábra), a tőkeköltségek növelése, valamint a munkahelyvédelmi akcióterv következtében a munkára rakódó alacsonyabb adóterhek olyan strukturális intézkedések, amelyek hosszú távon a munkaintenzív termelés irányába történő eltolódás felé mutatnak. Ezért a termelékenység és a profithányad előre tekintve középtávon tartósan alacsonyabb lehet, mint a válságot megelőző években (1-11. ábra).

1-3. táblázat

Előrejelzéseink változása az előző inflációs jelentéshez képest

	2011	2012		2013		2014
	Tény	Előrejelzés				
		Szeptember	Aktuális	Szeptember	Aktuális	Aktuális
Infláció (éves átlag)						
Maginfláció ¹	2,7	5,2	5,1	4,9	5,2	3,7
Indirektadó-hatásoktól szűrt maginfláció	2,5	2,7	2,5	3,1	3,5	3,4
Fogyasztóiár-index	3,9	5,8	5,7	5,0	3,5	3,2
Gazdasági növekedés						
Külső kereslet (GDP-alapon) ²	2,7	0,7	0,7	1,3	0,8	2,1
Háztartások fogyasztási kiadása	0,5	-1,0	-1,7	-0,8	-0,2	0,6
Kormányzat végső fogyasztása	-0,5	-2,9	-2,0	-2,2	-2,7	-0,1
Állóeszköz-felhalmozás	-3,6	-5,9	-5,1	0,0	-0,2	-1,0
Belföldi felhasználás	0,1	-3,1	-3,8	-1,0	-0,8	0,2
Export	6,3	2,1	2,2	6,9	2,4	4,8
Import	5,0	0,6	-0,1	5,8	1,2	3,8
GDP ³	1,6	-1,4	-1,4	0,7	0,5	1,5
Külső egyensúly						
Folyó fizetési mérleg egyenlege	0,9	2,1	2,0	3,6	3,7	4,3
Külső finanszírozási képesség	3,3	4,7	4,3	6,7	6,8	6,9
Államháztartás⁴						
ESA-egyenleg	4,2	-3,7 (-2,8)	-3,7 (-2,7)	-2,7 (-2,4)	-4,4 (-3,0)	-5,2 (-3,8)
Munkapiac						
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ^{5, 8}	5,0	4,4	4,6	4,6	3,6	6,1
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁶	0,8	1,2	1,8	0,8	0,3	0,5
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁷	5,4	7,3	7,0	4,8	4,9	3,0
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁶	1,4	0,2	1,4	0,6	-0,3	0,4
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{6, 8}	5,3	5,2	7,6	4,8	2,8	1,5
Lakossági reáljövedelem ⁹	2,3	-4,0	-4,2	-1,3	0,2	0,3

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

² Összhangban exportszerkezetünk elmúlt évi változásával, külső keresleti mutatónk súlyait is revidéáltuk.

³ A 2012-re vonatkozó előrejelzés naptárhatást is tartalmaz.

⁴ A GDP arányában a központi szabad tartalékok teljes törlését feltételezve.

⁵ Pénzforgalmi szemléletben.

⁶ December: a KSH munkaerő-felmérése; szeptember: az előrejelzésben a közmunkásokkal korrigáltunk, itt a szeptemberi előrejelzés korrekció nélkül szerepel.

⁷ Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint.

⁸ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

⁹ MNB-becslés.

1-4. táblázat			
Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal			
	2012	2013	2014
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2012. december)	5,7	3,5	3,2
Consensus Economics (2012. december) ¹	5,7	3,2 – 3,9 – 4,8	3,0 – 3,5 – 4,5
Európai Bizottság (2012. november)	5,6	5,3	3,9
IMF (2012. október)	5,6	3,5	3,0
OECD (2012. november)	5,8	4,8	3,9
Reuters-felmérés (2012. december) ¹	5,7 – 5,7 – 5,8	3,6 – 4,4 – 5,9	2,5 – 3,5 – 4,8
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2012. december)	-1,4	0,5	1,5
Consensus Economics (2012. december) ¹	-1,4	(-0,6) – (-0,1) – (0,8)	(-0,2) – (0,7) – (2,4)
Európai Bizottság (2012. november)	-1,2	0,3	1,3
IMF (2012. október)	(-1,0)	0,8	1,6
OECD (2012. november)	-1,6	-0,1	1,2
Reuters-felmérés (2012. december) ¹	(-1,5) – (-1,3) – (-0,9)	(-0,6) – (0,7) – (0,8)	-
Folyó fizetési mérleg egyenlege⁴			
MNB (2012. december)	2,0	3,7	4,3
Európai Bizottság (2012. november)	2,2	3,7	-
IMF (2012. október)	2,6	2,7	0,7
OECD (2012. november)	1,7	3,4	4,4
Államháztartás egyenlege (ESA-95 szerint)⁴			
MNB (2012. december)	2,7	3,0	3,8
Consensus Economics (2012. december) ¹	2,6 – 2,9 – 3,4	2,6 – 3,0 – 3,8	2,5 – 3,1 – 4,0
Európai Bizottság (2012. november)	2,5	2,9	3,5
IMF (2012. október)	2,9	3,7	3,8
OECD (2012. november)	3,0	2,7	2,7
Reuters-felmérés (2012. december) ¹	2,5 – 2,9 – 3,5	2,6 – 2,9 – 3,8	-
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2012. december)	1,0	2,2	4,6
Európai Bizottság (2012. november) ²	1,3	3,4	5,6
IMF (2012. október) ²	1,8	3,5	4,5
OECD (2012. november) ²	1,1	3,2	5,5
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2012. december)	0,7	0,8	2,1
Consensus Economics (2012. december) ³	0,6	1,1	-
Európai Bizottság (2012. november) ²	0,7	1,1	2,1
IMF (2012. október) ²	0,8	1,8	2,1
OECD (2012. november) ²	0,7	0,9	2,1
Euroövezet GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
Consensus Economics (2012. december) ³	0,1	0,4	-
Európai Bizottság (2012. november) ²	0,1	0,4	1,7
IMF (2012. október) ²	0,2	0,6	1,3
OECD (2012. november) ²	0,1	0,2	1,6

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

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

³ MNB által rendszeresen megfigyelt eurozónatagokból képzett aggregátum.

⁴ A GDP arányában.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2012. november); European Commission Economic Forecasts (2012. november); IMF World Economic Outlook Database (2012. október); Reuters-felmérés (2012. november); OECD Economic Outlook, No. 91 (2012. november).

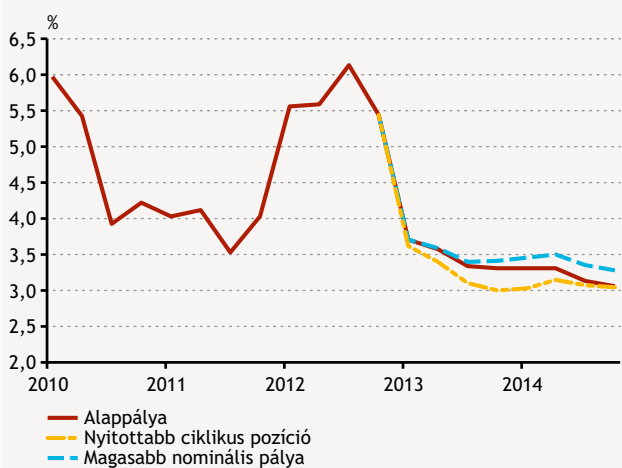
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a kockázati megítélés alakulását számottevő bizonytalansági tényezőnek értékeli, amit kétirányú kockázatok öveznek. Emellett a Monetáris Tanács két forgatókönyvet választott ki, amelyek megítélésük szerint a leginkább megragadják a monetáris politika jövőbeli vitele szempontjából releváns kockázatokat. Az alternatív forgatókönyvek az inflációs várakozások horgonyzottságával és a ciklikus pozícióval kapcsolatos bizonytalanságot jelenítik meg. A folyamatosan érkező költségsokkok és a tartósan cél fölötti infláció felveti annak lehetőségét, hogy az inflációs cél várakozásokat horgonyzó szerepe gyengült, ami miatt a termelési költségek kormányzati intézkedések által kiváltott emelkedése erősebben gyűrűzhet be az árakba. Az első forgatókönyvet tehát egy magasabb nominális pálya jellemzi, ami az alappályánál szigorúbb monetáris politikát tesz szükségessé az előrejelzési horizonton. A potenciális kibocsátás becslését nagyfokú bizonytalanság övezi, így felmerül a lehetősége, hogy az alappályában feltételezettnél kevésbé épültek le a termelési kapacitások. Ebben az esetben a nagyobb kibocsátási rés erőteljesebb dezinflációs hatást fejt ki, így lazább monetáris kondíciók mellett is elérhető az inflációs cél 2014-ben.

Magyarországon, a viszonylag mérsékelt inflációs alapfolyamatok ellenére már hosszú ideje, tartósan és jelentősen cél fölött tartózkodik az infláció, ami mögött részben az áll, hogy a múltban a gazdaságot folyamatosan érték jelentős mértékű költségsokkok (élelmiszer- és olajár-emelkedések, illetve inflációs hatású adóintézkedések). Ez felveti annak a lehetőségét, hogy az inflációs cél várakozásokat horgonyzó szerepe gyengült, és a folyamatosan érkező további költségsokkok az inflációs várakozásokba beépülve erősebb másodkörös hatásokat okoznak.

2-1. ábra
Az alternatív forgatókönyvek hatása inflációs előrejelzésünkre

(2010. I. n.év–2014. IV. n.év)



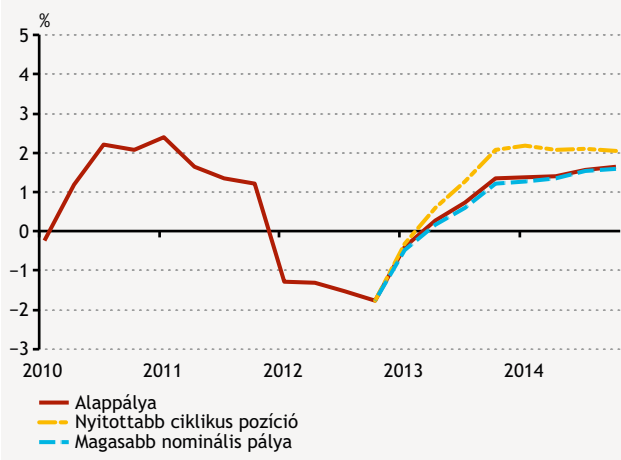
A költségvetési kiigazító lépések és a minimálbér további emelkedése a termelési költségek újabb emelkedését eredményezik a vállalati szektor számára. Ha a vállalkozások magasabb inflációs környezetre számítanak, a költségemelkedésre nagyobb mértékben reagálnak áremeléssel, és ilyenkor a nominális bérek megállapításánál is engedékenyebbek lehetnek. Ezt a kockázatot erősíti a minimálbérek számottevő emelkedése is. A magasabb nominális pálya a monetáris kondíciók szigorítását teszi szükségessé, ami tompítja az erősebb költséggyűrűzés inflációs hatását. Ebben a forgatókönyvben a növekedés valamivel alacsonyabb, mint az alappályán, az infláció pedig lassabban éri el a célt (2-1. ábra).

Az inflációs folyamatokat az elmúlt időszakban jellemzően kétirányú folyamatok alakították. A költségsokkok növelték az inflációt, míg a laza munkapiac és a belső kereslet inflációt visszafogó hatása ellenkező irányba hatottak. A gazdaság hosszú távú kínálatát, teljesítőképességét a gazdaság-

2-2. ábra

Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP előrejelzésünkre

(2010. I. n.év–2014. IV. n.év)



ban jelen lévő termelőkapacitások határozzák meg, így a belső kereslet dezinflációs hatása a kihasználatlan kapacitásoktól függ. A kibocsátási rés meghatározásához szükséges potenciális növekedési ütem becslését azonban nagy bizonytalanság övezi, amit csak fokoztak a válság kibocsátási potenciált romboló hatásának becslésével kapcsolatos mérési nehézségek. Bár több módszerrel elvégzett becsléseink és a nemzetközi összehasonlítás alapján is plauzibilisnek tűnik a potenciális kibocsátás modellünkben feltételezett pályája, nem zárhatjuk ki, hogy az alappályában túlbecsüljük a válság kapacitásokat leépítő hatását. Ez esetben a potenciális kibocsátás szintje magasabb, a gazdaság ciklikus pozíciója pedig nyitottabb lehet. Nyitottabb ciklikus pozíció esetén a vállalatok termelési költség-emelkedéshez való alkalmazkodása kisebb mértékben valósulhat meg áremelésen keresztül, így a kormányzati intézkedések inflációra gyakorolt hatása kisebb, és nagyobb alkalmazkodási teher hárul a költségek leszorítására. Ezen feltételek mellett erősebb a gyenge kereslet árleszorító hatása és lazább a munkapiac, ami összességében alacsonyabb inflációt eredményez. A kedvezőbb inflációs pálya esetén az inflációs cél az alappályánál lazább monetáris politika mellett is elérhető 2014 végére. Ebben a forgatókönyvben a gazdaság az alappályában megjelenítetttnél gyorsabban növekedhet (2-2. ábra).

A hazai eszközök kockázati megítélését előre tekintve kétirányú kockázatok övezik. A gyenge világgazdasági konjunktúra és a globális pénzpiacokat jellemző erős kockázatvállalási hajlandóság kettőssége, illetve a hazai gazdaságpolitikával kapcsolatos bizonytalanság a kockázati felárakban történő korrekció lehetőségét veti fel, és óvatos monetáris politikát indokol. Ugyanakkor az eurozóna intézményi reformjának előrehaladása, az amerikai költségvetési kockázatok oldódása, valamint a hazai költségvetési konszolidáció eredményességével kapcsolatos várakozások javulása kedvezően hathat a kockázati megítélésünkre, ami növeli a monetáris politika mozgásterét.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

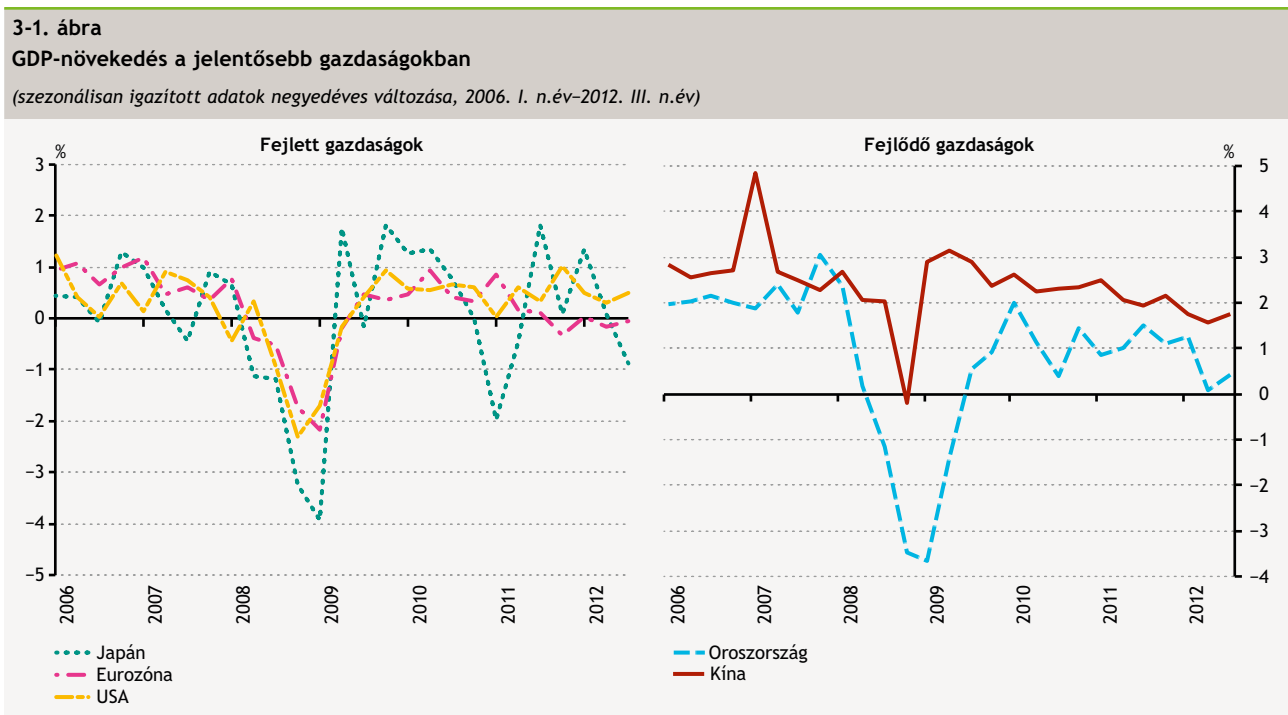
3.1. Nemzetközi környezet

Tovább lassult a világgazdaság növekedése a harmadik negyedévben. A gazdasági aktivitás a fejlett és a fejlődő országokban egyaránt mérséklődött, miközben a legfontosabb külkereskedelmi partnerünknek számító eurozóna gazdasága az év második felére technikai recesszióba süllyedt. A globális inflációs folyamatokban a keresletoldali inflációs hatások változatlanul visszafogottak, ám az elmúlt negyedévek jelentős nyersanyagár-emelkedései miatt a fogyasztóiár-indexek a legtöbb régióban a jegybanki célok fölött alakulnak.

A globális pénzügyi hangulatot változatlan optimizmus jellemezte. A fejlett országok jegybankjainak likviditásbővítő akciói érdemben javították a befektetők kockázatvállalási hajlandóságát, ami számottevően erősítette a feltörekvő piacokra irányuló tőkebeáramlást. A folyamat egyik legnagyobb nyertesének a kelet-közép-európai régió bizonyult. A befektetői hangulatjavulás tartósságát az európai adósságválság fejleményei és az amerikai fiskális konszolidációval kapcsolatos várakozások továbbra is jelentősen befolyásolhatják.

3.1.1. GLOBÁLIS KONJUNKTURÁLIS FOLYAMATOK

A fejlett és a fejlődő gazdaságok növekedése a harmadik negyedévben tovább lassult (3-1. ábra). Bár az amerikai konjunktúra enyhe javulást mutatott, az eurozóna technikai recesszióba került, míg a Japán gazdaság kibocsátása visz-



szaesett a harmadik negyedévben. A fejlett gazdaságokkal szoros külkereskedelmi kapcsolatban lévő feltörekvő országokban és így a kelet-közép-európai régióban is lassult a növekedés üteme. A globális gazdasági kilátások tekintetében változatlanul az amerikai fiskális szakadék és az európai adósságválság alakulása jelenti a legmeghatározóbb kockázatokat.

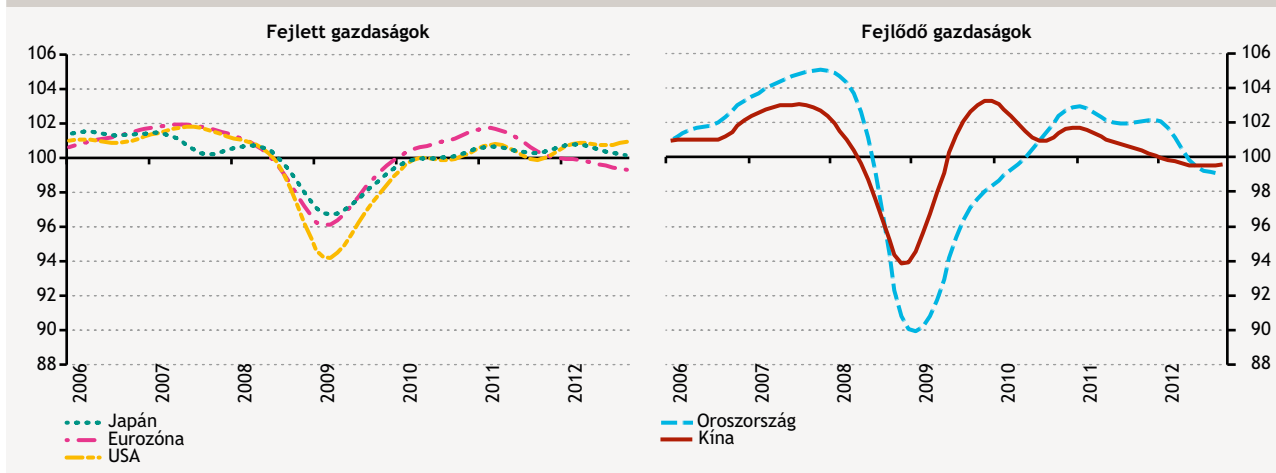
Az amerikai gazdasági növekedés a harmadik negyedévben is folytatódott. A GDP éves összevetésben 2,5 százalékkal bővült. A gyengülő külső kereslet, és a háztartások elhúzódo mérleglépítése tartósan lassítják a gazdasági kilábalást, míg a Sandy hurrikán okozta zavarok átmenetileg csökkentették a kibocsátást. A gyenge konjunkturális környezetben a Fed újabb likviditásbővítő intézkedéseinek fókuszában a növekedés stabilizálása áll. Bár a rövid távú előretekintő indikátorok az aktivitás és a fogyasztás enyhe erősödését jelzik, a középtávú növekedési kilátások továbbra is gyengék. A növekedés és a foglalkoztatás tartós javítását a Fed a likviditásnövelő programok bővítésével és a tartósan alacsony kamatszint melletti elköteleződés – konkrét munkanélküliségi és inflációs mutatókkal történő – megerősítésével is támogatja. A rövidebb távú növekedési kilátásokat elsősorban a fiskális politika elnökválasztás utáni alakulása befolyásolhatja. Az adósságplafon miatt várható fiskális konszolidáció mértéke és szerkezete a globális növekedést és kockázatvállalási hajlandóságot is érdemben befolyásolhatják.

Az euroövezet GDP-je a harmadik negyedévben 0,6 százalékkal csökkent éves összevetésben, így az év közepére az eurozóna gazdasága recesszióba került. A növekedési folyamatokat változatlanul erős kettősség jellemzi: a perifériaországok kibocsátása jelentősen csökken, míg a centrumországok gazdaságai ellenállóbbnak bizonyultak. Ugyanakkor az elmúlt negyedévben a növekedés lassulása már ezen gazdaságok körében is egyre nyilvánvalóbban jelentkezett. A legfontosabb előretekintő konjunktúraindikátorok szeptemberben hároméves mélypontra süllyedtek, és novemberig érdemi korrekciót nem mutattak, így a recesszió az év végéig folytatódhat (3-2. ábra). A globálisan lassuló konjunktúra és a – főként a jelentős adósságokat felhalmozó gazdaságokban – a folytatódó mérlegkiigazítás a következő években is visszafogja a régió bővülését, így a recessziót követő kilábalása teljes előrejelzési horizontunkon mérsékelt maradhat.

A legnagyobb feltörekvő országokban magas dinamikáról, de folytatódott a növekedés lassulása. Kína harmadik negyedéves növekedése 7,4 százalékra mérséklődött. A gazdasági aktivitás lassulásában meghatározó az exportértékesítések visszafogottabb bővülése. A fejlett gazdaságok mérséklődő kereslete a hagyományos kereskedelmi

3-2. ábra
Konjunktúraindikátorok a jelentősebb gazdaságokban

(2006. január–2012. október)

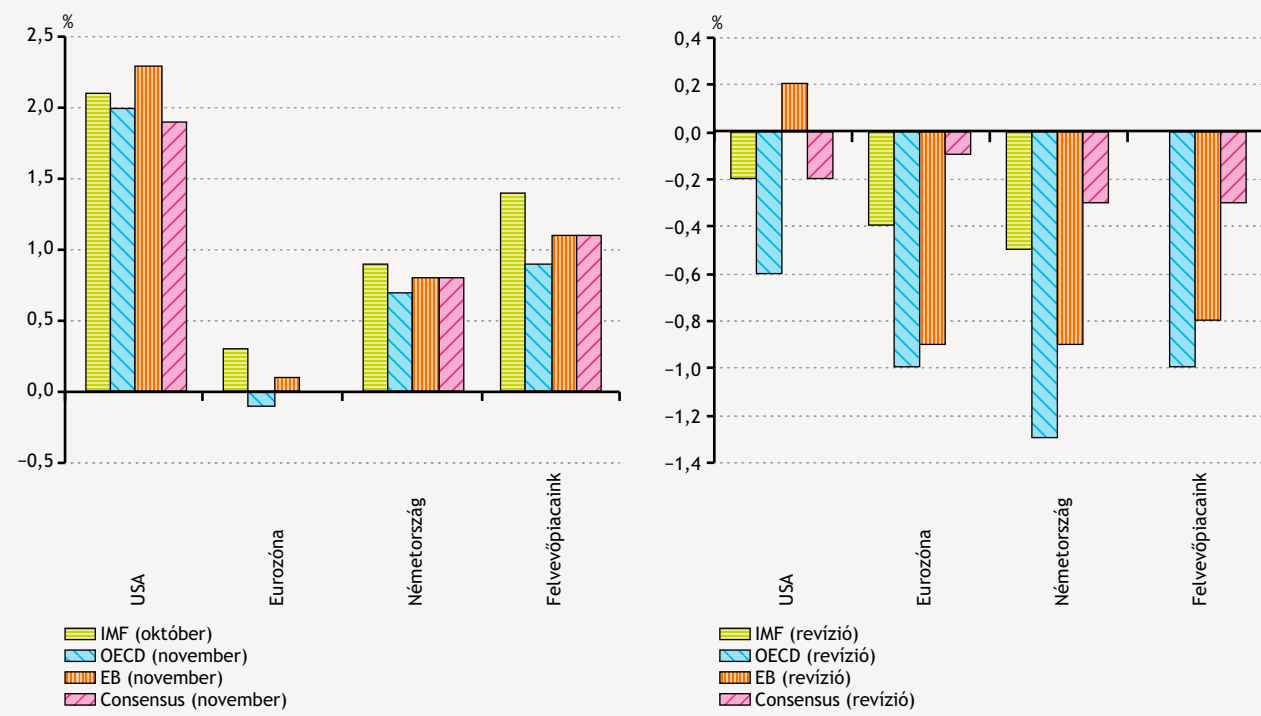


csatornán keresztül lassítja az érintett régiók növekedését. Ugyanakkor a feltörekvő piacokat jellemző erős tőkebeáramlás az árfolyamerősödésén keresztül is fékezi az exportot. A belső kereslet alakulását illetően változatlanul a belső eszközárborékok kialakulása jelentheti a legnagyobb kockázatot.

Kelet-Közép-Európa átlagos növekedése erős heterogenitás mellett lassult. A régió GDP-je éves összevetésben 0,7 százalékkal bővült a harmadik negyedévben. Lengyelország és Szlovákia gazdasága változatlanul ellenállóbbnak bizonyult a globális konjunkturális hatásokkal szemben: 2,5 százalékos közeli növekedésük továbbra is kimagasló a régióban. Ezzel szemben Csehországban a harmadik negyedévben is folytatódott a recesszió. Az éves összevetésben mért 1,5 százalékos csökkenés a magyar adattal közel megegyező. Romániában kisebb mértékben, de szintén csökkent a bruttó hazai össztermék.

A magyar gazdaság szempontjából legfontosabb külpiacok kilátásai az utóbbi negyedévben tovább romlottak. A német ipar a júliusi növekedés után az őszi hónapokban fokozatos visszaesést mutatott. A főbb német előretekintő indikátorok – mind az új ipari rendelések, mind az Ifo-index alapján – további csökkenést vetítenek előre. Az eurozóna növekedése 2013-ban indulhat be ismételten, ugyanakkor a kilábalás továbbra is lassú maradhat. A legfontosabb exportpartnereink gazdasági kilátásai a legtöbb előrejelzés szerint az elmúlt hónapokban érdemben romlottak. Külső piacaink bővülése jövőre a korábban vártnál mérsékeltebben támogathatja a hazai növekedést (3-3. ábra).

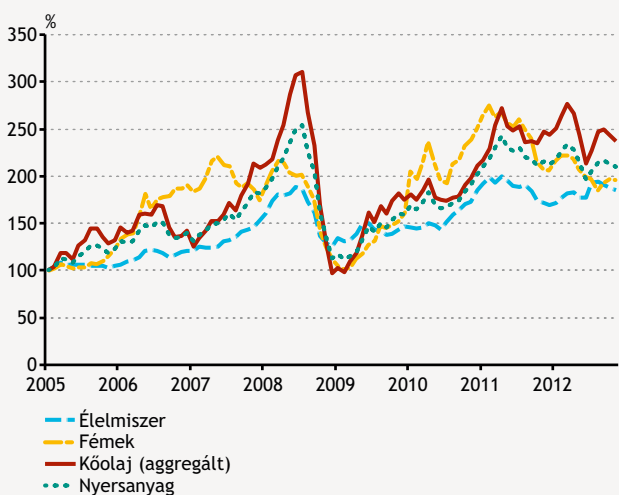
3-3. ábra
Az IMF és az Európai Bizottság növekedési prognózisa és revíziói
(2013)



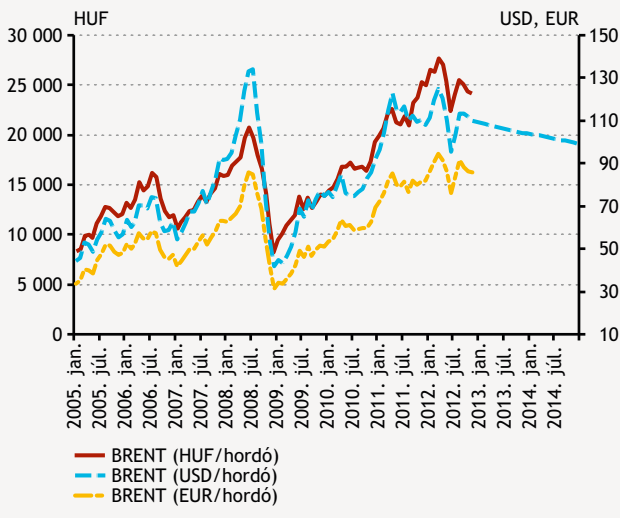
3.1.2. GLOBÁLIS INFLÁCIÓS FOLYAMATOK

A növekedési kilátások gyengülése ellenére a nyersanyagárak az őszi hónapokban is az év eleji relatíve magas szintek közelében alakultak. Az olaj világpiaci ára viszonylag enyhe ingadozás mellett 110 dollár közelében stabilizálódott (3-4., 3-5. ábra). Ugyanakkor a fejlett országok jegybankjainak bejelentéseivel párhuzamosan javuló globális kockázatvállalási hajlandóság az eurót is erősítette, így az euróban kifejezett olajár érdemben csökkent. Az izraeli-gázai konfliktus rövid távon továbbra is jelentős geopolitikai kockázatot jelenthet az olajár alakulásában. A globálisan gyenge terméseredmények következtében a nyers élelmiszerek árai a nyári hónapokban historikusan magas szintre emelkedtek. A határidős árak alapján érdemi csökkenésre csak 2013 közepétől az új termés megjelenésével számíthatunk.

