



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

2008. NOVEMBER

Jelentés az infláció alakulásáról

2008. november



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: Iglódi-Csató Judit
1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1419-2926 (nyomtatott)

ISSN 1585-020X (on-line)



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

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

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. A Jelentés az infláció alakulásáról című, 2006-tól évente kétszer megjelenő és kétszer részben frissített kiadvány bemutatja az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés területén készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. A Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés terület előrejelzése feltételes jellegű: változatlan monetáris és fiskális politikát tételez fel; a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében pedig nem szükségszerűen a legvalószínűbb esetet tartalmazza, hanem a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.

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

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Balás Tamás, Bauer Péter, Gyenes Zoltán, Hoffmann Mihály, Horváth Áron, Kaponya Éva, Kiss Gergely, Kiss M. Norbert, Komáromi András, Kovács Mihály András, Lovas Zsolt, Martonosi Ádám, Munkácsi Zsuzsa, Nobilis Benedek, Pulai György, Szemere Róbert, Szörfi Béla, Várnai Tímea, Virág Barnabás. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés és a Pénzügyi elemzések szakterület további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól, amely a 2008. november 10-i és november 24-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, valamint a Pénzügyi elemzések szakterületének véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalom

Összefoglaló	7
1. A beérkezett makrogazdasági információk értékelése	11
1.1. Romló világgazdasági környezet	13
1.2. Átmenetileg élénkülő, majd csökkenő hazai gazdasági aktivitás	14
1.3. Lassan mérséklődő bérek, ellentmondásos foglalkoztatottsági adatok	16
1.4. Kibontakozó defláció	17
2. Pénzügyi piacok és hitelezés	19
2.1. Romló globális piaci hangulat, aktívabb jegybanki intézkedések	21
2.2. A kockázatos eszközökből való menekülés különösen kedvezőtlenül érintette Magyarországot	23
2.3. A hazai piacokon az MNB új eszközök bevezetésével próbálta kezelni a likviditási zavarokat	25
2.4. A monetáris kondíciók a forint érdemi gyengülése ellenére sem lazultak	26
2.5. Várhatóan szigorodó hitelfeltételek	27
3. Inflációs és reálgazdasági kilátások	29
3.1. Átmeneti gazdasági visszaesés, majd lassú élénkülés	33
3.2. Jelentős elbocsátások és mérséklődő bérdinamika	36
3.3. Határozott defláció: 2009-ben célhoz közeli, 2010-ben cél alatti infláció várható	38
4. Államháztartás és külső egyensúly	41
4.1. Az államháztartás hiánymutatóinak alakulása	43
4.2. Külső egyensúly alakulása	47
A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2008	50
Függelék	55

Összefoglaló

**A makrogazdasági kilátások
a korábbiaknál nagyságrendileg
bizonytalanabbak**

Novemberi prognózisunk az elmúlt években megfigyeltnél nagyságrendileg bizonytalanabb pénzügyi és makrogazdasági környezetben született. Emiatt szaktítottunk azzal a korábbi gyakorlattal, ami egy kitüntetett alappálya köré építette az előrejelzést. Jelentésünk minden változó esetében egy tartományt ad meg, amit két egymással egyenrangú pálya alapján határoztunk meg.

A tartományt a korábbiaknál is nehezebben számszerűsíthető kockázateloszlás övezi, aminek ábrázolására a korábbi jelentéseinkben alkalmazott technológiával (a múltbeli előrejelzési hibákra alapozott legyezőábra) nem vállalkoztunk. Célunk az, hogy a prognózis a gazdasági folyamatok várható irányáról nagyságrendileg helyes képet közöljön, segítve a gazdasági szereplők alkalmazkodását a várható folyamatokhoz.

**Gyors dezinfláció, átmenetileg csökkenő
gazdasági teljesítmény**

Jelentésünk – alapfeltevéseink (melyek közül a legfontosabb a 260 forint/eurós árfolyam és a 80 dollár körüli olajár) tartós érvényessége esetén – gyors dezinflációt prognosztizál. A fogyasztói árak növekedése 2009-ben némileg meghaladhatja a 3 százalékot, míg 2010-ben 2 százalék alatt alakulhat. Ezzel egyidejűleg a gazdaság átmeneti visszaesésére, majd igen visszafogott élénkülésére számítunk.

A konjunktúra alakulását három fő tényező miatt látjuk igen eltérően az előző jelentésünkhöz képest. Egyrészt Magyarország felvevőpiacainak növekedési kilátásai jelentősen romlottak az elmúlt hónapokban. Másrészt, megítélésünk szerint a hazai bankszektor hitelezési aktivitását a korábbi várakozásoknál jóval erőteljesebben fogja majd vissza. Végezetül a költségvetési hiány további csökkenése érdekében bejelentetett kormányzati intézkedések is átmenetileg a GDP mérséklődését okozzák.

Prognózisunk szerint a reálgazdasági kilátások jelentős romlása és a belföldi felhasználás visszaesése erőteljesen mérsékli a várható inflációs pályát. A költségvetés hiánya és a gazdaság külső finanszírozási igénye a kedvezőtlen konjunkturális környezetben tovább mérséklődhet.

**Véget ért a hazai konjunktúra átmeneti
élénkülése**

2008 közepéig a hazai konjunktúra fokozatos élénkülését figyelhettük meg. Ennek hátterében az élénkülő lakossági kiadások mellett a közösségi fogyasztás és a természetbeni juttatások növekedése, valamint a mezőgazdasági szektor kiugró teljesítménye állt. A harmadik negyedévtől ugyanakkor a gazdasági kilátások egyértelműen kedvezőtlenül alakultak, mivel az adatokban fokozatosan tükröződött a nemzetközi gazdasági környezet általános romlása is.

**A munkapiaci inflációs nyomás
nem mérséklődött**

A kedvezőtlen konjunkturális helyzet ellenére a bérdinamika a harmadik negyedévben csak lassan, és komoly szektorális eltéréseket mutatva mérséklődött. Míg a feldolgozóiparban – mely érzékenyen reagált a külső környezet erőteljes romlására – a bérinfláció határozott csökkenését láthattuk, addig a szakképzett munkaerő minimálbérének emelése révén leginkább érintett szolgáltatószektorban a bérdinamika nem csökkent. Figyelembe véve, hogy a termelékenység bővülése is mérséklődött, a munkapiacról származó inflációs nyomás érdemben nem enyhült, továbbra is a korábbi magas szinten maradt.

**Az importált inflációs nyomás
csökkenése és a gyenge kereslet
a fogyasztóiár-index lassulását okozta**

2008 harmadik negyedévében az importált inflációs nyomás jelentősen mérséklődött a magyar gazdaságban, amit a nemzetközi nyersanyagárak esése mellett a historikus csúcsra erősödő forint-euro árfolyam okozott.

Az importált infláció mérséklődése a termelői és fogyasztói árakban is tükröződött: az élelmiszerek és az ipari termékek fogyasztói árának növekedése érdemben lassult. A gyenge hazai kereslet miatt a szolgáltatászektor szereplői sem tudták áraikban érvényesíteni a költségeik növekedését. Mindezen tényezők miatt az elmúlt hónapokban a fogyasztói infláció gyorsan csökkent.

**A pénzügyi válság kiteljesedése
radikálisan megváltoztatatta
a nemzetközi reálgazdasági
kilátásokat**

A nemzetközi gazdasági környezet augusztus óta jelentősen megváltozott. Az elmúlt hónapokban a fejlett világ számos meghatározó pénzügyi intézménye a korábban vártnál jóval nagyobb veszteségeket volt kénytelen elkönyvelni, aminek következtében a korábbi likviditást segítő lépések mellett komoly állami tőkeinjekcióra szorult. Mindez tovább fokozta a piaci szereplők egymással szembeni bizalmatlanságát, s ez az általános kockázatvállalási hajlandóság drasztikus mérséklődéséhez és a pénzpiacok súlyos működési zavaraihoz vezetett. A pánik-szerű eladási hullám mellett a világ gazdaság növekedési kilátásainak drasztikus romlása is hozzájárult a tőkepiacok zuhanásához. A legfrissebb várakozások szerint a fejlett gazdaságok többsége átmeneti vagy tartósabb gazdasági visszaesés előtt áll. A konjunkturális kilátások romlása ugyanakkor meghozta a nyersanyagpiacok korrekcióját: az olajárak a júliusi csúcsához képest meredeken csökkentek.

**Előre tekintve a banki hitelezés
dinamikájának erőteljes visszaesésére
számítunk**

A pénzügyi válság következtében a pénzügyi intézmények mérsékelni fogják kihelyezett eszközeik saját tőkéjükhöz viszonyított arányát. A tőkeáttétel mérséklése a hitelezés erőteljes visszafogásán keresztül valósulhat majd meg. Ez a tendencia erőteljesebben érintheti Magyarországot az európai országok átlagánál, mivel az elmúlt időszakban a hazai bankszektorban az új hitelfelvételek terén a devizahitelek szerepe volt meghatározó, és a jelenlegi körülmények között a magyar pénzügyi szektor a korábbiaknál, illetve euroövezeti társainál nehezebb feltételekkel juthat majd devizaforrásokhoz.

**Csökkenő költségvetési kiadások
és külső finanszírozási igény**

A 2009-es költségvetési törvénytervezet az államháztartási kiadások jelentős, a GDP 2 százaléka megfelelő lefaragását irányozza elő. A csökkentés elsősorban az állami bérkiadásokat, a költségvetési szervek kiadásait, illetve a lakosságnak nyújtott pénzügyi transzfereket érinti. A kiadásmérséklés lehetővé teszi, hogy a költségvetési hiány 2008–2009-ben a korábbiaknál meredekebben csökkenjen, ugyanakkor a jelenleg ismert intézkedések mellett 2010-ben már nem számíthatunk további javulásra.

Az államháztartás hiánya mérséklődik, s a szigorodó hitelfeltételek miatt a lakossági megtakarítások is érdemben emelkedhetnek. Mindez együttesen azt eredményezi, hogy a gazdaság külső finanszírozási igénye a jelentősen romló vállalati jövedelmezőség mellett tovább mérséklődik.

**Átmenetileg gazdasági visszaesés,
majd igen lassú korrekció várható**

A külső konjunktúra, a finanszírozási feltételek és az állami kiadáscsökkentés együttes hatásaként prognózisunkban a gazdaság átmeneti visszaesésére számítunk. A várható európai recesszió jelentős mértékben lassítja a magyar export növekedését. A hitelezési aktivitás csökkenése visszaveti a vállalatok és a lakosság beruházását és fogyasztását. Végezetül a 2009-es költségvetésben megfogalmazott intézkedések részben közvetlenül, részben a lakossági juttatások csökkentésén keresztül visszafogják az aggregált keresletet.

A fenti hatások következtében arra számítottunk, hogy a lakossági fogyasztás és beruházás 2009-ben visszaesik, s a szektor megtakarítási hajlandósága érdemben emelkedik. A romló konjunktúrakilátások és a nettó hitelfelvétel csökkenése a vállalati beruházásokat is visszafogja, az általános visszaesés mértéke ellen hat azonban néhány nagyobb egyedi tényező. A belföldi felhasználás csökkenése miatt az importdinamika radikálisan mérséklődik, aminek következtében – az export erőteljes lassulása ellenére – nettó exportnövekedéshez való hozzájárulása pozitív lehet.

Gyors dezinflációt prognosztizálunk

A visszaeső gazdasági aktivitás a foglalkoztatás számottevő csökkenésével és a versenyszféra bérdinamikájának erőteljes mérséklődésével jár majd együtt. Az előrejelzés kulcskérdése, hogy a kedvezőtlen konjunkturális kilátások mellett a termelékenység csökkenéséhez a vállalati szektor milyen gyorsan és rugalmasan képes alkalmazkodni a bérezés visszafogásával. Minél rugalmasabban reagálnak a bérek, a foglalkoztatás visszaesése annál kisebb mértékű lehet.

Összegezve: alapfeltevéseink teljesülése esetén az infláció gyorsan csökkenhet a következő negyedévekben. Míg a kedvezőtlen globális konjunkturális környezet az importált inflációs nyomást mérsékelheti, a visszaeső hazai aktivitás a szolgáltatás szektor inflációs indexében is érdemi csökkenést okozhat. E hatások eredőjeként az infláció 2009-ben némileg 3 százalék felett, 2010-ben pedig 2 százalék alatt alakulhat.

Az alappálya összefoglaló táblázata

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

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

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

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

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

⁴ Pénzforgalmi szemléletben.

⁵ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

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

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

*A KSH októberben a normál éves revízió keretében közölt éves nemzetiszámla-adatokat. Az éves tévyszámoknál a már revidiált értékeket szerepeltettük, mivel azonban a negyedéves lefutások egyelőre nem ismeretesek, prognózisunk készítésénél a korábbi adatokat használtuk.

**A táblázatban a naptárnap-hatástól szűrt adatok szerepelnek.

*** MNB-becslés.

1. A beérkezett makrogazdasági információk értékelése





1.1. Romló világgazdasági környezet

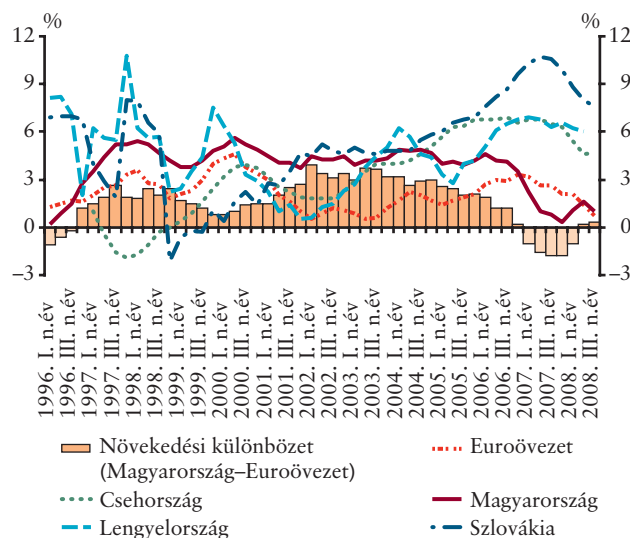
A világgazdasági környezet 2007 közepe óta fokozatosan kedvezőtlenebbé vált. Ez a folyamat szeptember óta felgyorsult, elsősorban a bankszektorból és a pénzpiacokról érkező negatív hírek nyomán.¹ Bár a reálgazdasági folyamatok csak bizonyos késéssel követik a pénzügyi szektorban zajló folyamatokat, az európai konjunktúra elmúlt két negyedévi adatai is már egyértelműen jelentős romlást tükröztek. Az euroövezet GDP-je 2008 második és harmadik negyedévében is csökkent az előző negyedévhez képest, amire az övezet történetében még nem volt példa. A gazdasági aktivitás globális lassulása miatt a kelet-közép európai régió kibocsátásának növekedése is visszafogottabbá vált, ugyanakkor a régióban Magyarország reagált a legérzékenyebben a konjunkturális környezet kedvezőtlenre válására. Ebben a belső konjunktúra eltérő helyzete mellett a gyengébb magyar ipari exportteljesítmény is szerepet játszott.

A 2008 negyedik negyedévre eddig rendelkezésre álló bizalmi indikátorok alapján folytatódott a gazdasági aktivitás visszaesése az euroövezetben. A német IFO-index szerint a gazdasági szereplők rövid távon jóval kedvezőtlenebb gazdasági környezetet valószínűsítettek, mint az a 2001–2002-es európai recesszió idején megfigyelhető volt.

A világgazdasági lassulás, illetve az arra vonatkozó várakozások felerősödése, az általános pénzpiaci eladási hullám és nem utolsósorban a megelőző évinél kedvezőbb idei mezőgazdasági terméseredmények miatt a globális nyersanyagárak is mérséklődésnek indultak. Dollárban kifejezve a nyersanyagárak a júliusi tetőponthoz képest októberre közel 40 százalékkal mérséklődtek, ezen belül az élelmiszerek 25, az olajtermékek 45 százalékkal kerültek kevesebbe.²

1-1. ábra

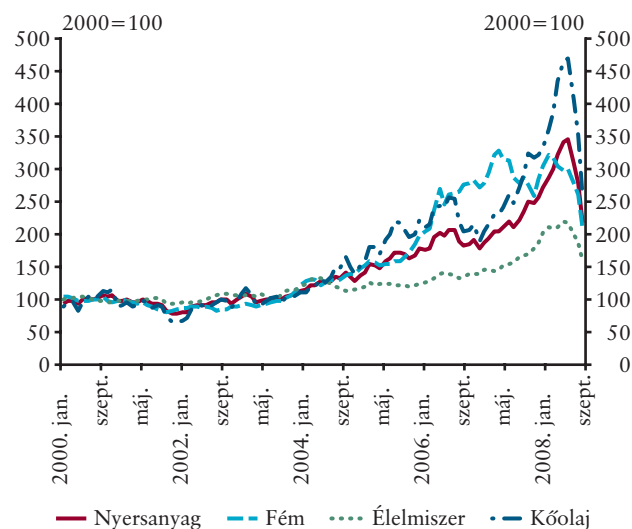
Nemzetközi konjunktúra (GDP)



Forrás: Eurostat.

1-2. ábra

Globális nyersanyagárak*



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

Forrás: IMF, IFS adatbázis.

¹ A pénzpiaci fejleményekről részletesen a második fejezetben írunk.

² Euróban kifejezve az árak mérséklődése kisebb, mivel a fenti időszakban a dollár közel 10 százalékkal értékelődött fel az euróhoz képest.

1.2. Átmenetileg élénkülő, majd csökkenő hazai gazdasági aktivitás

A romló világgazdasági környezet ellenére 2008 második negyedévéig a magyar gazdasági növekedési adatok mérsékelt emelkedést jeleztek. Ez az emelkedés azonban jórészt átmeneti tényezőknek volt köszönhető, míg a hosszabb távon is meghatározó folyamatok kedvezőtlenebb képet mutattak. A nemzetgazdasági ágazatok közül a mezőgazdaság kibocsátása járult hozzá legnagyobb mértékben a növekedéshez, elsősorban a historikus átlagnál lényegesen kedvezőbb terméshozamok miatt. Az államhoz köthető szolgáltatások hozzáadott értéke is – főként a tavalyi visszaesésből eredő kedvező bázishatás miatt – némileg meghaladta az egy évvel korábbi szintet. Ezenfelül az ipari hozzáadott érték is érdemben növekedett, de a lendületvesztés az ipari termelés havi indexeiben már tetten érhető volt. Eközben a hazai konjunkturális folyamatokhoz szorosabban kötődő ágazatok esetében

viSSzaesést figyelhattunk meg. Az építőipar kibocsátásának csökkenése már 2007 eleje óta megfigyelhető. Ugyanakkor a piaci szolgáltatások hozzáadott értéke sem nőtt, amire 1995 óta nem volt példa.³

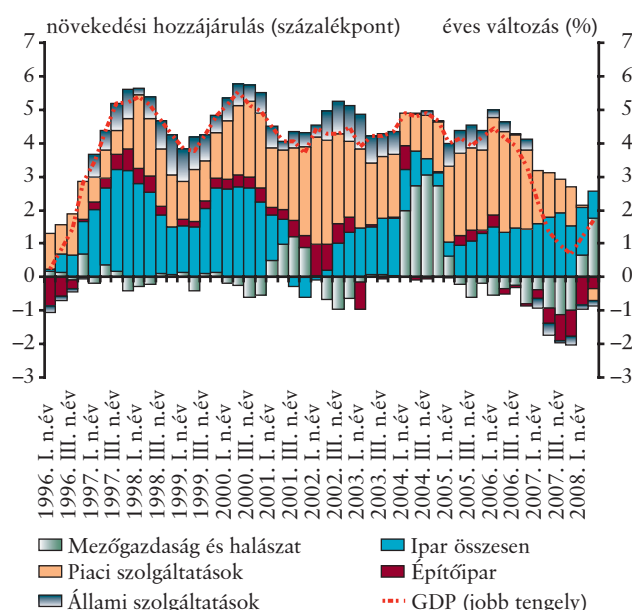
A második negyedévi hazai gazdasági növekedés felhasználási szerkezetét vizsgálva is kitűnik az átmeneti tényezők kedvező alakulása. Jellemző, hogy legnagyobb mértékben a készletek növekedtek, ami mögött túlnyomórészt a mezőgazdasági kibocsátás felfutása állhat. Emellett kismértékben tovább emelkedett a háztartások fogyasztási kiadása, amit a szeptemberig erős szinten álló lakossági hitelfelvételi kedv, illetve az magyarázhat, hogy az év első felében a háztartások rendelkezésre álló jövedelme ismét infláció felett emelkedett. A fogyasztás élénkülése ugyanakkor szerkezetében nem mutatott egységes képet. A kiskereskedelmi értékesítések a fogyasztási kiadásokkal szemben továbbra is csökkentek, ami arra utal, hogy az elmúlt időszakban a háztartások elsősorban a nagyobb értékű, tartós iparcikkek fogyasztását csökkentették.⁴ A kormányzat fogyasztási kiadásainak növekedési hozzájárulása másfél év után újra pozitív volt, ami az egészségügyi szolgáltatások – vélhetően átmeneti – fokozott igénybevételének köszönhető. Mindezekkel szemben a nettó export növekedése jelentősen lelassult, a külső kereslet mérséklődése és a belföldi fogyasztás élénkülésének együttes hatása miatt.

A fentiek mellett a bruttó állóeszköz-felhalmozás is csökkentette a növekedést, bár a kép szektorálisan nem alakult egységesen. A versenyszféra beruházásai lendületesen nőttek, különösen az előző évi kiugróan nagy gumiipari beruházás magas bázisát kiszűrve. Ez egyben a gépipari beruházások élénk növekedését is jelentette. Ezzel szemben a lakossági, illetve az állami beruházások visszaesést mutattak, ami az építési jellegű beruházások csökkenését eredményezte.

A harmadik negyedéves előzetes GDP-adatok szerint a korábbi élénkülés megtorpant, sőt negyedéves alapon némi visszaesés volt megfigyelhető. Bár részletes adatok még nem állnak rendelkezésre, a havi indikátorok alapján úgy véljük, hogy a kedvezőtlen teljesítmény mögött leginkább az ipari szektor állhat, de hozzájárulhattak a pénzügyi vál-

1-3. ábra

A főbb nemzetgazdasági szektorok kibocsátásának a GDP-növekedéshez való hozzájárulása*



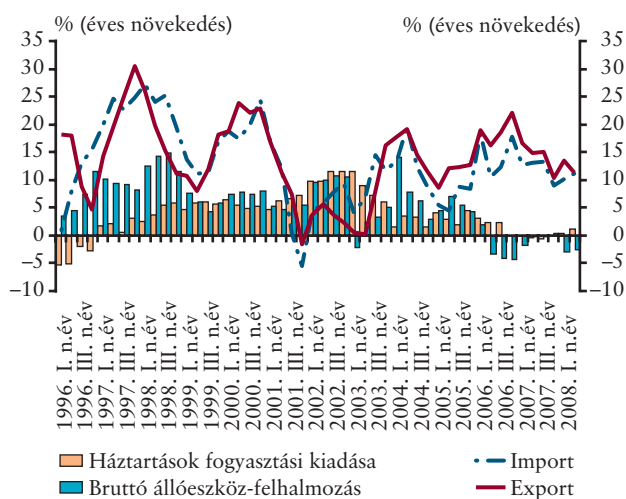
* Tekintve, hogy a láncindexált idősorok esetében az összegezhetőség nem teljesül, így az aggregálásból adódó hibát az egyes tételek súlyarányának megfelelően szétosztottuk. Az így kapott korrigált idősorokból számított dinamikák számszerűen kevésbé informatívak (eltérnek az eredeti adatokban megfigyeltől), ám az ábra az érvényesülő tendenciákat így is megfelelően tükrözheti.

³ A piaci szolgáltatások körében a dinamikusítás nem volt általános. A legnagyobb lassulás a pénzügyi tevékenységek, ingatlanügyletek és egyéb gazdasági szolgáltatások ágazatban mutatható ki, amit alapvetően a globális pénzügyi válság, és a lakásépítések csökkenő üteme magyarázhat.

⁴ A háztartások fogyasztási kiadásait mérő mutatóval szemben a kiskereskedelmi értékesítések statisztikája nem tartalmazza a szolgáltatások igénybevételét. Azaz amennyiben a fogyasztási kiadás a kiskereskedelmi értékesítésnél jobban nő, úgy az összes fogyasztáson belül az iparcikkek aránya vélhetően lecsökken a szolgáltatásokhoz képest.

1-4. ábra

A főbb felhasználási oldali GDP-tételek éves növekedése



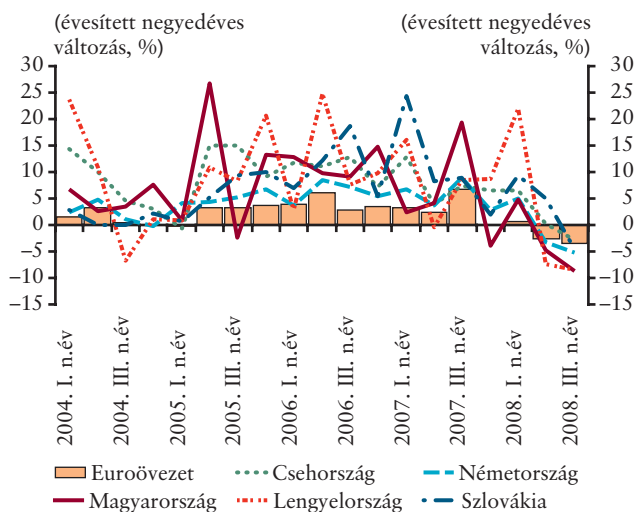
ságra különféle okok miatt erősen érzékeny olyan egyéb szektorok is mint az építőipar illetve pénzügyi és kereskedelmi szektorok.

Az európai ipari konjunktúra folytatódó visszaesése igen gyorsan jelentkezett az EU gazdaságába mélyen integrálódott hazai ipari export szektor termelési eredményeiben. A külső klíma általános romlására ugyanakkor Magyarország az egyik legérzékenyebben reagált, amiben országspecifikus hatások is szerepet játszhattak. Egyik ilyen tényező lehetett a harmadik negyedévben historikus csúcsára erősödő árfolyam. Mivel a régióban a nominális árfolyamok felértékelődése szeptemberig általánosan jellemző volt, a forint alakulása a kedvezőtlen teljesítményre csak akkor adhat magyarázatot, ha a hazai ipar régiós társainál érzékenyebben reagált az árfolyamra. Valószínűbbnek tűnik azonban, hogy

1-5. ábra

Ipari termelés a régióban és az euroövezetben*

(szezonalisan igazított adatok)



* A nemzetközi adatok forrása az Eurostat. A magyar adat forrása a KSH, MNB-igazítás.

korábban már többször jelzett kapacitásproblémák és egyéb versenyképességi tényezők állhattak a kedvezőtlen teljesítmény háttérben.⁵

A makrogazdasági környezet változásának további fontos eleme lehetett a pénzügyi szektor közvetlen érintettsége a válságban. Emellett, bár a hitelezési aktivitás a harmadik negyedévig még élénk volt, a növekedési és jövedelemkilátások egyidejű romlása a gazdaság szereplőit elsősorban a nagyobb értékű kiadások visszafogására sarkallhatta. Ez a tendencia jellemzően az építőipari termelés és a kiskereskedelem tartós fogyasztásicikk-értékesítésének visszaesésében jelentkezett a havi adatok szerint.

⁵ Korábbi jelentéseinkben több ízben jeleztük, hogy régiós társainkkal összevetve az elmúlt években az exporttermékeink árai igen kedvezőtlenül alakultak, és a feldolgozóipar beruházások üteme is alacsonynak tűnik. Ezek a tényezők és a szakképzett munkaerő hiánya mind azt okozhatja, hogy a hazai ipari export szektor versenyhátrányba került régiós társaival szemben.

1.3. Lassan mérséklődő bérek, ellentmondásos foglalkoztatottsági adatok

A versenyszféra bérei esetében – az augusztusi jelentés publikálása óta beérkezett adatok szerint – folytatódott az év eleje óta tartó lassú mérséklődés. Ugyanakkor figyelemre méltó, hogy a bérek mérséklődése kizárólag a feldolgozóiparhoz köthető, míg a piaci szolgáltatások közé tartozó ágazatoknál fennmaradt a korábban megfigyelt magas bérdinamika.

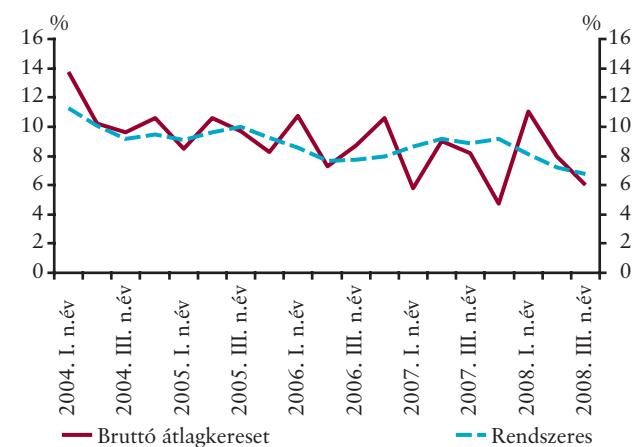
A versenyszektor egészen hosszabb távon is érvényesülő tendenciákat vizsgálataink szerint jól közelíti a több mint 250 főt foglalkoztató vállalatok bérindeksének alakulása. Ebben a vállalati körben – mind a rendszeres, mind a bruttó átlagkereseteket tekintve – az elmúlt negyedévben folytatódott a bérindeksek év eleje óta tartó mérséklődése.

A KSH munkaerő-felmérése alapján a harmadik negyedévben mintegy 25 ezer fővel nőtt a versenyszférában foglalkoztatottak száma. Az adat ellentmond a makrogazdasági környezet alakulásának, ezért vélhetően csak átmeneti emelkedésről lehetett szó. Ezt megerősíti, hogy havi frekvencián a növekedés május és július között zajlott le, és az utóbbi két hónapban már stagnálás volt tapasztalható. Mindeközben a munkapiaci aktivitás dinamikusabban élénkült mint a foglalkoztatás, így a kettő eredőjeként a munkanélküliség tovább, egészen 8 százalék közelébe emelkedett.

Mivel az elmúlt negyedévben – éves összehasonlításban – az átlagos munkaköltség a termelékenységénél kevésbé mérséklődött, ezért a nominális fajlagos bérköltség újra emelkedett, azaz a munkapiac felől némileg nőtt az inflációs nyomás.

1-7. ábra

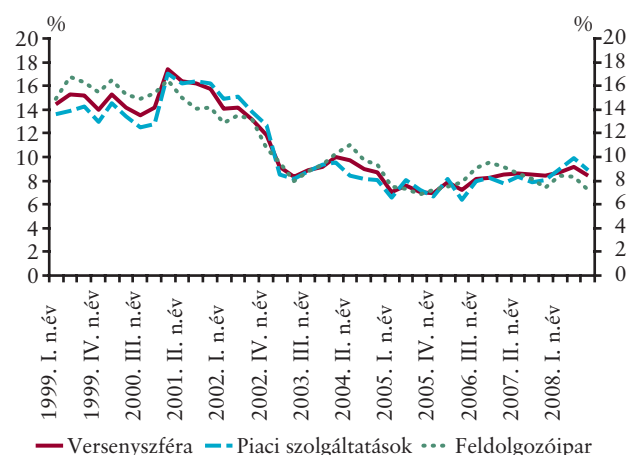
A 250 fő feletti vállalatok béreinek alakulása*



* Éves index, szezonálisan nem igazított, korrigálatlan adatok alapján.

1-6. ábra

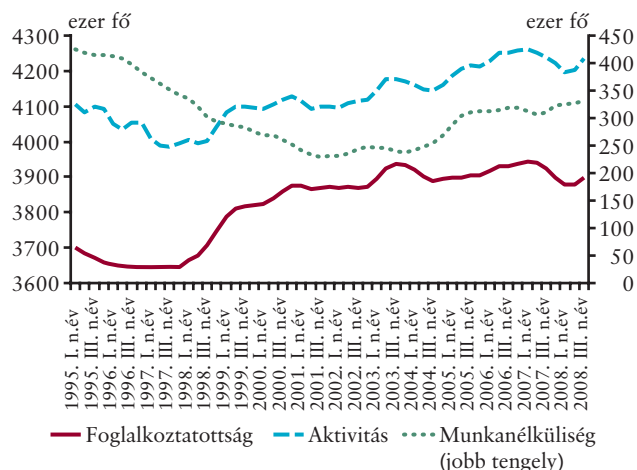
Bruttó átlagkeresetek a versenyszférában*



* Éves index, szezonálisan igazított, fehéredéssel és a prémiumok megváltozott szezonálisával korrigált adatok.

1-8. ábra

Létszám a nemzetgazdaságban



Forrás: Munkaerő-felmérés.

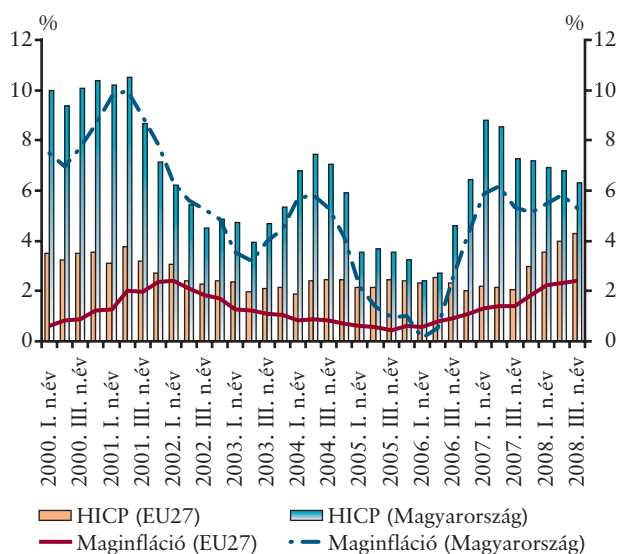
1.4. Kibontakozó dezinfláció

A fogyasztóiár-index 6,3, a maginfláció pedig 5,6 százalékra mérséklődött 2008. III. negyedévében az éves indexek szerint. A dezinfláció a magyar gazdaságban annak ellenére folytatódott, hogy az EU-ban az áremelkedési ütem gyorsulása volt megfigyelhető, így a magyar inflációs szint közeledett az európai átlaghoz.

1-9. ábra

Az infláció alakulása

(éves változás)



Forrás: Eurostat.

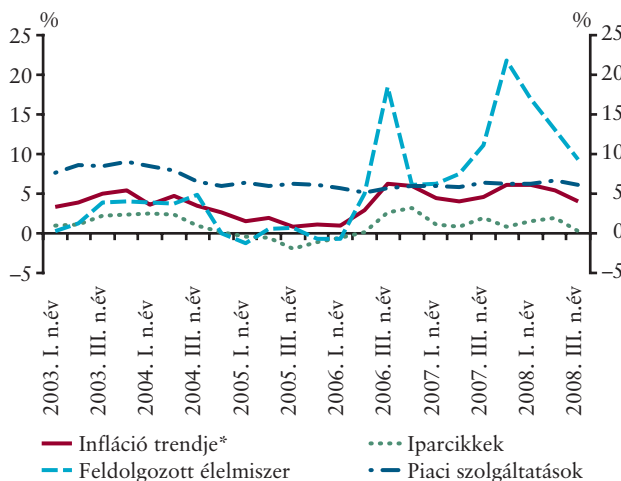
A csökkenő inflációs trendet megerősítik a negyedéves változást mutató indexek is, elemzéseink szerint az infláció trendjét legjobban megragadó mutató 4 százalékra csökkent.⁶ Az infláció csökkenése a termékek és szolgáltatások széles skáláját jellemezte, s a jelenség az elmúlt hónapokban felgyorsult, szeptemberben és októberben kiugróan dinamikus volt.