3-4. ábra
Nyersanyagárak relatív alakulása
(USD, 2000 = 100, 2005. január–2012. november)



3-5. ábra
Olajár-feltevésünk változása
 (2005. január–2014. december)



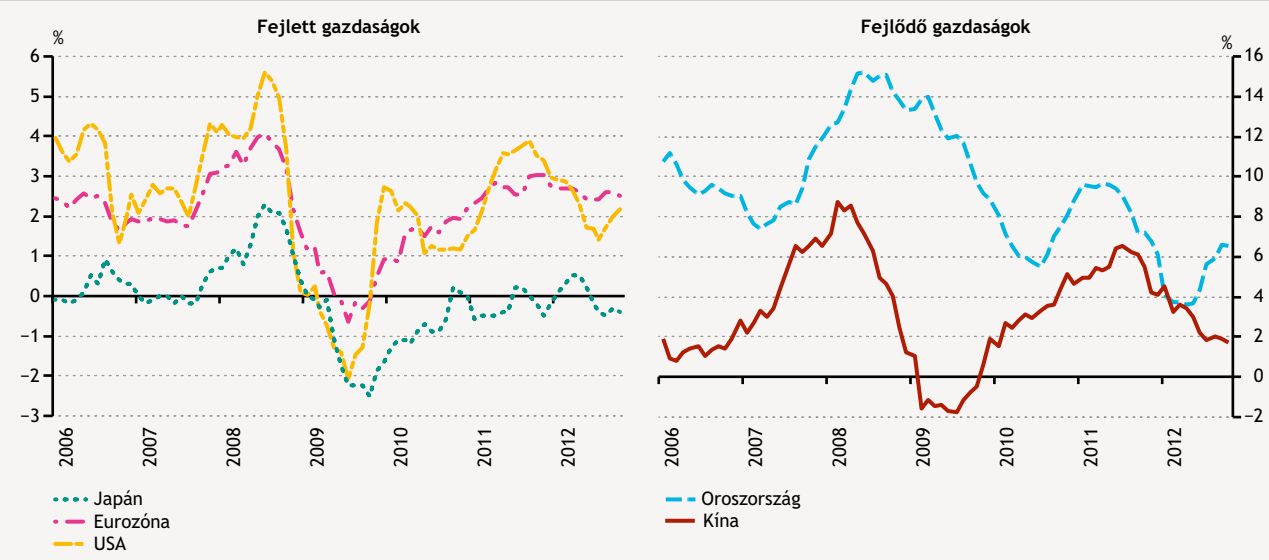
ben 2,2 százalékra mérséklődött a fogyasztóiár-index. Az eurozóna korábban gyorsuló inflációjában az olasz és a spanyol áfaemelés is szerepet játszott. Japán az utóbbi hónapokban sem tudta elkerülni a deflációt. A kedvezőbb konjunktúrával jellemezhető nagyobb feltörekvő gazdaságokban – Kína kivételével – az infláció gyorsulását figyelhettük meg (3-6. ábra).

A kelet-közép-európai régióban Csehországban enyhén, Romániában erőteljesebb ütemben nőtt az éves infláció az utóbbi negyedévben. Az infláció rövid távú emelkedése ellenére a kereslet oldali inflációs nyomás változatlanul általánosan gyenge. A monetáris politika számára releváns – a nyersanyagár-sokkuktól és az indirektadó-emelésektől – megtisztított árindexek nem jeleztek erősödő inflációs nyomást.

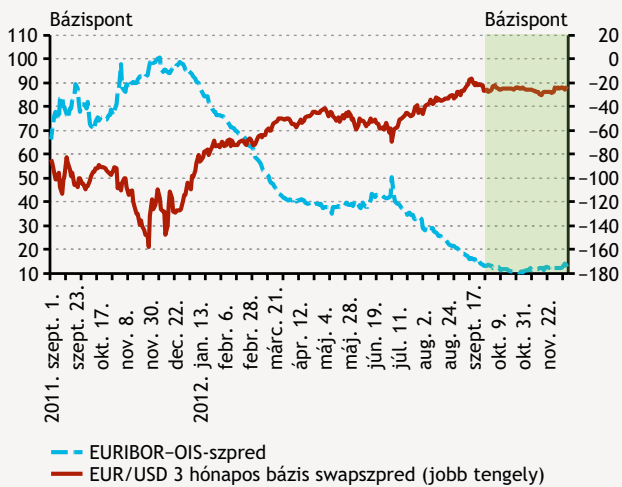
3.1.3. MONETÁRIS POLITIKAI ÉS PÉNZÜGYI PIACI FOLYAMATOK

A gazdasági kilátások romlása és az alacsony inflációs alapfolyamatok mellett a fejlett országok fenntartották a laza monetáris kondíciókat. A feltörekvő országokban a javuló kockázatvállalási hajlandóság és romló növekedési kilátások a jegybanki alapkamat csökkentésére adtak lehetőséget. A régiós jegybankok közül a cseh jegybank két kamatcsökkentéssel (összesen 45 bázispontos lazítás) elérte a nulla közeli kamatszintet, így a döntéshozóknak további kamatcsökkentésre már nincs lehetőségük. A lengyel nemzeti bank novemberben és decemberben 25-25 bázisponttal mérsékelte az alapkamatot.

3-6. ábra
Infláció a jelentősebb gazdaságokban
 (% , év/év, 2006. jan.–2012. okt.)

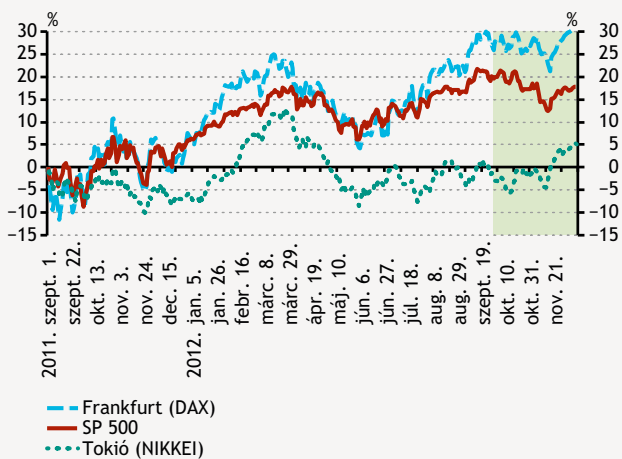


3-7. ábra
Bankközi és swappiaci szpredek alakulása



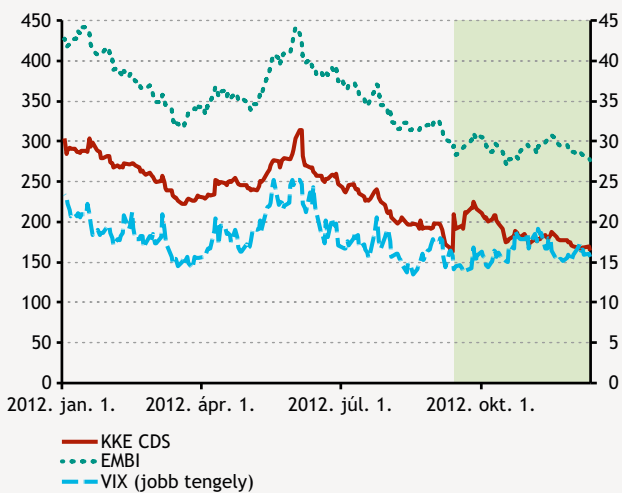
Az elmúlt hónapokban változatlan optimizmus jellemezte a globális pénzügyi hangulatot. A vezető jegybankok korábbi likviditásbővítési és/vagy válságkezelési intézkedéseinek pozitív hatása az őszi hónapokban is kitartott (3-7., 3-8. ábra). A feltörekvő piacok jelentősen profitáltak a likviditásbőségből: számottevően nőtt az ezen piacokra áramló tőke, leszorítva az érintett gazdaságok eszközeinek kockázati felárait. A közép-keleti-európai EU-tagországaiban mindehhez hozzájárult az unió fedezetlen CDS-ügyletekre vonatkozó szabályozása is. Novemberig ennek a technikai hatásnak a következményeként a többi feltörekvő térségben tapasztaltnál nagyobb felárscsökkenést tapaszthattunk a régióban (3-9. ábra).

3-8. ábra
Főbb tőzszeindexek alakulása



Az európai adósságválság fejleményei az év első felébenél jóval kevésbé befolyásolták a piaci hangulatot. Bár néhány előrelépés (pl. görög megegyezés) történt az utóbbi időben, de több fennálló problémára (pl. spanyol költségvetés fenntarthatósága vagy bankunió kérdése) még nem született megnyugtató válasz. Jelenleg a piacok leginkább az amerikai költségvetési kiigazítással kapcsolatos tárgyalásokra, valamint a globális növekedési kilátásokban bekövetkező változásra koncentrálnak.

3-9. ábra
Kockázati indexek alakulása

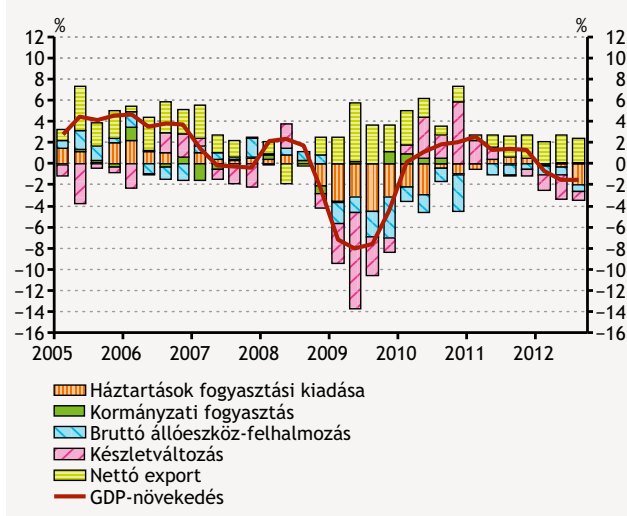


3.2. Aggregált kereslet

A harmadik negyedévben folytatódott a magyar gazdaság visszaesése. A recesszióhoz a huzamosabb ideje gyenge belső kereslet mellett a gyengülő külső konjunktúra is egyre inkább hozzájárult. A lakossági és kormányzati fogyasztás, valamint a beruházási aktivitás az elmúlt negyedévben tovább csökkent, pozitív növekedési hozzájárulást csak a nettó export mutatott. A belföldi kereslet csökkenésében változatlanul a válság előtt felhalmozott adósságok elhúzódó leépítése, az általánosan szigorú hitelezési feltételek, a költségvetési egyensúlyt javító intézkedések, valamint a középtávú kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság hatásai a meghatározóak.

A kedvezőtlen kereseti környezet, azon belül is főként a tartósan és érdemben szűkülő lakossági fogyasztás továbbra is erős deflációs hatással bír, tompítva az élelmiszer- és nyersanyag-árak emelkedéséből adódó tavagyűrűző hatásokat.

3-10. ábra
A hazai éves GDP-változás szerkezete
(2005. I. n.év-2012. III. n.év)



2012 harmadik negyedévében folytatódott a bruttó hazai termék csökkenése. A hazai GDP 1,5 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakának értékétől. Az aggregált kereslet szintje a harmadik egymást követő negyedévben mutatott csökkenést (3-10. ábra).

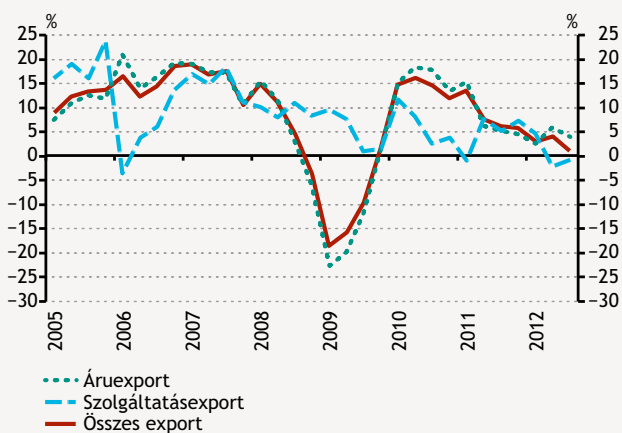
A recessziót a gyengülő külső és a tartósan visszafogott belső kereslet együttese okozta. A lakossági és kormányzati fogyasztás, valamint a beruházási aktivitás az elmúlt negyedévben tovább csökkent, miközben a nettó export növekedési hozzájárulása továbbra is erős pozitívumot mutatott.

3.2.1. KÜLKERESKEDELEM

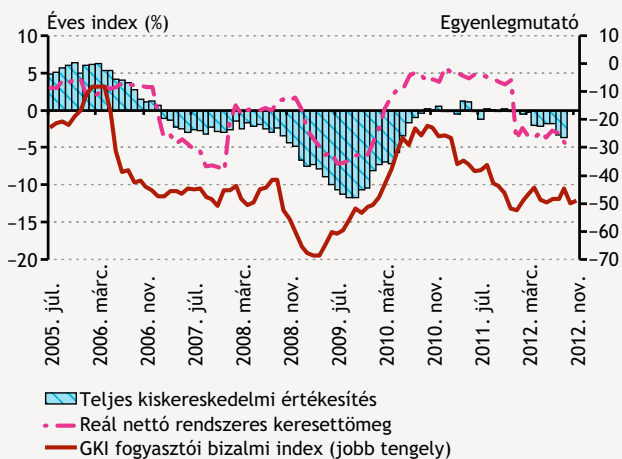
A harmadik negyedévben folytatódott külső piacaink keresletének gyengülése. A globális lassulás a hazai export szempontjából meghatározó német exportértékesítésekben is egyre markánsabban érezte hatását.

A hazai ipari exportértékesítések az elmúlt hónapokban visszafogottan alakultak. A fokozatosan termelésbe álló autóiipari kapacitások egyelőre a korábban vártnál kisebb mértékben javították az áruexportot. Ennek oka lehet az általános külpiaci lassulás mellett, hogy a globális válság következtében több hazai meghatározó exportőr anyavállalatának piaci pozíciója érdemben gyengült az elmúlt években. Az ebből adódó termelés-csökkenés mérsékelte a hazai exportértékesítéseket is. (A témáról bővebben lásd: 3-1. keretes írásunkat.) A szolgáltatások exportja fokozatosan lassult az elmúlt negyedévekben. Az alacsonyabb dinamikához a turizmus bevételeinek visszafogottabb bővülése mellett a külpiaci konjunktúrára érzékeny szállítási ágazatok exportjának lassulása is hozzájárult (3-11. ábra). A nettó

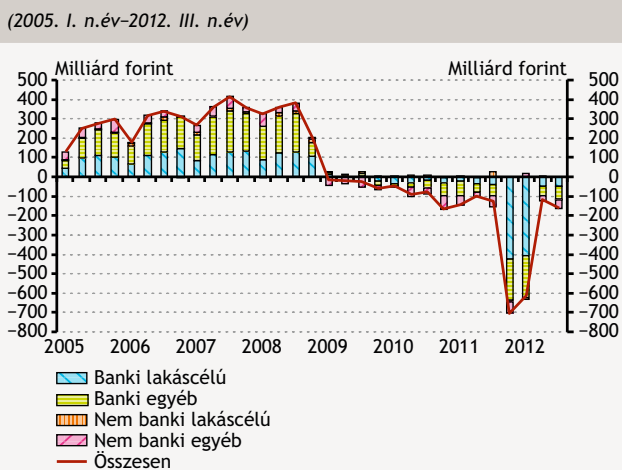
3-11. ábra
Az áru- és szolgáltatásexport volumenének alakulása
(2005. I. n.év–2012. III. n.év)



3-12. ábra
A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



3-13. ábra
A háztartási szektor beföldi hitelállományának nettó negyedéves változása hitelcél szerint



export a harmadik negyedévben is emelkedett. Ennek oka elsősorban a gyenge importkereslet volt.

3.2.2. LAKOSSÁGI FOGYASZTÁS

A háztartások fogyasztása a harmadik negyedévben számottevően csökkent. A fogyasztást meghatározó legfontosabb makrogazdasági tényezők általánosan a lakossági kereslet visszafogása irányába hatottak. A reál nettó keresettömeg a foglalkoztatásbővülés és a versenyszféra jelentős bérnövekedése ellenére változatlanul érdemben csökkent. Az adminisztratív béremelések az alacsonyabb kereseti kategóriákban ellensúlyozták az év eleji adóintézkedések hatását, ám a gyorsuló infláció általánosan erodálta a reáljövedelmeket. A reáljövedelmek ideji csökkenéséhez az egyéb jövedelmek jelentős visszaesése is érdemben hozzájárult. A lakossági bizalmi indikátor értéke az elmúlt félévben érdemben nem változott, ám a mutató továbbra is historikusan alacsony szintet jelez (3-12. ábra).

A lakossági viselkedésben változatlanul meghatározó a válság előtt felhalmozott adósságok fokozatos leépítése. A háztartások a harmadik negyedévben is nettó hiteltörlesztők voltak. A végtörlesztést követően a második és harmadik negyedévben közel hasonló mértékben az összes hitelkategóriában csökkent a lakosságihitel-állomány. Az újonnan folyósított hitelekben az elmúlt hónapokban sem láthatunk érdemi elmozdulást, a banki hitelaktivitás historikusan alacsony szinten alakult (3-13. ábra).

A lakossági hitelek devizaszerkezetét jelentősen befolyásolta a kilencven napon túli késedelemben lévő devizahitelek forintosítása. A kormányzati program keretében a bankok a feltételeket teljesítő háztartások devizahiteleinek negyedét elengedték, míg a fennmaradó részt forinthitelre váltották. A hiteltartozás egy részének elengedése a havi adatokon is látható változást okozott. A lakosság által birtokolt teljes hitelállományhoz képest azonban az átváltott mennyiség mértéke nem jelentős, különösen az év elején lezajlott végtörlesztési program hatásaihoz képest.

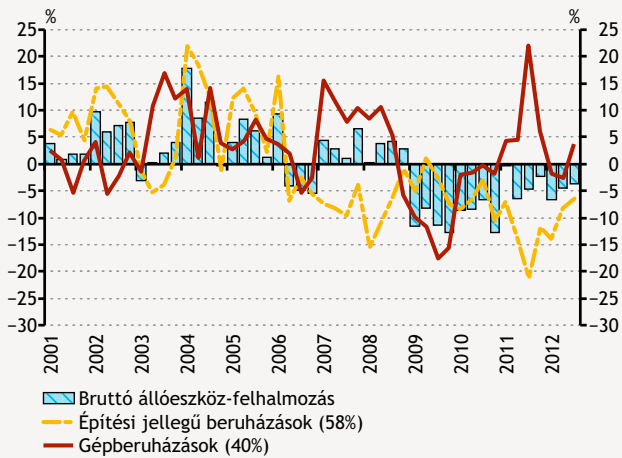
3.2.3. MAGÁNBERUHÁZÁSOK

A gyenge keresleti kilátások és a tovább szigorodó hitelezési kondíciók mellett változatlanul óvatos beruházási aktivitás jellemzi a hazai jövedelemtulajdonosokat (3-14. ábra). A magánberuházások a korábbiaknál kisebb ütemben, de a harmadik negyedévben is tovább mérséklődtek.

A vállalatok beruházásait az elmúlt időszak kettőssége jellemezte. Az ágazatok többségében – ezek közül is leginkább a belföldre termelő ágazatok körében – a beruházási alapfolyamatok változatlanul gyengék. A tartósan visszafo-

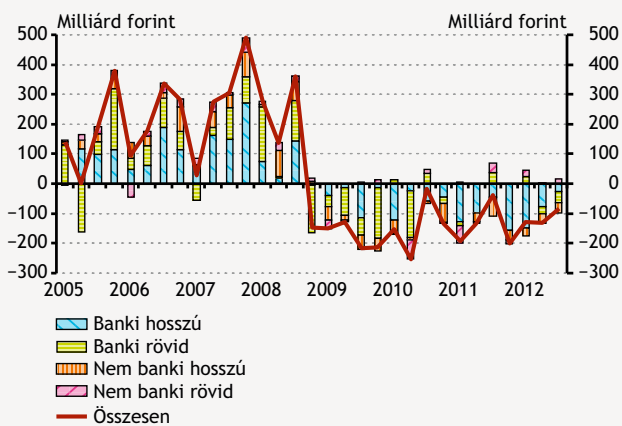
3-14. ábra
Nemzetgazdasági beruházások alakulása

(2001. I. n.év–2012. III. n.év)



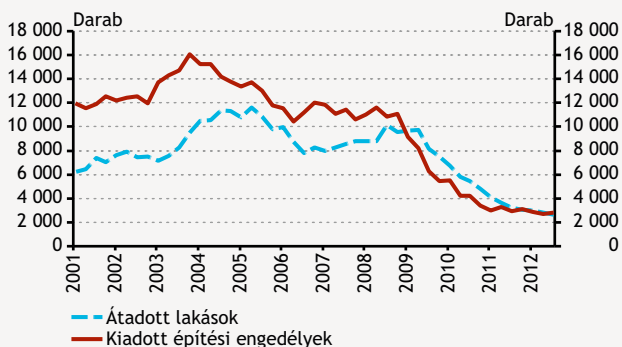
3-15. ábra
A vállalati szektor belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása futamidő szerint

(2005. I. n.év–2012. III. n.év)



3-16. ábra
Újlakás-építés és a kiadott engedélyek száma negyedévente

(2001. I. n.év–2012. III. n.év)



gott és nagy bizonytalansággal jellemezhető keresleti kilátások mellett a vállalatok új beruházások iránti igénye alacsony. Ugyanakkor a feldolgozóipar egyes ágazataiban a terveknek megfelelően haladó nagy egyedi autóiipari beruházások továbbra is számottevő beruházási aktivitást okoznak.

2012 harmadik negyedévében a korábbi időszakokhoz képest kisebb mértékben, de tovább mérséklődött a hazai pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitel-aktivitása (3-15. ábra). Egyaránt mérséklődtek a vállalati rövid és hosszú hitelek is, az állománycsökkenés mértéke összesen 82 milliárd forintot tett ki. A vállalati hitelezés folyamatait alapvetően meghatározó tényezőkben nem volt tapasztalható lényeges javulás sem keresleti, sem pedig kínálati oldalon. A gyenge beruházási igény mellett a hosszú lejáratú hitelek iránti kereslet továbbra is visszafogott maradt a vállalatok részéről, míg az ipari termelés romlása a rövid lejáratú hitelek felvételét is visszafogta. Kínálati oldalon a bank-szektor szigorú hitelezési feltételeinek fennmaradása, illetve további enyhe szigorítása³ ugyancsak gátja a hitelezés bővülésének.

A lakossági beruházás a harmadik negyedévben tovább mérséklődött. A lakáspiaci indikátorok alapján az új lakások építése és értékesítése is historikus mélypont közelében alakul (3-16. ábra). Az új építési engedélyek számának alakulása a következő negyedévekre is historikusan alacsony aktivitást jelez. A kamattámogatásos konstrukciók bevezetésével párhuzamosan kínálati oldalon a hitelezési feltételek enyhe lazítása kezdődött el. Ezzel szemben az új hitelkihelyezések volumenében nem tapasztalható javulás a második negyedévi historikus mélyponthoz képest. A háztartási hitelezési folyamatokat inkább a keresleti oldal határozhatja meg. A háztartások viselkedésében vélhetően továbbra is lényeges elem a korábbi eladósodást követő mérlegalkalmazkodási folyamat, ami számottevően mérsékli a szektor beruházási aktivitását.

3.2.4. KÉSZLETEK

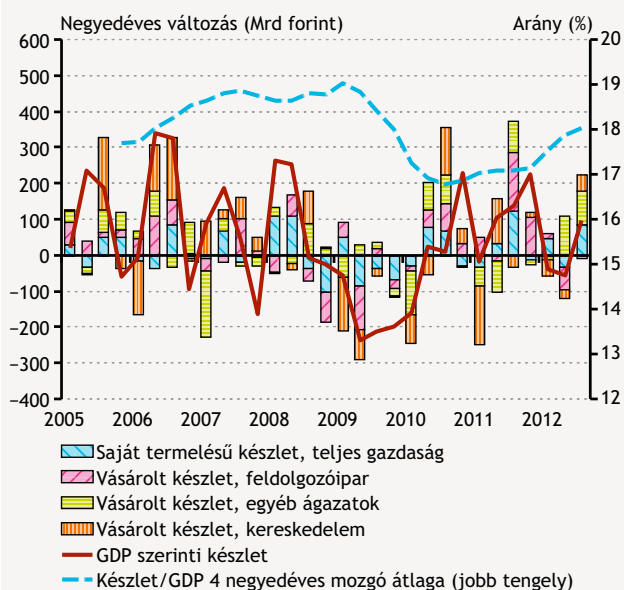
A bizonytalan növekedési kilátások és a szigorú vállalati hitelkondíciók továbbra is a válság óta jellemző feszes készletgazdálkodás fennmaradását indokolják a versenyszféra ágazataiban. A kedvezőtlen időjárási feltételek és a számottevő aszálykárok miatt a mezőgazdasági készletek leépítése is érdemben hozzájárulhat a készletek csökkenéséhez (3-17. ábra).

³ Az MNB 2012. novemberi hitelezési felmérése alapján.

3-17. ábra

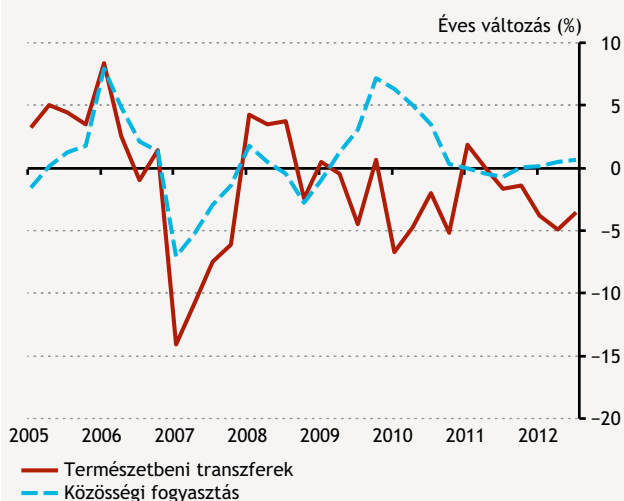
A készletváltozás folyó áron és GDP szerint, illetve a készlet szint a nominális GDP arányában

(2005. I. n.év–2012. III. n.év)



3-18. ábra

Kormányzati kiadások alakulása



3.2.5. ÁLLAMI KERESLET

A kormányzati fogyasztási keresletét a korábban elindult és az idén addicionálisan meghozott fiskális kiigazító intézkedések határozzák meg. A kormányzati beruházások finanszírozását továbbra is erős kettősség jellemzi: a tisztán költségvetési forrásokból megvalósuló beruházások súlya tovább csökken, ezt az uniós forrásokból megvalósítható projektek növekedése ellensúlyozta (3-18. ábra).

3-1. keretes írás

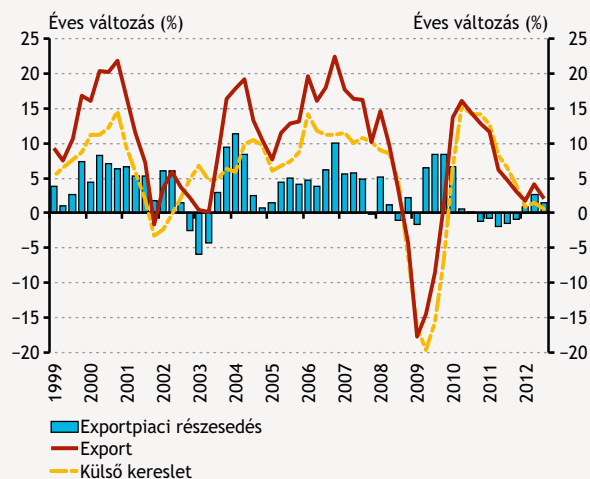
Exportpiaci részesedésünk alakulása az elmúlt években

A 2008–2009-es válság óta a magyar gazdaság növekedéséhez az exportorientált ágazatok termelésnek bővülése jelentős mértékben hozzájárult. Azonban az elmúlt években termelésbe állított autóiipari kapacitások ellenére a magyar gazdaság exportjának növekedése az elmúlt három évben – az ezt megelőző időszakokkal szemben – alig haladta meg felvevőpiacaink importjának bővülését. Ennek háttérében a globális konjunktúra gyengüléséből adódó ciklikus folyamatok mellett strukturális okok is állhatnak.

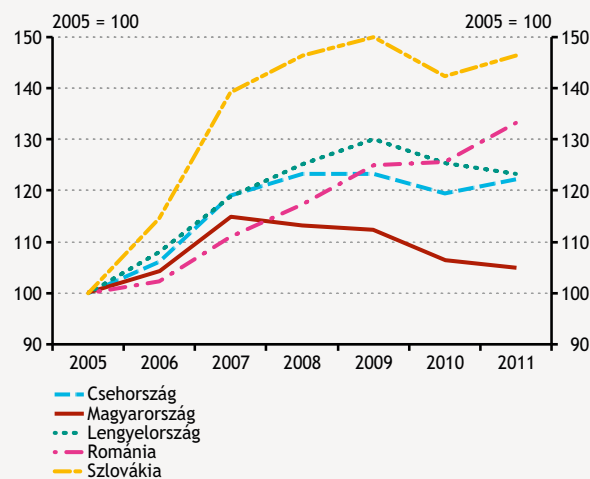
A korábbi években megfigyelhettük, hogy az export dinamikája meglehetősen érzékeny a külső keresletünk változására. Ez annak köszönhető, hogy Magyarország exportjának tetemes részét teszik ki a félkész és közbülső termékek. Ezeknek a kereslete – a fogyasztás-

3-19. ábra
Exportpiaci részesedésünk alakulása

(volumenadatok alapján számítva)


3-20. ábra
Exportpiaci részesedés a régió gazdaságaiban

(értékadatok alapján számítva)



tási cikkekénél – jóval érzékenyebben reagál a kereslet változására.⁴ Ennek megfelelően a globális konjunktúra lassulása a hazai exportpiaci részesedés lassulásával, míg a konjunkturális felívelések az exportpiaci részesedés élénkülésével járnak.

Az export dinamikájának lassulása azonban meghaladta a régiós versenytársainkét, ami versenyképességünk relatív romlására utalhat. Ennek mérésére leggyakrabban az exportpiaci részesedés – azaz exportunk és a felvevőpiacaink importja hányadosának – változását használják (3-19. és 3-20. ábra). A válság előtti években exportpiaci részesedésünk átlagosan évi 4-5 százalékkal növekedett. A válság kezdetén reálárfolyamunk jelentősen leértékelődött, ami hozzájárult ahhoz, hogy piaci részesedésünk bővülhessen 2009–2010 fordulóján. 2010 második felétől azonban mindössze 0,5 százalékos átlagos növekedést figyelhetünk meg. A Mercedes-gyár üzembe állása, valamint a reálárfolyam év eleji leértékelődése a korábbi hazai és nemzetközi tapasztalatok alapján az exportpiaci részesedés emelkedését indokolta volna. Az exportpiaci részesedés visszafogott alakulása mögött több tényező együttes hatása állhat.