Az árdinamika csökkenéséhez több tényező is hozzájárult, melyek közül a nyersanyagárak körében bekövetkezett fordulatnak lehetett a legjelentősebb hatása. Ezen belül az agrárgazdasági nyersanyagárak mérséklődése különösen jelentős dezinflációs tényező néhány régióban, így Magyarországon is. A hazai feldolgozatlanélelmiszer-árak már fél éve csökkentek, a feldolgozottélelmiszer-árak esetében viszont kezdetben csak lassú dezinfláció bontakozott ki, de szeptemberben és októberben már az árszint is határozott csökkenésbe fordult.

1-10. ábra

Az infláció egyes komponenseinek alakulása*

(évesített negyedéves változás)



* Az infláció trendje: Az iparcikkek, feldolgozott élelmiszerek és piaci szolgáltatások indirektadó-változások hatásától megtisztított indexe.

temberben és októberben már az árszint is határozott csökkenésbe fordult.

A kibontakozó dezinflációt támogatta a forint – egészen a közelmúltig jellemző – historikusan erős árfolyama is, ami különösen az iparcikkek esetében lehetett jelentős. A termékkörben a harmadik negyedévben összességében nem volt áremelkedés, szeptemberben és októberben az árak újra növekedésnek indultak, mivel a forintárfolyam folyamatos gyengülése már kezdett jelentkezni az adatokban.

Az infláció csökkenését elősegítő további tényező lehetett a gyenge hazai kereslet. Elemzéseink szerint ez nagyban hozzájárulhatott ahhoz, hogy a piaci szolgáltatások inflációja a korábbi energia és élelmiszerár-emelkedések ellenére a harmadik negyedévben nem emelkedett, sőt némi csökkenés is megfigyelhető volt. Figyelemre méltó, hogy a negyedéven belül felgyorsult az infláció mérséklődése, és szeptemberben – az egy szeri torzító hatásokat figyelmen kívül hagyva – a korábban jellemző 6 százalékos körüli szintről 4 százalékra csökkent.⁷

Az infláció lassulása ellenére a háztartások inflációs érzékelése, illetve várakozása nem csökkent. Mindez arra utal, hogy

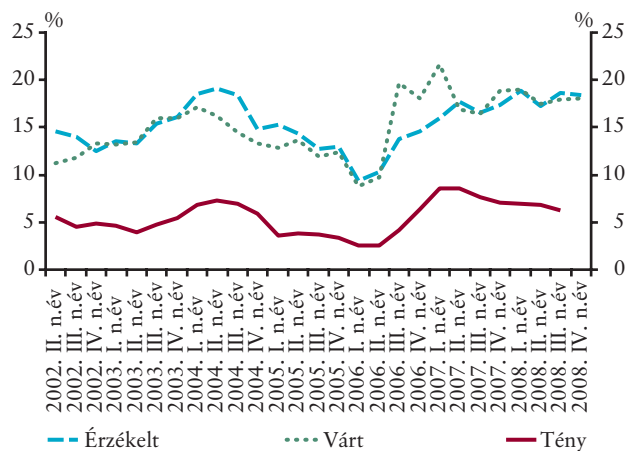
⁶ A trendinflációs mutató az iparcikkek, feldolgozott élelmiszerek és piaci szolgáltatások indirektadó-változások hatásától megtisztított indexe.

⁷ Az oktatási szolgáltatások ára csökkent szeptemberben, mivel az egyetemi képzésben az állami finanszírozású képzésben részesülő diákok aránya megnőtt a képzési hozzájárulást fizető diákokhoz képest. Amennyiben ezt az egyszerű hatást nem szűrjük ki az adatokból, úgy a piaci szolgáltatások szeptemberi évesített havi inflációja 2 százalékosra adódna.

az inflációs várakozásokkal kapcsolatos kockázatok továbbra is jelen vannak a magyar gazdaságban. A jelenség egyik oka lehet, hogy az infláció elmúlt másfél évben bekövetkezett csökkenése nem elég éles változás ahhoz, hogy érdemben hasson a lakosság inflációval kapcsolatos érzékelésére. Másrészt az is elképzelhető, hogy a gazdasági helyzet, illetve kilátások általános negatív megítélése áll a magas inflációs érzékelés/várakozás mögött. Mindazonáltal más országok tapasztalatai is azt mutatják, hogy a háztartások inflációval kapcsolatos attitűdje sok esetben nem vezeti, hanem követi az infláció alakulását.⁸

1-11. ábra

Lakossági inflációs érzékelés és várakozás



Forrás: Medián felmérése.

⁸ Lásd például Bakshi-Yates (1998): „Are UK inflation expectations rational?” *Bank of England Working Paper Series*, No. 81.

2. Pénzügyi piacok és hitelezés





2.1. Romló globális piaci hangulat, aktívabb jegybanki intézkedések

Az elmúlt hónapokban a másodrendű ingatlanpiaci válság ki-robbanása óta tartó kockázatkörülés és bizalomvesztés egy újabb fejezete érkezett el, mely a kockázatos eszközök árának további, a korábban tapasztaltnál sokkal nagyobb mértékű esését eredményezte. Új fordulatot jelent, hogy a befektetők immáron – a tőkeáttétel csökkentése érdekében – az ártól és a realizált veszteség mértékétől függetlenül igyekeztek szabadulni kockázatosnak vélt eszközeiktől. A fejlemények alakulását nagyon nagy bizonytalanság övezi, mely tükröződik a szinte minden piacon tapasztalható megnövekedett volatilitásában is.

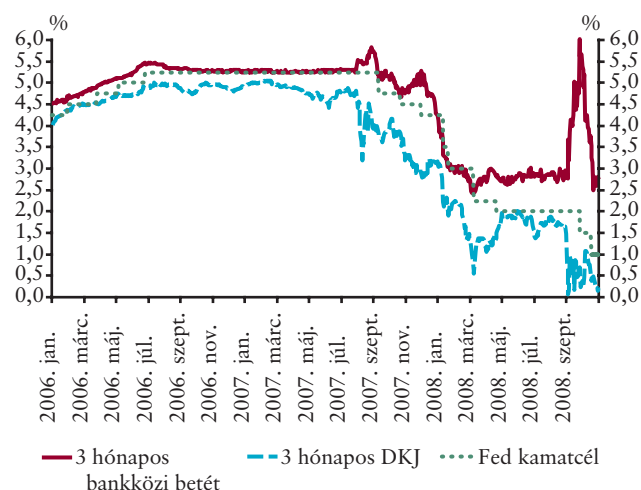
A kockázati étvágy újabb visszaesése ismét a tengerentúli pénzügyi intézményeket övező kedvezőtlen hírek hatására indult meg szeptemberben. A Lehman Brothers csődközeli helyzete ellenére eleinte mindössze likviditási segítséget kapott az amerikai jegybanktól, azonban a Bear Stearnshöz hasonló bankmentésben nem részesült. Ez a bankok egymással szembeni bizalmának jelentős erodálását, a bankközi piaci kamatfelárak további megugrását és részvénypiaci árzuhanást eredményezett. A helyzetet további bankok és a legnagyobb biztosító (AIG) pénzügyi nehézségei is súlyosbították. Mindezen események összességében azt eredményezték, hogy a pénzügyi közvetítő rendszer működésében alapvető változások következtek be. A piacokat átmenetileg az amerikai kormányzat 700 milliárd dolláros „mentőcsomagja” létrehozása-

nak kezdeményezése nyugtatta meg szeptember végén, azonban hosszabb távon ez sem fordította meg a befektetői hangulatot.

A kockázatos eszközökből való meneküléssel párhuzamosan a legbiztonságosabbnak tekintett rövid lejáratú amerikai állampapírok iránti kereslet számottevően emelkedett, aminek eredményeképpen ezek hozama 0 százalék közelébe süllyedt. Eközben a bankok egymással szembeni bizalmának hiányában a bankközi hitelek kamatlába számottevően megugrott, ami a kettő közti kamatkülönbség eddig soha nem tapasztalt szét-nyílását eredményezte. A felerősödő bizalomhiány átglyűrű-

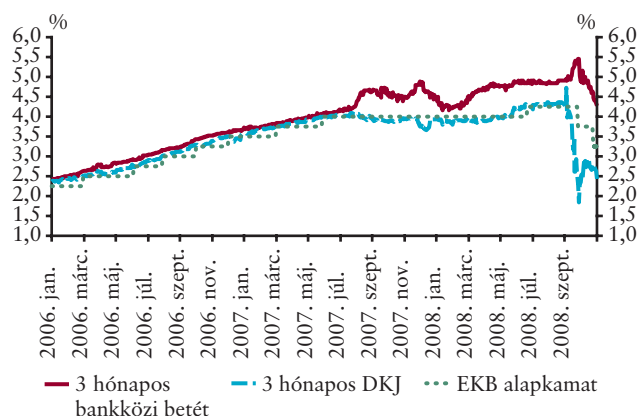
2-2. ábra

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



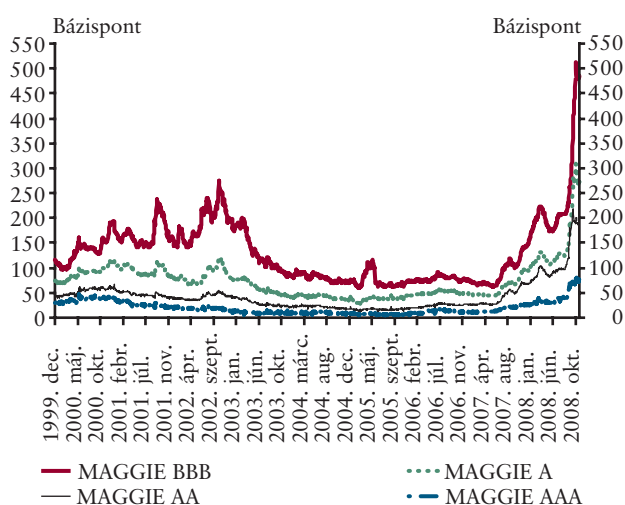
2-3. ábra

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



2-1. ábra

Kockázati indexek alakulása*



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

Forrás: J.P. Morgan.

zött az európai bankközi piacra is, ahol ugyan a tengerentúlnál kisebb mértékben, de hasonló folyamatok játszódtak le; itt is historikus csúcsra tágult szűrt a bankközi a piaci hozam és a német állampapír hozama közt.

A részvényindexek zuhanásának okaként a csökkenő kockázatvállalási hajlandóság mellett már egyre inkább az amerikai gazdaságot, a fejlett európai országokat és az azoktól – hazánkhoz hasonlóan – külkereskedelmükön keresztül függő feltörekvő piaci országokat is övező recessziós félelmek kezdtek dominálni az idő előrehaladtával. Ebbe az irányba mutat a legnagyobb vállalatok eredmény-előrejelzése mellett számos fogyasztói és vállalati bizalmi felmérés is. Mind a bankok, mind a kutatóintézetek és szupranacionális szervezetek jelentősen lefelé módosították növekedési prognózaikat.

A nagy jegybankok további likviditásbővítő intézkedésekkel próbálták enyhíteni a bankközi pénzpiacon kialakult nyomást. A Fed kezdetben a legnagyobb jegybankokkal, később már néhány feltörekvő piaci ország jegybankjával is megállapodást kötött dollárlikviditás nyújtásáról az adott ország

bankjai számára. Mind a Fed, mind az EKB több lépésben bővítette a fedezetként elfogadott értékpapírok körét, valamint először megnövelte, majd fedezet ellenében korlátlanra tette az USA-ban, illetve euroövezetben működő bankok számára a dollár-, illetve eurolikviditást. Azaz a jegybankok bizonyos szempontból felvállalták a bankközi piac szerepét. Emellett október 8-án a legnagyobb jegybankok összehangolt kamatcsökkentést hajtottak végre.

A kormányok is különböző lépésekkel igyekeztek elejét venni a kialakult helyzet súlyosbodásának. Először az USA-ban bevezetésre került 700 milliárd dolláros mentőcsomag (a bankok birtokában lévő problémás eszközök megvásárlására, valamint a pénzintézetek feltőkésítésére) híre, majd később a legnagyobb európai országok vezetői által vállalt kötelezettségek okoztak átmeneti fordulatot a piacokon. A világ számos országában került sor a betétbiztosítás összegének emelésére, bizonyos banki adósságok állam általi garantálására és bankok állam általi feltőkésítésére. Tekintettel a romló konjunktúrakilátásokra, emellett több országban költségvetési intézkedésekkel próbálták segíteni a vállalatokat, hogy csökkentsék a tömeges elbocsátásokat.

2.2. A kockázatos eszközökből való menekülés különösen kedvezőtlenül érintette Magyarországot

Míg 2008 első felében a feltörekvő piaci országok devizái és kötvényei iránti kereslet nem csökkent még a kedvezőtlen globális piaci hangulat közepette sem (ami tetten érhető volt devizáik erősödésében és a devizakötvényeik hitelkockázati felárának mérséklődésében, szemben pl. a részvényárfolyamok alakulásával), szeptember óta a befektetők kockázattávollalási hajlandóságának radikális csökkenése már jelentősen kihatott a feltörekvő piaci eszközök árának alakulására is.

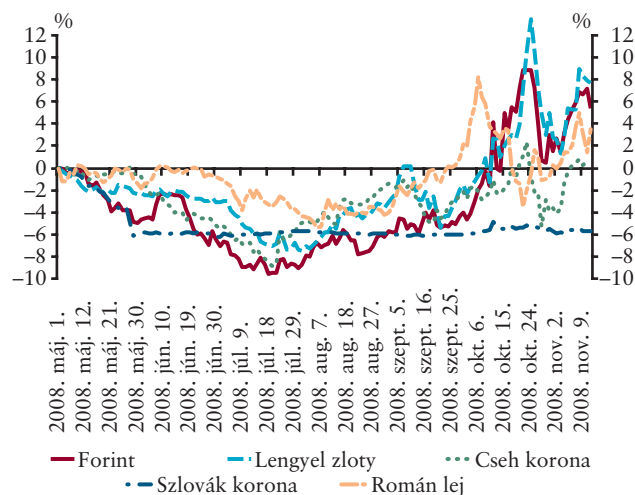
Az európai feltörekvő piaci devizák helyzetét tovább nehezítette az izlandi valutaválság, mely a nagy egyensúlytalanságokkal küzdő országokból való jelentős tőkeáramlás veszélyét vetítette előre. Ilyen körülmények közt Magyarország is sérülékeny országnak minősült a befektetők szemében magas külső és államadóssága, valamint alacsony növekedése következtében, még ha több egyensúlyi mutatója (folyó fizetési mérleg és államháztartás hiánya) lényegesen javult is az elmúlt években. Hazánk sebezhetőségét ebben a helyzetben fokozta a hazai állampapírpiacon fejlettsége, valamint a hazai bankrendszer erős integráltsága az eurozóna pénzügyi közvetítő rendszerébe, mely megkönnyítette az eszközök gyors értékesítését és a tőke kivonását.

A forint október közepén két nap alatt 265-ről 282 forint/eurós árfolyamig gyengült. A hazai deviza további nagymértékű leértékelődése fundamentálisan nem lett volna indokolt, ugyanakkor a forint gyengülésében vélhetően spekulatív ügyletek is nagy szerepet játszottak. Ezért a jegybank, a forint elleni spekuláció drágítása és megelőzése érdekében, 300 bázispontos kamatemelést hajtott végre, és a kamatfolyosót ± 50 bázispontra szűkítette. A kormány ezzel párhuzamosan tárgyalásokat kezdeményezett a Nemzetközi Valutaalap-pal és az Európai Bizottsággal egy hitelkeret felállításáról, mely biztosíthatja az ország devizafinanszírozását, amennyiben a devizaforrások elapadása következtében ez a piacon keresztül nem volna teljes mértékben megoldható. A 20 milliárd eurós hitelkeret csökkentette az országgkockázatot a befektetők szemében, mely – feltehetőleg a kamatemeléssel, valamint az október utolsó napjaiban javuló globális piaci hangulattal együtt – a forint számottevő erősödését eredményezte. Mind a leértékelődések, mind a felértékelődések időszakában a forint mozgása jellemzően meghaladta régió többi devizaárfolyamának emelkedését, illetve csökkenését.

Szeptember elejétől november közepéig a külföldiek közel 1900 milliárd forintot adtak el a devizapiacra, ami devizawapállományuk szintén számottevő emelkedésével együtt arra utal, hogy jelentős forintgyengülésre játszó szintetikus pozíciókat vettek fel, valamint meglévő eszközeik forintárfolyam-kitettséget egyre nagyobb mértékben fedezték a kitettség vállalása helyett.

2-4. ábra

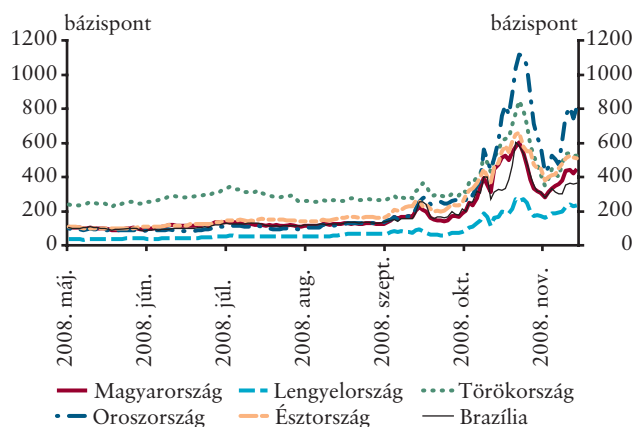
A régiós devizák árfolyamának változása *



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

2-5. ábra

A CDS-felárak alakulása egyes feltörekvő országokban



Hasonló tendencia volt megfigyelhető hazánk – devizakötvényeihez kapcsolódó, fizetéseképtelenség esetére védelmet biztosító – CDS-felárának alakulásában is. A kockázatkerülés fokozódásával a magyar CDS szpred a fejlődő országok felárával együtt, de néhány országnál nagyobb mértékben, egészen

600 bázispont (okt. 27.) fölé emelkedett. A piaci hangulat javulása és a hitelkeret nyilvánosságra kerülése után jelentős mérséklődés és más fejlődő országokhoz képesti relatív javulás következett be november elejéig (290 bázispontig), majd ismét emelkedésnek indult a felár.

2.3. A hazai piacokon az MNB új eszközök bevezetésével próbálta kezelni a likviditási zavarokat

A bizalomhiány a hazai bankközi forint és deviza hitel/betét piac zavaraiiban egyaránt megmutatkozott. Az MNB, a nemzetközi gyakorlatnak megfelelően, eszköztárának bővítésével igyekezett többletlikviditást nyújtani a bankrendszernek, valamint közvetítőként segíteni a likviditás újraelosztását.

Jóllehet a likviditás elsődleges újraelosztása normális piaci körülmények közt jellemzően a fedezetlen bankközi forintpiacon valósul meg, az elmúlt hetekben nem tudta ezt a szerepét hatékonyan betölteni. A bankközi forintpiac nem megfelelő működését és a bankközi bizalom, illetve limitek hiányát mutatja, hogy egy időben kerül sor az MNB-nél hitel és betét igénybevételére a kamatfolyosó két szélén.⁹ Az MNB október 21-től két új, aktív oldali forintinstrumentummal, valamint október 17-től állampapír-vásárlási aukciókkal próbálta segíteni a bankok forintlikviditáshoz jutását.

A hazai bankközi piaci problémákat súlyosbította, hogy nemcsak a forintlikviditás újraelosztása, hanem a devizalikviditás elérése sem valósult meg teljes mértékben. A globális likviditáshiány, a megnövekedett országhozadék és bizalomhiány következtében néhány hazai bank devizához jutása nehézségekbe ütközött. Ennek elősegítésére az MNB október közepén kétoldali FX-swap-aukciót vezetett be egynapos lejáraton, mellyel lényegében közvetítő szerepet tölt be az eurofelleggel és az eurohiánnyal rendelkező bankok közt, ugyanis azok visszafogott limitjeik következtében egymással nem üzletelnek. Azon hazai pénzintézetek számára, melyek sem a bankközi piacon, sem az említett MNB-tenderen nem képesek elégséges devizalikviditáshoz jutni, az MNB – szintén FX-swap-ügylet formájában – eurolikviditást nyújt, melyet az

EKB bocsát az MNB részére egy 5 milliárd eurós keretmegállapodás alapján. Az MNB által bevezetett FX-swap-eszközöknek nagy szerepe volt abban, hogy azok a bankok, akik a swappiacon nem tudtak elegendő devizához jutni, nem kényszerültek devizavásárlásra az azonnali piacon, ami a forint gyengülését és a bankok devizapozíciójának nyílását (árfolyamkitettséjük emelkedését) eredményezte volna.

A kockázati étvág globális csökkenése a külföldiek másodpiaci állampapír-eladásában is tükröződött. Októberben a nem rezidensek mintegy 600 milliárd forintnyi állampapírt adtak el, amire nem volt példa az elmúlt években. Az eladói nyomás hatására az állampapírok hozama számottevően megemelkedett. A legnagyobb emelkedés a görbe 3-5 éves szegmensében volt megfigyelhető, ahol a hozamok augusztus vége óta 450 bázisponttal emelkedtek. A kamatswap-hozamokhoz (IRS) képesti különbözet, valamint a vételi/eladási különbözetek lényegesen meghaladták a márciusi turbulencia idején tapasztalt mértéket, ami jól mutatja a kötvénypiac erőteljes működési zavarait, néhány napon szinte teljes leállását. Az MNB állampapír-vásárlásai vélhetően segítik a másodpiaci működésének normalizálódását.

A piacok funkcionálásában ugyan némi javulás bekövetkezett, továbbra sem állt helyre a normális üzletmenet. A nem megfelelő működés következtében az egyes piacokon inkonzisztens hozamszintek alakultak ki. A hozamok információtartalmának romlása megnehezíti a jegybanki alapkamat piac által várt pályájának megállapítását. A jegybanki intézkedések összességében azonban segítettek a piaci kamatszint hatékonyabb orientálásában.

⁹ Az EKB esetében hasonló folyamatok voltak megfigyelhetőek a kétoldali igénybevétel tekintetében.

2.4. A monetáris kondíciók a forint érdemi gyengülése ellenére sem lazultak

Az előre tekintő reálkamat számottevően emelkedett az elmúlt hónapok során. Ebben elsősorban a forint kockázati prémiumának emelkedése, az eladói nyomásból és a piacok illikviditásából adódó hozamemelkedés, majd az időben ezt követő 300 bázispontos jegybanki kamatemelés játszott szerepet. A nominális hozamszint emelkedése nem járt együtt a várt infláció emelkedésével, mert a romló növekedési kilátások és a közelmúltban jelentősen csökkent energiaárak következtében még a magasabb forint/euro árfolyam mellett is lejjebb toldott az áremelkedés várt mértéke, ami mind a jegybank, mind az elemzők előrejelzésében tükröződik.

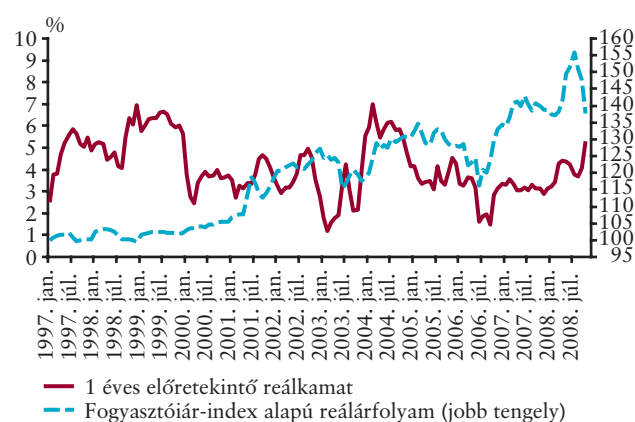
A reálárfolyam változását elsősorban a nominális forintárfolyam alakulása határozta meg, mely meglehetősen volatilis volt az elmúlt hónapokban. Míg augusztus végéig a forint jelentős reálfelértékelődésre került sor, a kockázati étvágy globális csökkenése számottevő forintgyengülést eredményezett október közepéig: az árfolyam 230 forint/euróról egészen 280 forint fölé emelkedett. Ezt október végén némi korrekció követette, mely során a forint 255 forint/euro szintre esősdött vissza. Mint azt a korábbiakban már említettük, utóbbiban egyaránt szerepet játszhatott a globális piaci hangulat átmeneti javulása, a jegybank 300 bázispontos kamatemelése, valamint a Nemzetközi Valutaalap, az Európai Unió és a Világbank hazánk számára föllállított hitelkerete is. Az ismét kedvezőtlené váló nemzetközi hangulat és Magyarország leminősítései azonban újra gyengítették a hazai fizetőeszközt. A forint nominális leértékelődése az elmúlt negyedévben összességében erősebb volt a hazánk és az eurozóna – reálfelértékelődés irányába mutató – inflációs különbszeténél, ami érdemi reálleértékelődést eredményezett.

A pénzügyi válság a hitelfelárak jelentős emelkedését és a hitelezés nem ár jellegű tényezőinek szigorítását eredményezte, emellett egyes piacokon a hitelezés mennyiségi korlátokba ütközhet. Így a monetáris kondíciók általában releváns mutatójának tekinthető reálárfolyam és a pénzpiaci információk alapján számított reálkamat nem tükrözi teljes mértékben a

monetáris kondíciók szigorúságát. Az elmúlt időszakban számos bank szűkítette a devizaalapú hitelkonstrukciók körét, sőt több pénzügyi intézmény a felfüggesztésükről döntött. A devizahitelezés visszaszorulása miatt a kamatsatorna szerepe általában erősödhet a monetáris transzmisszióban.

2-6. ábra

A monetáris kondíciók alakulása



2-7. ábra

A forint/euro árfolyam alakulása



2.5. Várhatóan szigorodó hitelfeltételek

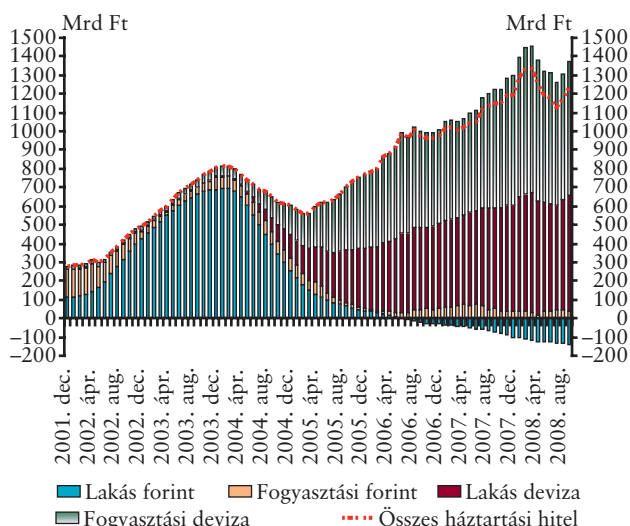
A szeptemberig rendelkezésre álló adatok még egy többé-kevésbé kiegyensúlyozott növekedési pályáról adtak képet, ugyanakkor a nemzetközi és hazai gazdasági környezetben októberben bekövetkező kedvezőtlen fejlemények alapvetően megváltoztatták a gazdasági szereplők hitelhez jutási esélyeit. A továbbiakban először a szeptemberig terjedő időszakot tekintjük át röviden, majd az októbertől megfigyelhető folyamatokat ismertetjük a belföldi bankok hitelezése alapján.¹⁰

A harmadik negyedévben mind a vállalati, mind pedig a háztartási szegmensben erősödő hitelkereslet volt megfigyelhető, mely növekvő nettó hitelfelvétel eredményezett, így a második negyedéves lassulást egy korrekció követte. A dinamizálódó hitelezés következtében a vállalati hitelek bővülése újra meghaladta a nominális GDP növekedési ütemét, míg a háztartások esetében ez korábban is így volt. A hitelezésen belül a deviza továbbra is rendkívül nagy jelentőséggel bír, különösen ha a hitelnövekményeket vizsgáljuk.

A háztartási szegmensben a nettó hitelfelvétel a devizahitelek 2004-es térnyerését követően 2007 végéig töretlenül emelkedett, majd 2008-tól már kismértékű csökkenése volt megfigyelhető. Ennek a jelenségnek a magyarázatára több lehetőség is adódik: egyrészt a lakosság eladósodottságának növeke-

2-8. ábra

A háztartási nettó hitelfelvétel*



* Éves bővülése (árfolyamszűrt adatok).

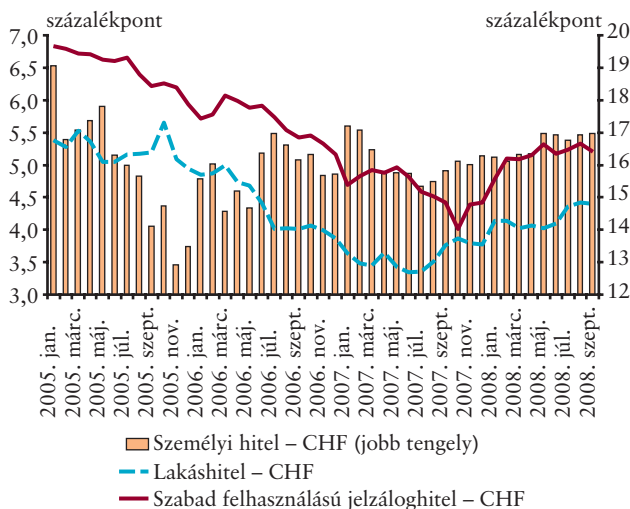
Forrás: MNB.

dése miatt csökkenhetett a hitelképes ügyfelek száma, másrészt a hitelintézetek ugyancsak az eladósodottság miatt mérsékeltették hitelezési hajlandóságukat, bár ez utóbbinak véleményünk szerint kisebb lehet a hatása.

A harmadik negyedévben megfigyelhető élenkülő hitelkeresletben szerepet játszhat az is, hogy a másodrendű jelzálogpiaci válsággal kapcsolatos emelkedő finanszírozási költségeket a hitelintézetek szeptemberig csak részlegesen hárították át az ügyfelekre. Feltételezhető, hogy a gazdasági szereplők a hitelköltségek jelentős hosszabb távú emelkedésére számítva részben előrehozták a korábbi hitelfelvételi szándékukat. A részleges áthárításra magyarázat lehet, hogy a hitelintézetek a költségnövekedés árazásban történő érvényesítése helyett hiteladagolást kezdtek megvalósítani, így inkább a hitelezési szttenderdeket és feltételeket szigorították.

2-9. ábra

A hazai banki háztartási hitelek kamatfelára a 3 havi referenciakamathoz képest*



* THM – CHF LIBOR, 3 havi mozgóátlag.

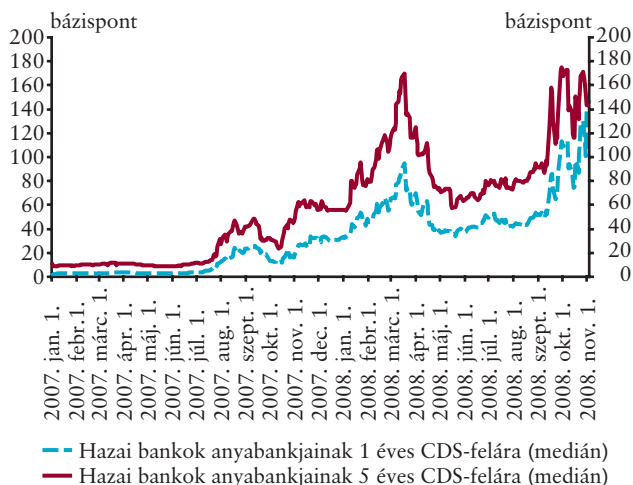
Forrás: MNB.

A jövőbeni kilátásokat a nemzetközi és a hazai gazdasági környezetben októberben bekövetkező kedvezőtlen fejlemények gyökeresen megváltoztatták. A finanszírozási költségek drasztikus emelkedése több tényezőre vezethető vissza. Az első a magyar bankok anyabankjainak CDS-felárának jelentősen növekedése. Ezt tovább növeli, hogy ugyanezen

¹⁰ A teljes hitelezési folyamat leírására alkalmas pénzügyiszámla-adatok csak meglehetősen nagy késéssel állnak rendelkezésre. Ezen adatok hiányában a hazai bankrendszer hitelezési adatait elemezzük. Ez a lakosság esetében nem jelent megszorítást, mivel a szektornak érdemi külföldi banki hitele nincs, a vállalati szektor esetében azonban a hazai banki hitelek csak mintegy felét teszik ki a hitelállománynak.

2-10. ábra

A hazai bankok anyabankjainak CDS-felára



Forrás: Thomson Datastream, Bloomberg, Reuters.

időszakban a magyar szuverén CDS-felár is jelentősen emelkedett.

A finanszírozási költségeket érintő harmadik tényező a swappiacok (USD–HUF, EUR–HUF, EUR–CHF) kiszáradása, illetve az implikált finanszírozási költségének növekedése. Ennek azért van meghatározó szerepe, mivel a magyar bankok a devizahitelezéshez szükséges finanszírozáshoz jelentős részben swap keretében jutottak hozzá. Korábban a bankok – és az elemzők jelentős része is – a megújítási kockázatot nagyon alacsonynak ítélték, emiatt a swapügyletek lejáratra jellemzően lényegesen rövidebb volt, mint az általa finanszírozott eszköz. A swappozíciók megújításának megnehezülése és megrágulása, illetve lehetetlenné válása rontja a bankok jövedelmezőségét, miközben a kinyíló devizapozíció az árfolyamkockázat növekedésének irányába hat. A növekvő likviditási kockázatok miatt a bankok a lejárat transzformáció csökkentése érdekében a hosszabb lejáratú hitelezés mérséklésével reagálhatnak, mely alacsonyabb hitelkínálatához vezet. Tovább rontja a gazdasági szereplők hitelhez jutási esélyeit, hogy a bankok jellemzően prociklikusan viselkednek, ezért a romló gazdasági környezetben az értékvesztésen keresztül veszteségek növekedésének elkerüléséért és a tőkepozíciójuk védelmében hiteladagolás eszközeihez fordulhatnak, azaz a nagyobb kockázatú adósok hitelezését leállíthatják, végső esetben pedig akár a hitelezés felfüggesztése is elképzelhető.

A drasztikusan megváltozott környezet miatt októberben már több magyar kereskedelmi bank is bejelentette, hogy a hitel-

válság átglyűrűző hatásai és a devizalikviditás hiánya miatt visszafogja, vagy megszünteti devizaalapú kölcsönök folyósítását, valamint a magasabb külföldi forrásköltségek miatt megemeli az ügyfelek által fizetendő kamatokat.

A lakossági szegmensen a korábban legnépszerűbb svájci frank esetében szinte minden bank megszüntette a hitelek akciós kamattal történő értékesítését, illetve a kezdeti költségek elengedését. Azon bankok közül, akik nem függesztették fel teljesen a CHF-hitelezést, több is jelentős, 200-350 bázispontos kamatemelést hajtott végre. Ez a mérték lényegesen meghaladja a forrásköltségek növekedését, így inkább a CHF-alapú termékek kiárazásáról lehet szó. Ezt a feltételezést erősítheti, hogy a már meglévő ügyfeleknél a kamat növekedése csak töredékét tette ki az új szerződéseknel megfigyelhető mértéknek. Az árazásnál megfigyelhető fejleményekkel párhuzamosan a nem árjellegű feltételeket is jelentősen szigorították a bankok. Több korábbi terméket kivezettek a termékpalettáról, köztük a tisztán jelzálogalapú hitelezést, a jelzáloghitelezésben csökkentették a finanszírozási hányadot, illetve nagyobb diszkontot használnak az ingatlanok hitelfedezeti értékének meghatározásához. A kínálati oldalt mérsékli az is, hogy a korábban 50 százalékos körüli részesedésű ügynöki csatornán keresztül csak korlátozottan fogadnak be új hitelkérelmeket.