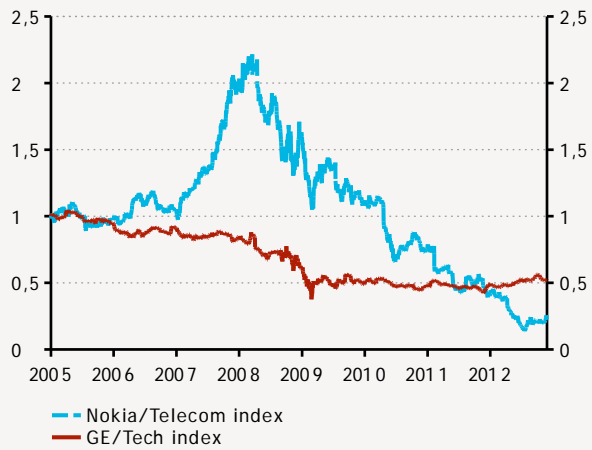
A globális válság alatt és az azt követő években több nagy magyarországi exportőr azonban versenyképességi problémákkal küzd, melyek a termelés átszervezéséhez és csökkentéséhez (pl. Nokia, Flextronix), vagy akár csődhöz (pl. Elcoteq, Malév) vezettek. Ezt megerősíti, hogy legnagyobb exportőreink (illetve nemzetközi anyavállalataik) részvényárfolyamai a válság óta sok esetben jelentősen alulteljesítették ágazati vetélytársaik árfolyamait (3-21. ábra). Így exportpiaci részesedésünk elhúzódó gyengélkedése összefügghet fő exportőreink globálisan romló versenyhelyzetével.

Magyarország tőkevonzó képessége romlott az elmúlt évtizedben a környező országokhoz képest. Ez nemcsak azt jelenteti, hogy az elmúlt években dinamikus fejlődő vállalatok inkább a szomszéd országokban telepedtek le, hanem a korábban idetelepültek is esetenként más országba csoportosították termelésüket. A régióban felhalmozódott külföldi feldolgozóipari befektetésállományból vett részesedésünk 2000 és 2009 között csökkent. A külföldi befektetések elmaradása a feldolgozóipari beruházási ráta folyamatos mérséklődésében is szerepet játszhatott (3-22. ábra). Ráadásul a válság óta a hitelszűke és a beruházási hajlandóság visszaesése miatt az autóipari nagyberuházásokkal együtt is tovább csökkent a feldolgozóipari beruházási aktivitás. Ez arra utalhat, hogy a romló külső kereslet mellett strukturális problémák állhatnak az export csökkenő teljesítménye mögött.

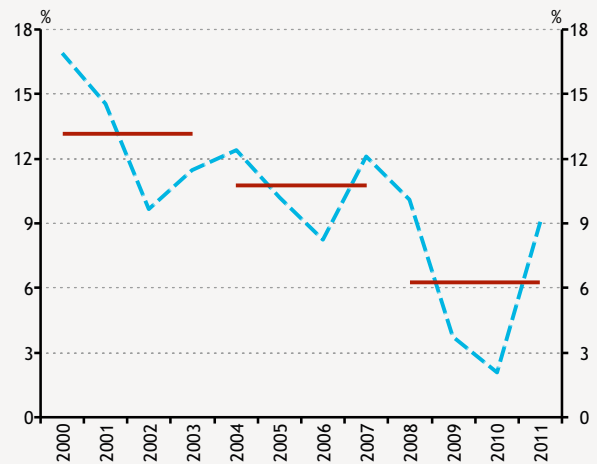
Az exportpiaci részesedésünk növekedését alapvetően korlátozza a globálisan – a magán- és az állami szektorban egyaránt – végbenemő mérlegkiigazítás, amely keresleti és kínalmi oldalról egyaránt csökkenti a hitelfelvételt és ezzel együtt a beruházások volumenét. Amennyiben az exportkereslet újra növekedésnek indul, a beruházás élénkülésével az exportpiaci részesedés növekedése is föl-

⁴ PU CHEN (2010): Trade Volatility and Intermediate Goods.

3-21. ábra
Az elektronikai vállalatok részvényindexének relatív elmozdulása a versenytársakhoz képest



3-22. ábra
Nettó beruházási ráta a feldolgozóiparban



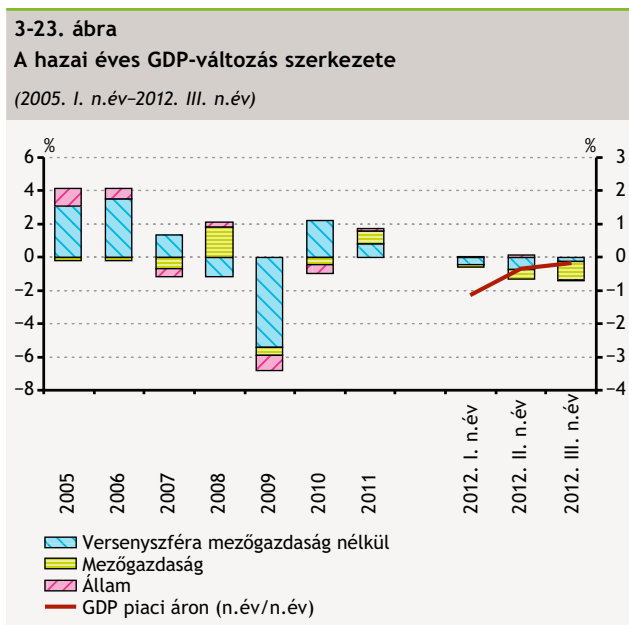
gyorsulhat. Azonban nem zárható ki, hogy az export lassulása versenyképességi okokra vezethető vissza, és az elmúlt néhány negyed-
évben megfigyelt kedvezőtlen folyamatok tovább folytatódnak.

A tartósan gyenge beruházási aktivitás következményeként előrejelzési horizontunkon csak az exportpiaci részesedésünk visszafogott
bővülésére számíthatunk.

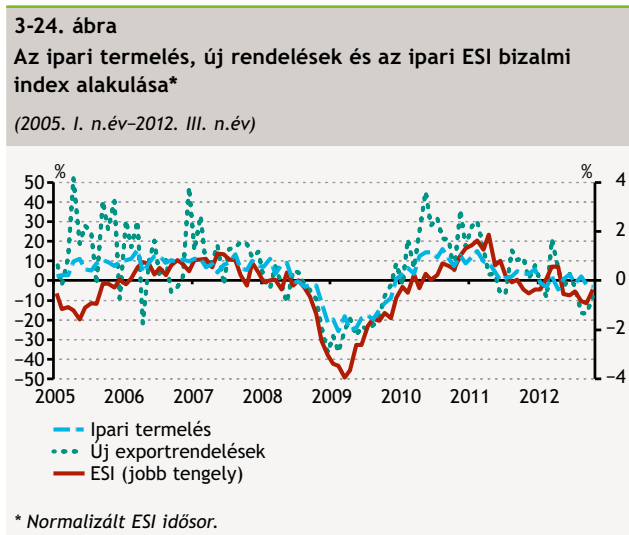
3.3. Termelés és potenciális kibocsátás

2012 harmadik negyedévében kismértékben tovább csökkent a gazdasági kibocsátás. A belföldre termelő ágazatok tartósan visszafogott teljesítménye mellett a gyengülő külső konjunktúra az ipari ágazatokban is egyre markánsabb termeléseszkökenést okozott. A rendkívül kedvezőtlen időjárási feltételek mellett a mezőgazdaság terméskiesése számottevően csökkentette a nemzetgazdasági kibocsátást.

A változatlanul gyenge beruházási aktivitás és a munkanélküliségi ráta tartósan magas szintje továbbra is a gazdasági növekedés strukturális gyengeségeire hívja fel a figyelmet. A gazdaság kínálói kapacitásainak bővülése az elmúlt években érdemben lelassult. A kínálói kapacitások visszafogottabb bővülése mérsékelheti a gyenge kereslet dezinflációs hatásait.



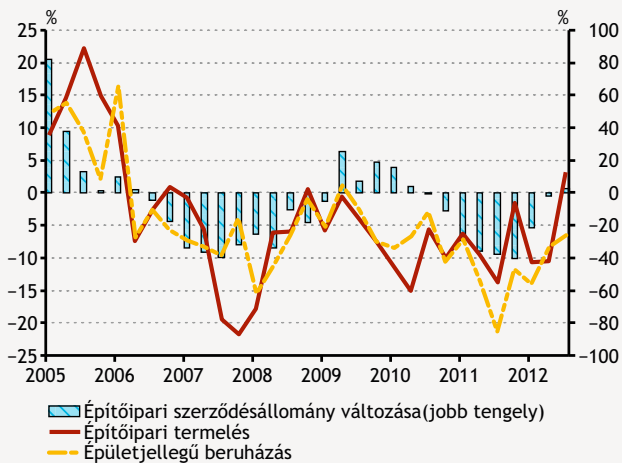
Az év elejénél mérsékeltebb ütemben, de harmadik negyedévében is folytatódott a hazai kibocsátás csökkenése. A GDP 0,2 százalékponttal mérséklődött az előző negyedévhez képest. A belső és külső piacainkra termelő ágazatokban egyaránt lassuló dinamikát lehetett megfigyelni. Felvevőpiacaink lassulása, a korábban dinamikus teljesítményt mutató exportorientált termelő ágazatokban is a kibocsátás visszaesését okozta. A belső piacra termelő szektorok teljesítménye továbbra is általánosan gyengének bizonyult. A mezőgazdaság hozzáadott értéke az aszályos időjárás miatt számottevően csökkent, ami az ágazat kis súlya ellenére érdemben befolyásolta a teljes nemzetgazdasági kibocsátás alakulását is (3-23. ábra).



Az ipar termelése stagnált, a harmadik negyedévi stagnálást követően októberben érdemben mérséklődött. A nyári hónapokban látott – elsősorban a MOL olajfinomítójának részleges és tervezett leállításához köthető – egyedi hatások korrekciója javította a vegyipar teljesítményét. Ugyanakkor a gépiparon belül megtorpant a járműgyártás több hónapja tartó növekedése. Bár a Mercedes kecskeméti üzemében szeptembertől műszakbővítést hajtottak végre, ennek eredménye várhatóan csak a negyedik negyedéves adatokban jelentkezhet. Az általánosan gyengülő konjunkturális helyzettel összhangban az ágazatok szélesebb körében a termelés csökkenése volt jellemző. Változatlanul erőteljes az elektronikai szektor termelésének leépülése. A hazai ipari kilátások a korábbi hónapokhoz képest romlottak, az új rendelések a márciusi és az áprilisi kiugró értékek után az őszi hónapokban az év eleji szintek alá csökkentek, miközben a német új rendelések is mérsékelt visszaesést mutattak. Összességében a hazai ipari termelés alapfolyamataiban az év végéig nem számítottunk jelentősebb változásra (3-24. ábra).

3-25. ábra
Az építőipari termelés, szerződésállomány és épületjellegű beruházás alakulása

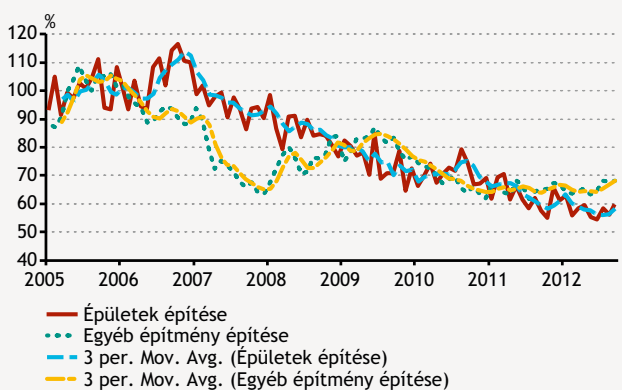
(2005. I. n.év-2012. III. n.év)



Az építőipari termelés több mint 5 éves folyamatos csökkenést követően bővült a harmadik negyedévben. A kedvező fejlemény főként az állami infrastrukturális beruházások (út- és vasútfelújítás) esetében megfigyelt jelentős bővüléshez köthető. Az építkezések típusát tekintve a negyedév során folytatódott a két főcsoport közötti kettőség. A főként magánszektorhoz köthető építkezések továbbra is visszafogottan alakultak, míg a nagyrészt állami szektorhoz kötődő építményberuházások pedig jelentősen bővültek a negyedév során. Az épületek építésére vonatkozó szerződések állománya a két főcsoport esetében szintén ellentétesen alakult. Az építőiparban a következő hónapokban az épületjellegű termelés további mérséklődésére és a – főként állami projektek keretében megvalósuló – egyéb építmények körében enyhe növekedésre számíthatunk. Az ágazat összes rendelésállománya alapján a következő negyedévekben a termelés stagnálása jellemezheti az ágazat helyzetét (3-25. és 3-26. ábra).

3-26. ábra
Az építőiparban a két építményfőcsoport volumenváltozása

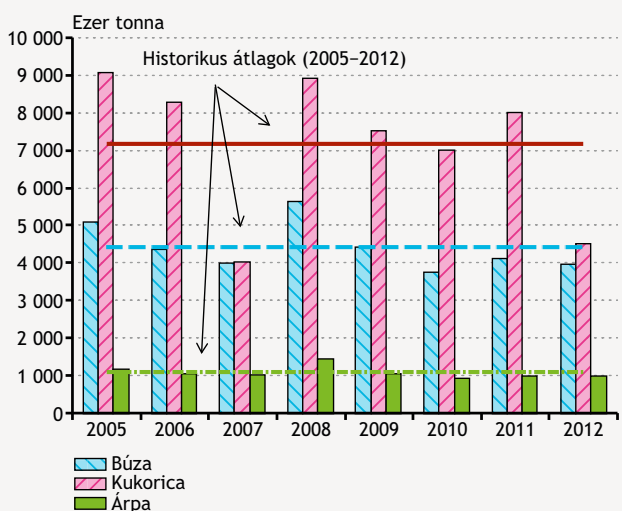
(2005. I. n.év-2012. III. n.év)



A kedvezőtlen időjárás feltételek mellett számottevően csökkentek a mezőgazdasági terméseredmények. A meghatározó növényi kultúrák termésbecslései és eredményei alapján az ágazat ideji teljesítménye nemcsak a tavalyinál, hanem a historikus átlagnál is érdemben gyengébb. A legkiugróbb visszaesés a kukorica terméseredményeit jellemezte, míg a búza és a többi meghatározó növénykultúra esetében kisebb elmaradásokat láthatunk (3-27. ábra).

A teljes kiskereskedelmi forgalom volumene a negyedév során egyre mélyülő visszaesést mutatott (3-28. ábra). A forgalom csökkenése a termékek széles körében megfigyelhető. Az eladások legjelentősebb visszaesése változatlanul a tartós fogyasztási cikkek értékesítéseit jellemzi, míg az élelmiszer-eladások enyhébb mértékben csökkentek. Az őszi hónapokban folytatódott a vendéglátás ágazat ideji évben megfigyelt folyamatos forgalomnövekedése. Októberben a különböző vendéglátóhelyeken eltöltött vendégéjszakák száma több mint 9 százalékkal bővült éves összevetésben. A növekedés mind a belföldi, mind a külföldi vendégek esetében megfigyelhető volt. A szektor javuló teljesítményéhez a korábbi évek gyengébb forint árfolyama mellett, az ágazatban – nagy részben EU-s forrásokból – végrehajtott fejlesztések is hozzájárultak.

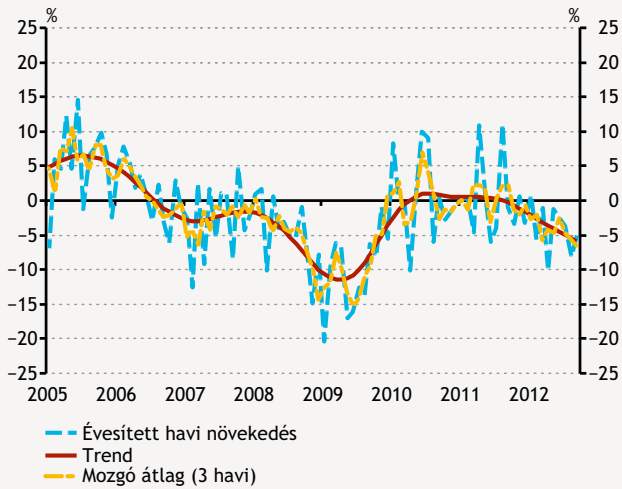
3-27. ábra
A kukorica és a búza terméseredményei



A pénzügyi szolgáltató ágazatok teljesítménye jelentős mértékben csökkent. A hagyományos pénzügyi műveletekből származó eredmény mind a bankok, mind a biztosítók esetében alacsonyan alakult. A hitelaktivitás változatlanul gyenge, míg a biztosítókat a díjbevételek csökkenése jellemezte.

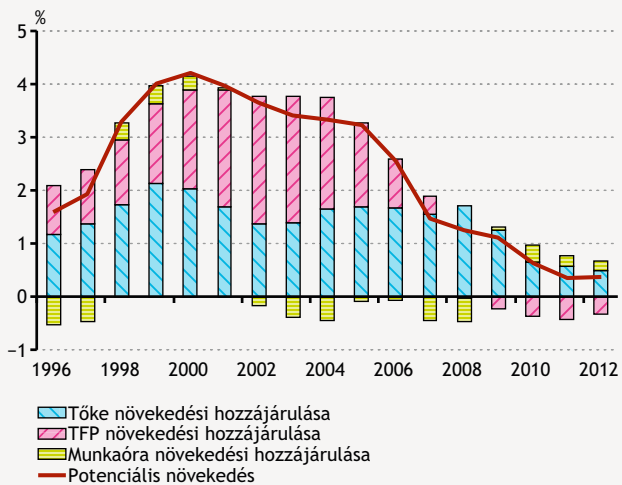
A kibocsátás potenciális szintjéről alkotott képünk nem változott a szeptemberi inflációs jelentésben megfogalmazott

3-28. ábra
Kiskereskedelmi értékesítések havi dinamikája



helyzethez képest. A beruházások széles körben megfigyelt csökkenését az autóiparban létrejövő új kapacitásbővítő beruházások továbbra sem tudták teljes mértékben kompenzálni, így a tőkeállomány növekedési üteme tovább csökkenhetett az idei évben. A munkakínálat elmúlt években megfigyelt élénkülése egyelőre döntően az alacsonyabb termelékenységgel jellemezhető állami közfoglalkoztatás növekedésében jelentkezett. A munkanélküliségi ráta az idei évben csökkent, ám továbbra is magas szinten alakul, ami kockázatot jelenthet a tartós munkanélküliség emelkedését illetően. Összességében mind a munkaerő-piacon, mind a tőkefelhalmozásban megfigyelt folyamatok a potenciális növekedés tartós lelassulására utalnak (3-29. ábra).

3-29. ábra
A potenciális növekedés alakulása



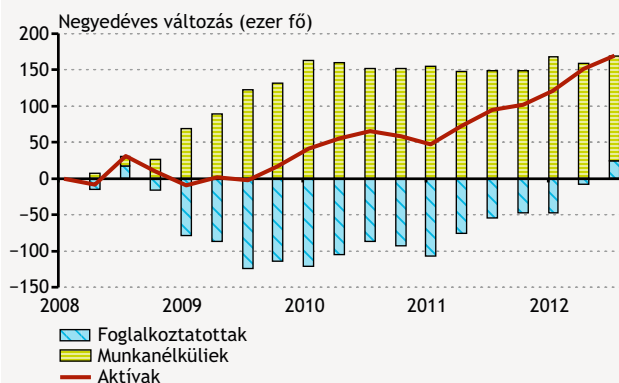
3.4. Foglalkoztatás és munkapiac

A harmadik negyedévben folytatódott az aktivitás és a foglalkoztatás bővülése a hazai munkapiacra. A foglalkoztatás növekedése elsősorban az állami közfoglalkoztatás kiterjesztésén keresztül valósult meg, de a munkaerő-felmérés alapján a versenyszféra létszáma is bővült, főképp a piaci szolgáltatásokhoz és a 10 fő alatti cégekhez kötődően. A változatlanul magas munkanélküliségi adatokkal összhangban a munkaerőpiac továbbra is lazának tekinthető.

Az elmúlt hónapokban az ágazatok széles körében a bérindexek lassulását figyelhettük meg. A laza munkapiaci környezet továbbra is a visszafogottabb bérezés irányába hat, mérsékelve a növekvő termelési költségek mellett a munkapiacra keresztül jelentkező másodkörös inflációs kockázatokat.

3-30. ábra
Az aktivitás változása 2008. I. negyedévéhez képest

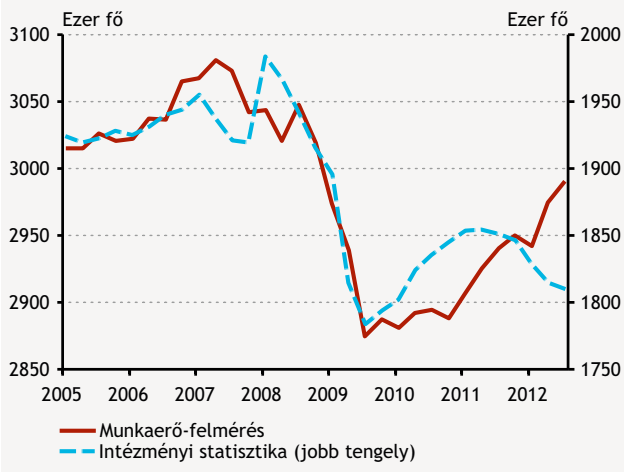
(2008. I. n.év–2012. III. n.év)



2012 harmadik negyedévében tovább folytatódott mind az aktivitás, mind a foglalkoztatottság lassú emelkedése. Az aktivitási ráta a válság előtti szinthez képest mintegy 2 százalékpontot emelkedve elérte az 57 százalékot. Ebben jelentős szerepe volt az aktivitást ösztönző kormányzati intézkedéseknek, köztük főként az időskori és a rokkant nyugdíjazási feltételek változásának és a munkanélküliségi juttatások szigorításának (3-30. ábra).

3-31. ábra
Intézményi statisztika és a munkaerő-felmérés alapján számolt versenyszféralétszám

(2005. I. n.év–2012. III. n.év)



A foglalkoztatási folyamatokról rendelkezésre álló statisztikák érdemben eltérő képet mutattak az elmúlt negyedévekben (3-31. ábra). Az intézményi létszámadatok az elmúlt negyedévben is stagnálást jeleztek. A munkaerő-felmérés adatai alapján a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma kismértékben nőtt az elmúlt hónapokban, ebben elsősorban a közfoglalkoztatás kiterjesztése játszott szerepet. Ezen statisztika alapján a versenyszféra foglalkoztatottsága is emelkedett az előző negyedévhez képest. A bővülés elsősorban a piaci szolgáltató és a 10 fő alatti cégek körében következett be.

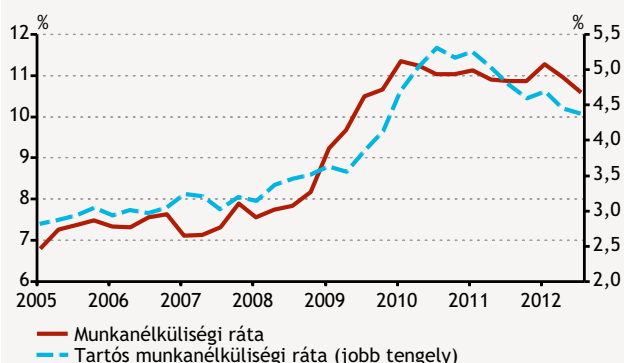
A növekvő aktivitás és emelkedő foglalkoztatottság mellett a munkanélküliségi ráta a harmadik negyedévben enyhén tovább mérséklődött. Ennek hátterében változatlanul a közmunkaprogramok állnak, amelyek a tartós munkanélküliek számát is mérsékeltek (3-32. ábra).

Az egy üres álláshelyre jutó munkanélküliek száma továbbra is magas. A Beveridge-görbén az elmúlt negyedévben nem tapasztaltunk érdemi elmozdulást, így a munkapiac változatlanul lazának tekinthető.

3-32. ábra

Munkanélküliségi ráta alakulása

(2005. I. n.év–2012. III. n.év)



3-2. keretes írás

A versenyszféra létszámbővülésének lehetséges okai

A szeptemberi Inflációs jelentésben keretes írásban foglalkoztunk a különböző létszámstatisztikák eltéréseivel. A létszámstatisztikákban tapasztalt bizonytalanság megbízható termelékenységi mutatók számítását is megnehezíti, ezért is fontos megértenünk a kétféle statisztika eltéréseit.

A foglalkoztatotti létszám mérésére az intézményi statisztika (IS) és a munkaerő-felmérés (MEF) adatai állnak rendelkezésre. A MEF egyéni megkereséseken alapszik és a hazai munkapiac egészét reprezentálja, míg az IS a 4 főnél többet foglalkoztató vállalkozások és költségvetési intézmények által szolgáltatott adatokat tartalmazza. Emellett egyéb módszertani eltérések is vannak a kétféle statisztika között. Ezek közül fontos kiemelni, hogy MEF a közmunkaprogramokban foglalkoztatottak számát csak nagy bizonytalansággal képes megragadni, ebből kifolyólag azok ágazati besorolása is bizonytalan.

A MEF adatai már 2011 óta a versenyszféra foglalkoztatottságának folyamatos bővülését mutatják, míg az IS szerint a foglalkoztatottak létszáma 2011 közepétől csökken.

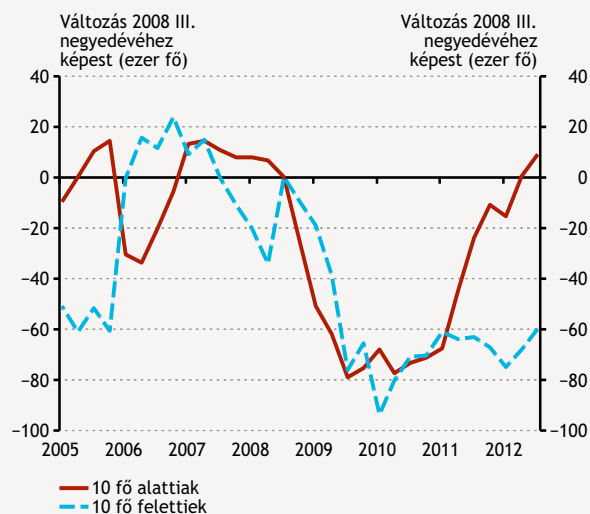
A létszámadatok közötti eltérések egyik oka lehet a közfoglalkoztatás eltérő elszámolása. Az IS-ben a nonprofit szektor valamint a közmunkások létszáma a versenyszférától elkülönítve szerepel. A nonprofit szektor foglalkoztatottságának alakulása ugyanakkor 2009 óta erős együttmozgást mutat a közmunkás foglalkoztatás alakulásával, ami arra utal, hogy a közmunkások egy részét nonprofit cégeken keresztül alkalmazzák. Eközben a MEF-ben nem tudjuk elkülönítve kezelni a nonprofit vállalkozásokat, azok a versenyszféra részeként jelennek meg, így ez magyarázhatja a két statisztika eltéréseit.

A létszámstatisztikák eltérésének másik okát a statisztikákban szereplő eltérő vállalati kör okozhatja. A MEF egyéni szintű adatai alapján kiszámolhatjuk a létszámváltozást foglalkoztatotti létszám szerinti kategóriákban. E statisztika alapján a 10 főnél kevesebb bejelentett foglalkoztatottat alkalmazó mikrovállalatok körében a válság mélypontja óta jelentősen, körülbelül 75 ezer fővel újra bővül a foglalkoztatás (lásd 3-33. ábra). Ezzel az e körben foglalkoztatottak létszáma az idei év közepére megközelítette a válságot megelőző szinteket. Ezzel szemben a nagyobb cégek

3-33. ábra

A versenyszektorban foglalkoztatottak száma vállalati méret szerint

(szezonálisan igazított negyedéves MEF-adatok)



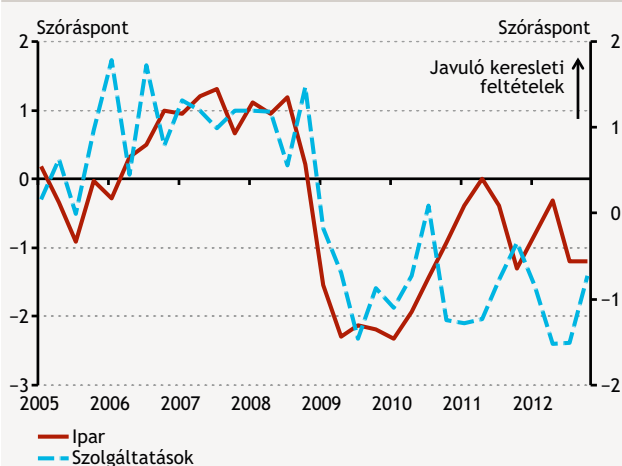
foglalkoztatása érdemben nem tudott elmozdulni a válság mélypontját jellemző szintektől. A mikrovállalkozások nem jelennek meg az IS-ben, így ezek bővülése nem befolyásolja az IS statisztika alakulását.

A mikrovállalatok foglalkoztatásának bővülése ellentétben áll a konjunkturális folyamatokkal. Erre a vállalati körre azonban csak kevés és viszonylag nagy mérési bizonytalanságú adat áll rendelkezésre. Emellett ezen vállalati körben nagyobb a feketefoglalkoztatás és a szürke vagy fekete gazdasági tevékenységek aránya, ami szintén az adatminőséget rontja. (Az adatokról részletesen és azok termelékenységi számításokra gyakorolt hatásáról lásd a Tényezők a hazai termelékenységromlás hátterében című 6.1. alfejezetet.)

3.5. A gazdaság ciklikus pozíciója

A gazdaságot továbbra is érdemi szabad kapacitások jellemzik, így a gyenge kereslet dezinflációs hatása változatlanul erősnek tekinthető. A tavalyi év második feléig fokozatosan záruló kibocsátási rés az idei recesszió következtében ismét tágulhatott. A szabad kapacitások bővüléséhez belső és külső keresleti tényezők egyaránt hozzájárultak. Az árazási döntésekre különösen a lakossági fogyasztás mélyülő visszaesése lehet mérséklő hatással. A gyengülő konjunkturális környezet és a termelési költségek növekedése érdemben rontotta a vállalati jövedelmezőséget, ami növelte a szektor alkalmazkodási kényszerét.

3-34. ábra
Keresleti korlátok a fő ágazatokban az ESI-felmérés szerint
(2002. I. n.év–2012. III. n.év)

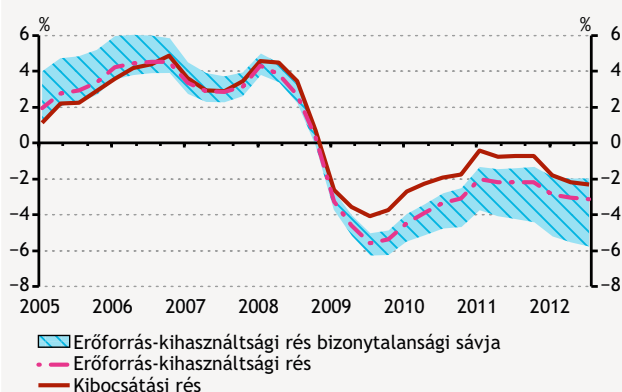


A harmadik negyedévben továbbra is fennmaradt a recessziós reálgazdasági környezet, valamint a magas ár- és bérdinamika kettősége. A gazdaságot az elmúlt időszakban számottevő költségsokkok érték, melyek érdemi szerepet játszhattak a magas nominális pálya kialakulásában. Másfelől több jel utal arra, hogy a kereslet dezinflációs ereje az elmúlt negyedévekben is számottevő maradhatott.

A versenyszféra kapacitáskihasználtsági mutatói alapján a keresleti feltételek gyengék maradhattak a harmadik negyedévben (3-34. ábra). Az ipari kapacitáskihasználtság a gyenge nemzetközi konjunktúrával összhangban 2011 eleje óta csökkent. A szolgáltató szektort a válság óta folyó mérlegkiigazítás következtében tartós kapacitásfelesleg jellemezheti.

A kereslet dezinflációs erejét tükrözheti a tartós iparcikkek és a piaci szolgáltatások visszafogott áralakulása is. Ugyanakkor számos szolgáltatás ára jellemzően januárban változik, így a jövő év eleji inflációs adatok ismeretében ítélnélhető meg pontosabban a kereslet oldaláról érkező dezinflációs hatás erőssége.

3-35. ábra
A kibocsátási rés alakulása
(2005. I. n.év–2012. III. n.év)



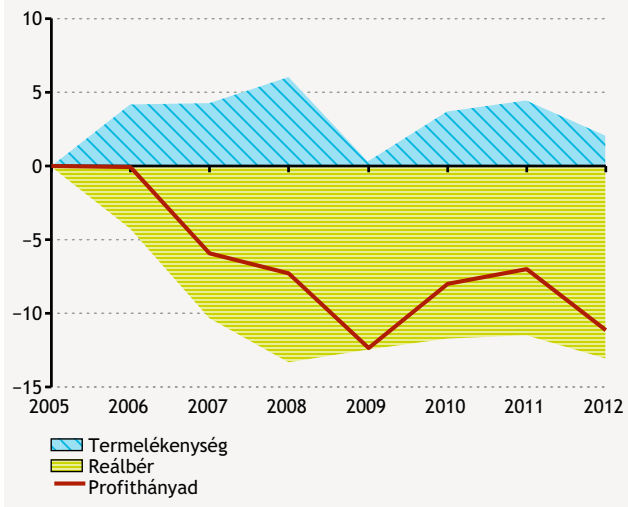
Megjegyzés: Az erőforrás-kihasználtsági részt több ciklikus viselkedést mutató makrogazdasági idősorból és bizalmi indikátorból számítjuk. A sáv többféle változókészlet felhasználásával készült.

Aktuális becslésünk szerint a kibocsátási rés 2011 óta fokozatosan nyílt, az ismét gyengülő külső kereslet és a huzamosabb ideje visszafogott belföldi kereslet együttes hatására (3-35. ábra).

A romló ciklikus helyzettel összhangban a vállalati szektor profitabilitása is csökkent az elmúlt negyedévekben. A jövedelmezőség romlásához a romló termelékenység mellett az adminisztratív béremelések nyomán emelkedő bérköltségek és a magas nyersanyagárak miatt növekvő termelési költségek is hozzájárultak (3-36. ábra). Több szektor esetében szintén a profithelyzet romlását okozhatta az átmenetinek vélt adóemelésekhez történő vállalati alkalmazkodás is. A termelékenység gyengüléséhez a kereslet

3-36. ábra

A termelékenység, reálbér és a profithányad alakulása



ciklikus visszaesése mellett a foglalkoztatás negyedévek óta megfigyelt emelkedése is hozzájárult. A létszámbővülésben strukturális tényezők is megjelenhetnek, így a termelékenység romlása, illetve a profithányad csökkenése részben trendszerű jelenség lehet (a termelékenységi folyamatokat részletesen elemezzük a 6.1. fejezetben).

3.6. Költségek és infláció

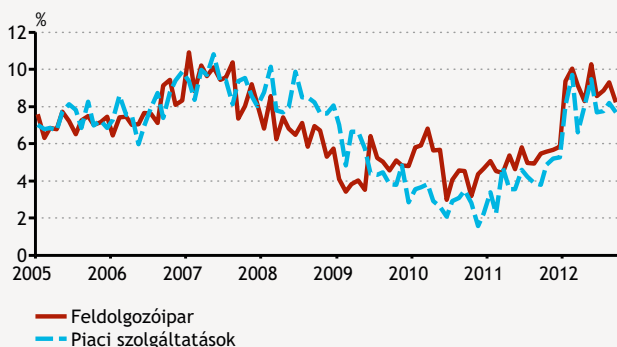
A szeptemberi csúcsot követően az őszi hónapokban jelentősen lassult az éves fogyasztói infláció. Az árindex csökkenését főként az üzemanyagárak csökkenése okozta. Az inflációs nyomás mérséklődése kisebb mértékben az inflációs alapfolyamatokat mérő mutatószámokban is jelentkezett, ami a továbbra is csökkenő belföldi kereslet változatlanul erős dezinflációs hatásaira utal. A gyenge kereslet mellett az elmúlt félévben az év elejénél erősebb szinten stabilizálódó forintárfolyam is az inflációs alapfolyamatok mérséklődése irányába hatott.

Az év eleji markáns gyorsulást követően az elmúlt hónapokban mérséklődött a versenyszféra bérendexe. Az állami bérekompensáció ellensúlyozta az adminisztratív béremelések közvetlen költségnövelő hatásait, ám a bérskálán tovagűrűző hatások a termelékenység alakulásától elszakadó bérnövekedést okoztak a versenyszféra vállalatainál. Az emelkedő fajlagos bérköltségek növelhetik az érintett vállalatok rövid távú alkalmazkodási kényszerét.

3-37. ábra

A versenyszféra rendszeres havi bruttó átlagkeresetének változása

(2005. jan.–2012. szept.)



3.6.1. BÉREK

2012 szeptemberében a rendszeres keresetek a nemzetgazdaságban 4,3 százalékkal, a versenyszférában 6,8 százalékkal nőttek, míg az államháztartásban (közfoglalkoztatottakkal együtt) 1,7 százalékkal csökkentek. Az év eleji markáns béremelkedést követően az utóbbi hónapokban mérséklődött a versenyszféra bérendexe (3-37. ábra). A lassabb bérdinamika különösen a feldolgozóiparban volt szembetűnő, amihez a műszakpótlékok szabályozásának évközi változása és az ipari termelés őszi csökkenése is hozzájárulhatott (3-38. ábra).

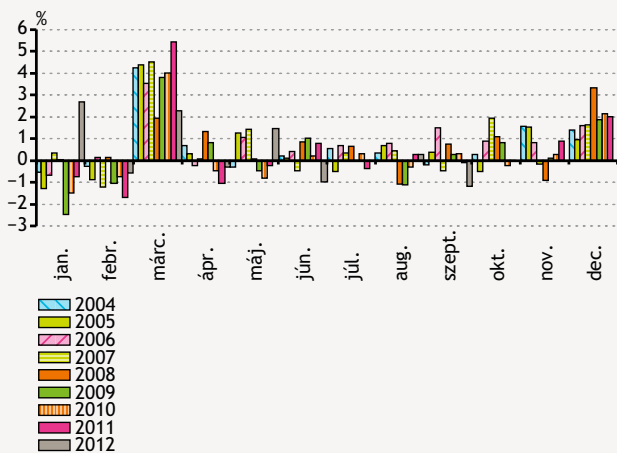
A rendszeres keresetek az év első felében átlagosan 8 százalékkal emelkedtek, melynek háttérben az év elején életbe lépő adminisztratív intézkedések álltak. Az intézkedések elsősorban az alacsony keresetűek bérendexében okoztak megugrást. Azonban az intézkedések által közvetlenül nem érintett magasabb kereseti kategóriákban foglalkoztattak bérei is emelkedtek, melyekre a kormányzat által nyújtott kompenzáció nem terjedt ki (a témáról bővebb elemzést a 3-3. keretes írásban mutatunk be).

A munkapiac oldaláról jelentkező inflációs nyomást több tényező tompíthatja. A vállalatok továbbra is visszafogják a nem rendszeres kereseti elemek kifizetését. A versenyszférában megfigyelt egyéb munkajövedelem (elsősorban cafetéria-kifizetések) több mint 10 százalékkal elmarad a tavalyi évben megfigyelt kifizetésektől. Emellett az állami bérekompensáció széles körű igénybevétele is a költségnövekedés mérséklése irányába hatott. Az éves bérendex meghatározásában az év végi jutalomkifizetéseknek döntő szerepük lesz.

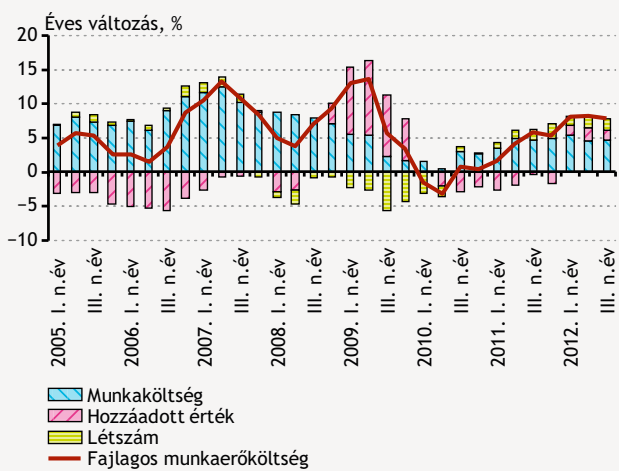
3-38. ábra

A rendszeres keresetek havi változása

(2004. jan.–2012. szept.)



3-39. ábra
Fajlagos munkaerőköltség változása és tényezői a versenyszférában



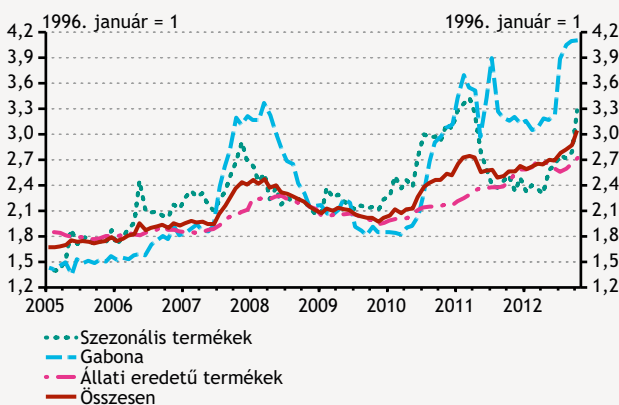
Az elmúlt negyedévek termelékenységromlása és az adminisztratív intézkedések hatására gyorsuló bérnövekedés a fajlagos bérköltségek emelkedését okozta. Ennek hatását csak részben tompította a nem rendszeres kereseti elemek visszafogása, valamint az állami bérkompenzáció hatása. A fajlagos munkaköltségek dinamikája a válság előtti években mért ütem közelébe emelkedett, ami különösen a munkaintenzív ágazatokban növelheti a költségoldali inflációs nyomást (3-39. ábra).

Az elmúlt hónapokban az állami szférában foglalkoztatottak bruttó átlagkeresete csökkent. Ennek elsődleges oka a közfoglalkoztatottak magas számából adódó összetételhatás volt.

3.6.2. TERMELŐI ÁRAK

A mezőgazdasági termékek árai az év eleje óta fokozatos emelkedést mutatnak. Az elmúlt hónapokban a jelentősen emelkedő gabonatermék-árak és a növekvő szezonálisélelmiszer-árak járultak hozzá a termelői árak emelkedéséhez (3-40. ábra).

3-40. ábra
A mezőgazdasági termelői árak
(2005. jan.–2012. okt.)



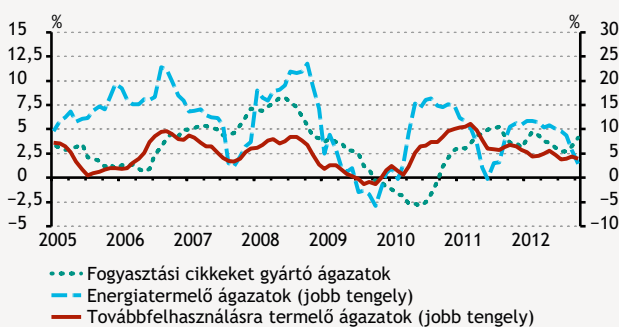
Megjegyzés: Szezonális termékek: gyümölcs, zöldség, burgonya; gabona: búza, olajos magvak; állati eredetű termékek: sertéshús, baromfihús, tojás, tej; a súlyozás a fogyasztóiár-indexre való hatás becslés alapján.

Idén kedvezőtlen időjárási feltételek alakították nemcsak hazai, hanem a nemzetközi mezőgazdasági termelés alakulását is. Emiatt előre tekintve a termelői árak további emelkedése várható, amelyet a következő hónapokra vonatkozó magas határidős gabonaárjegyzések is alátámasztanak.

A forint dollárral szembeni erősödése és az olajárak korrekciója az energiatermelő ágazatok termelői árának csökkenését okozták. A többi ágazat esetében a világpiaci árhatások és a forint erősödésének eredményeként az ipari árak dinamikája az elmúlt hónapokban nem mutatott érdemi elmozdulást. Ugyanakkor az élelmiszer-feldolgozó ágazatokban – összhangban a magasabb nyersanyagárakkal – fokozódó árnyomás jelentkezik (3-41. ábra).

3.6.3. FOGYASZTÓI ÁRAK

3-41. ábra
Az ipari termelői árak
(2005. jan.–2012. okt.)

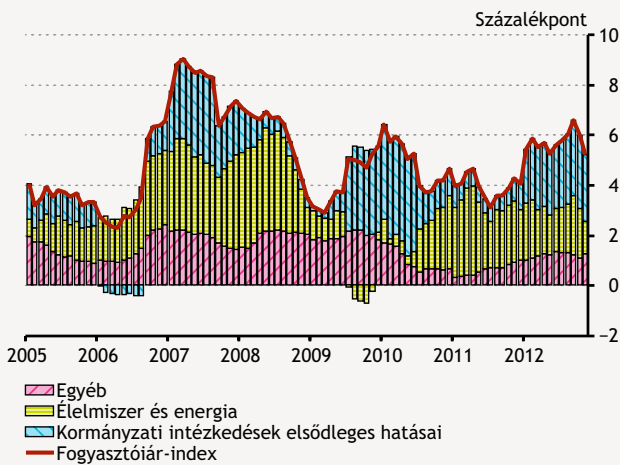


A szeptemberi csúcsot követően a fogyasztóiár-index októberben 6 százalékra, majd novemberben 5,2 százalékra süllyedt. A megfigyelt csökkenés hátterében főként az üzemanyagok árának mérséklődése és az iparcikkek enyhülő inflációja áll. Az inflációs adatok az elmúlt hónapokban a jegybanki várakozásoknál is kedvezőbben alakultak (3-42. ábra).

Az év eleji indirektadó-emelések és a költségsokkok (nyers élelmiszer és üzemanyagár) változatlanul jelentős hozzájárulást képviseltek az a nemzetközi összehasonlításban magas hazai inflációban. Az ezen hatásokat kiszűrő inflációs alapfolyamatok kedvezőbb képet mutatnak. A keresletre

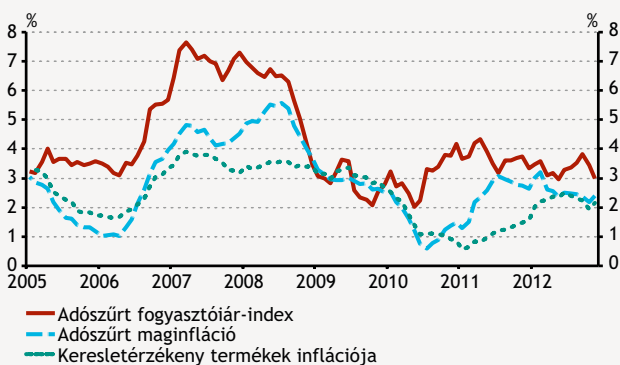
3-42. ábra
A fogyasztóiár-index dekompozíciója

(2005. jan.–2012. nov.)



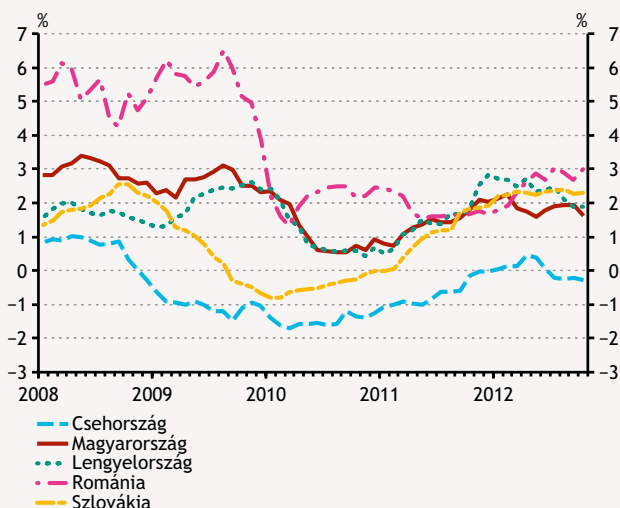
3-43. ábra
Az adószűrt fogyasztóiár-index és maginfláció, illetve a keresletérzékeny termékek inflációjának alakulása

(2005. jan.–2012. nov.)



3-44. ábra
Keresletérzékeny infláció a régió gazdaságaiban

(2008. jan.–2012. okt.)



érzékeny termékek inflációja az év közepe óta enyhén csökkent (3-43. ábra). A tartósan visszafogott belső kereslettel összhangban a korábban régiós összevetésben magas mutató, az elmúlt negyedévekben az általánosan alacsonyabb inflációs környezettel jellemezhető gazdaságokban megfigyelt szinten alakult (3-44. ábra).

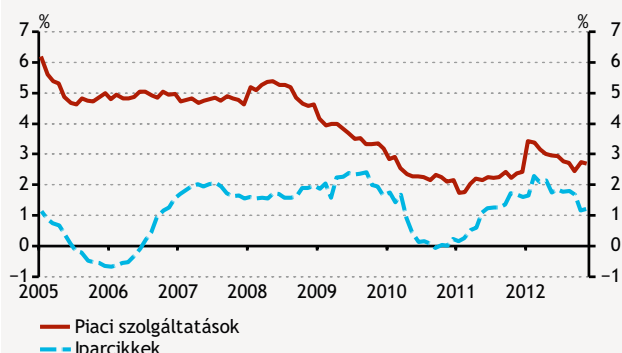
Az *iparcikkek* inflációját az elmúlt hónapokban az év elejéhez képest erősebb árfolyam és a gyenge kereslet határozta meg. A tartós iparcikkek ára továbbra is csökken. A termékcsoportot visszafogott áralakulás jellemzi, melyet a gyenge keresleti körülmények magyarázhatnak. Az erősebb forintárfolyam a nem tartós iparcikkek áraiban is éreztethette hatását, emellett a tétel éves inflációját egyedi tényezők (repülőjegyárak jelentős csökkenése) is befolyásolták.

A *piaci szolgáltatások* adóváltozásoktól szűrt havi inflációja február óta a szokásos szezonálisnál kedvezőbben alakult, melynek eredményeként a termékkör éves indexe historikusan alacsony. Az éves index októberi emelkedését bázishatás okozta. A piaci szolgáltatások áralakulása a gyenge belföldi kereslet erős árleszorító hatását tükrözheti. Ugyanakkor fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy a szolgáltatások esetében ritka az év végi átárzás, így a szektorban jelentkező inflációs nyomás mértékéről a jövő év első hónapjainak adatai szolgáltathatnak érdemi új információval (3-45. ábra).

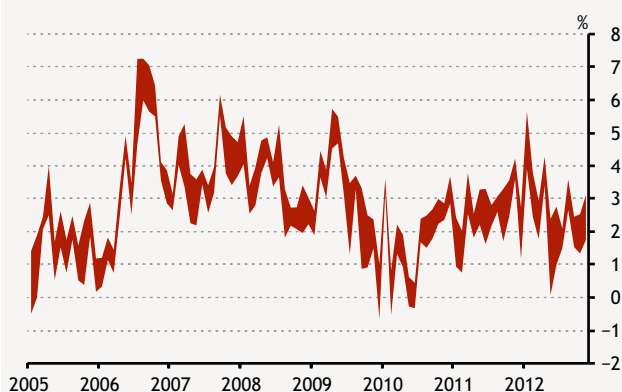
A költségsokkra érzékeny élelmiszerek árai a termelői árakkal összhangban az elmúlt hónapokban jelentősen emelkedtek. A *feldolgozatlan élelmiszerek* áralakulását az idei év kedvezőtlen időjárása befolyásolta, a szezonális termékek árai (zöldség, gyümölcs és burgonya) jelentős árnövekedést mutattak. A *feldolgozott élelmiszerek* esetében az erősödő termelőiár-nyomás mellett az elmúlt negyedévekben magas szinten alakuló üzemanyagárak is az árak emelkedése irányába hatnak. A fokozódó költségnyomás ellenére a fogyasztói árakban egyelőre csak mérsékelt gyorsulás érzékelhető. Az áremelkedés a termékkörön belül egyelőre főként a feldolgozott hústermékek áraiban jelentkezett. A költségsokkok lassú begyűrűzése arra utal, hogy a mérséklődő lakossági kereslet az élelmiszerek piacán is korlátozhatja a kereskedők áremelési döntéseit. Ennek ellenére a nyersélelmiszer-áremelkedés hatására a feldolgozott élelmiszerek inflációja a következő hónapokban várhatóan tovább erősödhet.

A forint dollárral szembeni jelentős erősödése az üzemanyagárak érdemi mérséklődését okozta az elmúlt hónapokban. A *szabályozottenergia-árakat* az év egészéhez hasonlóan változatlanul visszafogott árdinamika jellemzi. A *gyógyszertermékek* körében az ártámogatások csökkentése ellenére a támogatott gyógyszerek árai kevésbé emel-

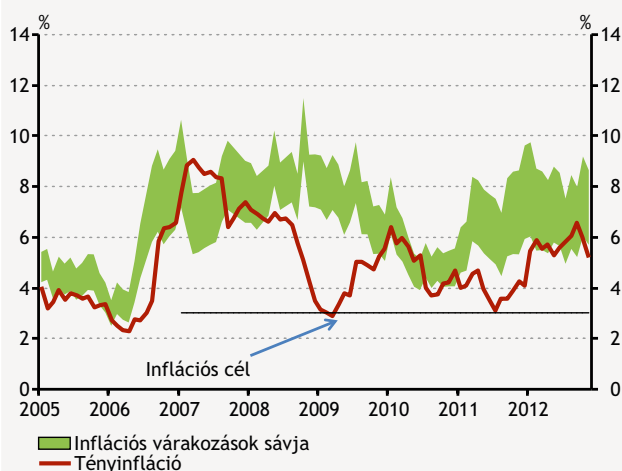
3-45. ábra
A piaci szolgáltatások és az iparcikkek éves inflációja
(2005. jan.–2012. nov.)



3-46. ábra
Az inflációs alapfolyamatot megragadó mutatók sávja
(2005. jan.–2012. nov.)



3-47. ábra
Lakossági inflációs várakozások
(2005. jan.–2012. nov.)



Forrás: EU Bizottság adatai alapján MNB-számítás.

kedtek.⁵ A támogatások csökkentéséből adódó áremelkedést az év elején bevezetett új árazási technikák (pl. vaklicit) tompíthatták.

Össességében az elmúlt időszakban a költségsokkok (nyers-élelmiszer- és üzemanyagár), járultak hozzá leginkább az infláció alakulásához. Ugyanakkor a termékek széles körében mérsékelt áremelkedést figyelhettünk meg. Előre tekintve a keresletoldali inflációs nyomás a következő hónapokban is alacsony maradhat. Az üzemanyagárak erőteljes csökkenése és a feldolgozatlan élelmiszerek áremelkedésének mérséklődése rövid távon javuló inflációs folyamatokat vonhat maga után.

3.6.4. INFLÁCIÓS VÁRAKOZÁSOK

A háztartások várható inflációs környezettel kapcsolatos érzékelései az év közepi csökkenést követően emelkedtek (3-47. ábra). A növekedéshez az elmúlt hónapokra jellemző magasabb nyersanyagárak és a kormányzati adóintézkedések is hozzájárulhattak. Az erősebb árfolyam és a visszafogott növekedést mutató rezsiköltségek ellenére a lakosság inflációs érzékelései továbbra is magas szinten vannak. Követve az infláció elmúlt negyedévekben mért erős volatilitását, a várható inflációs környezettel kapcsolatos érzékelések bizonytalansága is növekedett.

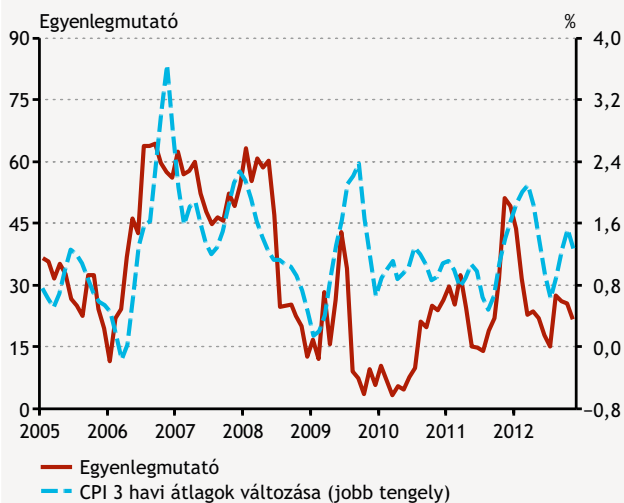
A fogyasztói árak rövid távú alakulása szempontjából meghatározóak a kiskereskedelmi szektor értékesítési árakra vonatkozó várakozásai. A várakozások az év közepi növekedést követően enyhén csökkentek, ami arra utalhat, hogy a gyenge kereslet dezinflációs hatásai továbbra is erős korlátot jelenthetnek a szektor árazási döntéseiben (3-48. ábra).

⁵ Feltételezhetően a támogatások csökkentése inkább az érintett termékek magyar piacról történő kivezetését okozhatja.

3-48. ábra

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

(2005. jan.–2012. nov.)



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

3-3. keretes írás

Az adminisztratív béremelések hatásai a versenyszféra bérezésére

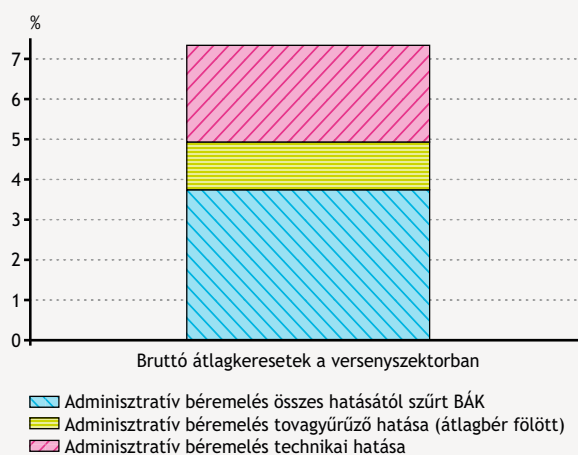
A 2012-ben életbe lépett adminisztratív béremelések (minimálbér-emelés, a garantált bérminimum emelése) mind közvetve, mind közvetlenül jelentősen hozzájárultak a bruttó átlagkeresetek emelkedéséhez. Az intézkedések elsősorban az alacsony keresetűek bérinterében okoztak megugrást. Azonban az intézkedések által közvetlenül nem érintett magasabb kereseti kategóriákban foglalkoztattak bérei is emelkedtek, melyekre a kormányzat által nyújtott kompenzáció nem terjedt ki. Az intézkedések megnehezítik a 2012-es bérfolyamatok elemzését, ezért ebben a keretes írásban a fenti hatásokat számszerűsítettük.

A közvetlen hatás becsléséhez az NFSZ 2011-es Bértarifa-felmérést használtuk. A versenyszférában minimálbért és garantált bérminimumot keresők létszáma és bértömege alapján számítottuk ki, hogy mekkora az intézkedések közvetlen hatása a bérinterében. Ennek értéke megközelítőleg 2,4 százalékpontot jelent a versenyszféra 2012-es bérinterében.

A magas keresetűek körében a tovagyrúzó hatás lehetséges oka, hogy a cégek igyekeznek fenntartani a dolgozók relatív termelékenysége és relatív bére közötti kapcsolatot. Emellett további lehetséges magyarázat lehet a fehéredés (a bejelentett bértömeg közeledik a valós bértömeghez). Az előbbi esetben az alacsonyabb keresetűek béreinek emelésekor vállalatokon belüli bérkülönbségek fenntartása érdekében a magasabb keresetűek bérét is emelik (bértorlódás). A másodkörös hatás alternatív magyarázataként elképzelhető a feszesség is a magasabb képzettségűek körében. Így az ideai bérinteréből az adminisztratív intézkedések tovagyrúzó hatásai nagyjából további 1,1 százalékpontot magyarázhatnak, ami az alternatív magyarázat miatt felső becslésnek tekinthető. Ez az emelkedés már azokban a keresetkategóriákban jelentkezik, amelyekre nem vonatkozik a bérkompenzáció, vagyis a vállalatoknál teljes egészében bérköltség-emelkedésként jelentkezik (3-49. ábra).