Mint azt már korábban említettük, a szigorító intézkedések kínálati oldalról összességében a lakossági hitelezés jelentős visszaesését valószínűsítik. Várakozásunk szerint egyre jelentősebb szerepe lehet a hiteladagolásnak, miközben azon, jellemzően kisebb bankok, amelyek eddig nem éltek a hitelek átárazásának eszközével, infrastruktúrájuk fejletlensége miatt nem lesznek képesek a nagyobb bankok hitelvisszafogását ellensúlyozni. A lakáshitelek tekintetében újra versenyképessé válhatnak az államilag támogatott forintalapú hitelek. Keresleti oldalról a csökkenés irányába hat, hogy a magyar lakosság rendkívül érzékeny a törlesztési teherre, így a kamatok drasztikus megemelkedése feltételezhetően nagymértékben visszaveti a hitelfelvételi kedvet, miközben a törlesztőrészek jövedelemhez viszonyított arányának számottevő bővülése miatt a fellelhető hitelösszeg is mérséklődik. További tényező lehet, hogy a megemelkedett árfolyam-volatilitás mellett a háztartások nem akarnak devizában eladósodni, ugyanakkor a forinthitelek magasabb kamatai nem tudják megfizetni.

A hitelezési feltételek jelentős szigorodásának első jeleit részben már az októberi adatokban is láthatjuk, de főként a novemberi adatokat várjuk iránymutatónak. Az októberi adatokat ugyanis még a korábban leszerződött hitelek is befolyásolják.

3. Inflációs és reálgazdasági kilátások



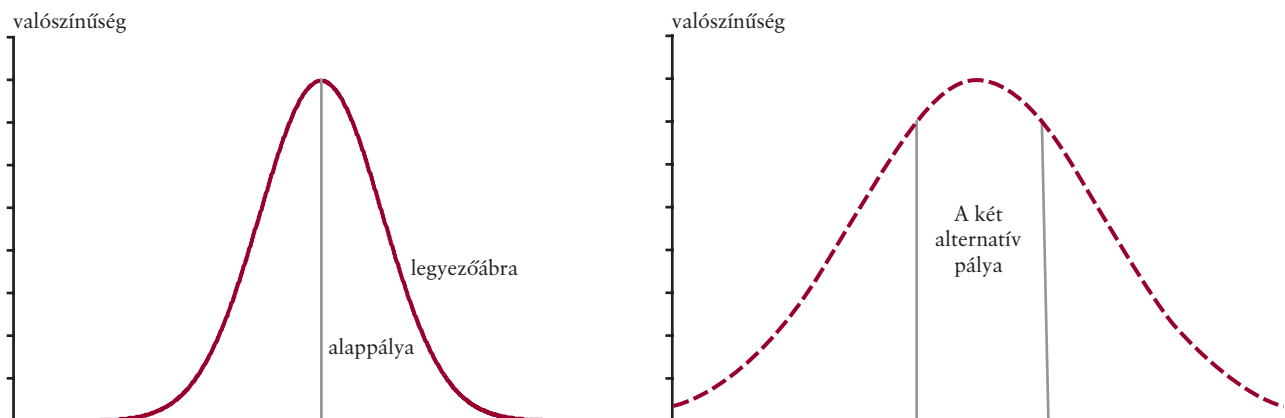


Novemberi előrejelzésünk több tekintetben is markánsan eltér a korábbiaktól.¹¹ Az elmúlt hónapok jelentős sokkjai nemcsak a várt makrogazdasági pályát változtatják meg, de e sokkok hatására az előrejelzést övező bizonytalanságot is indokoltnak tartjuk új módszertan alapján bemutatni. Mivel a gazdasági kilátások várható alakulása a korábbiaknál nagyságrendileg bizonytalanabbak, így szakítottunk azzal a gyakorlattal, hogy egy kitüntetett alappálya köré építjük a prognózisunkat. Jelenlegi előrejelzésünk minden változó esetében egy tartományt ad meg, amit két egymással egyenrangú pálya alapján határoztunk meg. A tartományt a korábbiaknál is nehezebben számszerűsíthető kockázatoszlás övezi, aminek ábrázolására a korábbi jelentéseinkben alkalmazott technológiával (a múltbeli előrejelzési hibákra alapozott legyezőábra) nem vállalkoztunk.

Az előrejelzés részletesebb ismertetése előtt röviden bemutatjuk a két pályát, a feltevésekben meglévő különbségeket.

3-1. ábra

Kockázatoszlás korábbi és jelenlegi előrejelzésünkben



¹¹ Előrejelzéseinket a 2008. november 14. nap végéig beérkezett információk alapján készítettük.

3-1. keretes írás: Alapfeltevéseink

Az inflációs jelentések eddigi gyakorlatának megfelelően előrejelzésünkben rögzített alapfeltevésekkel éltünk az alapkamatra, a forint/euro árfolyamra és az olajárpályára. Az alapkamatot az október 22-i emelést követően kialakult 11,5 százalékos szinten rögzítettük. Az árfolyam esetében az októberi átlagos árfolyamot használtuk, ami mintegy 11 százalékkal gyengébb, mint a megelőző előrejelzésben használt árfolyam. Szintén jelentős, de ellenkező előjelű változást fi-

gyelhattunk meg a határidős olajárak esetében. Az euróban számított olajárak – futamidőtől függően – 25-30 százalékkal csökkentek. Érdekes megemlíteni, hogy az elmúlt hónapokban nemcsak a spot olajárak csökkentek, hanem ezzel párhuzamosan a határidős olajárpálya alakja is megváltozott: a hosszabb lejáratokon csak kisebb mértékű volt az árak csökkenése, így meredekebbé vált a határidős olajárpálya.

3-1. táblázat

Főbb feltevéseink változása az augusztusi jelentéshez képest*

	2008. augusztus			2008. november			Változás augusztushoz képest (%)		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Jegybanki alapkamat (%)**	8,5	8,5	8,5	11,5	11,5	11,5	3,0	3,0	3,0
Forint/euro árfolyam	242,8	231,9	231,9	250,4	257,9	257,9	3,1	11,2	11,2
Dollár/euro árfolyam (cent)	155,4	157,7	157,7	147,5	133,5	133,5	-5,1	-15,4	-15,4
Brent olajár (dollár/hordó)	122,4	138,2	137,1	101,8	80,7	86,7	-16,9	-41,6	-36,8
Brent olajár (euro/hordó)	78,1	87,6	87,0	68,1	60,4	64,9	-12,8	-31,1	-25,3
Brent olajár (forint/hordó)	18 974	20 324	20 167	17 052	15 584	16 751	-10,1	-23,3	-16,9

* Éves átlagok, előre tekintve a 2008. októberi átlagos árfolyamok, illetve a határidős olajárpálya alapján.

** Év végi értékek a változatlan kamatszint alapfeltevésünk alapján, az augusztushoz képest vett változás százalékpontban értendő.

3.1. Átmeneti gazdasági visszaesés, majd lassú élénkülés

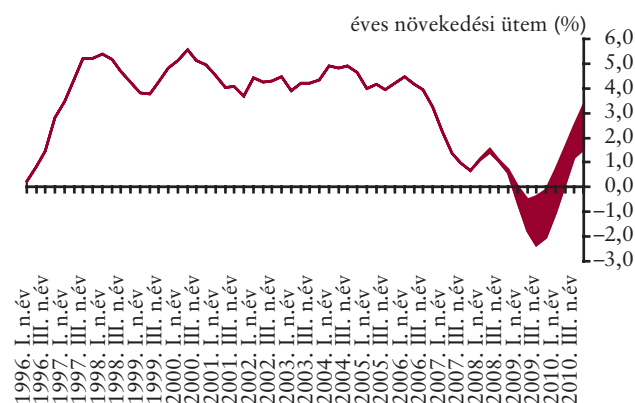
A konjunktúrakilátások minden komponens esetében jelentősen romlottak az elmúlt hónapokban. Míg 2008 első felében a gazdaság élénkülését figyelhettük meg, a harmadik negyedévben a GDP újra visszaesést mutatott az előző negyedévhez képest. Előretekintve a GDP további csökkenésére számítunk, de a tavalyi alacsony bázis miatt az éves növekedés csak jövő év elején kerül a negatív tartományba. Ezt 2010-ben némi élénkülés követheti, de a konjunktúra a teljes előrejelzési horizonton igen visszafogott marad majd.

Összességében a teljes előrejelzési horizonton a potenciális ütemtől jelentősen elmaradó GDP-dinamikát várunk, így korábbi várakozásainkkal szemben 2010-ig folyamatosan tovább fog távolulni a negatív kibocsátási rés. Az idei 1 százalékos növekedést követően az optimista esetben is 2 százalék alatt marad a következő két év kumulált gazdasági növekedése, míg a pesszimista forgatókönyv szerint a 2009-es 1,5 százalékos visszaesést is csak 0,5 százalékos növekedés követheti 2010-ben.

Az augusztusi jelentésünkhöz képest a konjunktúrára vonatkozó kilátások három fő tényező miatt változtak meg radikálisan. Egyrészt a külső konjunktúra alakulását a korábbiaknál jóval pesszimistábban látjuk. Másrészt a 2009-es költségvetési törvényben megfogalmazott intézkedések jelentős mértékben, a GDP közel két százalékával szűkítik az aggregált keresletet. Végezetül a pénzügyi válság nyomán a gazdasági szereplők hitelhez jutási esélyeit a korábbiaknál jóval kedvezőtlenebbül látjuk.

3-2. ábra

A GDP várható alakulása*



* Az ábrázolt sávok szélei a két forgatókönyvet mutatják.

A külső keresletre adott előrejelzésünkben meghatározó súllyal vettük figyelembe az utolsó hetekben érzékelt erőteljes nemzetközi lassulást, amiben jelentős szerepet játszottak a bankközi piacokon és a hitelezésében globálisan kialakult feszültségek. Legfontosabb kereskedelmi partnerünknel, az euroövezetben az év első negyedévére jellemző élénk növekedést követően a második és harmadik negyedéves adatok és a rövid távú várakozásokat megragadó indikátorok igen borús képet mutatnak. Mindezek alapján mindkét forgatókönyv esetében rövid távon stagnálást prognosztizálunk a GDP-alapú külső keresletben.

3-2. táblázat

Külső kereslet prognózisaink a nemzetközi intézetek előrejelzéseivel összehasonlítva*

		Teljes			Euroövezet		
		2008	2009	2010	2008	2009	2010
MNB	2008. november	2,1	(-0,4) – 0,3	(-0,2) – 1,5	1,2	(-0,8) – (-0,2)	(-0,6) – 1,1
	2008. augusztus	2,5	1,9	2,1	1,6	1,4	1,7
IMF*	2008. november (update)	1,9	0,0	x	1,2	-0,5	x
	2008. október	2,6	1,1	2,2	1,3	0,2	1,3
	2008. április	2,2	1,9	2,8	1,4	1,2	2,1
OECD*	2008. június	2,5	2,0	x	1,7	1,4	x
	2007. december	2,6	2,5	x	1,9	2,0	x
EB*	2008. ősz	2,5	0,9	1,7	1,2	0,1	0,9
	2008. tavasz	2,6	2,3	x	1,8	1,6	x
EKB	2008. szeptember	x	x	x	1,1 – 1,7	0,6 – 1,8	x
	2008. június	x	x	x	1,5 – 2,1	1,0 – 2,0	x

* GDP-alapú külső kereslet, MNB által számított értékek. A nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Így a számok eltérhetnek a nevezett intézmények által közöltektől.

Amint már említettük a hosszabb távú kilátásokban eltér a két forgatókönyv. Az első esetben 2009 második felétől már újra élni kezd kereskedelmi partnereinknél a konjunktúra, ez a forgatókönyv nagyságrendileg megfelel annak, amit a nemzetközi intézetek publikált prognózisaiban láthatunk. Mivel azonban az európai konjunktúrára vonatkozó összes elemzés a prognózisokhoz érdemi lefelé mutató kockázatokat tartalmaz, a második forgatókönyvünkben azzal számolunk, hogy a hitelkínálat beszűkülése tartósan fékezni fogja az európai növekedést, és ez 2010 végéig tartó recessziót okoz.

Az export növekedési üteme mindkét forgatókönyv esetén jelentős visszaesést mutat mind a korábbi évekre jellemző két számjegyű dinamikához, mind a korábbi előrejelzéseinkhez képest; az idénre várt 6 százalék után jövőre a 0-2 százalékos sávba, 2010-re pedig 2-6 százalék közé várjuk az exportdinamikát. Mindkét forgatókönyv esetében azzal számolunk, hogy az import növekedése a gyenge hazai kereslet miatt a teljes horizonton elmarad az exportétól, így a nettó export növekedési hozzájárulása 2009-ben és 2010-ben is pozitív lesz.

A konjunktúra hazai feltételei közül ki kell emelni a 2009-es költségvetési törvényjavaslatban szereplő, október végén bejelentett kormányzati lépések – a közzféra nominális bérbefagyasztásának és 13. havi illetmény zárolásának, illetve a 13. havi nyugdíjszabályok szigorításának – hatásait. A kormányzati intézkedésekkel kapcsolatban érdemes megemlíteni, hogy a közzféra béreinek befagyasztását szintben tartósnak tekintjük, 2010-re a versenyszféra bérnövekedéséhez közeli ütemre számítunk az állami szektorban.

A hitelezési feltételek szigorodása legerőteljesebben várhatóan a vállalati szektor és a lakosság beruházási aktivitását fogja majd vissza, jelentős hatással számolunk ugyanakkor a háztartások fogyasztási kiadásainál is. Emellett nem zárható ki az sem, hogy a hitelezés beszűkülése a KKV-szektor egyes szereplőinél a termelés finanszírozását is jelentős mértékben megdrágítja, s így a normális üzletmenet ellátását is ellehetetleníti.

Ami a vállalati beruházások alakulását illeti, a hitelhez jutási esélyek romlása a romló nemzetközi kilátásokkal és a gyenge

belső kereslettel együtt igen visszafogott, és általános tendenciájában inkább visszaeső vállalati beruházási aktivitást, csökkenő beruházási rátát vetít előre. Ezt az uniós források átcsoportosítása (a kormányzat KKV-csomagja) és egyéb egyedi tényezők – pl. Kecskeméten megvalósuló jelentős járműipari beruházás – csak részlegesen tudják ellensúlyozni. Összességében optimista esetben a nemzetgazdasági beruházások enyhe növekedésével számolunk előrejelzési horizontunkon, a pesszimista esetben azonban 2009-ben és 2010-ben is visszaesést mutatnak majd a beruházások.

Ami a háztartási szektor reakcióját illeti, mivel 2000 óta a háztartások fogyasztásukban és beruházásaikban nagymértékben támaszkodtak hitelfelvételre – az utóbbi években döntően devizahitelre –, előretekintve akár igen erőteljesen is reagálhatnak a hitelezési feltételek szigorodására. Az első forgatókönyv szerint a hitelezés csak fokozatosan fog lassulni, így érve el 2009 végére a hosszabb távon várható értékét, melyet a pozitív hitelezési sokkok – állami lakáshitel-támogatás, devizahitel-bőség – előtti évek (2000–2001) átlaga alapján a rendelkezésre álló jövedelem 4 százalékában határoztunk meg. Ebben a scenárióban a lakosság felhalmozási és fogyasztási hajlandósága csak fokozatosan csökken. A második változatban rövid távon drasztikus hitelcsökkenést tételezünk fel, gyakorlatilag zérus nettó háztartásihitel-felvételt várunk fél éven át, és e szintről fokozatosan növekedhet a hitelezés a hosszabb távú pályához. Ebben az esetben a lakosság felhalmozási rátájának visszaesése drasztikus mértékű lehet, megközelítve a '90-es évek első felére jellemző arányokat, és erőteljesebb korrekciót várunk a szektor fogyasztási hajlandóságában is. A nettó hitelfelvétel visszaeséséhez a lakosság részben a rendelkezésre álló pénzügyi eszközök csökkentésével is alkalmazkodik majd, összességében azonban úgy látjuk, hogy az óvatossági motívum szerepe a szektor viselkedésében érdemben erősödhet. Ez utóbbi következtében mindegyik forgatókönyvben a nettó pénzügyi megtakarítások emelkedését valószínűsítjük.

Előrejelzésünk szerint a háztartások rendelkezésre álló jövedelme az idei 1 százalék alatti növekedés után 2009-ben – 2006-hoz és 2007-hez hasonlóan – ismét visszaeshet, és csak 2010-ben növekedhet ismét, 1,3–1,8 százalékkal. A jövedelemcsökkenés egy része a kormányzati intézkedésekhez, má-

3-3. táblázat

A háztartások fogyasztási és megtakarítási rátája*

	2007	2008	2009	2010
Fogyasztási ráta	89,7	89,6–89,7	88,0–89,1	87,1–88,1
Beruházási ráta	7,4	7,2–7,3	5,2–6,6	5,1–6,3
Pénzügyi megtakarítási ráta	2,9	3,1	4,3–6,9	5,6–7,8

* A rendelkezésre álló jövedelem arányában, százalék.