3-49. ábra

A versenyszférában a bruttó átlagkeresetek emelkedése különböző bérszintek mellett

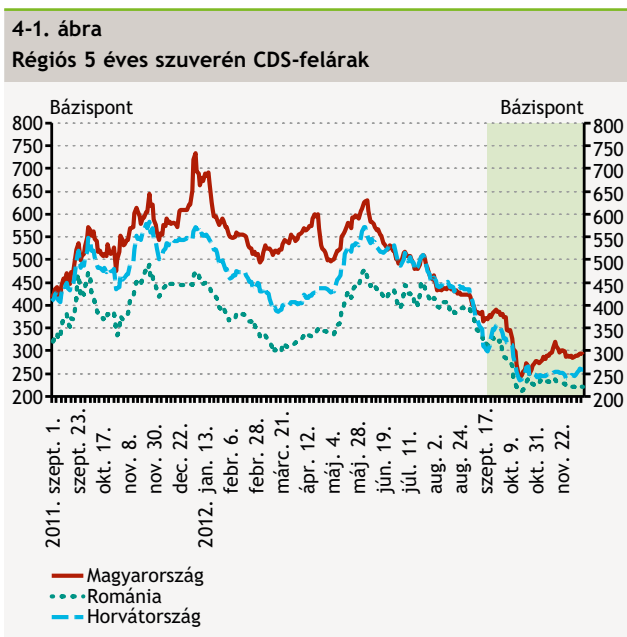


Számításaink alapján a 2012-es, adminisztratív intézkedésektől szűrt, a bérek alapfolyamatait jobban megragadó bérindex 3,7 százalék körül alakul. Ehhez adódik a magasabb keresetűek körében tapasztalt másodkörös hatás, így az effektív bérköltség 4-5 százalék körül nőtt, ami recesszióban magasnak tekinthető alkalmazkodást igényel. Az alkalmazkodás az utóbbi hónapok béradatain már megfigyelhető volt.

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzpiaci folyamatok

2012 szeptembere óta a Magyarország kockázati megítélését jellemző mutatók jelentősen javultak, ami részben a nemzetközi befektetési környezet javulásának, részben pedig egy egyszeri technikai hatásnak köszönhető. Mindez főként az eurozóna válságkezelésével kapcsolatos pozitív fejleményekhez, valamint a jegybankok mennyiségi lazítási programjának kibővítéséhez köthető. Kisebb elszakadásoktól eltekintve a hazai felárak követték a nemzetközi piaci mozgásokat. A hazai események közül az október elején bejelentett első kiigazító csomag pozitív, míg a második kiigazító csomag inkább negatív hatással volt hazánk piaci megítélésére. A forint/euro árfolyam mozgását jobbra a nemzetközi hangulat befolyásolta az elmúlt három hónapban, a magyar események hatása feltehetően csak egy-egy rövidebb időszakban érvényesült erőteljesebben az árfolyammozgásban. A magyar hitelbesorolás november végi rontásának is csak átmeneti hatása volt a forint/euro árfolyamra. A CDS-felárunk is jelentősen, 80 bázisponttal mérséklődött, bár a vizsgált időszak egy részében kissé elszakadtunk a régiós tendenciáktól negatív irányba. A forint állampapírok referenciahozamai is csökkentek, míg a külföldiek állampapír-állománya újabb rekordszintre, 5000 milliárd forint fölé emelkedett. Ezzel a nem rezidens piaci szereplők a forintban denominált kincstárjegyek és kötvények teljes állományának 45 százalékát birtokolják.

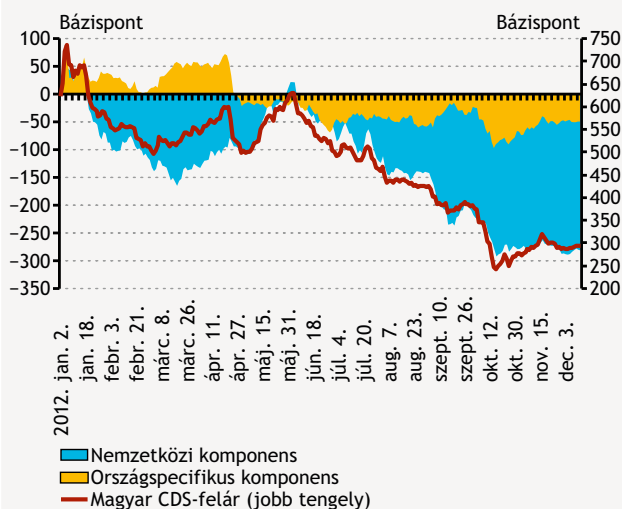


4.1.1. HAZAI KOCKÁZATI MEGÍTÉLÉS

Az elmúlt három hónapban Magyarország kockázati megítélését jelző mutató érdemben csökkent, ennek háttérében részben a kedvezőbbé váló nemzetközi környezet, részben egy egyszeri technikai hatás (erről részletesen lásd a 4-1. keretes írást) állhatott, míg az országspecifikus tényezők kisebb mértékben, de összességében, a vizsgált időszak egészében pozitív irányba hatottak. A kedvező irányú változás azonban nem volt egyenletes: míg október első felében a kockázati megítélésünk a régiós országokhoz hasonlóan a korábbi időszakhoz képest gyorsan és jelentősen javult, addig október második felétől november közepéig feláraink ellentétes irányú mozgása volt megfigyelhető (4-1. és 4-2. ábra). Ekkor a hazai eszközök kissé alulteljesítettek a régióban. Az utóbbi egy hónapban ugyanakkor enyhe javulást tapasztalhattunk.

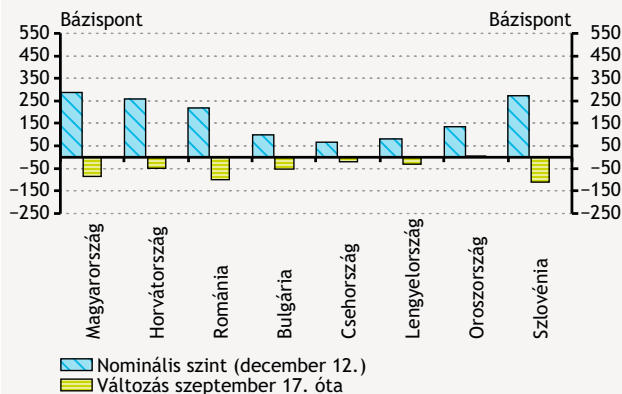
A nemzetközi környezet javulása egyrészt az eurozóna válságkezelésével kapcsolatos fejleményekhez volt köthető. Az eurozóna perifériaországok sikeres kötvényaukciói, a görög programmal kapcsolatos újabb megállapodások, valamint a spanyol bankrendszer korábban vártnál kisebb feltőkésítési igénye egyaránt mérsékelte a piaci feszültségeket. Másrészt a nagy jegybankok mennyiségi lazítási programjainak kibővítése szintén hozzájárult a globális kockázatvállalási hajlandóság növekedéséhez.

4-2. ábra
A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői

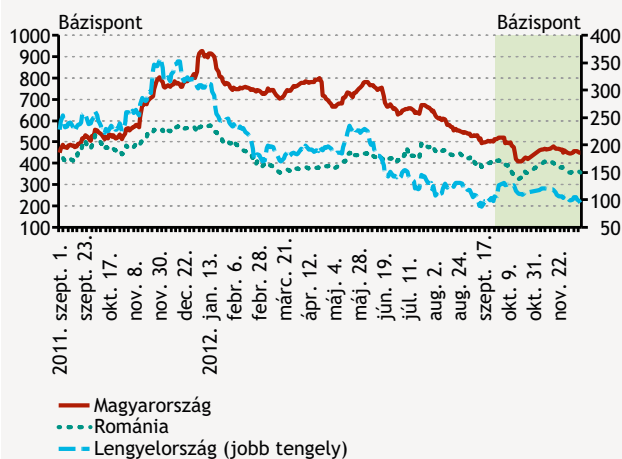


Megjegyzés: Az alkalmazott dekompozíciós módszer leírása megtalálható Kocsis-Nagy (2011): Szuverén CDS-felárak dekompozíciója c. októberi MNB-szemle cikkben.

4-3. ábra
Régiós 5 éves CDS-felárak változása



4-4. ábra
Régiós 5 éves euróban denominált devizakötvény-felárak



A kedvező nemzetközi hangulatban a kockázatos eszközök felárai csökkentek. Az eurozóna perifériaországainak állampapírhozamai és CDS-felárai estek, különösen a görög hozamok mérséklődése volt számottevő. A fejlett részvénypiaci indexek az időszak közepén tapasztalható enyhébb visszaesést nagyrészt korrigálni tudták december elejére, míg a nyersanyagok árai az időszak egészét tekintve némileg csökkentek.

Kisebbszakadásoktól eltekintve a hazai felárak lekövettek a nemzetközi piaci mozgásokat. Az ötéves magyar CDS-felár az időszak eleji 370 bázispontonról az időszak végére 290 bázispontos szint közelébe csökkent. A mutató október második feléig lényegében együtt mozgott a hasonló kockázatú régiós országok feláraival, majd innentől elszakadt azoktól: míg Horvátország és Románia felárai inkább stagnáltak ebben az időszakban, addig hazánk esetében november közepéig egy 70 bázispontos emelkedés következett be, elérve a 320-as szintet. Ugyanakkor az utóbbi egy hónapban kisebb korrekciót láthattunk, ekkor újra a régiós tendenciákkal összhangban mozgott a hazai felár (4-3. ábra).

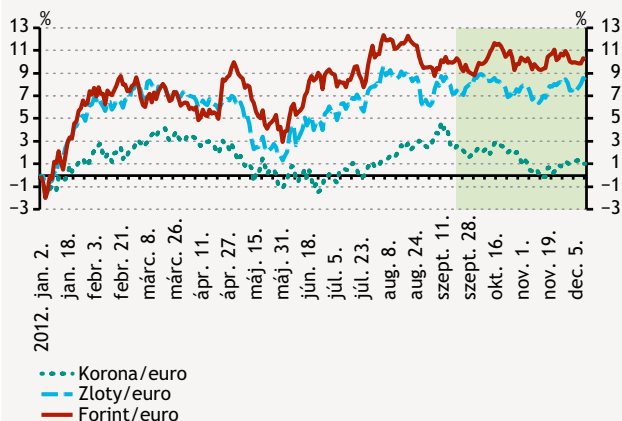
A hazai események közül az október elején bejelentett kiigazító csomag fogadtatása elemzői körökben egyértelműen pozitív volt, míg megszorító intézkedések második köre már inkább rontott piaci megítélésünkön. Mindehhez még hozzájárulhatott a kormányzatnak az IMF-tárgyalásokra vonatkozó sokszor ellentmondásos kommunikációja, valamint az azt kísérő negatív elemzői kommentárok hatása is.

4.1.2. DEVIZAPIACI FOLYAMATOK

A forint/euro árfolyam mozgását jobbra a nemzetközi hangulat befolyásolta az elmúlt három hónapban, a magyar események hatása feltehetően csak egy-egy rövidebb időszakban érvényesült erőteljesebben az árfolyammozgásban. A forint árfolyama a vizsgált időszakban viszonylag szűk sávban, 277 és 286 forint között mozgott. A hazai események közül az október elején, illetve közepén bejelentett hiánycsökkentő intézkedésekkel kapcsolatos hírek és nyilatkozatok hatottak érdemben. Ekkor a forint árfolyama ideiglenesen pozitív irányba szakadt el a referenciául szolgáló lengyel zloty árfolyamától, míg november elejétől már szorosabb együttmozgást mutatott a két deviza. Az IMF-tárgyalásokkal kapcsolatos hírekre továbbra is figyelt a piac, ugyanakkor ezek már kisebb kilengéseket okoztak a forint árfolyamában. Emellett a magyar hitelbesorolás november végi rontásának is csak átmeneti hatása volt a forint/euro árfolyamra, ahogy a vártnál rosszabb GDP is csak kismértékben befolyásolta az árfolyamot (4-5. ábra).

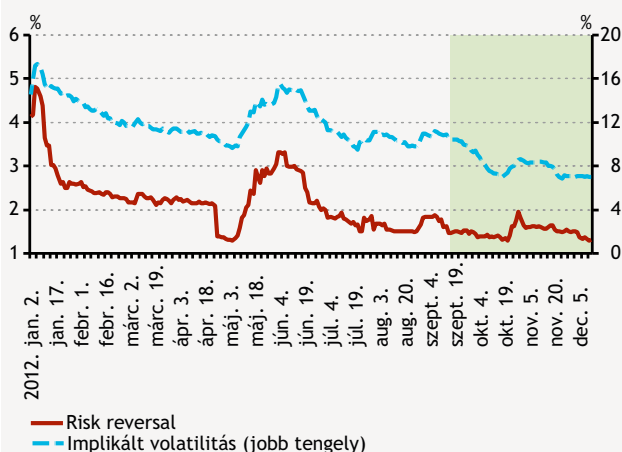
A devizapiaci opciós jegyzésekből számított előretéteknél a vizsgált időszakban nem adtak egy-

4-5. ábra
Régiós devizaárfolyamok alakulása

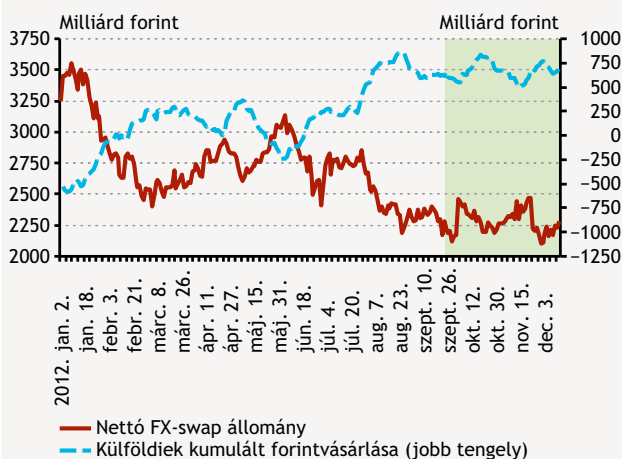


Megjegyzés: Év elejéhez viszonyított változás. A pozitív értékek a régiós deviza felértékelődését jelölik.

4-6. ábra
1 hónapos implikált volatilitás és risk reversal



4-7. ábra
A külföldi szereplők nettó forint-deviza swapállománya és kumulált forintvásárlása



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

értelmű képet: míg a forint leértékelődésének valószínűségét jelző mutató értéke némi ingadozástól eltekintve érdemben nem változott, addig az egy hónapos implikált volatilitás a bizonytalanság csökkenésére utalva több mint 3 százalékat mérséklődött (4-6. ábra).

Az elmúlt időszak nagy részében a hazai FX-swap piacot nyugodt kereskedés jellemezte, azonban mind a harmadik negyedév végén, mind az év végéhez közeledve érezhetőek voltak a feltehetően a mérlegek átmeneti tisztításához kapcsolódó feszültségek. Szeptember végén a piaci szereplők egy része átmeneti időre értékesítette rövid futamidejű forinteszközeit és a megszerzett forintlikviditást a hazai FX-swap piacon helyezte ki, amely a rövid futamidejű ügyletek implikált forinthozamainak csökkenését eredményezte. A szeptember végén megfigyelt folyamatok mértékükben elmaradtak a június végi, feltehetően hasonló okokból előállt feszültségektől. Az év végéhez közeledve, a jövő évre átnyúló piaci szegmensekben az implikált hozamok csökkenése következett be (előbb 3, majd 2, illetve 1 hónapos horizonton) és a rövidebb futamidőkön is fokozódtak a feszültségek, ami növeli a tavaly év végi átmeneti turbulencia megismétlődésének a valószínűségét. A lehetséges feszültségek ellensúlyozására az MNB egy eurolikviditást nyújtó FX-swap tendert hirdetett meg.

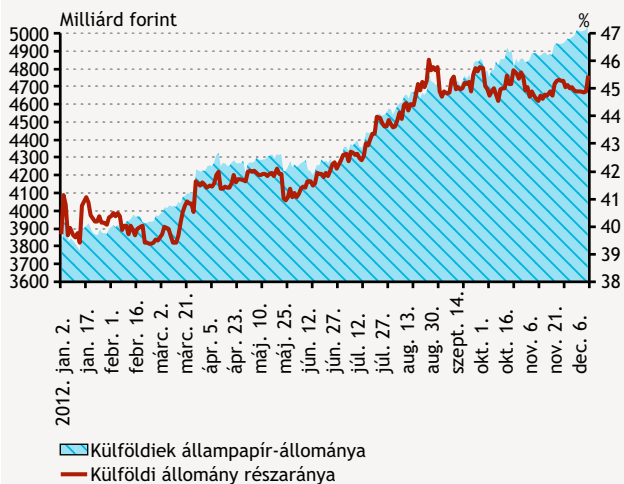
A külföldi szektor nettó FX-swap állománya az időszak elejéhez képest 80 milliárd forinttal nőtt, amely a két bruttó szár érdemi csökkenésének eredményeként állt elő. Mindezzel párhuzamosan a nem rezidens szereplők kumulált forintvásárlása közel 100 milliárddal emelkedett (4-7. ábra). A külföldiek MNB-kötvényállománya az időszak során jelentős mértékben ingadozott.

4.1.3. ÁLLAMPAPÍRPIAC ÉS HOZAMALAKULÁS

Folytatódott a forint alapú finanszírozás szerepének növekedése az elmúlt időszakban, míg devizaforrás-bevonásra nem került sor, addig az elsődleges állampapír-kibocsátásokat továbbra is jelentős befektetői érdeklődés övezte. Az ÁKK legtöbb diszkontkincstárjegy- és kötvényaukcióján jelentős túlkereslet és fokozatosan csökkenő hozamszint mellett keltek el a felajánlott papírok. Az adósságkezelő a meghirdetethez képest több esetben emelte az elfogadott mennyiséget, ugyanakkor néhány kibocsátás esetében visszaeső érdeklődést tapasztalhattunk, néhol vissza kellett vágni a felajánlott mennyiséget. A piaci érdeklődés a közepes és a hosszabb futamidejű államkötvények iránt volt a legélénkebb, míg a 3 hónapos aukciókon – főként az időszak második felében – a korábinál kisebb kereslet volt tapasztalható.

4-8. ábra

Külföldiek állampapír-állománya



Szeptember közepe óta tovább folytatódott a külföldi szereplők állampapír-állományának növekedése: a szektor közel 265 milliárd forintos nettó vásárlása után teljes állományuk újabb rekordszintre, 5000 milliárd forint fölé emelkedett (4-8. ábra). Ezzel a nem rezidens piaci szereplők a forintban denominált kincstárjegyek és kötvények teljes állományának 45 százalékát birtokolják. A külföldiek állampapír-állományának átlagos hátralévő futamideje a vizsgált időszakban 3,8 évre csökkent.

Az ÁKK november közepén kezdte el forgalmazni beföldi szereplők részére Prémium Euró Magyar Államkötvényét 200 millió euro induló keretösszeggel, amelyet később igény szerint bővítenek. A forgalmazás harmadik hetében a kötvényből 130 millió eurónyi összegben vásároltak, túlnyomó többségében beföldi szereplők.

Kormányzati nyilatkozatok alapján a magyar állam a jövő év első negyedévében tervezi új devizakötvény kibocsátását. Az ennek tesztjeként kezelt Eximbank kibocsátás sikeresen zajlott, bár a kialakult hozamszint közel 200–220 bázispontos felárat jelent a magyar szuverén dollárkötvényekhez viszonyítva.

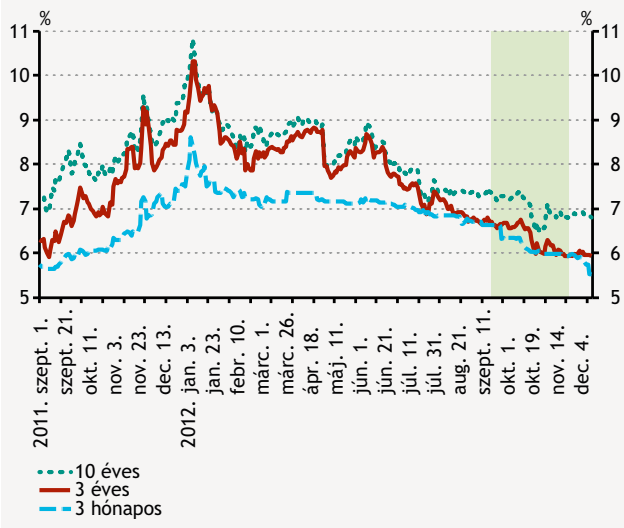
Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulásában minden futamidőn hozamcsökkenés figyelhető meg. A hozamgörbe eleje, az éven belüli 3, 6 és 12 hónapos kincstárjegyek hozama közel 90–100 bázisponttal csökkent, nagyjából összhangban a jegybanki alapkamatra vonatkozó várakozásokkal. A hosszabb futamidejű papírok esetében ennél kisebb, 60–80 bázispontos mérséklődés volt érzékelhető. 10 éves futamidejű államkötvényhozamunk ezzel 2,5 éves mélypontra, 6,5 százalékra süllyedt (4-9. ábra).

Kisebb mértékben változtak devizakötvényeink hozamfelárai: a hosszabb futamidejű eurokötvényeink felára 25-50 bázisponttal csökkent, míg a dollárkötvényeink felára 20-30 bázisponttal emelkedett.

A pénzpiacon a kamatvárakozásokat tükröző forward kamatmegállapodások jegyzései is lefelé tolódtak, ennek eredményeként az alapkamat további fokozatos csökkenését árazza jelenleg a piac. A jelenlegi piaci jegyzésekből kiolvasható várakozások szerint a kamatciklus 5 százalék körüli szinten, jövő nyár végén éri el a mélypontját.

4-9. ábra

Állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



4-1. keretes írás

Az európai fedezetlen CDS-ügyletek szabályozásának hatása a régiós CDS-felárakra

Az Európai Unióban 2012. november 1-jén lépett életbe a fedezetlen szuverén CDS-pozíciók tiltásáról szóló szabályozás. Az EU-s rendeletnek az volt az általános célja, hogy a tagállami intézkedéseket közösségi szinten harmonizálja egy egységes szabályozási keretrendszer megalkotásával. A rendelet tiltja a fedezetlen rövid részvény-, illetve állampapírügyleteket, illetve a nem fedezési céllal kötött CDS-ügyleteket.

Melyek a rendeletben szabályozott legfontosabb kérdések?

- a rendelet standardizálja a részvények, illetve állampapírok esetében a rövid és hosszú pozíciók meghatározását;
- megállapítja, hogy mit tekint fedezetlen pozíciónak a szuverén CDS-ek esetében;
- a jelentős nettó rövid részvénypozíciók, illetve állampapír-pozíciók esetében bejelentési kötelezettséget ír elő;
- korlátozza a fedezetlen rövid részvény-, illetve állampapírügyleteket, korlátozza a fedezetlen CDS-ügyleteket;
- megállapítja a rendeletben foglalt intézkedések tekintetében illetékes hatóságok körét és az egyes hatóságok, valamint az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) beavatkozási hatáskörét;
- meghatározza a korlátozás alól mentességet élvező szereplők, illetve esetek körét (árjegyzők, elsődleges piaci műveletek, ha az adott értékpapír fő kereskedési helyszíne nem uniós helyszínen található), illetve azokat az irányelveket, amelyek mentén az egyes hatóságok dönthetnek a korlátozások átmeneti felfüggesztéséről.

A meglévő pozíciók lezárásának kényszere erőteljesen csökkentette a felárakat a szabály életbe lépése előtt (a CEEMEA SovX⁶ mutató értéke 240-ről 180 bázispontra mérséklődött október végéig, ez a csökkenés leginkább a szabályozás által érintett EU-tagállamok felárainak zuhanásához volt köthető), míg a november 1. utáni időszakra több szakértő a piacok kiszáradása miatt várt torzulásokat az árazásban. Mindezek következtében egyre több elemzés hívta fel a figyelmet arra, hogy az európai unió szuverének esetében a CDS-felárak a kockázati megítélés korábnál bizonytalanabb mérőszámai lettek.

A kedvező piaci hangulat mellett a bevezetett szabályozás is nagyban hozzájárult ahhoz, hogy a kelet-közép-európai EU-tagállamok CDS-feláiraiban rövid távon egy jelentős felárscsökkenés következzen be. Így szeptember-október folyamán hazánk felára 185 bázisponttal mérséklődött, összhangban a régiós tendenciákkal: a hasonló szintű felárral rendelkező román, illetve horvát szpred 185, illetve 200 ponttal esett.

Ez a régiós felárscsökkenés október második felére megállt, és a kelet-közép-európai EU-tagállamok felárai ismét szorosabban mozogtak együtt más régiók feláiraival.

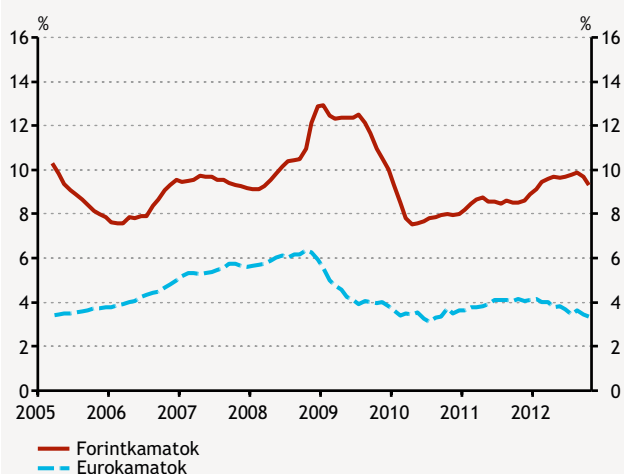
Ebben az időszakban Magyarország esetében ettől kissé eltérő pályát láthattunk: hazánk CDS-felára november közepére 320 bázispontra emelkedett, majd november közepétől – újra együtt mozogva a régióval – fokozatos csökkenésnek indult. A régiós tendenciáktól történő átmeneti elszakadás – és az ezt számszerűsíteni kívánó CDS dekompozíciós módszertan (lásd 4-2. ábra) – arra utalhat, hogy az emelkedés, legalábbis részben inkább országspecifikus tényezőkhez köthető, és kevésbé a korábbi technikai hatás korrekciójából ered.

⁶ A CEEMEA SovX a kelet-közép-európai, közel-keleti és afrikai feltörekvő régió 15 leglikvidebb szuverén CDS-éből képzett kompozitindex.

4.2. Pénzügyi közvetítőrendszer kamatkondíciói

A hitelezési felmérés alapján⁷ a háztartási szegmensben további korrekció történt a korábbi széles körű szigorításokban, míg a vállalati szegmensben folytatódott a szigorítások. A vállalati hitelek forintkamata érdemben, míg az eurohiteleké kismértékben csökkent 2012 júliusa és októbere között, a kedvezőbb forintkamatok azonban a szigorú nem árjellegű feltételek miatt a vállalatok csak egy szűkebb halmazát érinthetik. A háztartási szegmensben belül egyedül a lakáscélú jelzáloghitelek teljes hitelköltsége csökkent, azonban a kamatláb és a kamatfelár változatlanul magas szinten van. A szabad felhasználású jelzáloghitelek teljes hitelköltsége nem változott az elmúlt negyedévben, míg a fedezetlen fogyasztási hitelekénél emelkedés volt megfigyelhető. Az egyéves reálkamat historikus mélypontra csökkent az állampapírhozámok és betéti kamatok csökkenése, illetve az inflációs várakozások növekedése következtében.

4-10. ábra
A vállalati hitelkamatok alakulása devizanem szerinti bontásban



4.2.1. VÁLLALATI HITELKONDIÓK

A megvalósult ügyletek alapján a vállalati forinthitelek 3 havi mozgó átlaggal simított kamata csökkent, a júliusi 9,8 százalékról októberre 9,3 százalékra (4-10. ábra). Mindez a bankközi kamat (3 hónapos BUBOR) hasonló mértékű csökkenése mellett ment végbe. A bankközi kamat feletti simított felár a 2012 folyamán tapasztalt emelkedés után ősszel kismértékben csökkent, 2,6 százalékponttól 2,5 százalékpontra (4-11. ábra), amely az elmúlt két év átlagos szintje.

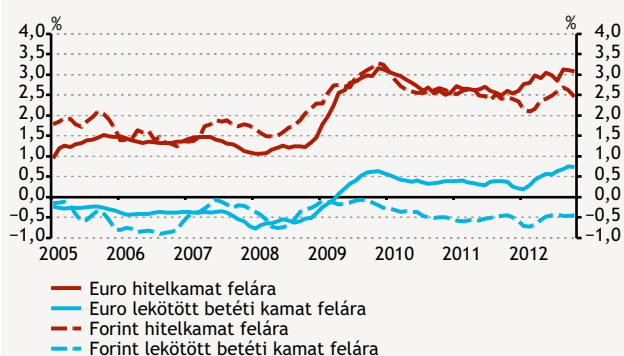
Az euro alapú hitelek esetében enyhén, 3,5 százalékról 3,4 százalékra csökkent a kamatszint. A bankközi kamatláb (3 hónapos EURIBOR) eközben nagyobb mértékben csökkent, így a kamatfelár októberre 3,1 százalékpontra emelkedett (4-11. ábra).

A hitelezési felmérés alapján 2012 harmadik negyedéve során tovább szigorodtak a vállalati hitelfeltételek. A bankok nettó értelemben⁸ vett mintegy 22 százaléka jelzett szigorítást, ami a feltételek széles körét érintette. A banki válaszadók az előző negyedév felméréséhez hasonlóan a hitelfeltételek szigorodását elsősorban a kedvezőtlen gazdasági kilátásokkal és iparág-specifikus problémákkal magyarázták. A banki válaszok alapján a következő félévben nem várható a vállalati hitelfeltételek további szigorodása, azonban enyhülése sem, így továbbra is fennmaradhatnak a jelenlegi szigorú kondíciók.

⁷ http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Penzugyi_stabilitas/mnbhu_hitelezesi_felmeres/201211/SLO_201211_hu.pdf

⁸ A szigorító és enyhítő bankok különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Az arány a szigorítás/enyhítés mértékét nem mutatja.

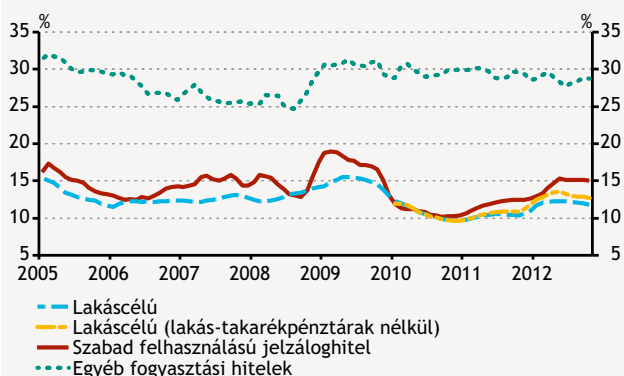
4-11. ábra
A vállalati kamatfelárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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

Forrás: MNB.

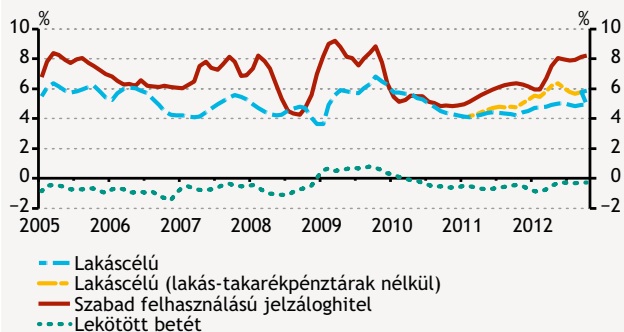
4-12. ábra
A forintalapú lakáscélú és fogyasztási hitelek teljes hitelköltsége (THM)



Megjegyzés: 3 hónapos mozgó átlaggal simított kamatlábak. 2009 előtt a forint alapú jelzáloghiteleknek marginális szerepe volt.

Forrás: MNB.

4-13. ábra
A 3 hónapos BUBOR feletti kamatfelárak



Megjegyzés: 3 hónapos mozgó átlaggal simított kamatlábak. 2009 előtt a forint alapú jelzáloghiteleknek marginális szerepe volt.

Forrás: MNB.

A vállalkozások hitelpiaci helyzetének megítéléséhez a hitelezési felmérés és a megvalósult ügyletek kamatstatisztikái egyaránt szükségesek. A hitelezési felmérés azt mutatja, hogyan alakulnak a hitelkínálati korlátok, amely alapján eldől, hogy adott vállalat hitelképes, míg a kamatstatisztikák a hitelképesnek bizonyult vállalatok kondícióit tartalmazzák. Összességében a kedvezőbb kamatok az egyéb hitelezési feltételek szigorúsága miatt a vállalkozásoknak csak egy szűkebb halmazát érinthetik.

4.2.2. HÁZTARTÁSI HITELKONDÍCIÓK

A megvalósult lakáscélú jelzáloghitel-ügyleteknél a három hónapos mozgó átlaggal simított teljes hitelköltség (THM) az előző negyedévhez képest valamelyest csökkent, a júliusi 12,1 százalékos szintről 11,8 százalékra (4-12. ábra). Az új kihelyezésekben jelentős súlyú lakástakarék-pénztárak nélküli, azaz a hagyományos kereskedelmi banki konstrukciók kamatfelára és kamatlába ennél mintegy 1 százalékponttal magasabb. A referencia kamatláb csökkenése mellett a BUBOR feletti kamatfelár változatlanul 5 százalékpont körül alakult (4-13. ábra). A kamat csökkenésében érdemi szerepet játszhatott, hogy az átlátható árazás bevezetése óta az új hitelezésben számottevő súlyt képviselnek a referenciakamathoz kötött konstrukciók.

Mindazonáltal a kamatlábak és a kamatfelárak historikusan magas szinten vannak. A lakáshitelek esetében a magas kamatszintben az állami kamattámogatás hozhat némi csökkenést, amelynek következtében az ügyfél kamatterhe öt éven keresztül 8-9 százalék körül alakulhat.⁹

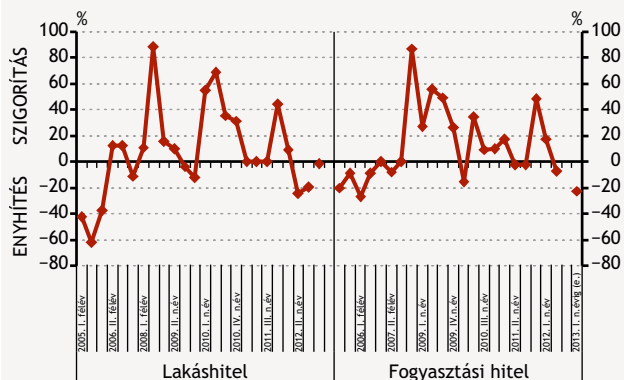
A fogyasztási hiteleken belül a szabad felhasználású jelzáloghiteleknél nem volt érzékelhető csökkenés, a THM továbbra is 15 százalék körüli szinten van. A csökkenő referenciakamatot ellensúlyozta a felár emelkedése, amely 8 százalékpont felé emelkedett. A lakáscélú hitelektől eltérő viselkedésben szerepet játszhat a szegmenset jellemző nagyon erős koncentráltóság. A fedezetlen fogyasztási hiteleknél a simított THM-adatok a 2012 második negyedévi csökkenés után kismértékben, a júniusi 27,7 százalékról októberre 28,6 százalékra emelkedtek. A növekedés nagyobb részben az áruhiteleket érintette.

A hitelezési felmérésben a lakáshitelek feltételein a bankok nettó értelemben vett közel 20 százaléka, míg a fogyasztási hitelek esetén 9 százaléka jelentett enyhítést 2012 harmadik negyedévében. Így folytatódott a korrekció a 2011 végén tapasztalt szigorítások után. A következő félévre adott várakozások alapján további korrekció csak a fogyasztási hiteleknél várható.

⁹ Fontos megemlíteni, hogy a kamattámogatás jövőbeli felfutását csak az új kihelyezések volumenén láthatjuk majd, a bankok által jelentett kamatszintekben ez nem fog megjelenni, mivel a bankok a kamatokat a kamattámogatással együtt jelentik az MNB felé.

4-14. ábra

Hitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben



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

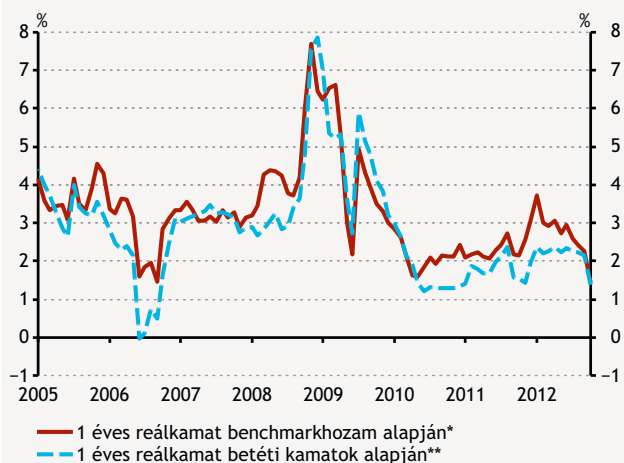
Forrás: MNB hitelezési felmérés a bankok válasza alapján.

4.2.3. REÁLKAMATOK ALAKULÁSA

A legutóbbi inflációs jelentés óta az állampapírhozam alapján számított 1 éves reálkamat jelentősen mérséklődött: a 2012. júliusi 2,6 százalékos szintről októberre 1,4 százalékra (4-15. ábra). A változás részben az egyéves állampapírhozam folytatódó csökkenésének, részben az inflációs várakozások növekedésének volt tulajdonítható. A legfeljebb egy éves futamidejű betéti kamatokból számított reálkamatláb a vizsgált időszakban szintén csökkent, 2,3 százalékról 1,4 százalékra. A reálkamat októberi szintje historikusan alacsonynak tekinthető.

4-15. ábra

Előre tekintő reálkamatláb alakulása



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

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

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

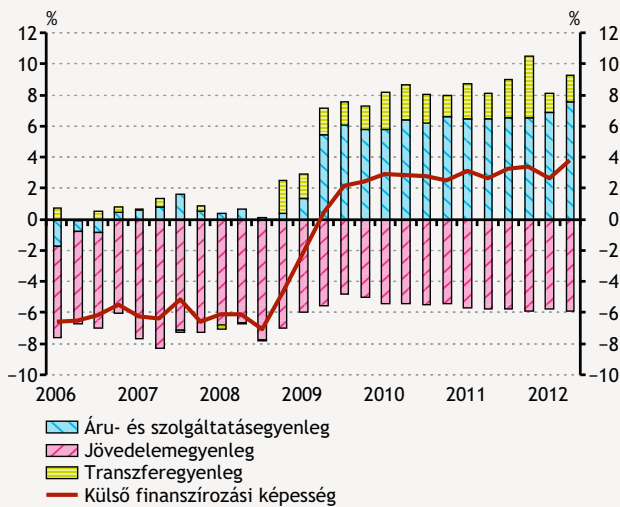
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

2012 második negyedében tovább emelkedett a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége. A növekedésben elsősorban az áru- és szolgáltatásegyleg növekvő többlete játszott szerepet, miközben az EU-transzferek vártnál elmaradó beáramlása a transzferegyleg szerényebb mértékű emelkedésében csapódott le. Előzetes adataink szerint a külső egyensúlyi többlet emelkedése a harmadik negyedben is folytatódhatott. A masszív külső finanszírozási többlettel párhuzamosan tovább folytatódott a külföldi források kiáramlása. Az elmúlt negyedekben az adósságtípusú források mérséklődése elsősorban a bankrendszerhez kötődött. A forráskiáramlás eredményeképpen bruttó és nettó külső adósságmutatóink a válságot közvetlen megelőző szintre mérséklődtek a második negyed végére.

5-1. ábra

A külső finanszírozási képesség alakulása

(szezonálisan igazított értékek, GDP arányában)



5.1.1. KÜLSŐ EGYENSÚLYI POZÍCIÓNK ALAKULÁSA

2012 második negyedében historikus csúcsra, a GDP 3,6 százalékára emelkedett a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége, és előzetes adataink szerint a külkereskedelmi többlet növekedése a harmadik negyedben is folytatódhatott. A növekedésben elsősorban az áru- és szolgáltatásegyleg növekvő többlete játszott szerepet, miközben a jövedelemegyleg kismértékben emelkedő hiányát ellensúlyozta a transzferegyleg némileg magasabb többlete (5-1. ábra).

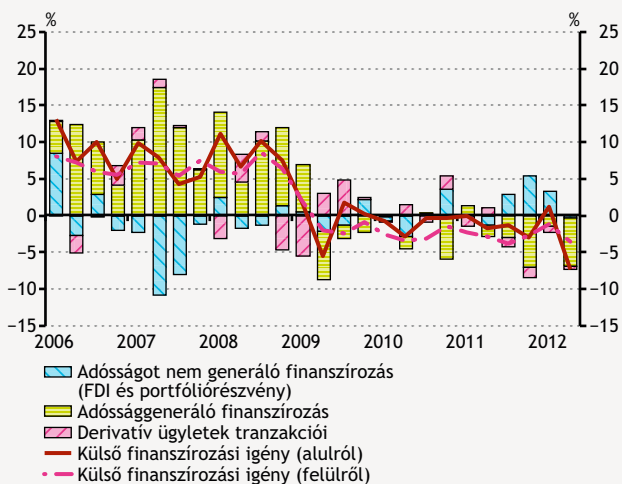
Az áru- és szolgáltatásegyleg javulásában továbbra is a magyar gazdaságra jellemző kettősség tükröződik. A gyenge belföldi felhasználás (fogyasztás és beruházás) alacsony importot eredményezett, miközben – részben a beinduló autóiipari termelésnek köszönhetően – az export növekedési üteme a lassuló külső konjunktúra ellenére is némileg meghaladta az importét.

Az EU-transzferek beáramlása ugyanakkor elmarad várakozásainktól. Az első félévben mindössze 1,2 milliárd euro jelent meg a transzferegylegben, szemben a tavalyi év hasonló időszakának 1,5 milliárd eurós értékével. A kisebb beáramlás kockázatot jelent a gazdaság külső finanszírozási képességére adott előrejelzésünk teljesülése szempontjából, ugyanis idénre a tavalyihoz képest magasabb EU-transzfer beáramlásával számolunk.

5-2. ábra

A külső finanszírozás szerkezete

(GDP-arányos tranzakciók)



5.1.2. FINANSZÍROZÁSI FOLYAMATOK

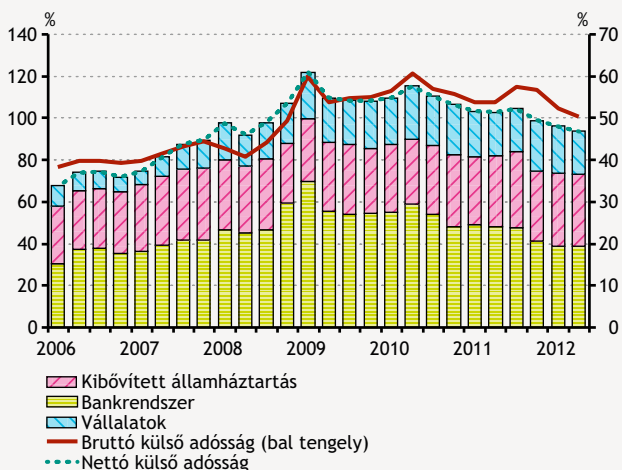
Az első negyedévben tapasztalt kismértékű forrásbeáramlással szemben a második negyedévben a gazdaság külső forrásainak csökkenését figyelhettük meg, ami előzetes adataink szerint a harmadik negyedévben is folytatódhatott (5-2. ábra).

A második negyedévben a pénzügyi mérleg adatai jelentős mértékű forráskiáramlást mutattak, amely szinte teljes egészében az adósságjellegű külső források csökkenéséhez kötődött. Ugyanakkor az adósságcsökkenés szerkezete eltért a korábbi negyedévekben megfigyelttől. 2011 elejétől egy éven át a bankrendszer külső forrásainak mérséklődése mellett az államháztartás külső adóssága kismértékben emelkedett. 2012 második negyedévében ugyanakkor a bankok és az állam külső adóssága nem változott, miközben a vállalati szektor csökkentette adósságát. A rendelkezésünkre álló előzetes banki adatok alapján a harmadik negyedévben a bankrendszer esetében újra felgyorsult a külső adósság leépülése.

5-3. ábra

A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása

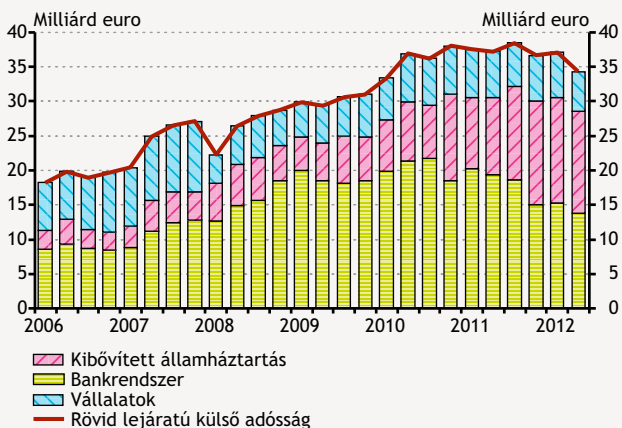
(GDP-arányos értékek)



A válság kitörését követő alkalmazkodási folyamat tehát tovább folytatódik, ami a magyar gazdaság külső eladósodottságának csökkenését eredményezi. A külső adósság tekintetében a magánszektor (főként a bankrendszer és kisebb mértékben a vállalati szektor) az államháztartásnál nagyobb mértékben építi le külső kötelezettségeit. Ennek következtében a GDP-arányos nettó külső adósság a tavaly év végi 50 százalék fölötti szintről 47 százalékra, míg a bruttó adósság 115 százalék közeléből 101 százalékra mérséklődött (5-3. ábra). Ezen értékek nemzetközi összehasonlításban továbbra is magasnak számítanak, ugyanakkor megfelel a közvetlenül válság előtt megfigyelt szinteknek. A harmadik negyedévben – előzetes adataink alapján – tovább folytatódhatott a külső adósság csökkenése, amit a forráskiáramlás mellett az erősödő forintárfolyam is támogatott. A teljes adósság csökkenése mellett kedvező fejlemény, hogy a külső adósság lejárat szerkezete is javult a második negyedévben. A sebezhetőség szempontjából kiemelten fontos rövid lejáratú adósság számottevően mérséklődött ebben az időszakban (5-4. ábra).

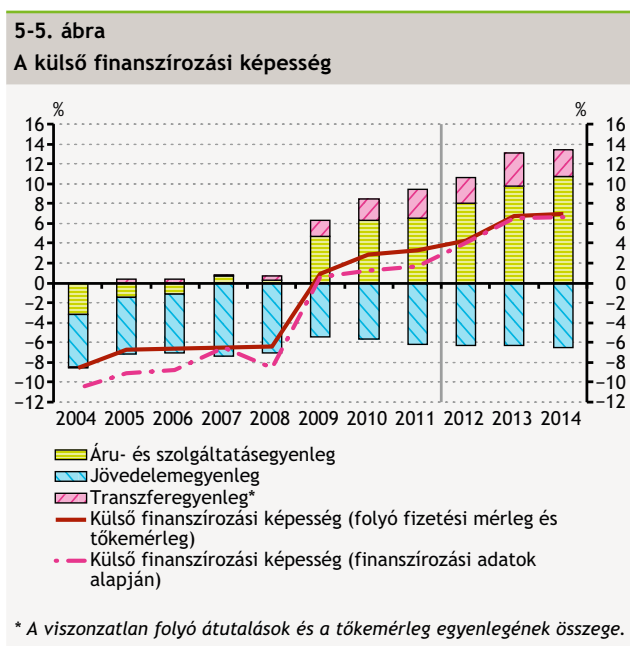
5-4. ábra

A (hátralévő futamidő szerinti) rövid lejáratú külső adósság



5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A következő években tovább emelkedhet hazánk külső finanszírozási képessége, aminek háttérében elsősorban az áru- és szolgáltatásegyenleg fokozatosan növekvő többlete áll. Az emelkedést követően 2014-ben 7 százalék körül megállhat a külső finanszírozási képességünk növekedése. A magas külső finanszírozási képességhez elsősorban a vállalati szektor tovább emelkedő megtakarításai járulnak hozzá. A háztartások megtakarításai kismértékben csökkennek, az államháztartás idei alacsony hiánya pedig kismértékben emelkedhet 2013-ban, amit 2014-ben stagnálás követhet. Előrejelzésünk teljesülése esetén Magyarország az egyik legmagasabb külső finanszírozási képességgel rendelkező uniós országgá válhat 2013–2014-ben, és egyben az egyik legnagyobb javulást felmutató tagállammá is bizonyulhat a válság előtti szinthez képest. Emelkedő külső többletünk külső adósság- és tartozásmutatóink várható javulásában is tükröződik.



Idén tovább emelkedhet a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége és ez a folyamat várhatóan a következő két évben is folytatódhat. Ugyanakkor a szeptemberi jelentéshez képest némileg mérséklődött az idei külső egyensúlyi pozíciókra vonatkozó várakozásunk, aminek háttérében elsősorban a transzferegnyenleg változása áll.

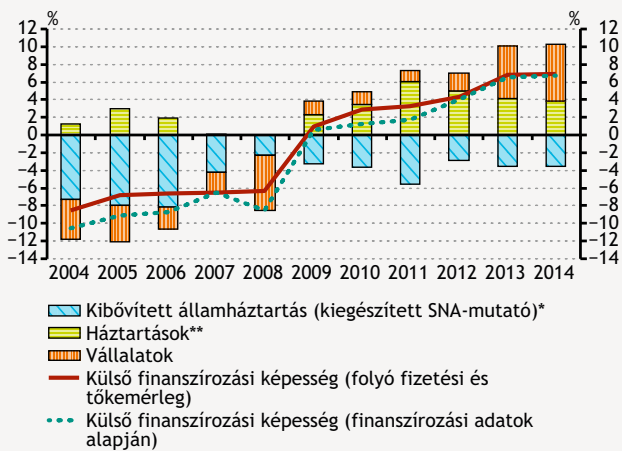
A GDP-arányos áru- és szolgáltatásegyenleg idén 8 százalék közelébe emelkedő többlete tovább nőhet a következő években, amelyben a továbbra is gyenge belső keresleti tényezők, illetve az emelkedő külső kereslet mellett a termelésbe forduló autóiipari beruházások exportnövelő hatása tükröződik (5-5. ábra).

Az EU-transzferek várakozásunktól érdemben elmaradó ideai beáramlása ugyan mérsékelte előrejelzésünket is, azonban a transzferegnyenleg továbbra is számottevő hozzájárulást jelenthet a következő évek magas finanszírozási többletéhez.¹⁰ A várhatóan tartósan alacsony nemzetközi kamatkörnyezetnek, illetve a mérséklődő külső tartozásoknak köszönhetően 2014 végéig nem várunk jelentős változást a jövedelemegyenleg hiányában.

A külső egyensúlyi folyamatokat a belföldi szektorok megtakarítási folyamatainak keresztül vizsgálva azt mondhatjuk, hogy 2012–2013-ban a külső többletünk folytatódó emelkedését elsősorban a vállalati szektor emelkedő megtakarításai határozzák meg, miközben a háztartások megtakarításai kismértékben csökkennek, az államháztartás finanszírozási

¹⁰ Ugyanakkor 2014-ben némileg mérséklődő transzferegnyenleggel számolunk, aminek háttérében elsősorban az új uniós tervezési időszak kezdete áll.

5-6. ábra
A szektorok finanszírozási képességének alakulása
(GDP-arányában)



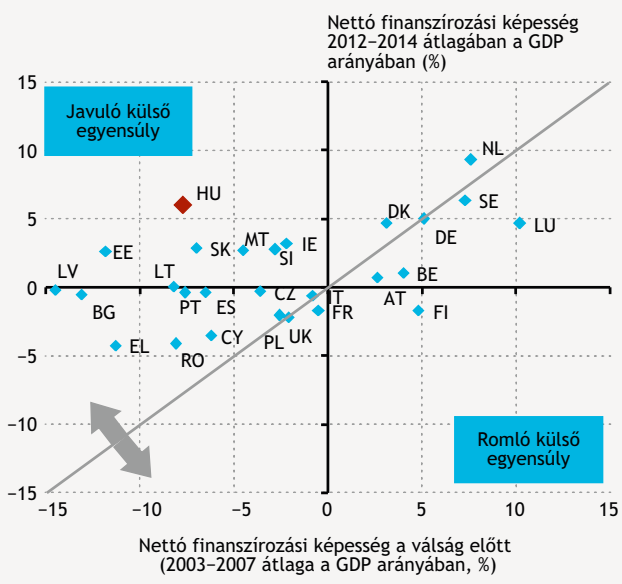
* A kibővített államháztartásba az állami költségvetésen túl az önkormányzatok, az ÁPV Zrt., a kvázifiskális feladatokat ellátó intézmények (MÁV, BKV), az MNB és az állami kezdeményezésű, de formálisan PPP-konstrukciójú beruházásokat végző intézmények tartoznak. A kiegészített SNA-mutató figyelembe veszi a magán-nyugdíjpénztári megtakarításokat.
** A háztartások SNA-mutatóval konzisztens nettó finanszírozási képessége, amely nem tartalmazza az átlépők nyugdíj-megtakarításait. A hivatalos (pénzügyi számlában szereplő) nettó finanszírozási képesség eltér az ábrán jelzettől.

igénye pedig minimális mértékben emelkedik 2013-ban.¹¹ 2014-ben a folyamatok stabilizálódására számítunk: az államháztartás SNA-szemléletű egyenlege – további intézkedések nélkül – közel szinten maradhat, miközben a lakosság és a vállalati szektor nettó megtakarításaiban sem várunk érdemi elmozdulást (5-6. ábra).

A külső egyensúlyi pozícióknak folytatódó javulásának eredményeképpen 2014-re Hollandiát követően hazánkban lesz a legmagasabb nettó finanszírozási képesség az Európai Bizottság őszi előrejelzése szerint. Ezen túlmenően – hosszabb távon vizsgálva a folyamatokat – az is elmondható, hogy Magyarországon várható az egyik legjelentősebb külső egyensúlyjavulás is az uniós tagállamok körében a válság előtti szinthez képest. Ugyanakkor azt is fontos hozzátenni, hogy a külső egyensúlyi pozíció javulása egyben a belső kereslet számottevő visszaesésével is párosult (5-7. ábra).

A növekvő külső egyensúlyi többlet az állományi mutatók mérséklődését is eredményezi.¹² Előrejelzésünk szerint a következő években mind a külső tartozásaink, mind azon belül a külső adósságunk számottevő mértékben csökkenhet. 2013 végére a jelenleg nemzetközi összevetésben kiugróan magas nettó külső adósságunk a GDP 35 százaléka közelébe, az európai középmezőnybe süllyedhet, ugyanakkor ez még továbbra is meghaladja a hasonló fejlettségű országok átlagát. A külső eladósodottságunk mérséklődése továbbra is főként a magánszektor (bankrendszer és a vállalati szektor) folytatódó alkalmazkodásának köszönhető (5-8. ábra).

5-7. ábra
A válság előtti és a következő években várható külső finanszírozási képesség alakulása az Európai Unió tagállamaiban
(GDP arányában, 2003–2007, illetve 2012–2014 átlaga)

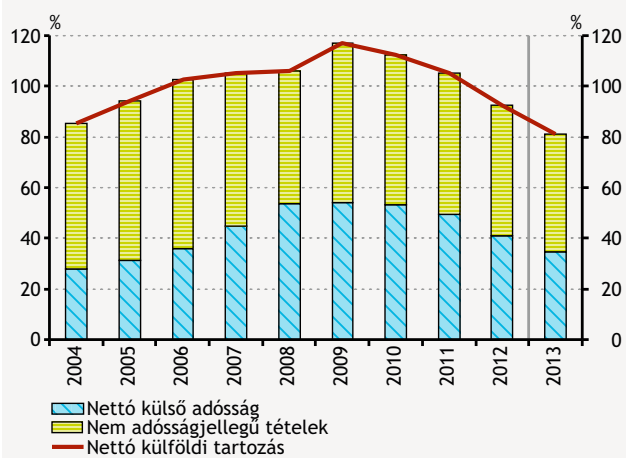


¹¹ 2011-ben számos egyedi tényező befolyásolta az államháztartás és a magánszektor finanszírozási pozícióját. A magán-nyugdíjpénztári rendszer statisztikai elszámolása, a reálozomok kifizetése, az Európai Bíróság döntése nyomán a vállalatoknak visszafizetett áfa, illetve a személyi jövedelemadó-rendszer változása mind növelte a magánszektor jövedelmét, aminek jelentős része megtakarításokban csapódhatott le.
¹² Az elmúlt negyedekben jelentősen mérséklődött a fizetési mérleg kumulált hibája (tévedések és kihagyások egyenlege, NEO), amelynek eredményeképpen már a finanszírozási adatokra vonatkozó előrejelzésünk is a realgazdasági előrejelzéshez hasonló külső forráskiáramlás és így a korábbiaknál nagyobb külső tartozás- és adósságcsökkenést jelez.

5-8. ábra

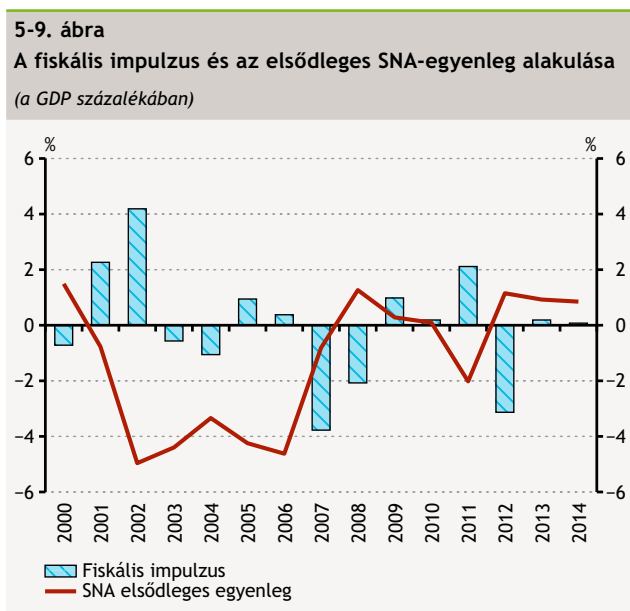
A nettó külső tartozás és adósság várható alakulása

(GDP arányában, 2004–2013)



5.3. Költségvetési folyamatok

Az elmúlt hónapokban bejelentett csomagok jelentős javulást eredményezhetnek a 2013-as költségvetési egyenlegben. Ennek ellenére 2012-ben a várhatóan a kormányzati célhoz közeli hiány 2013-ra a GDP 3 százalékára emelkedhet, még abban az esetben is, ha a GDP 1,4 százalékát kitevő tartalék törlésére sor kerül. 2014-ben a deficit számottevően meghaladhatja a 3 százalékos küszöbértéket, ami többek között a tervezett pedagógus-béremeléshez és az MNB eredményének hiányhatásához köthető. A hosszabb távú hiányalakulás szempontjából kiemelendő, hogy 2014-re az állami beruházások alacsony, az állóeszközök pótlási igényétől messze elmaradó szintre csökkenhetnek. A beruházások középtávon elkerülhetetlen növelése a GDP 0,6-0,7 százalékával emelheti a hiányt.



5.3.1. A KÖLTSÉGVETÉSI POLITIKA KERESLETI HATÁSA

A becsült fiskális impulzusok alapján 2012-ben jelentős költségvetési szigorítás várható, majd 2013-2014-ben semlegeshez közeli, enyhén keresletélénkítő lehet a fiskális politika (5-9. ábra).¹³

2012-ben nagymértékű keresletszűkítés figyelhető meg, ennek fele azonban az előző év átmeneti kiadásaival (nyugdíjpénztári reálhozam, elveszített áfaper hatása) áll összefüggésben. A fennmaradó rész az állami vásárlások (beruházás, dologi kiadás) és a lakossági támogatások csökkenésével, továbbá az áfaemeléssel magyarázható, ami végső soron szintén a lakosság terheként jelentkezik.

2013-ban minimálisan keresletbővítő lehet a fiskális politika. Ez ugyanakkor számos ellentétes irányú intézkedés eredménye, ami szektorok között és szektoron belül is jelentős átcsoportosítást okoz.

A korábbi tervekkel ellentétben a válságadók nem átmenetileg növelik a vállalati adóterheket: a bankadó változatlan formában fennmarad; az ágazati különadók pedig ugyan kivételre kerülnek, de az energiaszektor adóterhelése így is jelentősen emelkedik. További tehernövekedést jelent a tranzakciós adó és az e-útdíj. Bár a Munkahelyvédelmi Akcióterv a vállalati adóterhek csökkenése irányába hat, a 2012-ben bejelentett intézkedések összességében

¹³ A fiskális impulzust a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg elmozdulásával közelítjük. A kiegészített (SNA-) hiány az impulzusszámítás érdekében a pénzforgalmi szemléleten alapul, amit csak indokolt esetben korrigálunk az eredményszemlélettel. A deficitet korrigáljuk a kvázifiskális tevékenység különböző formáival, így a MÁV és BKV finanszírozási igényével, a PPP-beruházásokkal és a szétteríthető tökebevételekkel (magányügydíj, koncesszió), mert ezek az ESA-korrekciókból kimaradnak. A fiskális impulzusban az elsődleges, azaz a kamatkidadások és a jegybanki eredmény nélkül vett egyenleg változását vesszük.

5-1. táblázat
Államháztartási egyenlegmutatók
 (a GDP százalékában)

	2012	2013	2014
ESA-deficit	2,7	3,0	3,8
Kiegészített (SNA-) deficit	2,9	3,5	3,6
Ciklikus komponens (MNB)	0,4	0,5	0,4
Ciklikusan igazított kiegészített (SNA-) hiány	2,5	3,0	3,2
<i>memo: ESA-deficit a szeptemberi inflációs jelentésben, hipotetikus kiigazítással</i>	2,8	2,4	n. a.