3-4. táblázat**GDP-előrejelzés részletei**

	2007	2008		2009		2010	
	Tények	Augusztus	November	Augusztus	November	Augusztus	November
Háztartások fogyasztási kiadása	0,7	0,6	0,4–0,5	1,5	(–3,6)–(–1,1)	2,7	0,4–1,2
Természetbeni társadalmi juttatás	–10,8	–0,9	1,3	0,7	0,8	3,2	0,9
Háztartások végső fogyasztása	–1,8	0,3	0,5–0,6	1,3	(–2,7)–(–0,7)	2,8	0,5–1,1
Közösségi fogyasztás	–2,2	–3,1	–1,7	0,9	–1,8	2,0	0,6
Végső fogyasztás összesen	–1,8	–0,1	0,4–0,5	1,3	(–2,6)–(–0,9)	2,7	0,5–1,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	1,5	2,1	(–0,9)–(–0,5)	5,4	(–3,5)–1,1	6,3	(–0,2)–2,8
Készletváltozás és egyéb							
Bruttó felhalmozás	1,6	4,7	3,3–3,7	6,2	(–2,9)–1,0	5,5	(–0,8)–1,6
Belföldi felhasználás	–1	1,0	1,2	2,5	(–2,7)–(–0,4)	3,4	0,2–1,2
Export	15,9	10,1	6,2–6,4	7,4	0,0–1,6	8,7	2,0–5,8
Import	13,1	8,8	6,6–6,7	7,4	(–1,2)–1,5	8,9	1,8–4,9
Bruttó hazai termék	1,1	2,2	1,0–1,1	2,6	(–1,7)–(–0,2)	3,4	0,5–2,0

sik része az általános gazdasági környezet romlásához köthető.

A 2008-as kismértékű fogyasztásnövekedést követően mindkét forgatókönyvben a fogyasztás visszaesését várjuk jövőre, és 2010-ben is csak minimális növekedéssel számolunk. Figyelembe véve, hogy a lakásberuházásoknál a fo-

gyasztásnál nagyobb a finanszírozásban a hitelek aránya, a hitelezés visszaesése a fogyasztásnál nagyobb visszaesést fog okozni a háztartások beruházásaiban. A lakásberuházásokban még optimista esetben is 10 százalékot meghaladó visszaesést várunk jövőre a romló és bizonytalanabbá váló jövedelemkilátások és a hitelezés beszűkülésének együttes hatásaként.

3.2. Jelentős elbocsátások és mérséklődő bérdinamika

A munkapiacra is meghatározó lesz a gyenge konjunktúra hatása a következő két évben. Prognózisunk szerint jelentős alkalmazkodásra kényszerül a vállalati szektor, mivel már a kiinduló helyzetben is igen kedvezőtlen a jövedelmezősége: közel két éve folyamatosan csökken a munkaerőn elért profit. Kulcskérdés, hogy a hosszabban elnyúló gyenge konjunktúra mellett mennyire lesznek majd rugalmasak a bérek. Az elmúlt évek tapasztalatai arra utalnak, hogy még jelentős elbocsátások ellenére sem csökken szignifikánsan a versenyszektorban a bérdinamika, így előre tekintve nem elhanyagolható a bizonytalanság a tekintetben, hogy az alkalmazkodás során mekkora lesz a bér-, illetve a létszámcsatorna súlya.

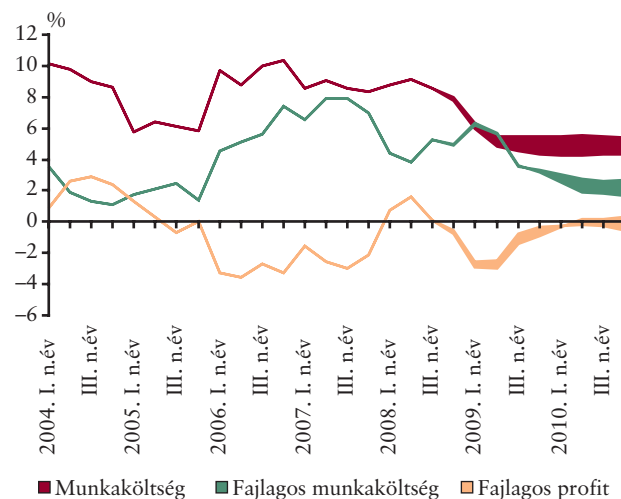
Prognózisunk szerint a versenyszférában erőteljes elbocsátási hullám várható 2010-ig, összességében még az optimista változatban is több mint 60 ezer fővel csökkenhet a versenyszférában a foglalkoztatottak száma 2009–2010-ben, a pesszimista forgatókönyv szerint az elbocsátások 2010-ig meghaladhatják a 100 ezer főt.

Az elbocsátásokkal párhuzamosan a nominális bérek dinamikája is korábban nem látott szintre süllyedhet a versenyszektorban. A múltban megfigyelt bérmereségek miatt azonban ezúttal sem számolunk drasztikus bérdinamika, csökkenéssel. Jövőre már 6 százalékos alatti bérnövekedést prognosztizálunk mindkét verzióban. Az első forgatókönyv esetében a bérdinamika 2010-re öt-hat százalékos közeli lehet, a második változatban pedig négy százalékos közeli lehet a bérek növekedése.¹² Közös a két verzióban, hogy a reálbérek a teljes előrejelzési horizonton növekedni fognak a versenyszektorban, figyelembe véve, hogy az infláció is jelentősen csökkenhet.

Felmerül, hogy milyen hatással járhat a versenyszektor béreire az állami szektorban a megszorítások nyomán jövőre várt közel 8 százalékos reálbércsökkenés. E kérdés megválaszolásakor – a meglévő bérmereségeken túl – a magán- és az állami szektor bérszintje közötti hosszabb távú kapcsolatot érdemes megvizsgálni. A két szektor béreinek érdemi egymásra hatása ugyanis abban az esetben képzelhető el, ha a két szektor munkavállalói viszonylag közeli helyettesítők. Ebben az esetben viszont a verseny és állami szektor béreinek aránya az, ami a

3-3. ábra

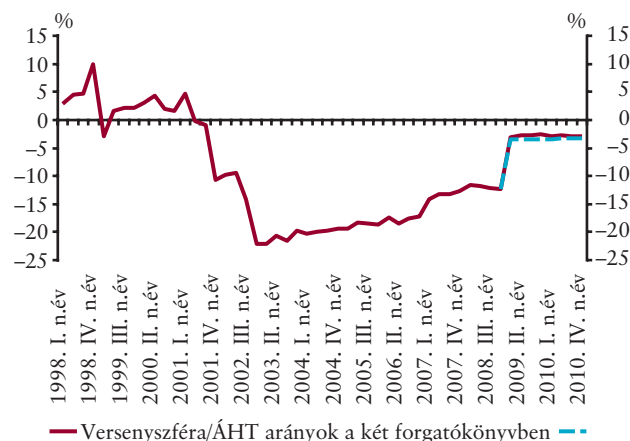
A versenyszektor fajlagos munkaköltségeinek összetevői*



* Az ábrázolt sávok szélei az első és második forgatókönyvet mutatják.

3-4. ábra

A verseny és állami szektor béreinek aránya*



* A forintban kifejezett szintek százalékos eltérése.

kapcsolatot létrehozza a magán- és állami munkavállalók között. Ha a versenyszektor bérei tartósan magasabbak, mint az állami szektoré, ez munkaerő-áramlást indukál az államtól a

¹² A KSH-statisztikában szereplő nemzetgazdasági bérnövekedési ütem az egyes munkavállalók bérdinamikáján kívül a foglalkoztatottak összetételében lezajló változásokat is tartalmazza. Ez utóbbi hatás – az alacsonyabb bérű munkahelyek súlyának csökkenésével – az elmúlt évek folyamatai alapján készített számításaink szerint előre tekintve 1 százalékos körül lehet a bérindexben. Vagyis az átlag munkavállaló béremelkedési üteme előrejelzési horizontunkon 1 százalékponttal el fog maradni a statisztikákban szereplő bérdinamikától.

versenyszférába, amely a rátát mérsékli. Ellenkező kiinduló esetben persze a mechanizmus fordítottnak érvényes.

A következő ábrán ugyanakkor az látható, hogy hosszabb időszakokra visszatekintve, a 2009-es állami intézkedésekkel a ma-

gán- és állami bérek viszonya visszaáll arra a szintre, ami a 2002-es nagymértékű állami béremeléseket megelőzően volt jellemző.¹³ Mindezek alapján nem számolunk előrejelzési horizontunkon túl szoros kapcsolattal a két szektor bérdinamikája között.

¹³ Fontos megjegyeznünk, hogy a kérdés az itt illusztráltnál bonyolultabb, hiszen az átlagbérek egyszerű összevetése elfedi a foglalkoztatottak összetételében történt minőségi változásokat.

3.3. Határozott dezinfláció: 2009-ben célhoz közeli, 2010-ben cél alatti infláció várható

Számításaink azt mutatják, hogy az alapfeltevéseink érvényessége esetén mindkét forgatókönyv szerint határozott dezinfláció várható a teljes előrejelzési horizonton. Korábbi előrejelzéseinkkel szemben most úgy látjuk, hogy már jövőre közel lesz a középtávú célhoz az infláció, 2010-ben pedig további inflációcsökkenésre számítunk, ekkor 2 százalékpont alá lehet az árindex.

Inflációs képünkre egyaránt jelentős hatást gyakoroltak az alapfeltevések változásai és a romló makrogazdasági kilátások. Az euro/forint árfolyam és az olajárak nagy volatilitás mellett igen jelentősen módosultak az augusztusi előrejelzés óta. Az előrejelzéshez használt árfolyam 10 százalékpontot meghaladó gyengüléssel párhuzamosan az olajárak meredeken csökkentek, számottevően enyhültek a globális inflációs kockázatok. A két folyamat inflációs pályára gyakorolt hatásának eredője közel semleges, a pálya lefutását tekintve azonban a hosszabb horizontokon inkább az infláció enyhe emelkedésének irányába hatottak.

A kedvezőtlen belföldi konjunkturális folyamatok a fogyasztói kosáron belül elsősorban a maginflációra gyakorolnak hatást. Az utóbbi negyedévekben készült előrejelzéseinkben kiemelt figyelmet fordítottunk a negatív kibocsátási rés inflációt fékező hatására. Jelenlegi előrejelzésünkben – a romló kon-

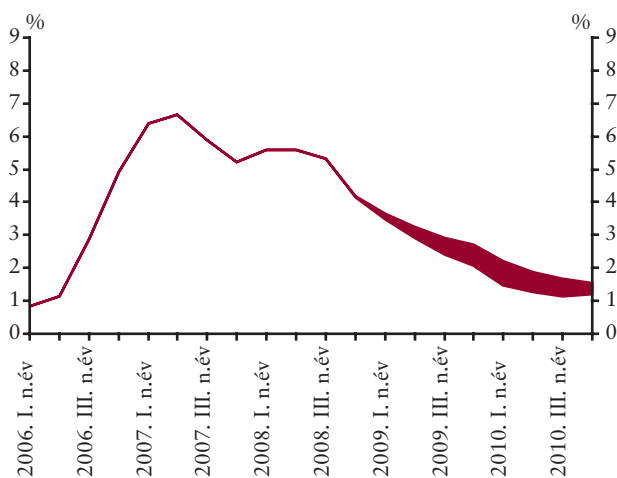
junktúrakilátásokkal, alacsonyabb háztartási reáljövedelmekkel összhangban – még markánsabb lett a dezinflációs hatás. A tartósan magas inflációs várakozásokból fakadó kockázatok ellenére jelenleg úgy ítéljük meg, hogy olyan nagy lesz a negatív kibocsátási rés, hogy hatására – alapfeltevéseink teljesülése esetén – a maginfláció 2008-hoz képest 3,5-4 százalékponttal, 2 százalékpont alá csökkenhet 2010-ig.

Az infláció várt csökkenésében rövidebb távon meghatározó szerepet játszanak a globális inflációs folyamatok. Egyrészt a maginflációs körben a költségoldali árnyomást mérsékli az energiaárak és a nyersélelmiszer-árak csökkenése, másrészt a hatások a maginfláción kívüli termékkörökben közvetlenül is megjelennek.

Ez utóbbi hatást tükrözi, hogy augusztusi előrejelzésünkkel összehasonlítva 2009-ben lényegesen szűkülhet a maginfláció és a teljes fogyasztóiár-index közötti különbség. Az év első felében folyamatosan emelkedő nyersanyag- és élelmiszerárak a globális konjunktúrakilátások romlásával meredek csökkenésnek indultak, ami az energiaárakon kívül a hazai feldolgozatlan élelmiszerek árcsökkenését is okozzák. Előre tekintve pedig az olajárak csökkenése a szabályozott árak – gázárak, távhődíj – emelkedésének ütemét is jelentősen tompítja¹⁴.

3-5. ábra

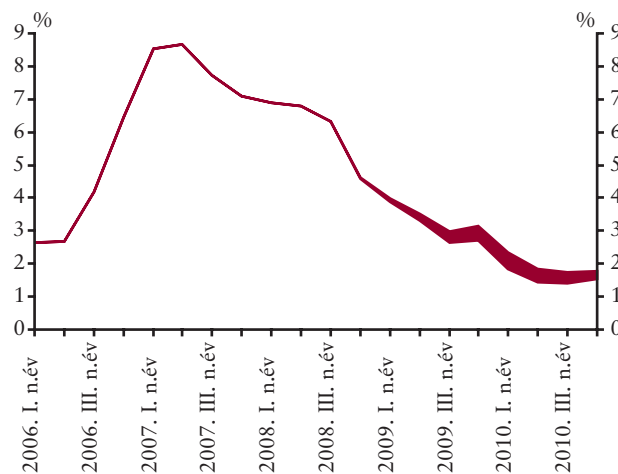
Maginfláció alakulására adott előrejelzési tartomány*



* Év/év indexek százalékban. Az ábrázolt sávok szélei az első és második forgatókönyvet mutatják.

3-6. ábra

A fogyasztóiár-index alakulására adott előrejelzési tartomány*



* Év/év indexek százalékban. Az ábrázolt sávok szélei az első és második forgatókönyvet mutatják.

¹⁴ Mivel 2008 folyamán a vezetékes gáz, illetve a távhő árának emelkedése elmaradt az importárak emelkedésétől, 2009 elején további áremeléssel számoltunk a tételknél. Alapfeltevéseink szerint ugyanakkor az importált gáz ára a jövő év második felében csökkenhet, ami lehetővé teszi majd az árak csökkentését a 2008 végi szintekre.

3-5. táblázat

Előrejelzésünk változása augusztushoz képest

	2007	2008		2009		2010	
	Tény	Előrejelzés					
		Augusztus	Aktuális	Augusztus	Aktuális	Augusztus	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ¹	6,0	5,1	5,2	2,8	2,7 – 3,0	2,7	1,3 – 1,8
Fogyasztóiár-index	8,0	6,3	6,2	4,1	3,1 – 3,4	3,0	1,5 – 1,9
Gazdasági növekedés*							
Külső kereslet (GDP-alapon)	3,8	2,5	2,1	1,9	(-0,4) – 0,3	2,1	(-0,2) – 1,5
Fiskális keresleti hatás ²	-3,7	-1,5	-1,8	-0,1	(-0,6) – (-0,1)	-0,8	(-0,5) – 0,3
Háztartások fogyasztási kiadása	0,7	0,3	0,4 – 0,5	1,4	(-3,6) – (-1,1)	2,8	0,4 – 1,2
Állóeszköz-felhalmozás	1,5	2,1	(-0,9) – (-0,5)	5,4	(-3,5) – 1,1	6,3	(-0,2) – 2,8
Belföldi felhasználás	-1,0	1,0	1,2	2,5	(-2,7) – (-0,4)	3,4	0,2 – 1,2
Export	15,9	10,1	6,2 – 6,4	7,4	0,0 – 1,6	8,7	2,0 – 5,8
Import	13,1	8,8	6,6 – 6,7	7,5	(-1,2) – 1,5	8,9	1,8 – 4,9
GDP**	1,1	2,2	1,0 – 1,1	2,6	(-1,7) – (- 0,2)	3,4	0,5 – 2,0
Folyó fizetési mérleg hiánya ³							
A GDP százalékában	6,4	–	7,0 – 7,2	–	4,0 – 4,9	–	4,3 – 4,4
Milliárd euróban	6,5	–	7,7 – 7,8	–	4,3 – 5,4	–	4,8 – 4,9
Külső finanszírozási igény ³							
A GDP százalékában	5,3	–	5,7 – 5,8	–	1,8 – 2,8	–	1,7 – 1,8
Munkapiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	8,0	8,8	8,7	6,5	0,9 – 1,4	6,5	4,4 – 5,6
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	-0,1	-1,6	-1,2	-0,6	(-1,3) – (-0,9)	0,1	(-1,8) – (-0,8)
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	9,1 (8,2)	10,2 (8,5)	9,3 (8,5)	7,2	5,0 – 5,7	6,5	4,3 – 5,5
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	0,9	-1,7	-1,1	-0,7	(-1,4) – (-0,9)	0,2	(-2,2) – (-1,0)
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	7,3	3,7	4,6	4,1	4,7	3,1	2,0 – 2,8
Lakossági reáljövedelem***	-3,0	1,3	0,5 – 0,7	2,0	(-0,6) – (-1,8)	2,7	1,3 – 1,8

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

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

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

⁴ Pénzforgalmi szemléletben.

⁵ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

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

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

* A KSH októberben a normál éves revízió keretében közölt éves nemzetiszámla-adatokat. Az éves ténytől eltérő értékeket szerepeltetjük, mivel azonban a negyedéves lefutások egyelőre nem ismereteseek, prognózisunk készítésénél a korábbi adatokat használtuk.

** A táblázatban a naptárnap-hatástól szűrt adatok szerepelnek.

*** MNB-becslés.

3-6. táblázat

Az MNB előrejelzései más intézményekkel összehasonlítva

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

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

¹ A Reuters és a Consensus Economics felméréseinél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középítő érték) azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében. ² MNB által számított értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Így a számok eltérhetnek a nevezett intézmények által közltekétől. ³ Az OECD nem publikált Romániáról adatokat, így az OECD-előrejelzésünk nem veszi figyelembe Romániát.