Megjegyzés: Az egyenlegmutatók számításakor az egyenlegcél biztosítását szolgáló tartalékok teljes törlését feltételeztük.

jelentős adóemelkedést jelentenek a szektor esetében. Ez a szektortól eredő bevételek alakulásában is tükröződik. A fiskális politika eközben a lakossági jövedelmeket növeli: a fél-szuperbruttó kivezetése mellett a nyugdíjak emelkedése ellensúlyozza a nyugdíjplafon eltörlésének hatását.¹⁴

2014-ben a költségvetési politika további enyhe kereslet-élénkülést okozhat. A lazítás egyik eleme a pedagógus-béremelés, ami nettó értelemben a GDP 0,5 százalékaival növeli a lakossági jövedelmet.

5.3.2. AZ ÁLLAMHÁZTARTÁSI EGYENLEGMUTATÓK ALAKULÁSA

A 2012-es költségvetési előrejelzésünk alig változott szeptember óta. A makrogazdasági és költségvetési folyamatok, és az idei évet érintő intézkedések (zárolás) hatására a hiány 2,7 százalékra csökkent (5-1. táblázat).¹⁵

Az elmúlt hónapokban több lépcsőben történtek a 2013-as deficit csökkentését célzó bejelentések. Emellett a korábbi intézkedések hatását is újrabecsültük. Így szabályalapú előrejelzésünk összesen 319 milliárd forinttal, a GDP 1,1 százalékaival javult (5-2. táblázat).

A 2013-as hiány javulását lényegében bevételnövelő intézkedések biztosítják. Ezek nagyjából a vállalati adóterheket emelik, illetve jelenlegi magas szintjüket tartják fenn. A kiadást növelő és kiadást csökkentő intézkedések nettó (adótartalom nélküli) hatása viszont közel nulla. Átmeneti kiadáscsökkentést jelent a pedagógus-béremelés 2014-re történő halasztása (nettó hatása a GDP 0,2 százaléka), amit tartós kiadásnövelés (pl. gyógyszer támogatás) ellensúlyoz.

5-2. táblázat
A szeptemberi inflációs jelentés megjelenését követően bejelentett intézkedések becsült hatása
 (milliárd forint)

	2013
1. Bevéternövelő intézkedés	1,3
2. Bevéternövelés (játékadó, kisebb jövedéki adóemelés)	-0,2
3. Kiadáscsökkentés (adótartalom nélkül)*	0,2
4. Kiadásnövelés (adótartalom nélkül)	-0,2
5. Összesen (1+2-3+4)	1,1

* Ebből 73 milliárd forint átmeneti hatás, mert 2014-ben teljes évben megvalósul a pedagógus-béremelés.

¹⁴ A nyugdíjak reálértékének emelkedése arra vezethető vissza, hogy az emelés meghaladhatja az infláció mértékét, aminek az az oka, hogy a költségvetési törvényben magasabb inflációs előrejelzés szerepel.

¹⁵ A szeptemberi inflációs jelentésben azt feltételeztük, hogy a 2013-as hiány csökkentése érdekében a kormányzati kommunikációnak megfelelően jelentős kiigazításra kerülhet sor. Hipotetikus pályánkban a GDP 1,4 százalékát kitevő kiigazítással számoltunk. Az azóta bejelentett intézkedések becsülésünk szerint a GDP 1,1 százalékaival csökkenthetik a 2013-as hiányt.

Az intézkedések tervezett és várható hatását illetően a legnagyobb eltérés a tranzakciós adó és az adóbeszedési hatékonyság esetén azonosítható.

Összegét tekintve a legnagyobb hatású intézkedés a pénzügyi tranzakciós illeték átalakítása. A mikroadatok elemzése alapján a magánszektorból összesen 197 milliárd forintnyi bevételre számítunk, a MÁK esetében pedig az egyenlegjavulást okozó összbevételt 20 milliárd forintra becsüljük.

Jelentős bevételre számít a költségvetés az adóbeszedés hatékonyságának javulásából. Szabályalapú előrejelzésünkben csak az olyan kellően részletezett és megbecsülhető hatással bíró többletbevételt vesszük figyelembe, mint például a fordított áfafizetés.

Összességében a bevételi előirányzatok jelentős elmaradását ellentételezheti a GDP 1,4 százalékát kitevő Országvédelmi Alap, előrejelzésünk ennek teljes törlését feltételezi.

Az eddigi bejelentések alapján készült szabályalapú előrejelzésünk szerint a 2014. évi hiány érdemben meghaladhatja a GDP 3 százalékát. A kormány alacsony hiány iránti elkötelezettsége arra utal, hogy a jövőben ismét egyenlegjavító intézkedésekre kerülhet sor. A csomag mértékével, szerkezetével és időzítésével kapcsolatos bizonytalanság miatt azonban jelenleg nem számolunk hipotetikus hiánycsökkentő intézkedésekkel.

A 2014-re előrevetített egyenlegromlás elsősorban a pedagógus-béremelésnek, az egyszeri vagyonbevételek (koncesszió)¹⁶ kiesésének és a jegybanki veszteség elszámolásának eredménye (lásd az 5-1. keretes írást). Az egyenlegre javító hatást gyakorol az e-útdíj teljes éves hatása. Hasonló mértékű, a GDP 0,2 százalékát jelentő hiánycsökkenést okoznak olyan kisebb tételek, mint a lakástámogatás, a menetdíj-támogatás, az EU-befizetés, valamint a kezességbevéltés csökkenése. Az EU-támogatás csökkenésének hatását érvényesítettük a dologi és beruházási kiadások csökkenésében.

Az ESA-deficit 2014-es megugrásával szemben fokozatos – inkább 2013-ban jelentkező – romlás figyelhető meg a kiegészített (SNA-) hiány és a ciklikusan igazított SNA-hiány alakulásában. E mutatókban ugyanis már 2013-ban megjelenik a 2013. évi jegybanki veszteség.

A ciklikusan igazított mutató szintje kedvezőbb, hiszen figyelembe veszi azt, hogy középtávon a GDP 0,4-0,5 százalékának megfelelő adóbevétel javítja majd az egyenle-

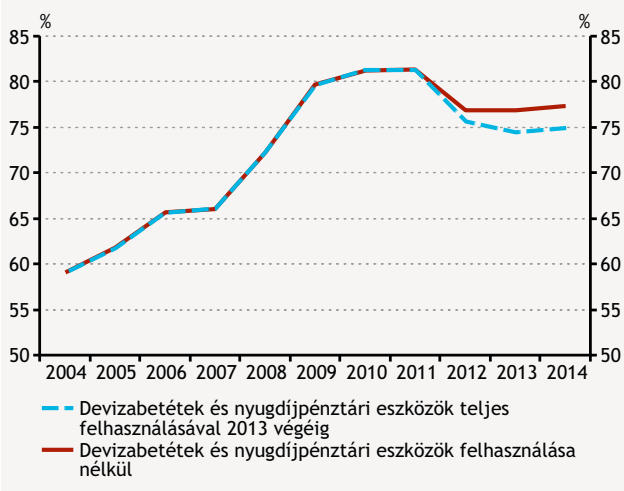
¹⁶ Feltételeztük, hogy a frekvenciához kapcsolódó koncesszió 2012 helyett 2013-ban számolható el bevételként.

get. Nem szerepel benne ugyanakkor az a középtávon elkerülhetetlen többletkiadás, ami abból ered, hogy a beruházás 2014-re már a GDP 1 százalékaival marad el az állóeszközök pótlási igényétől, és mindez az adókra gyakorolt hatást is figyelembe véve 0,6–0,7 százalékkal ronthatja az egyenleget.

Előrejelzésünket 2013-ban és 2014-ben is érdemi kockázatok övezik. Többletkiadást okozhatnak a kedvezőtlen bírósági ítéletek (telekommunikációs szektor különadója), míg többletbevétel keletkezhet az adóbeszedés növekvő hatékonysága esetén, ahol szabályalapon csak a beárazható intézkedéseket vettük figyelembe.

5.3.3. AZ ADÓSSÁGPÁLYA VÁRHATÓ ALAKULÁSA

5-10. ábra
Az adósságpálya alakulása változatlan, 2011 végi árfolyamon számítva
(a GDP százalékában)



Az aktuálisan fennálló forintárfolyam mellett 2012-ben a GDP-arányos államadósság az előző év végi 81,4 százalékos szintjéről 77 százalékra csökkenhet, amit nagyrészt a forint erősödése okoz. 2013-ban azonban a 3 százalék körüli költségvetési hiány ellenére sem biztosított az adósság további mérséklődése a nominális GDP viszonylag szerény növekedése következtében. Előrejelzésünkben feltételeztük a költségvetésben létrehozott szabad tartalékok törlését, azonban 2014-ben így is az adósság enyhe növekedését vetítjük előre (5-10. ábra).

Az előző prognózisunk óta két tényező csökkentette a várható adósságpályát. Egyrészt az 5000 fő alatti önkormányzatok adósságából mintegy 100 milliárd forintot elő kíván törleszteni a központi kormányzat 2012 decemberében. Másrészt a 2012-re tervezett jelentős összegű devizakibocsátásokra nem kerül sor, és az elmaradó devizakibocsátásokat csak részben helyettesíti a lakossági devizakötvény bevezetése, illetve a megemelt forintkibocsátás. Így mind az adósság, mind az állam finanszírozási tartaléka alacsonyabb lehet a korábban feltételezettnél.

Az előrejelzést befolyásoló technikai változás, hogy ezúttal az aktuális árfolyamon vetítettük előre a devizaadósság forintban mért értékét, ami csökkentette az adósságrátát. Ezzel szemben az alacsonyabb nominális GDP a teljes előrejelzési horizonton az adósságrátát felfelé mozdította.

A költségvetés rendelkezésére álló finanszírozási tartalék, ami döntően az IMF-EU hitel fel nem használt részéből és a magán-nyugdíjpénztári portfólióból származik, mérséklődött az elmúlt időszakban, és kivetítésünkben is alacsonyabb a korábban vártnál. Ennek egy része az adósságot is csökkentő tényezőkből ered, mint az elmaradó devizakötvény-kibocsátás és az önkormányzati adósság részleges előtörlesztése. Másfelől várhatóan az E.ON Csoport magyar-

országi földgázipari érdekeltségeinek megvásárlása is apasztani fogja a tartalékokat, ami a bruttó adósságot nem befolyásolja, de korlátozza az adósság csökkentésére rendelkezésre álló eszközállományt. A fennmaradó tartalékok felhasználása révén az időszak végére elérhető az adósság csökkentése, az alappályához képest akár további 2-2,5 százalékponttal. A válság időszakában megnövekedett finanszírozási kockázatok hatására azonban a környező országokban jellemzőbb tendencia a tartalékok növelése.

5-1. keretes írás

A jegybanki eredmény várható alakulása

A jegybanki veszteség 2013-ban várt, számottevő növekedése kedvezőtlenül érinti a költségvetés 2014-es hiányát. A jegybanki eredmény alakulását elsősorban a monetáris politika céljai és választott eszközei, valamint a hazai és nemzetközi gazdasági folyamatok határozzák meg. Az MNB törvényben rögzített célja az árstabilitás elérése, így a monetáris politika végrehajtása közben nem vezérelheti a jegybanki eredmény alakulása (5-11. ábra).

Az MNB veszteségének növekedése a devizatartalékok szintjének a válság kezdete óta tartó nagymértékű emelkedéséhez köthető. A válság kitörésekor tapasztalható bizonytalan nemzetközi helyzetben Magyarország csak az IMF-EU-tól felvett devizahittel tudta finanszírozni magát. Mivel az állam kiadásai forintban keletkeztek, a hitelként kapott devizát a jegybanknál váltotta forintra. Ennek következtében a jegybank mérlegének eszközoldalán a devizatartalékok, forrásoldalán pedig az állam forintbetétei növekedtek. Amikor az állam kifizetéseket hajtott végre, megnövekedett a gazdaság likviditása, amit a bankok kéthetes kötvény formájában az MNB-nél helyeztek el. Az állam által felvett devizahitel tehát a jegybanki devizatartalékok növekedését és az MNB kötvényállományának gyors emelkedését okozta. A devizatartalék növekedése megfelelt az ország rövid lejáratú külső adósság emelkedéséből, illetve a bizalmatlanság erősödéséből származó külső befektetői elvárásoknak is; enélkül a hazai gazdaság nem, vagy csak jóval magasabb hozam mellett lett volna finanszírozható.

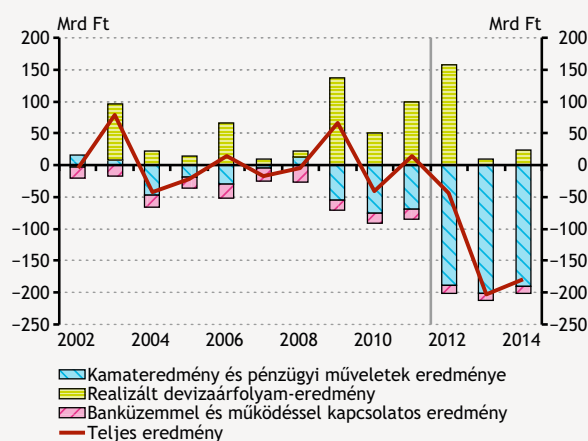
A magas devizatartalék-állomány azért vezet a kamateredmény romlásához, mert a jegybank a devizatartalékok után eurokamatot kap, a nála elhelyezett MNB-kötvényekre pedig az ennél magasabb irányadó kamatot fizeti. A magasabb kamatot a magyar eszközökkel kapcsolatos bizonytalanság miatt jelentős kockázati felár, illetve az inflációs cél elérésének szándéka indokolta.

Bár a devizatartalékok emelkedése már 2008-2009-ben megtörtént, az elmúlt években a jegybank mérlegének szerkezetéből, illetve a kockázati felár miatt magasabb forintkamatból adódó nagymértékű kamatvesztés még nem vezetett jelentős mértékű jegybanki veszteséghez. Ez alapvetően két tényezőre vezethető vissza:

- Egyrészt, a végtörlesztés kapcsán a szélsőséges árfolyammozgások elkerülése érdekében a jegybank devizát adott el a bankoknak. Mivel az értékesítés során az euro piaci árfolyama meghaladta a devizatartalék átlagos bekerülési árfolyamát, a jegybanknak a végtörlesztés során mintegy 100 milliárd forintos árfolyameredménye keletkezett.
- Másrészt átmenetileg az is mérsékelte a veszteséget, hogy a devizatartalékban olyan értékpapírok is vannak, amelyeket – magasabb kamatozás mellett – a névértéküknél drágábban vásároltak. Vagyis a múltban magasabb kamatbevétel a jövőbeli lejáratoknál keletkező veszteséggel párosul, így összességében ez a folyamat a piaci kamatok alakulásának eredményhatását későbbre tolja az időben.

5-11. ábra

A jegybank eredményének alakulása



Az MNB veszteségének akkor van költségvetési egyenleghatása, ha a jegybank folyó évi veszteségét nem fedezi az eredménytartalék. A jegybank a korábbi évek nyereséges működésének köszönhetően eredménytartalékot halmozott fel, így az eddigi veszteségeit ebből tudta finanszírozni. Várhatóan még a 2012-es veszteséget is fedezi az eredménytartalék. Költségvetésiegyenleg-hatás először így csak 2014-ben várható, a 2013-as veszteség miatt, mely a GDP 0,6 százalékát teheti ki.

A jegybanki eredmény előrejelzését ugyanakkor számos kockázat övezi. Amennyiben az eredmény alakulását legjobban befolyásoló két tényező – az árfolyam- és kamatpálya – nem a várakozásaink szerint alakul, akkor az MNB vesztesége is eltérhet az általunk prognosztizált szinttől.

6. Kiemelt témák

6.1. Tényezők a hazai termelékenységromlás hátterében

A versenyszektor munkatermelékenységének megítélése az elmúlt negyedévekben egyre bizonytalanabbá vált. A gazdaság egészét reprezentáló adatok alapján a termelékenység jelentősen romlott az utóbbi időszakban. Mivel ezt a romlást a versenyszektor bérezése (részben az adminisztratív béremelések hatására) egyelőre nem tudta követni, ez számottevő emelkedést eredményezett a fajlagos munkaköltségben.

A bizonytalanság abban mutatkozik meg, hogy a különböző létszámstatisztikák¹⁷ markánsan eltérő képet mutatnak a versenyszektor foglalkoztatásáról az utóbbi időkben. Erre a jelenségre már a szeptemberi Inflációs jelentésben is felhívtuk a figyelmet, érdemi közgazdasági magyarázatot akkor még nem tudtunk rá adni. Ebben az írásban erre teszünk kísérletet, számba véve a lehetséges magyarázatok előrejelzésünkre gyakorolt következményeit is.

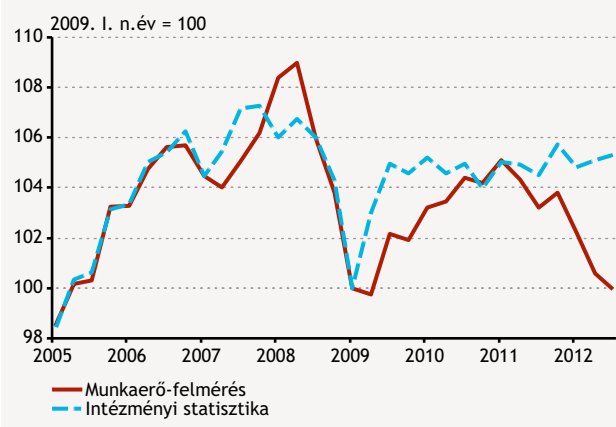
6.1.1. MIT MUTATNAK AZ ADATOK?

A versenyszféra termelékenysége alatt a szektor által létrehozott hozzáadott érték és az ehhez felhasznált munkamennyiség hányadosát értjük. A munkainput mennyiségének mérésére felhasználható az intézményi statisztika (IS) és a munkaerő-felmérés (MEF) foglalkoztatási száma is. A tavalyi évtől kezdődően a két statisztika egyre ellentmondásosabb képet ad a vállalati szektor termelékenységéről (6-1. ábra).

6-1. ábra

A versenyszektor termelékenysége különböző létszámstatisztikák alapján

(szezonálisan igazított negyedéves adatok)



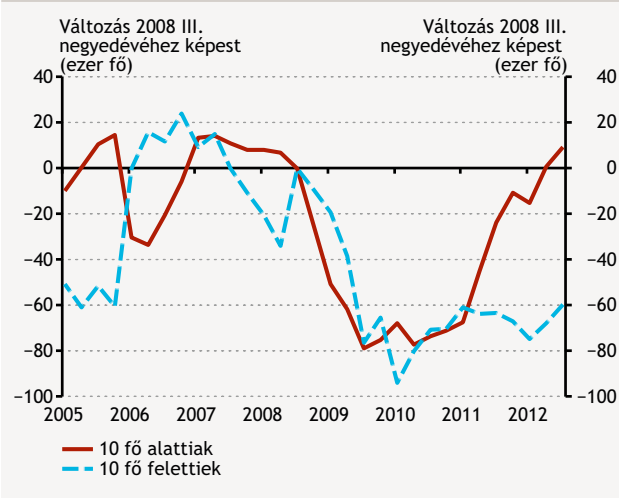
Az intézményi statisztika számai szorosabb együttmozgást mutatnak az ágazat teljesítményének romló tendenciáival, így az IS alapján számított termelékenység a kilábalást követő visszafogott növekedésnek megfelelően alakult egészen az utolsó tényadatig (2012 második negyedév). Ezzel szemben a MEF számai szerint a foglalkoztatás 2011 óta folyamatos bővülést mutat, így a termelékenység azóta – megtörve a kilábalásban megfigyelt trendet – tartós romlást mutat.

Már a szeptemberi inflációs jelentésben is foglalkoztunk azzal a kérdéssel, hogy milyen tényezők állhatnak a versenyszektor foglalkoztatásának MEF szerinti bővülése mögött. Az addig megismert adatok alapján a létszámadatak távolodása a szolgáltató ágazatokra volt jellemző, mélyebb összefüggések feltárására azonban az akkori adatok ismeretében nem nyílt lehetőségünk.

¹⁷ A foglalkoztatás mérésére kétféle statisztikát is közöl a KSH. Az egyik az egyéni megkérdezésen alapuló munkaerő-felmérés (MEF), a másik a vállalkozások és költségvetési intézmények által szolgáltatott adatokon alapuló intézményi statisztika (IS). Az IS versenyszektora nem tartalmazza egyebek mellett a havi 60 óránál kevesebbet dolgozókat, az 5 főnél kevesebbet foglalkoztató mikrovállalkozásokat, a nonprofit szektort, valamint a feketén foglalkoztatottakat, szemben a MEF hasonló statisztikájával. A magánszektor foglalkoztatásának alakulásáról hosszabb távon a két statisztika közel azonos képet szokott mutatni, rövidebb időtávokon azonban előfordulhatnak eltérések is a két felmérés között.

6-2. ábra
A versenyszektorban foglalkoztatottak száma vállalati méret szerint

(szezónálisan igazított negyedéves MEF-adatok)



Az azóta beérkezett egyén szintű adatok alapján a mikro-vállalkozások¹⁸ és az ezeknél nagyobb méretű vállalatok viselkedése között mutatkozott markáns eltérés. Míg a versenyszférában foglalkoztatottak száma jelentősen (összesen mintegy 150 ezer fővel) csökkent a válság első éveiben, a mikrovállalatok körében a mélypont óta nagyjából 75 ezer fővel újra bővült a foglalkoztatás, ezzel az idei év közepére megközelítve a válságot megelőző szinteket. Ezzel szemben a nagyobb cégek foglalkoztatása érdemben nem tudott elmozdulni a válság mélypontját jellemző szintektől (6-2. ábra).

Míg a 10 főnél kisebb cégek adják a versenyszektor foglalkoztatásának közel 40 százalékát, addig a szektor hozzáadott értékén belüli súlyuk mindössze 10 százalék. Mivel a versenyszektor foglalkoztatása a kis cégek felé tolódott az utóbbi negyedévekben, ez negatív összetételhatásként jelentkezik a szektor egészen mért termelékenységi mutatóban.

6.1.2. LEHETSÉGES MAGYARÁZATOK

A kisvállalatok foglalkoztatás bővítéséből származó termelékenységromlására többféle magyarázat is adható. Ezek a várható következmények szempontjából három nagyobb csoportba sorolhatók: statisztikai mérési problémák, átmeneti okok, illetve a magyar gazdaság strukturális átalakulásának következményei. Előfordulhat, hogy a termelékenység megfigyelt romlása csak statisztikai mérési probléma, így az érdemben nem érinti a gazdaság működését és az idő előrehaladtával következmények nélkül megszűnik. Amennyiben azonban átmeneti sokkok térítették el a termelékenységet hosszú távú értékétől, annak már rövid távon korrigálnia kell. Ebben az esetben ez a versenyszektor foglalkoztatásának jelentős csökkenésével járhat addig a pontig, amíg a termelékenység romlásából fakadó profitveszteségek helyre nem állnak. Végül vannak arra utaló jelek is, hogy a megfigyelt folyamatok a gazdaság struktúráinak tartós átrendeződésének jelei egy munkaintenzívebb és alacsonyabb munkatermelékenységgel jellemezhető termelési szerkezet irányába. Ez utóbbi esetben a ciklikus történetből fakadó korrekciók a reál és nominális folyamatokban sokkal viszfogottabbak lehetnek, mivel ez a forgatókönyv a vállalati szektor termelékenységének csak részleges helyreállítódását vetíti előre.

6.1.3. MÉRÉSI PROBLÉMÁK

A termelékenységben megfigyelt jelentős romlás megértését nagymértékben nehezíti, hogy az okai egy olyan vállalati körre (mikrovállalkozások) vezethetők vissza, amikre vonatkozóan csak kevés és nagy relatív mérési bizonytalanságú adat áll rendelkezésre. Ráadásul ezen vállalati körben nagyobb a feketefoglalkoztatás és a szürke vagy fekete gazdasági tevékenységek aránya, ami szintén az adatminőséget rontja. Előfordulhat az is, hogy a mikrocégekre becsült hozzáadottérték-adatok nem tökéletesen mérik az e vállalatok termékei iránti tényleges kereslet alakulását.

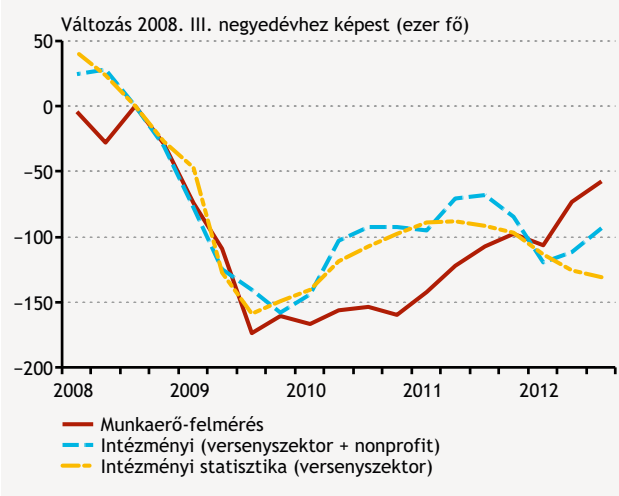
Magyarázatot szolgáltathat egy statisztikai elszámolási különbség is a kétféle létszámstatisztika között. Míg az intézményi statisztikában a nonprofit szektor elkülönítve szerepel, addig ez a különbségtétel a munkaerő-felmérésben nem lehetséges. Ennek következtében a nem közigazgatási, oktatási vagy humán-egészségügyi szolgáltatást nyújtó nonprofit cégeknél dolgozók is a versenyszektorban kerülnek elszámolásra a MEF-ben. Az IS nonprofit cégekre vonatkozó statisztikai 2009 óta

¹⁸ Vizsgálataink alapján a mikrovállalkozások méretének felső határát 10 fős foglalkoztatásnál érdemes meghúzni, mert ennél a határnál válik el élesen a vállalati viselkedés. Mivel az IS mintájában megjelennek a legalább 5 főt foglalkoztató vállalatok, felmerül a kérdés, hogy az IS-ben megfigyelt 5 és 10 fő közötti létszám-kategóriában miért nem látszik hasonló növekedés. Ez annak lehet az eredménye, hogy az IS-ben a feketén foglalkoztatottak nem jelennek meg. Mivel a mikrovállalkozások körében gyakori a feketefoglalkoztatás, így előfordulhat, hogy még akár 5 főnél ténylegesen nagyobb cégek sem kerülhetnek be a KSH intézményi mintájába.

6-3. ábra

A versenyszektor foglalkoztatásának alakulása különböző létszámstatisztikák szerint

(szezonálisan igazított negyedéves MEF- és intézményi adatok)



erős együttmozgást mutatnak a közmunkásfoglalkoztatás alakulásával, ami arra utal, hogy a közmunkások egy részét nonprofit cégeken keresztül alkalmazták. Összehasonlítva az IS nonprofit vállalatokkal kiegészített létszámadatait a MEF versenyszektor foglalkoztatásával, úgy tűnik, bár a 2012 előtti jelentős létszámbővülést ez a korrekció nem magyarázza meg, a 2012-ben bekövetkezett 70 ezer fős különbség közel felére magyarázatot adhat (6-3. ábra).

Az sem zárható ki, hogy a kis cégek tényleges forrásai jobbak, mint ami az aggregált adatok szintjén megfigyelhető. A 2010 óta érvénybe lépett egyes adóváltozások (pl. társaságiadó-csökkentés) a vállalati terhek enyhítésén keresztül javíthatta a kisebb cégek adózás utáni eredményét, ami fedezetet nyújthatott a pótlólagos foglalkoztatásra. Ennek ellentmond ugyanakkor, hogy ugyanebben az időszakban a munkát terhelő adók változtatásai (pl. adójóváírás eltörlése) és az adminisztratív béremelések¹⁹ összességében az alacsonyabb keresetű foglalkoztatottak relatív foglalkoztatási költségeit emelték meg. Ez pedig éppen a kisvállalatok

számára drágította meg a foglalkoztatást, mivel ezek a cégek jellemzően ebből a körből foglalkoztatnak. Ezek az adóintézkedések azonban összességében tartósan javíthatták a kisebb vállalkozások pénzügyi helyzetét.

Egyéb, közvetlenül nem megfigyelt forrásként számításba lehet venni még az európai uniós pályázati pénzeket is. A Nemzeti Fejlesztési Ügynökség adatai alapján a kifejezetten kis- és középvállalkozások finanszírozására szolgáló Gazdaságfejlesztési Operatív Program keretében megítélt EU-s támogatások összege az elmúlt három évben közel megduplázódott, míg az érintett vállalatok száma több mint három és félszeresére nőtt. Az összes operatív program megítélt összege a 2010-es 49,7 milliárdról az idei évre 103,7 milliárd forintra növekedett. Az aktuális európai költségvetési ciklus 2013-ban ér véget. Bár addig a támogatások kifizetéseinek további felfutása várható, ennek foglalkoztatást növelő hatása csak átmeneti lehet.

6.1.4. ÁTMENETI SOKKOKRA UTALÓ JELEK

A termelékenység alakulásának mélyrehatóbb vizsgálata érdekében az alábbi felbontás alkalmazható, amely az összetétel-változás miatt a 10 fő alatti és afeletti létszámú vállalatokra külön-külön is elvégezhető:

$$\Delta \ln \left(\frac{Y}{L \cdot H} \right) = \Delta \ln Y - \Delta \ln L - \Delta \ln H$$

Ahol Y az ágazat hozzáadott értéke²⁰, L a foglalkoztatottak száma, H az egy főre eső munkaórák számát jelöli, a Δ pedig éves változást. Ennek megfelelően $L \cdot H$ az ágazatban felhasznált munka mennyisége. A munkaórák szerepeltetése lehetővé teszi, hogy a vállalatok alkalmazkodásának extenzív határán (foglalkoztatás változtatása) túl a foglalkoztatás intenzitásának változtatásán keresztüli alkalmazkodást is megfigyeljünk.

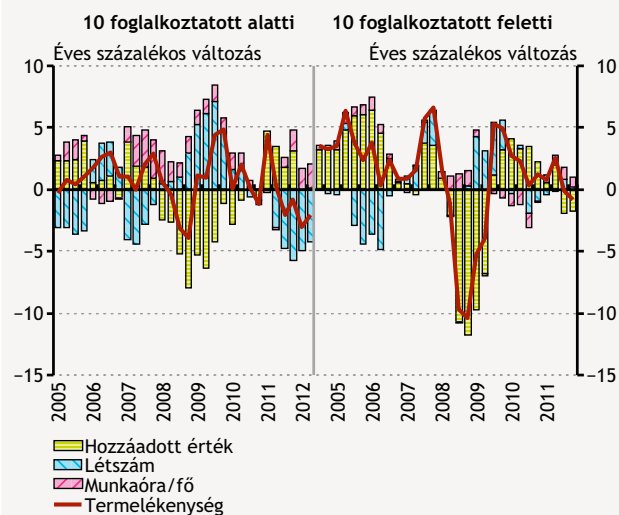
¹⁹ Jóllehet a 2012. évi adóváltoztatások munkát terhelő adóváltozásainak költségemelő hatásait tompítandó, a kormányzat bevezette a bérekompensáció intézményét, azonban ezt egy olyan elvárt béremeléshez kötötte, aminek első 5 százalékát a munkáltatóknak kellett állniuk. Ennek következtében még a bérekompensációt igénybevevők is összességében a munkaköltségeik megemelkedésével kellett számoljanak az alacsonykeresetű foglalkoztatottak után.

²⁰ A két vállalati csoport hozzáadott értékének megbontásához csak éves adatok állnak rendelkezésre a NAV mikroadatbázisából. A negyedéves bontás érdekében a versenyszektor szezonálisan igazított, negyedéves hozzáadott érték adatát bontottuk szét úgy, hogy a két csoport HÉ-nek aránya éves átlagában megfeleljen a NAV adataiban megfigyeltnek.

6-4. ábra

A versenyszektor termelékenységének dekompozíciója vállalati méret szerint

(szézonálisan igazított negyedéves MEF-, NAV- és MNB-becslésen alapuló adatok)



Megjegyzés: A foglalkoztatás és a munkaóra hozzájárulása a termelékenységhez ellentétes előjellel, azaz pl. a munkaórák növekedése a termelékenység romlását okozza.

Ezek alapján megfigyelhető, hogy a nagyobb vállalatok termelékenységének alakulása nagyobb kilengéseket (nagyobb volatilitás) és azok lassabb korrekcióját (nagyobb perzisztencia) mutatja. Ezért leginkább a nagyobb vállalatok hozzáadott értékének ingadozásai a felelősek, amikre e vállalatok csak mérsékelten reagálnak a felhasznált munka mennyiségében. Alkalmazkodásukban az is megfigyelhető, hogy míg az intenzív határon szinte azonnal reagálnak a vállalatok (kereslet-visszaesés esetén munkaórák visszafogása pl. részmunkaidőbe sorolással), addig az extenzív határon akár 2–3 negyedév késéssel. A létszámreakció általában akkor kezdődik, amikor a keresletszűkülés már tartósan bizonyul. A mikrovállalkozásokkal szemben ezen nagyobb vállalatok általában rendelkezhetnek olyan tartalékokkal, amik lehetővé teszik, hogy rövidebb távon megvédjék a meglévő munkaerejüket, azaz valójában a bennük felhalmozott cégspecifikus humán tőkét. Ez amiatt lehet racionális, mert az ilyen típusú tőke újratermelése esetenként drágább lehet, mint a munkaerő tartalékolásából származó rövid távú veszteség (6-4. ábra).

A mikrovállalatok termelékenységének alakulásában kisebb ingadozások és kisebb perzisztencia figyelhető meg. Ez annak lehet az eredménye, hogy bár a hozzáadott értéket

erő sokkok hasonló mértékűek a nagyobb vállalatokat érőkéhez, a létszámreakció ebben a körben sokkal erősebbnek látszik. Több szerző így Brock–Evans (1989) valamint Cravo (2011) munkái is azt mutatták ki, hogy a kisméretű cégek (különösen a feltörekvő országokban) rugalmasabban reagálnak átmeneti sokkokra a nagyobb vállalatoknál.

A mikrovállalkozásoknál sem az intenzív alkalmazkodás, sem a munkaerő-tartalékolás nem jellemző. Az egyfőre eső munkaórák alakulása ezeknél a kis cégeknél az elmúlt hét évben a konjunktúra rövid távú alakulásától függetlenül szinte folyamatosan csökkent, ami így a termelékenység alakulásához pozitívan járulhatott hozzá.

Az utóbbi negyedévek termelékenységromlása döntően a 10 fő alatti vállalkozások körében jelentkezett, amihez legnagyobb mértékben ezen kör foglalkoztatásbővítése járult hozzá. Ezt csak részben tompította az egy főre eső munkaórák mérséklődése, így a felhasznált munkaóratömegre vetített termelékenység továbbra is romló tendenciát mutat az elmúlt közel egy évben.

A gazdaság 2012-es lassulását megelőző negyedéveket biztató konjunktúravárakozások jellemezhetnék, ami alapot adhatott a foglalkoztatás bővítésére. A termelékenység romlásához a külső kereslet visszaesése is hozzájárult az idei évben, amihez a vállalatok rövid távon még nem tudtak alkalmazkodni. Amennyiben a termelékenység megfigyelt romlásában átmeneti sokkok játszottak szerepet, azok kifizásával már rövid távon is jelentős leépítések valószínűsíthetők a vállalatok részéről.

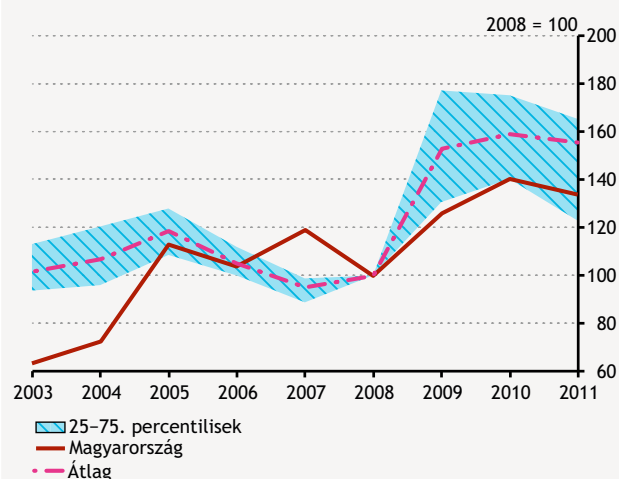
Ezt támaszthatja alá, hogy a mikrovállalkozások méretükből fakadóan jellemzően csak nagyobb vállalatok beszállítóiként kapcsolódnak a külső piacokhoz, így a nagyobbakat érő negatív keresleti sokkok csak késéssel éreztetik hatásukat ebben a vállalati szegmensben. Tovább lassíthatja a reakciót, hogy a mikrovállalatok létszámreakciója is késést mutat hozzáadott értékük alakulásához viszonyítva.

Némileg ellentmond ugyanakkor ennek a magyarázatnak, hogy bár a múltban a termelékenység romlását a hozzáadott érték romlása eredményezte, az elmúlt negyedévekben ezt a foglalkoztatás bővülés indította el 2011 közepén, már jóval a kereslet idén megfigyelt visszaesését megelőzően.

6.1.5. TARTÓS STRUKTURÁLIS VÁLTOZÁSOKRA UTALÓ JELEK

6-5. ábra

A tőke munkához viszonyított relatív árának alakulása az Európai Unióban



Megjegyzés: A tőke árát a nempénzügyi vállalkozásoknak nyújtott, 1-5 év lejáratú kölcsönök átlagos kamatával, a munka árát a munkétköltség-index éves értékével mértük.

Forrás: Eurostat.

Az elmúlt évek makrogazdaságot érő erőteljes sokkjainak következtében valószínűsíthető, hogy a magyar gazdaság szerkezetében tartós változások is végbemehettek. Ezek a változások pedig hatással lehetnek a vállalatok viselkedésére, így a múltbeli tapasztalatok a jövőt illetően kevésbé lehetnek irányadóak.

A gazdaság tendenciáinak tartós megváltozására utalhat, hogy az ár- és nem árjellegű hitelfeltételek a válság kezdete óta jelentősen szigorodtak, így a vállalatok hosszú ideje szűkülő tőke kínálattal szembesülnek. Ezzel összefüggésben a vállalati beruházások is historikusan alacsony szinten alakultak az utóbbi időszakban. Ezek a megfigyelések közvetve a tőkeinput relatív árának tartós emelkedését jelezhetik. Utóbbi folyamatot átmenetileg erősíthette a pénzügyi szektort terhelő különadó, aminek áthárítása a külső forrásbevonást tovább drágíthatta a vállalatok számára.

Ezzel egy időben a munkapiacra is tartós változások jelei mutatkoznak. Az elmúlt két évben a munkakínálat folyamatos bővülést mutatott. Várakozásunk szerint ezt a bővülést olyan tényezők okozzák, amelyek hatásai még a közeljövő-

ben is fennmaradhatnak. Mivel ez a jelentős munkakínálati nyomás a válság óta, a gyenge munkahely-teremtési adatokkal összhangban, nem találkozunk megfelelő munkakereslettel, így a munkanélküliség historikusan magas szinteket ért el. Ennek a kínálati nyomásnak és a gyenge keresletnek az eredményeként a vállalati szektor bérezése tartósan elmaradt a válság előtti dinamikáktól, a reálbérek azóta nem egy évben csökkenést mutattak. A munka árának alkalmazkodását az idei évben érvénybe lépő adminisztratív béremelések ugyan rövid távon hátráltatták, a bérezést visszafogó hatások nagy valószínűséggel a következő években is fennmaradhatnak (6-5. ábra).

Ezen hatások alapján arra lehet következtetni, hogy a munka tőkéhez mért relatív ára jelentősen csökkent, amit az adatok²¹ is alátámasztanak. Ez arra ösztönözheti a vállalatokat, hogy termelésüket munkaintenzívebb technológiák irányába alakítsák, azaz a termelésükben a tőkét munkával helyettesítsék. Ez a technológiai átrendeződés a munkatermelékenység tartós romlásával járhat.

6.1.6. KÖVETKEZTETÉSEK

A termelékenység alakulása jelen körülmények között csak nagy bizonytalansággal ítéhető meg. A bizonytalanságot elsősorban a mikrovállalkozások bővülő foglalkoztatása okozza, amit a gyenge konjunktúrafolyamatok nem támasztanak alá. E jelenségre többféle magyarázat is adható, amelyek alapján eltérő következtetések vonhatók le a következő évekre nézve. Jelen elemzésünk alapján megállapítható, hogy valamennyi lehetséges forgatókönyv csak részleges magyarázatot szolgáltat a termelékenységi dilemma megértésére, így nagy valószínűséggel ezek együttes hatásai okozhatják a termelékenység romlását.

Összességében tehát a jelentős mérési bizonytalanságokon túl tartós és átmeneti folyamatok egyaránt szerepet játszhatnak a vállalati szektor foglalkoztatásának és termelékenységének utóbbi negyedévekben megfigyelt elmozdulásaiban. Ennek fényében a vállalatok termelékenységük helyreállítása érdekében rövid távon foglalkoztatásuk visszafogásával, hosszabb távon a bérezés dinamikáinak mérséklésével reagálhatnak. Mivel azonban a munka tőkéhez viszonyított ára tartósan csökkenhetett az utóbbi években, a termelékenység helyreállítása során a vállalatok a korábban jellemző szintektől elmaradó munkatermelékenység visszaállítását célozhatják (6-1. táblázat).

²¹ Hasonló tendenciák az európai országok többségében megfigyelhetők az utóbbi években.

6-1. táblázat		
A termelékenységi dilemma lehetséges magyarázatai és következményei		
Lehetséges magyarázatok		Várható következmények
Mérési	Köz munkás-foglalkoztatás nonprofit cégeken keresztül	A két statisztika további elnyílásában a közmunkaprogram alakulása az irányadó: tovább bővülő közmunka esetén további romlás várható a MEF alapú termelékenységben, ami további elnyílást jelent.
	Adóváltozások, vagy EU-s pályázatok hatására nagyobb vállalati mozgástér	Ezen források kifizetésével az ezekből finanszírozott foglalkoztatás leépítése várható.
Átmeneti	Átmeneti külső keresleti sokk	Jelentős leépítések a termelékenység korábbi szintjeinek visszaállítása érdekében.
Tartós	Tőke-munka helyettesítés	A termelékenység egy új hosszú távú egyensúlyi értékhez konvergál.

HIVATKOZÁSOK

BANK OF ENGLAND (2012): Explaining the productivity shortfall. *Inflation Report*, November 2012, Bank of England.

BROCK, W.– D. EVANS (1989): Small business economics. *Small Business Economics*, 1 (1), pp. 7–20.

CRAVO, TÚLIO A. (2011): Are Small employers more cyclically sensitive? Evidence from Brazil. *Journal of Macroeconomics*, 33, pp. 754–769.

7. A 2012. és 2013. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

7-1. táblázat

A piaci és a szabályozott árak hatása inflációs előrejelzésünkre

(százalékpont)

	CPI-hatás 2012-re			CPI-hatás 2013-ra		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,1	0,4	0,5	0,1	-0,3	-0,2
Piaci	0,7	1,9	2,6	0,5	2,1	2,6
Indirekt adók és intézkedések	0,5	1,9	2,4	0,3	0,8	1,1
CPI	1,4	4,3	5,7	0,9	2,5	3,5

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

7-2. táblázat

Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra*

	2012					2013				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	-0,4	0,1	4,9	1,2	5,9	2,0	0,0	4,2	0,0	6,3
nem feldolgozott	-3,3	0,0	8,7	1,6	6,9	2,2	0,0	3,5	0,0	5,8
feldolgozott	1,2	0,2	2,9	1,0	5,4	1,9	0,0	4,6	0,0	6,5
Ipari termékek	0,9	0,2	0,2	1,3	2,6	0,3	0,0	1,3	0,0	1,6
tartós	-0,3	0,0	-1,7	0,8	-1,2	-0,8	0,0	1,5	0,0	0,7
nem tartós	1,2	0,2	1,1	1,5	4,1	0,7	0,0	1,3	0,0	2,0
Piaci szolgáltatások	1,0	0,0	1,7	1,8	4,5	0,8	0,3	2,7	2,3	6,2
Piaci energia	3,0	0,0	5,2	1,6	10,1	3,1	0,0	-0,3	0,0	2,7
Alkohol, dohány	0,2	2,8	2,2	7,2	12,8	2,4	2,3	2,0	3,6	10,7
Benzin	5,2	1,2	4,1	1,6	12,7	-4,4	0,0	4,4	0,0	-0,3
Szabályozott árak	0,6	0,7	2,1	1,2	4,7	0,5	0,1	-1,7	0,0	-1,1
Fogyasztóiár-index	0,8	0,5	2,3	1,9	5,7	0,6	0,3	1,7	0,8	3,5
Maginfláció	0,9	0,5	1,5	2,2	5,1	1,0	0,4	2,4	1,2	5,2

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

A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2012

1998. november

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

Hogyan mérjük az euroövezethez vett inflációs konvergenciát?	14
Az euroövezettel szembeni inflációs konvergencia termékkörönként	15
A jegybanki eszköztár változásai	23
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	26

A külső konjunktúra egyidejű jelzőszáma	39
Az MNB bérinflációs mutatójának számításáról	47
2000. szeptember	
A monetáris kondíciók számításának háttere	20
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	25
2000. december	
Az iparcikkek és a piaci árazású szolgáltatások besorolásával kapcsolatos módszertani változás	25
A reálkamat különféle számítási módjairól	27
A jegybanki eszköztár változásai	28
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000. szeptember–novemberi időszakban	31
A hazai feldolgozóipari óraszámok nemzetközi összehasonlításban	53
Összetételhatás a feldolgozóipari áralapú reálárfolyamban	57
2001. március	
A bankok devizapiaci tevékenysége a 2000. december–2001. februári időszakban	30
Az effektív munkaerő-tartalékok becslése	50
2001. augusztus	
Az alap-előrejelzés feltevései	31
A monetáris politika új rendszere	35
Előrejelzéseink módszertana	37
Az árfolyamváltozások inflációs hatása	38
2001. november	
Az alap-előrejelzés feltevései	35
A fiskális politika hatása a gazdasági növekedésre és egyensúlyra 2001–2002-ben	39
A május–augusztusi időszak permanens forintárfolyamának becslése	41
A Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány készítésének menete	41
2002. február	
Az alap-előrejelzés feltevései	45
A GDP-adatok revíziójának hatása az előrejelzésünkre	50
A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulásának előrejelzési módszere	52
Lehet-e szerepe a készletek vizsgálatának a konjunktúraelemzésben?	53
2002. augusztus	
Az alap-előrejelzés feltevései	15
Az árfolyamváltozások hatása a belföldi árakra – modellszámítások	49
Milyen viszonyban áll egymással a gazdasági felzárkózás és maastrichti inflációs követelmények? Egy nemzetközi összehasonlító elemzés eredményei	50
Hogyan készítenek inflációs előrejelzést a kelet-közép-európai jegybankok?	51
Emelkedhetnek-e az EU-csatlakozástól a hazai élelmiszerárak?	52
Mire használhatók a magyar gazdasági adatok?	53
Az euro bevezetésének gazdasági következményei	54
2002. november	
Az alap-előrejelzés feltevései	14
Mit mutatnak a vállalati bérváltozások?	44
Várható-e a 2002-es GDP-adatok felülvizsgálata?	45

2003. február

Az alap-előrejelzés feltevései	12
A 2003. januári spekulatív támadás és előzményei	39
A fiskális politika makrogazdasági hatásai – modellszámítások	43
Mekkora lehetett a monetáris politika szerepe a dezinflációban?	46
Mit mutatnak a cseh és lengyel dezinflációs tapasztalatok?	48
A nemzetközi konjunktúra hatása egyes európai országokban	50
Ki mekkora inflációt várt 2002 végére a sávszélesítés után?	52
„Gyakran ismételt kérdések és ezekre adott válaszok” – A forint erősödése által kiváltott gazdasági hatásokról	53

2003. május

Az alap-előrejelzés feltevései	20
Az EU-csatlakozással kapcsolatos intézkedések inflációs hatása	77
A külső konjunktúra előrejelzéseinek változása	79

2003. augusztus

Az alap-előrejelzés feltevései	20
Milyen inflációs hatása lehet az indirekt adók meghirdetett változásainak?	71
A szabályalapú fiskális előrejelzés elvei	76
Kibocsátásírás-becslések Magyarországra	78

2003. november

Az aktuális és az augusztusi jelentés főbb feltevései	21
Új adatközlés a 2002-es GDP-re	75
Kérdések és válaszok az újrabefektetett jövedelmek elszámolása témában	77
Becslés a hazai tőkeállomány alakulására	80

2004. február

Az aktuális és a novemberi jelentés főbb feltevései	34
A 2003-ra vonatkozó inflációs előrejelzések teljesítményének főbb tényezői	73
A fogyasztáslassulás dezinflációs hatásai	76
A lakáshitel-támogatási rendszer változásának makrogazdasági hatásai	78
Az 1999-es indirektadó-emelések tapasztalatai Szlovákiában	80
Az államháztartást jellemző hiánymutatók alakulása	84

2004. május

Alapfelvetéseink összefoglaló táblázata	26
A Negyedéves Előrejelző Modellről	80
Kamat egyenleg: pénzforgalmi vagy eredményszemléletű számítás?	82
Külső kereslet vagy reálárfolyam-hatás az ipari konjunktúra élénkülésében	85
A változatlan adótartalmú fogyasztóiár-indexről	89
Új módszer a minimálbér-emelés statisztikai torzító hatásának korrekciójára	92
Mit mutat a legyezőábra?	96

2004. augusztus

Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink	45
Változás a jelentés szerkezetében	53
Tartós lesz-e a feldolgozóipari termelékenység gyors növekedése?	70
Naptári hatások a reálgazdasági idősorokban	71
Hogyan hat a gazdasági ciklus az államháztartás egyenlegére?	75
Az olaj világgpiaciár-alakulásának hatásai a magyar gazdaságra	77
Mekkora lehet az infláció optimális szintje Magyarországon?	82
Kamatdöntések ütemezése a nemzetközi jegybanki gyakorlatban	83

2004. november

Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink	42
A PPP-megoldásokról makrogazdasági szempontból	65
Kérdések a lakossági viselkedés vizsgálatában 2004 I. félévében	67
Hogyan hatnak a makrogazdasági hírek a pénzpiacra?	71
Kamatátgyűrés Magyarországon	74
Miért lesz várhatóan magasabb a költségvetési törvényben rögzítettnél az állami költségvetés pénzforgalmi kamatkiadása 2004-ben?	76

2005. február

Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink	53
A 2004 decemberére adott inflációs előrejelzéseink teljesítményének értékelése	79
Az euro bevezetésével járó strukturális politikai kihívások: költségvetési politika	85
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: kommunikációs árak alakulása	86
Hogyan hat a kamatpolitika a gazdasági növekedésre és az inflációra? Becslés VAR-moddellel	91

2005. május

Az alappályát meghatározó főbb feltevéseink	53
Milyen tényezők állhatnak a munkanélküliség elmúlt időszaki emelkedésének hátterében?	81
Érdekességek a fogyasztóiár-statisztikából: tartós iparcikkek	86
Az EU-csatlakozás rövid távú hatásai – élelmiszerek	91
Gazdasági fluktuációk Kelet-Közép-Európában	96
A Gripen-szerződés hatása a 2006–2007-es makrogazdasági adatokra	99

2005. augusztus*Keretes írások:*

Bizonytalanság a GDP alakulásában	28
Nyersélelmiszer-árak alakulása a régióban	35
Feltevéseink és az alappálya törekenysége	39
Egyes, nemrég bejelentett jövőbeli kormányzati intézkedések hatása előrejelzésünkre	47
A Gripen-vadászgépek beszerzésének hatása előrejelzésünkre	48
A GDP-adatrevíziók hatása	51
A költségvetési szervek és fejezetek kiadási prognózisának kockázata	56
Kérdőjelek az import és a külső egyensúly alakulásában	61

Aktuális kérdések:

Háttérinformációk előrejelzésünkhöz	47
Az államháztartáshiány-mutatók alakulása	54
A külső egyensúly alakulása	59
A 2006-ra tervezett áfacsökkentés makrogazdasági hatásai	64
Hogyan becsülhető a tervezett minimálbéremelés hatása?	68

2005. november

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

2006. május

A külső kereslet élénküléséről	21
Mennyire nagy a 2006-os minimálbérnövekedés?	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 <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
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 <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
A nemzeti számlákban végrehajtott módszertani és adatrevíziók hatásai	7
A januári inflációs adat értékelése	12
Főbb feltevéseink változása a novemberi jelentéshez képest	15
A szabályozott árak várt alakulása	16
2007. május	
Mennyire kedvező a magyar exportteljesítmény régiós összevetésben?	20
A KSH által publikált bruttó átlagkereset-indextől a konjunktúrafolyamatokat tükröző trendmutató bérig	26
Kérdőíves felmérés a vállalati bérezési magatartásról	29
Mekkora volt az első negyedéves trendinfláció?	30
Feltevéseink	35
Előrejelzésünk során alkalmazott feltevések	49
Fiskális legyezőábra elkészítésének módszere	53
2007. augusztus <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Hogyan becsüljük a valós bérdinamikát?	17
Főbb feltevéseink változása a májusi jelentéshez képest	20
A mezőgazdasági termelői árakra vonatkozó feltevéseink változásának hatása előrejelzésünkre	30
2007. november	
Lejtmenetben az építőipar	10
A béralakulás alapfolyamatait megragadó trendmutatóról	26
Mi magyarázhatja a szolgáltatások tartósan magas inflációját	36
Az amerikai jelzálogpiaci válság, és annak lehetséges hatásai a pénzügyi stabilitásra	42
Kibocsátási és fogyasztási rés	51
Előrejelzésünk változása az augusztusi jelentéshez képest	56
Milyen tényezők állnak a 2007-es ESA-deficit-prognózisunk változásának hátterében?	68
2008. február <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az OÉT-megállapodások hatása a béralakulásra	16
Alapfeltevéseink változása	22
2008. május	
A bérstatisztikát érintő néhány módszertani kérdésről	20
Mi állhat a nemzetközi nyersanyagárak emelkedése mögött?	25
Kibocsátási rés és potenciális növekedés Magyarországon – aktuális eredményeink	38

Feltevéseink	41
Kockázati pályák alkalmazása a nemzetközi gyakorlatban	44
2008. augusztus <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 munkaerő-piaci kapacitások az elmúlt időszakban?	19
Alapfeltevéseink változása	27
Miként reagál a magyar gazdaság a nominális árfolyam erősödésére? Szimulációk a NEM-moddal	28
Miért nem láttuk az infláció erőteljes mérséklődését 2007 eleje óta, azaz hat-e a gazdaság lassulása az inflációs folyamatokra?	31
2008. november	
Alapfeltevéseink	32
2009. február <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Előrejelzésünk alapfeltevésai	33
A kormányzati intézkedések makrogazdasági hatása	34
2009. május <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Előrejelzésünk alapfeltevésai	37
A kormányzati intézkedések és azok makrogazdasági hatásai	39
Fenntartható-e a magyar államadósságpálya?	57
2009. augusztus <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az érzékelt és a várt infláció számszerűsítése	24
Előrejelzésünk alapfeltevésai	41
Potenciális kibocsátás felülvizsgálata	43
2009. november <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
A nemzetgazdasági készletek alakulásáról	20
Trendinflációs mutatók	25
Alapfeltevéseink változása	43
Mutatók a kapacitáskihasználtság mérésére	46
Az OÉT-bérajánlások orientáló szerepe	50
Az előrejelzésünk változásának főbb mozgatórugói	60
A fizetés mérlegben történt revíziók hatása	65
2010. február <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az európai roncsautóprogramok hatása a hazai és európai ipari termelésre	17
Nemzetiszámla-revíziók	22
Munkaerő-tartalékolás a válság idején	26
Alapfeltevéseink változása	45
A súlyváltás hatása az éves inflációra	50
2010. június <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az euro effektív árfolyamának lehetséges hatásai a hazai konjunktúrára	16
A lakosság fogyasztási-megtakarítási viselkedésének fontosabb meghatározó tényezői a válság időszakában	21
A nyugdíjpénztári szabályozásváltozás hatása a lakosság és az államháztartás pénzügyi pozíciójára	25
Az előrejelzésünkben használt új makroökonometriai modell (DELPHI)	45
Alapfeltevéseink változása	46
Revíziók a magyar gazdaság potenciális növekedésének előrejelzési horizontunkon várható alakulásában	48
Az alkalmazott olajárfeltevésünk előrejelzési tulajdonságai	55

2010. augusztus <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az európai költségvetési konszolidációs lépések várható hatásai külkereskedelmi partnereink növekedésére	16
Mi állhat a feldolgozóipari bérek év eleji gyorsulása mögött?	25
Alapfeltevéseink változása	43
A 29 pontos kormányzati intézkedéscsomag hatásai előrejelzésünkben	45
Az egykulcsos adórendszer várható makrogazdasági hatása	47
A kormányzati intézkedéscsomag elszámolása, előrejelzési szabályaink	60
Aktuális előrejelzésünk összehasonlítása a 2010-es költségvetési törvénnyel és 2010. májusi prognózisunkkal	64
2010. november <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
A fizetési mérlegben történt revíziók hatása	21
Alternatív mutatók a bérinfláció mérésére	24
Alapfeltevéseink változása	40
Az elmúlt időszakban bejelentett autóiipari beruházások növekedési hatásának becslése	42
Az elfogadott személyi jövedelemadózást érintő intézkedések hatása a lakossági jövedelmekre és a háztartások fogyasztási-megtakarítási viselkedésére	44
A bejelentett kormányzati intézkedések potenciális GDP-re gyakorolt hatása	46
A szektorspecifikus különadók rövid távú makrogazdasági hatásai	54
Összehasonlítás a költségvetési törvényjavaslattal	67
A magán-nyugdíjpénztári átlépők vagyonghatalomához tartozó technikai feltételezésünk	67
A nyugdíjrendszer tervezett átalakításának lehetséges költségvetési hatásai	68
2011. március <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az endogén kamatpálya szerepe az előrejelzésben	15
Hogyan vettük figyelembe a Széll Kálmán-terv hatásait a makrogazdasági előrejelzésünkben?	18
Nemzetiszámla-revíziók hatása	39
A nyugdíjrendszer átalakításának hatása az egyes szektorok finanszírozási pozíciójára	57
Hogyan jelenik meg a nyugdíjpénztárakból történő visszalépés hatása az államháztartás középtávú pozíciójában	61
A 2012. évi szabályalapú pálya költségvetési tételeinek előrejelzési módszere	66
2011. június <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
A lakossági energia szabályozásának hatása a fogyasztóiár-indexre	15
Az Otthonvédelmi akcióterv árfolyam-rögzítési programpontjának hatása a háztartási viselkedésre	18
2011. szeptember <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az indirekt adókat érintő intézkedések és az energiaár-támogatási rendszer átalakításának hatása a fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünkre	14
A 2012-es költségvetés eddig ismertté vált intézkedéseinek hatása makrogazdasági alappályánkra	23
A szeptember 16-án bejelentett kormányzati intézkedések költségvetési hatásai	71
2011. december <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az előrejelzésünk mögötti legfontosabb külső feltevések	15
A bérköltségeket érintő intézkedések hatása az inflációra és a lakossági jövedelmekre	20
Lakossági jövedelmek és jövedelemfelhasználás 2011 első három negyedében	41
Keretes írás a nemzeti számlák revíziójáról és a potenciális növekedésről alkotott képünk változásáról	44
Revíziók a fizetési mérlegben	54
2012. március <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
A 2012–2013-as hiánycélok teljesítéséhez szükséges addicionális kormányzati intézkedések lehetséges makrogazdasági hatásai	19
Az európai bankszektor mérlegleépítése	34
A 2012. januári áfakulcsemelés inflációs hatásai	52

2012. június *(csak elektronikus formában jelent meg)*

Az európai válságkezelés	28
Recesszió és kilábalás – növekedési minták a válságot követően nemzetközi összehasonlításban	32
Beruházási viselkedés vizsgálata ágazati bontásban	36

2012. szeptember *(csak elektronikus formában jelent meg)*

Az adminisztratív intézkedések hatása a versenyszféra bérindexére	16
Technikai előrejelzési feltevéseink a hiánycél elérhetőségét biztosító intézkedéscsomagról	19
Az új állami kamattámogatási rendszer hatása hitelezési előrejelzésünkre	22
Bővebben a romló konjunktúraindexek ellenére javuló pénzügyi hangulat okairól	32
Mi állhat az elmúlt hónapok gyengébb ipartermelés-adatainak hátterében?	40
Eltérő folyamatok a foglalkoztatási adatokban? Az idei foglalkoztatási adatok értelmezése	43
Az élelmiszerárak begyűjtése a fogyasztói árakba	49

2012. december *(csak elektronikus formában jelent meg)*

A 2013-as inflációs előrejelzésünk változásának legfontosabb okai	14
A vállalati adóterhek hosszú távú emelkedésének hatásai	18
Exportpiaci részesedésünk alakulása az elmúlt években	34
A versenyszféra létszámbővülésének lehetséges okai	41
Az adminisztratív béremelések hatásai a versenyszféra bérezésére	49
Az európai fedezetlen CDS-ügyletek szabályozásának hatása a régiós CDS-felárakra	55
A jegybanki eredmény várható alakulása	68

JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2012. december

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