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

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

4. Államháztartás és külső egyensúly





4.1. Az államháztartás hiánymutatóinak alakulása

2008-ban tovább folytatódik a 2006-ban elkezdődött fiskális konszolidáció, aminek eredményeképpen az államháztartás hiánya két év alatt a GDP több mint 6 százalékaival csökken, így Magyarország akár már idén teljesítheti a deficitre vonatkozó maastrichti kritériumot. A kedvezőtlen makrogazdasági változások ellenére a hiánycsökkenés az eredeti konvergenciapályában kijelöltnél is gyorsabb ütemben folytatódhat 2009-ben, aminek alapja a kieső bevételeket erőteljesen ellensúlyozó kiadás oldali visszafogás. Jelenlegi előrejelzésünk szerint a kormány által 2009-re kitűzött, módosított 2,6 százalékos hiánycél elérhető, azonban 2010-ben a hiánycsökkenés folyamata további intézkedések nélkül várhatóan megáll.

2008 első három negyedében alapvetően a 2007-eshez hasonló kedvező folyamatokat figyelhetünk meg a fiskális politikát illetően. A költségvetési tervhez képest kissé magasabb bevételek és szoros kontroll alatt tartott kiadások eredményeképpen a hiány várhatóan számottevő mértékben elmarad a konvergenciaprogramban foglalttól.

2008 végén azonban a hitelpiaci válság hatására jelentősen romló makrogazdasági kilátások alapján előre tekintve jóval kisebb állami bevételekre számíthatunk, amelyhez a fiskális politika a kiadási oldal mérséklésével próbál alkalmazkodni. A nemzetközi befektetői hangulat romlása és az államháztartás finanszírozásának nehézségei arra késztették a magyar

kormányt, hogy a korábbi tervéhez képest még jelentősebb mértékben javítsa a költségvetési egyensúlyt 2008-ban és 2009-ben. Számításaink szerint az államháztartás hiánya 2008-ban a GDP 2,9 százaléka eléri, ami nemcsak a konvergenciaprogram eredeti 4 százalékos céljától, de a kormány legutóbbi 3,4 százalékos előrejelzésétől is elmarad, így Magyarország teljesítheti a deficitre vonatkozó maastrichti kritériumot. 2009-ben a hiány a GDP 2,2-2,7 százaléka mérséklődhet, azonban az idén ősszel bejelentett intézkedések egyelőre nem biztosítják a hiány csökkenésének 2009 utáni folytatódását és így a középtávú fiskális célkitűzéshez való, a Stabilitási és Növekedési Egyezményben előírt 0,5 százalékpontos strukturális közeledést.

Ellentétben más európai országokkal, amelyek már elérték, vagy közelebb vannak a kiegyensúlyozott költségvetési pozícióhoz, Magyarország számára a jelenlegi helyzetben nem reális lehetőség a költségvetési deficit növelésén keresztül megvalósított növekedésélénkítés, sőt a gazdasági ciklus lassuló szakaszában a mérséklődő bevételek mellett további kiadáscsökkentést megvalósító fiskális politika erősen prociklikus irányultságú lesz 2009–2010-ben. 2009-től a költségvetési egyenleg ciklikus komponense a korábbi csökkenő, de pozitív értékeket követően negatívba fordul, azaz a ciklikusan igazított hiány kisebb lesz a hivatalos ESA-deficitnél.¹⁵ 2008 és 2010 között az államháztartás hiánya az első forgató-

4-1. táblázat

Az államháztartásihiány-mutatók alakulása

(GDP százalékában)

			I. forgatókönyv			II. forgatókönyv		
	2006	2007	2008	2009	2010	2008	2009	2010
I. Államháztartás pénzforgalmi (GFS) egyenlege	-9,3	-5,5	-3,5	-2,5	-2,7	-3,5	-3,0	-3,5
II. Államháztartás eredményszámla- (ESA-) egyenlege	-9,3	-5,0	-2,9	-2,2	-2,3	-2,9	-2,7	-3,1
III. Államháztartás SNA-egyenlege	-9,6	-5,9	-4,2	-3,9	-3,3	-4,2	-4,3	-4,1
IV. Ciklikusan igazított államháztartási egyenleg			-2,9	-1,8	-1,7	-3,1	-2,1	-2,1

¹⁵ A ciklikusan igazított deficit a hivatalos hiánymutató és a ciklikus komponens összegeként határozható meg. Amennyiben a ciklikus komponens negatív, az azt jelenti, hogy a meghatározó adóalapok (fogyasztás és bértömeg) növekedése elmarad a hosszú távú trendjétől, azaz ebben az esetben az adóbevételek is elmaradnak trendjüktől. Negatív ciklikus komponens esetében a hivatalos költségvetési hiány magasabb, mint a ciklikusan igazított, azaz a trend mentén növekvő adóbevételekkel számolt deficit. A ciklikus egyenleg változása megmutatja, hogy valójában mekkora a fiskális politika makrogazdasági változásoktól szűrt hatása, vagyis figyelembe veszi a makrogazdasági folyamatokból eredő automatikus változásokat. A ciklikusan igazított egyenleg másik értelmezése szerint nem más, mint annak az indikátora, hogy mekkora lenne az egyenleg, ha az adóalapok a trendjük mentén változnának.

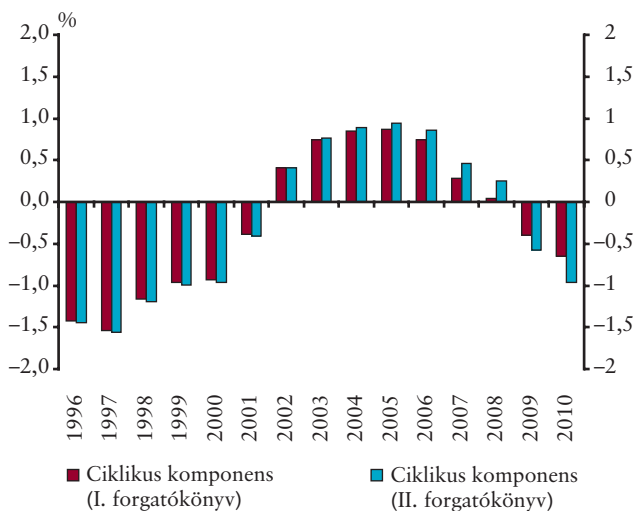
könyvben 0,6 százalékponttal csökken, azonban a romló gazdasági növekedést is figyelembe vevő, ciklikusan igazított egyenleg ennél jelentősebb, 1,3 százalékpontos javulást mutat. A második forgatókönyvben még szembeötlőbb az eltérés, ugyanis ebben az esetben a hivatalos deficit nem csökken, sőt kismértékben emelkedik 2008 és 2010 között, azonban ha kiszűrjük a gazdasági növekedés lassulásának hiánynövelő hatását, akkor a ciklikusan igazított államháztartási pozíció 1,0 százalékpontos mérséklődést mutatna.

A 4-1. ábra jól mutatja az államháztartás automatikus stabilizátorainak hatását. A költségvetési politika 1996 és 2001 között úgy csökkentette a deficitet, hogy közben a meghatározó adóalapok (bérek és fogyasztás) trendnél alacsonyabb növekedése következtében a bevételei elmaradtak trendjüktől. Ezzel szemben 2002 és 2008 között a kedvező konjunktúrális helyzet eredményeképpen a bevételek átmenetileg javították a deficitet. 2009-től a költségvetés szempontjából fontos főbb makrogazdasági változók várhatóan újra a trendjük alatt növekednek, ami azt eredményezi, hogy a ciklus rontja a költségvetési egyenleg hivatalos mutatószámait 2009–2010-ben.

4-1. ábra

Az államháztartás ciklikus komponenseinek alakulása a két forgatókönyv mentén

(GDP százalékában)*



A KEDVEZŐTLEN MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATOK KÖVETKEZTÉBEN JELENTŐSEN CSÖKKENŐ BEVÉTELEK

A konvergenciaprogramnál kedvezőbb 2008-as költségvetési deficit elsősorban a vártnál magasabb bevételek, a költségvetési szervek alacsonyabb kiadásai, illetve az egyensúlyi tartalékok zárolásának következménye, miközben a kamatkidások, illetve a nyugdíjkiadások meghaladták az előirányzatot.

2008-ban az eredeti előirányzathoz viszonyított egyenlegjavulás a központi költségvetés tekintetében mintegy felerészben a kisebb kiadásoknak, felerészben pedig a magasabb bevételeknek köszönhető. 2008-ban az előirányzathoz képest a központi költségvetés bevételei várhatóan több mint 100 milliárd forinttal lesznek magasabbak, azonban előretekintve az adóbevételek csökkenését várjuk.

Mind a májusi, mind az augusztusi inflációs jelentéshez viszonyítva jelentős mértékben csökkentek a meghatározó adóalapok növekedésére vonatkozó várakozásaink, ami az adóbevételek drasztikus visszaesését eredményezi 2009–2010-ben. 2009-ben a GDP-arányos adó- és járulékbévételek legalább mintegy 0,5 százalékponttal esnek vissza 2008-hoz képest. Az általunk vizsgált mindkét forgatókönyv a bruttó keresetösszeg és a fogyasztás jelentős csökkenését mutatja korábbi feltételezésünkhöz képest, ami a legnagyobb bevételi tételek – személyi jövedelemadó, társadalombiztosítási járulékok, forgalmi adó – számottevő mérséklődését eredményezi. A májusi, illetve augusztusi makrogazdasági pályához képest a bruttó nemzetgazdasági bértömeg 2009-ben várhatóan mintegy 4-5 százalékponttal esik vissza és 2010-ben is csak szerény mértékű növekedést valószínűsítünk. A bértömeg és így az ebből származó bevételek csökkenése részben az állami szektor 13. havi béreinek eltörléséhez kötődik. Májusban és augusztusban a másik meghatározó adóalap, a nominális vásárolt fogyasztás esetében közel 6 százalékos növekedést feltételeztünk 2009-re vonatkozóan. Jelenleg azzal számolunk, hogy ez a dinamika kedvező esetben is 2 százalék közelébe csökken, de a kedvezőtlen esetben elképzelhető a vásárolt fogyasztás közel 0,5 százalékos visszaesése is.

A fogyasztáshoz kapcsolódó áfabevételek erodálódása már 2008 második felében elkezdődött, és ez a kedvezőtlen tendencia várhatóan jövőre is folytatódni fog. A kedvezőtlenebb konjunktúrával számoló forgatókönyvben (II. forgatókönyv) a bérpálya viszonylagos hasonlósága mellett a fogyasztás jelentősebb csökkenését valószínűsítjük, így az ehhez kötődő bevételek elmaradnak a kedvezőbb konjunktúrális pálya (I. forgatókönyv) által indokolttól 2009-ben. A forgatókönyvek között leginkább a bevételek esetében fedezhető fel jelentős eltérés, amely 2009-ben kb. a GDP 0,5 százalékára, míg 2010-ben a GDP 0,8 százalékára tehető.

KIADÁSI INTÉZKEDÉSEK A KIESŐ BEVÉTELEK ELLENSÚLYOZÁSÁRA: TOVÁBB JAVULÓ HIÁNYPÁLYA

A költségvetés kiadási oldalát meghatározó három legnagyobb és legfontosabb tétel a költségvetési fejezetek és intézmények kiadásai, a nyugdíjkiadások és az államadósság után fizetendő kamatkidások, amelyek összességében lefedik az

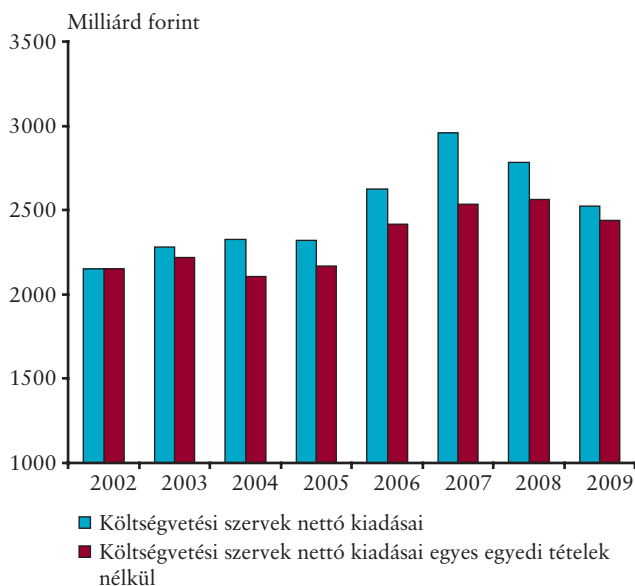
állami költségvetés konszolidált kiadásainak közel háromnegyedét.

A kormány a makrogazdasági pálya érdemi romlása miatt kieső bevételek ellensúlyozására több új kiadás oldali intézkedést érvényesít a költségvetési törvényben. Az állami alkalmazottak esetében a bérek nominális befagyasztása mellett megszűnik a 13. havi fizetés, a nyugdíjak esetében jelentős szigorítás történik a 13. havi illetmények esetében, számottevően csökken a költségvetési szervek előirányzata, illetve néhány kisebb intézkedés történik egyes szociális ellátások területén is. A kedvezőtlenebbé váló makrogazdasági pálya és az ezeket a hatásokat ellensúlyozó kiadás oldali intézkedések eredőjeként 2009-ben az eredetileg tervezett 3,2 százalékos hiánycélt a kormány 2,6 százalékra módosította.

A **költségvetési szervek** nettó kiadásai 2005 és 2007 között meredeken emelkedtek, azonban a növekmény jelentős része olyan egyedi folyamatokhoz köthető, mint például a gázártámogatás megugrása 2006-ban vagy az autópálya-építésekhez kapcsolódó kiadások és a MÁV-tőketranszfer 2007-ben. Ezen nagy, egyedi tételek nélkül azt figyelhetjük meg, hogy a költségvetési szervek alapfolyamatokhoz kapcsolódó kiadásai nominálisan gyakorlatilag stagnálnak 2008-ban.¹⁶ A költségvetés kiadási oldalán az év eddig eltelt

4-2. ábra

A költségvetési szervek nettó kiadásainak alakulása egyes egyedi tételek kiszűrésével



Egyedi tételek: autópálya-építések kiadásai, energiatámogatás (gázártámogatás), MÁV-tőketranszfer (2007-ben).

10 hónapjában szigorú fegyelem érvényesült, aminek eredményeképpen 2008-ban a költségvetési szervek kiadásai és a tartalékok felhasználása együttesen jelentősen, mintegy 100 milliárd forinttal elmaradhat az előirányzattól.

A költségvetési szervek nettó kiadásainak előirányzata (stabilitási tartalékokkal együtt számolva) nominálisan közel 260 milliárd forinttal mérséklődik 2009-ben a 2008-as várható értékéhez képest. Amennyiben figyelembe vesszük a már ismert egyedi tételek mintegy 140 milliárd forintos csökkenését (autópálya-építés és gázártámogatás), illetve a központi költségvetésben dolgozó állami alkalmazottak 13. havi bérének visszavonásából eredő mintegy 100 milliárd forintos kiadáscsökkenést, akkor ez a többi tétel tekintetében nominálisan közel szinten maradó kiadásokat jelent. Ez a feltételezés a 2008-as év első három negyedéhez hasonlóan szigorú költségvetési kontrollt jelent, összességében a teljes kiadási szint a GDP 1,2 százalékával csökken. 2010-re nominálisan kissé emelkedő, de a GDP arányában tovább csökkenő kiadásokat várunk.

A **nyugdíjkiadások** a GDP arányában a bejelentett intézkedések és a makrogazdasági feltételek változása következtében várhatóan kismértékben csökkenni fognak 2009-ben, azonban 2010-től újra a 2008-as szint fölé emelkedhetnek. Utóbbi oka elsősorban az emelkedő bérindex, amely várhatóan ellensúlyozza a csökkenő infláció hatását. A makrogazdasági pályából adódó automatizmus mellett konkrét intézkedések is történtek, amelyek elsősorban a 13. havi nyugdíjkifizetések csökkentésére irányulnak. 2009-ben 13. havi öregségi nyugdíj csak a törvényes korhatár feletti nyugdíjasoknak jár, de esetükben is 80 ezer forintban maximálják a kifizetendő havi összeget. Az ötéves nyugdíjkorrekciós program jövőre esedékes része csak szeptembertől valósul meg, ezzel is csökkentve a jövő évi kiadásokat. 2010-re vonatkozóan azzal számolunk, hogy a 13. havi nyugdíjakra vonatkozó intézkedések érvényben maradnak.

A jelentősen emelkedő hozamgörbe a mérséklődő finanszírozási igény ellenére is a **kamatkiadások** emelkedését okozza 2009-ben és 2010-ben. Az állampapír-piaci benchmarkhozamok minden lejáraton érdemben, a nyári időszakhoz képest mintegy 300 bázisponttal emelkedtek október végére, miközben az októberi átlagos hozamszint is mintegy 100-200 bázisponttal a nyári átlag felett volt. A csökkenő finanszírozási igény, az átalakuló finanszírozási szerkezet és az emelkedő hozamszint eredőjeként a kamatkiadások várhatóan mintegy 60 milliárd forinttal emelkednek 2009-ben 2008-hoz viszonyítva októberi átlagos hozamgörbe használatával.

¹⁶ A költségvetési szervek kiadásainak szerkezete azonban rendkívül heterogén módon változott 2008-ban: miközben a dologi kiadások némileg az inflációt meghaladó mértékben emelkedtek, a bérkiadások és az egyéb, transferjellegű kiadások gyakorlatilag nominálisan szinten maradtak, addig a beruházások – autópálya-építési kiadások nélkül – drasztikusan, mintegy 40 százalékkal visszaestek 2008 első három negyedében 2007 hasonló időszakához képest.

A KÖLTSÉGVETÉSI PÁLYÁT ÖVEZŐ KOCKÁZATOK

Az előrejelzésünket övező kockázatok a bevételek oldalán alapvetően a makrogazdasági változók alakulásával kapcsolatban, míg kiadási oldalon leginkább a költségvetési szervek, illetve a kamatkiadások esetében merülnek fel.

A költségvetési szervek alapfolyamatai esetében – a múltbeli dinamikákat is figyelembe véve – jelentős kockázatokat érzékelünk, ezek alapján az előirányzatnál némileg magasabb kiadási szint adódna. Egyrészt a dologi kiadások az elmúlt években mindig az inflációt meghaladó mértékben nőttek, amennyiben legalább a reálérték szinten tartásával számolnánk, az már érdemi nominális emelkedést jelentene. Másrészt a beruházásoknál és az egyéb kiadásoknál (pl. transferek) 2002 és 2007 között az átlagos növekedési ütem meghaladta a 10 százalékot, de egyedi tételektől megtisztítva, nem választási években is átlagosan 1 százalékos emelkedés volt. Ezek alapján a kiadások 2009-ben legalább a GDP 0,2-0,3 százalékával növekednének az alap-előrejelzéshez képest, még abban az esetben is, ha ezzel a nagyon mérsékelt pályával számolunk.

Természetesen a korábbi évek historikus átlagával számolva a kockázatok ennél sokkal jelentősebbek, elérhetik akár a GDP

1 százalékát is, azonban ezt a jelenlegi helyzetben – figyelembe véve a fiskális szigor és a külső környezet megváltozásából fakadó kényszereket – nem tartjuk reálisnak. 2010-ben is jelentős kockázatokat rejt a költségvetési szervek előirányzata, a készülő költségvetési plafontörvény azonban segíthet a kiadások keretek között tartásában.

Alap-előrejelzésünkben alapvetően a hozamok októberi átlagos szintjét vettük figyelembe a kamatkiadások előrejelzésekor. Amennyiben a hozamok az októberi átlagos emelkedéshez képest változnak, az nyilvánvalóan hatással lehet a kamatkiadásokra is. Hüvelykujjszabályként azt lehet mondani, hogy a hozamgörbe párhuzamos, azaz minden lejáratú szegmenst érintő 100 bázispontos elmozdulása átlagosan az első évben a GDP 0,15 százalékával mozdítja el az állami kamatkiadásokat. Természetesen az adósságkezelő a hozamváltozásra reagálhat a forint/deviza arány változtatásával, illetve a forint-adósság finanszírozási szerkezetének változtatásával is (adósság átlagos futamidejének változtatása), amely mind befolyásolja a kamatkiadások mértékét. Emellett fontos azt is megemlíteni, hogy a devizafinanszírozás esetlegesen magasabb aránya az állam alacsonyabb kamatkiadásai mellett a sterilizációs költségek emelkedésén keresztül az MNB-nél veszteséget okozhat, ami a későbbiekben magasabb költségvetési kiadásokkal járhat.

4-2. táblázat

A költségvetési szervek egyes kiadási tételeinek nominális növekedési ütemei különböző összevetésben

	Historikus átlag 2002–2007 között	2008 első három negyedéve	2009 várható alakulás
1. Bérkiadások és járulékaik	9,9%	2,2%	–7,5%
2. Dologi kiadások	10,2%	8,4%	} 0%
3. Beruházások és egyéb kiadások egyedi tételek nélkül	7,7%	–8,9%	

4.2. Külső egyensúly alakulása

2008 I. félévében az előzetes adatok szerint a folyó fizetési és tőkémérleg egyenlegének összege, azaz a külső finanszírozási igény a GDP 4,2 százaléka körül alakult, amely körülbelül megfelel a 2007 végén jellemző szintnek.¹⁷ A külső egyensúly javulásának megtorpanása elsősorban a külső gazdasági feltételek változásával magyarázható. A gyengülő külső konjunktúra következtében a reálgazdasági egyenleg javulása már nem folytatódott az év első felében, ám a külkereskedelmi tranzakciók még így is számottevően csökkentették a folyó mérleg hiányát. A jövedelemegyenleg hiánya ugyanakkor a nettó kamattörlesztések növekedése miatt mérsékelten emelkedett, amit feltehetően a megemelkedett külső finanszírozási költségek indokolnak. Az I. félévben mintegy 850 millió eurónyi nettó európai uniós transzfer érkezett az országba, amely a külső egyensúlytalanság csökkenésének irányába hatott.

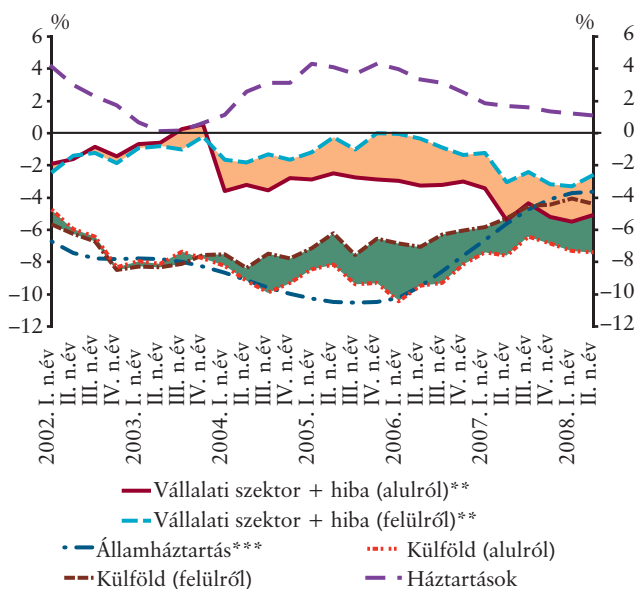
A külső finanszírozási szükséglet szinten maradása mellett a belföldi szektorok finanszírozási helyzetében sem következett be jelentős változás 2008 első felében. A konszolidált államháztartás finanszírozási igénye ugyan tovább mérséklődött, ám az előző évek drasztikus kiigazítása után a hiány csökkenése lelassult. A fiskális egyensúlytalanság csökkenését ugyanakkor jórészt ellensúlyozta a háztartások nettó megtakarításának mérséklődése, amely az I. félévben még mindig intenzív hitelfelvétel és csökkenő követelésnövekedés mellett ment végbe. A vállalatok finanszírozási igénye érdemben nem változott.

Külső egyensúlyi előrejelzésünket a reálgazdasági részben bemutatott két scenárió mentén készítettük el. A makrogazdasági feltételezések minden tekintetben megegyeznek az ott leírtakkal, ám a drasztikus hitellassulással számoló forgatókönyvet a külső finanszírozási költségek tartósan magas szinten maradásával is kiegészítettük. Ez az adósságterhek emelkedésén keresztül a külső finanszírozási igény növekedésének irányába hat, hiszen az összes belföldi szektor magasabb költséggel képes csak finanszírozni a jövedelmét meghaladó fogyasztást vagy beruházást. A két forgatókönyv feltevései mellett a belföldi szektorok finanszírozási képessége markánsan eltérő módon alakulhat a teljes előrejelzési horizonton, ám az ellenkező irányú hatások eredőjeként a külső egyensúlytalanság összeségében csak 2009-ben tér el lényegesen a két scenárióban.

2008 egészében a GDP-arányos külső finanszírozási igény enyhén emelkedhet az előző évhez képest, és 5,7 százalék kö-

4-3. ábra

A szektorok finanszírozási képességének alakulása*



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

** A vállalati szektor finanszírozási képessége maradékelven kerül meghatározásra, így tartalmazza az egyéb statisztikák hibáit is.

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

rül alakulhat. Ugyan az év utolsó hónapjaiban a lakossági hitelfelvétel számottevő mérséklődését és így a háztartások nettó megtakarításának emelkedését valószínűsítjük, ám a III. negyedévig rendelkezésre álló adatok még nem mutatják az alkalmazkodási folyamat megindulását. Ebből kifolyólag a szektor finanszírozási képessége éves szinten elmaradhat a 2007-es értéktől. A konszolidált államháztartás SNA-szemléletű hiánya a GDP 4 százaléka körül stabilizálódhat, amely az előző évhez képest jelentős, közel 2 százalékpontos javulást jelent. Ugyanakkor az értékesítési lehetőségek jelentős szűkülése – elsősorban az exportpiacokon tapasztalható gazdasági visszaesés – nagymértékben csökkentheti a vállalatok jövedelmezőségét, amely a lanya beruházási aktivitás mellett is a szektor finanszírozási igényének jelentős emelkedését okoz-

¹⁷ 2008 szeptemberében az MNB és a KSH több ponton is jelentős revíziót hajtott végre a fizetési mérleg adataiban 2004-ig visszamenőleg. A revíziók összességében mintegy 1-1,5 százalékponttal növelték a hivatalos (felülről számított) GDP-arányos külső finanszírozási igényt. Az alulról számított külső finanszírozási igény nem változott jelentős mértékben, így a „Tévedések és kihagyások” értéke érdemben csökkent. A számottevő szintbeli eltérés ellenére az idősorok dinamikája alig változott, így az elmúlt évek javuló külső egyensúlyi helyzetéről alkotott képünk sem változott meg.

4-3. táblázat**Az egyes szektorok GDP-arányos nettó finanszírozási képessége**

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

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

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

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

hatja. Így a romló makrogazdasági környezet eredményeképpen a külső egyensúlytalanság a jelentős fiskális kiigazítás ellenére is növekedhet.

Előrejelzésünk 2009-re mindkét scenárióban a külső egyensúlyi helyzet számottevő javulását vetíti előre. Az *első forgatókönyvben* szereplő fokozatos hitelszűkülés a fogyasztás visszaesését és mérsékelt beruházásdinamikát eredményez, ami a háztartások és a vállalatok finanszírozási képességének emelkedését okozhatja. A fizetési mérleg szerkezetét tekintve ez a reálgazdasági egyenleg többletének növekedésében jelen-

het meg, ami elsősorban a jelentősen visszaeső importkereslethez köthető.

A *második scenárióban* a drasztikus hitelvisszafogás erőteljes fogyasztás- és beruházás-visszaesést okoz, miközben az exportpiacaink is tartós recesszióba kerülnek. A hitelfelvétel visszaesése egyrészt a háztartási szektor megtakarításának ugrásszerű emelkedését indokolja. Ezzel párhuzamosan ugyanakkor a tartós európai recesszió következtében a vállalatok finanszírozási pozíciója is romolhat, illetve a meghatározó adóalapok csökkenése (fogyasztás, vállalati eredmény)

4-4. táblázat**A GDP-arányos folyó fizetési mérleg szerkezete**

(GDP arányában, százalék, ha másképpen nem jelezzük)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2008	2009	2010
	Tény/Előzetes tény			Első forgatókönyv			Második forgatókönyv		
1. Áru- és szolgáltatásegyenleg*	-1,2	-0,9	1,4	1,3	3,1	3,8	1,2	4,1	3,9
2. Jövedelem egyenleg	-5,6	-6,2	-7,3	-7,7	-7,4	-7,4	-7,7	-7,4	-7,7
3. Vizszontalan folyó átutalások egyenlege	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6
I. Folyó fizetési mérleg egyenlege (1+2+3)*	-7,5	-7,5	-6,4	-7,0	-4,9	-4,3	-7,2	-4,0	-4,4
Folyó fizetési mérleg egyenlege milliárd euróban*	-6,7	-6,8	-6,5	-7,7	-5,4	-4,9	-7,8	-4,3	-4,8
II. Tőkemérleg egyenlege	0,8	0,6	1,1	1,4	2,1	2,5	1,4	2,1	2,6
Külső finanszírozási képesség (I+II)*	-6,7	-6,9	-5,3	-5,7	-2,8	-1,7	-5,8	-1,8	-1,8

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

miatt az államháztartás hiánya is növekedhet.¹⁸ Összességében azonban ez a scenárió a külső finanszírozási igény még jelentősebb csökkenését eredményezheti. Reálgazdasági oldalról a külső egyensúly javulásának meghatározó része ebben az esetben is a külkereskedelmi egyenleg javulásában csapódhat le.

2010-ben az első forgatókönyv feltételezései mellett a külső egyensúly javulása tovább folytatódhat, míg a második scenárióban a külső hiány csökkenése megállhat. Az első esetben a fokozatosan csökkenő hitelfelvétel 2010 elejére eléri hosszú távú egyensúlyi értékét, miközben a némileg dinamizálódó külső kereslet kedvezhet az exportnak. A második forgatókönyvben a nettó hitelfelvétel a drasztikus visszaesés után 2010-re szintén egyensúlyi szintjére emelkedik, ám exportpiacaink tartós recesszióval szembesülnek, így a reálgazdasági egyenleg többete csökkenhet. Ebben a scenárióban a külső kereslet tartós visszaesése mellett a külső finanszírozási költségek emelkedése is a külső finanszírozási szükséglet emelkedésének irányába hat.

A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG HIÁNYÁNAK FINANSZÍROZÁSA

2008 I. félévében a finanszírozás szempontjából meghatározó „alulról számított” *külső finanszírozási igény* 4,6 milliárd

eurót tett ki, amely a szezonális hatásokat figyelembe véve az időarányos GDP 7,4 százalékának felel meg.¹⁹ A 2007-es évhez képest a fizetési mérleg finanszírozásának szerkezete a befektetői megítélés szempontjából kedvező irányba mozdult el, hiszen az előző év nem adóssággeneráló forráskiáramlása után 2008 I. félében a nettó külföldi forrásbevonás egyharmadát nem adósságjellegű tételek finanszírozták. A nem adóssággeneráló finanszírozás emelkedése elsősorban az élénk működőtőke-beáramláshoz és a MOL korábban felvásárolt saját részvényeinek részleges értékesítéséhez köthető, míg az intézményi befektetők külföldi részvényvásárlása ismét jelentős tőkekiáramlást okozott.

Az elmúlt hónapokban kiéleződő külső finanszírozási feszültségek 2008 I. félévében még csak kismértékben éreztették hatásukat a fizetési mérleg finanszírozási oldalán. A külföldi forrásbevonásban növekedett a rövid lejáratú adósságelemek szerepe, és a bruttó külső adósság hátralévő futamidő szerinti szerkezete is a rövidebb lejáratok felé tolódott. Az éven belüli külső adósság emelkedésében a bankrendszer rövid forrásbevonása, illetve a hitelintézetek és a vállalatok hosszabb lejáratú forrásainak berövidülése játszott meghatározó szerepet. Fontos azonban megjegyezni, hogy a nemzetközi pénzügyi piacokon tapasztalható likviditásszűkülés a régió legtöbb országában a rövid lejáratú külső adósság növekedését eredményezte.

¹⁸ Az ESA-hiány – ahogy a költségvetésről szóló részben bemutattuk – mindkét scenárió esetén mérséklődhet 2009-ben. A konszolidált államháztartás 2009-es SNA-szemléletű hiányát azonban jelentősen emelik a PPP-konstrukcióban épülő M6-os autópálya költségei, ami a második forgatókönyv mellett már az egyenleg romlását okozhatja.

¹⁹ A revízió következtében a fizetési mérleg hibája (NEO) ugyan jelentősen csökkent a 2004–2007-es évekre, ám 2008 I. félévében ismét emelkedett az értéke, és mintegy 2 milliárd eurót tett ki. Emiatt az alulról számított finanszírozási igény továbbra is jelentősen meghaladja a hivatalos mutatót.

A jelentés keretes írásai és mellékletei

1998–2008

1998. november

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

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

2000. szeptember

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

2000. december

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

2001. március

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

2001. augusztus

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

2001. november

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

2002. február

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

2002. augusztus

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

2002. november

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

2003. február

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

2003. május

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

2003. augusztus

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

2003. november

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

2004. február

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

2004. május

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

2004. augusztus*

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

2004. november*

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

2005. február*

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

2005. május*

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

* Csak a nem állandó jellegű elemzéseket jelezzük itt.

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

2005. augusztus

Keretes írások:

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

Aktuális kérdések:

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

2005. november

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

2006. május

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

2006. augusztus (csak elektronikus formában jelent meg)

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

2006. november

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

2007. február (csak elektronikus formában jelent meg)

A nemzeti számlákban végrehajtott módszertani és adatrevíziók hatásai	7
A januári inflációs adat értékelése	12
A szabályozott árak várt alakulása	16

2007. május

Mennyire kedvező a magyar exportteljesítmény régiós összevetésben?	20
A KSH által publikált bruttó átlagkereset-indextől a konjunktúrafolyamatokat tükröző trendmutató bérig	26
Kérdőíves felmérés a vállalati bérezési magatartásról	29
Mekkora volt az első negyedéves trendinfláció?	30

Feltevéseink	35
Előrejelzésünk során alkalmazott feltevések	49
Fiskális legyezőábra elkészítésének módszere	53
2007. augusztus <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Hogyan becsüljük a valós bérdinamikát?	17
A mezőgazdasági termelői árakra vonatkozó feltevésünk változásának hatása előrejelzésünkre	30
2007. november	
Lejtmenetben az építőipar	10
A béralakulás alapfolyamatait megragadó trendmutatóról	26
Mi magyarázhatja a szolgáltatások tartósan magas inflációját	36
Az amerikai jelzálogpiaci válság, és annak lehetséges hatásai a pénzügyi stabilitásra	42
Kibocsátási és fogyasztási rés	51
Előrejelzésünk változása az augusztusi jelentéshez képest	56
Milyen tényezők állnak a 2007-es ESA-deficit-prognózisunk változásának hátterében?	68
2008. február <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az OÉT megállapodások hatása a béralakulásra	16
2008. május	
A bérstatisztikát érintő néhány módszertani kérdésről	20
Mi állhat a nemzetközi nyersanyagárak emelkedése mögött?	25
Kibocsátási rés és potenciális növekedés Magyarországon – aktuális eredményeink	38
Feltevéseink	41
Kockázati pályák alkalmazása a nemzetközi gyakorlatban	44
2008. augusztus <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Hogyan alakult a lakossági reáljövedelem 2008 elején?	13
Néhány gondolat a 2008-as bérstatisztika és a fehéredés összefüggéseiről	17
Mennyire nőttek a szabad munkaerőpiaci kapacitások az elmúlt időszakban?	19
Alapfeltevéseink változása	27
Miként reagál a magyar gazdaság a nominális árfolyam erősödésére? Szimulációk a NEM-modellel	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

Függelék

MNB-TANULMÁNYOK SOROZAT 2007–2008 (magyar nyelven)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MNB OCCASIONAL PAPERS 2007–2008 (angol nyelven)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MNB WORKING PAPERS SOROZAT 2007–2008 (csak angol nyelven)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Jelentés az infláció alakulásáról

2008. november

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegy út 19-21.

