



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

2009. AUGUSZTUS

Jelentés az infláció alakulásáról

2009. augusztus



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hevesi Nóra

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1585-020X (on-line)



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

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

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

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

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Antal Judit, Bauer Péter, Bodnár Katalin, Hoffmann Mihály, Kiss Gergely, Kiss M. Norbert, Kovács Mihály András, Lovas Zsolt, Lukács Miklós, Martonosi Ádám, Odorán Rita, Pellényi Gábor, 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 2009. augusztus 10-i és augusztus 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 makrogazdasági adatok értékelése	13
1.1. A korábbiaknál kedvezőbb jelek ellenére csak lassú kilábalás várható Európában	17
1.2. A magyar gazdaság túljuthatott a legmeredekebb visszaesésen	19
1.3. Bizonytalanságok a munkapiaci alkalmazkodás megítélésében	21
1.4. Az infláció jórészt egyedi hatások miatt emelkedett a vártnál erősebben a második negyedévben	23
2. Pénzügyi piacok és hitelezés	27
2.1. Változékony globális befektetői hangulat	29
2.2. Eszközár-alakulás a feltörekvő piacokon	31
2.3. Folytatódó konszolidáció a hazai pénzügyi piacokon	33
2.4. A monetáris kondíciók alakulása	36
2.5. A mérséklődő makrogazdasági aktivitás a hitelezésben is tükröződik	37
3. Inflációs és reálgazdasági kilátások	39
3.1. Mély visszaesés, fokozatos kilábalás 2010-től	42
3.2. Elnyújtottabb munkapiaci alkalmazkodás	48
3.3. Átmeneti, meredek inflációemelkedés és fokozatosan csökkenő trendinfláció	49
3.4. Inflációs és növekedési kockázatok	51
4. Egyensúly	55
4.1. Az államháztartási egyenleg alakulása	57
4.2. Külső egyensúly alakulása	62
A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2009	65
Függelék	70

Összefoglaló

A mély hazai recesszió a gazdasági szereplők erőteljes alkalmazkodásával jár együtt

Az elmúlt negyedévben folytatódott a magyar gazdaság gyors alkalmazkodása a pénzügyi válság miatt megváltozott nemzetközi gazdasági környezetéhez. A GDP visszaesése várakozásunknak megfelelően alakult, a belső kereslet azonban májusi prognózisunkhoz képest nagyobb arányban esett vissza, így a kibocsátás csökkenése a külső egyensúly erőteljesebb javulása mellett zajlott. Az elmúlt év közepe óta megfigyelt deflációs trend a második negyedévben megtört, az infláció ismét emelkedő pályára állt. A folyamat hátterében azonban átmeneti hatások, az árfolyam gyengülése és az indirekt adók emelése állnak, a visszaeső belföldi kereslet deflációs hatása viszont egyre markánsabban érzékelhető.

Bár alapfeltevéseink erőteljesen változtak, augusztusi prognózisunk közel áll a májusban felvázolt pályához

Augusztusi jelentésünkben, alapfeltevéseink (melyek közül a legfontosabb a 8,5 százalékos alapkamat, 272 forint/euro árfolyam és 50 euro/barrel körüli olajár) tartós érvényessége esetén, elhúzódó recessziót valószínűsítünk. Míg éves alapon 2010 közepéig csak a gazdaság visszaesésének üteme lassulhat, a jövő év második felétől a gazdasági növekedés gyorsulására számítunk. Az infláció a monetáris politika horizontján az inflációs cél alatt maradhat, az elkövetkező egy évben azonban az indirekt adók emelkedése miatt jóval az árstabilitás feletti indexeket figyelhetünk majd meg. Bár kockázati megítélésünk a májusban felvázoltnál kiegyensúlyozottabbá vált, az alappályához képest változatlanul felfelé mutató inflációs és lefelé mutató növekedési kockázatokat érzékelünk.

Inflációs prognózisunk annak ellenére nem változott számottevően májushoz képest, hogy a forint/euro árfolyam jelentősen erősödött. Ezt a hatást ugyanis ellentételezte az olajárak erőteljes emelkedése, és az a tény, hogy a magyar gazdaság potenciális kibocsátásáról alkotott képünket rontottuk, s így a gyenge kereslet deflációs hatását a korábbiakhoz képest gyengébbnek ítéljük meg.

A kockázatvállalási hajlandóság a nemzetközi pénzügyi piacokon erőteljesen javult, bár a befektetői klíma jóval ingatagabb a korábbi években megfigyeltnél

A globális befektetői hangulat a legutóbbi jelentés óta eltelt időszakban változóképpen alakult, de összességében érdemben javult. A fejlett piacokat az időszak első részében – június folyamán – még bizonytalanság, kivárási és stabil esz-közár-alakulás jellemezte. Júliustól azonban, a számos pozitív makrogazdasági adatnak köszönhetően, a kockázatvállalási hajlandóság ismét élénkült, a tőzsdé-indexek emelkedtek, az értékpapír-piaci implikált volatilitások csökkentek. Ebben az időszakban több mutató is elérte vagy megközelítette a Lehman-csőd előtti szintjét.

A magyar gazdaság finanszírozásával kapcsolatos kockázatok is jelentősen mérséklődtek

Május óta a magyar gazdaság külső finanszírozásával kapcsolatos kockázatok is jelentősen mérséklődtek, ami tükröződött mind az országgazdasági felárak csökkenésében, mind az árfolyam erősödésében. Ehhez a javuló nemzetközi hangulat mellett a költségvetés fenntarthatóságának megteremtésére tett kormányzati intézkedéscsomag és a reálgazdaság alkalmazkodása következtében erőteljesen javuló külső egyensúly is hozzájárult.

Folytatódott a bankszektor hitelezési aktivitásának mérséklődése

2009 második negyedévében a magánszektor hitelfelvételét elsősorban a mérséklődő makrogazdasági aktivitás és a bankok csökkenő kockázatvállalási hajlandósága vezérelte, míg a bankok likviditási helyzete kielégítő volt. A vállalati szektorban továbbra is csökkenő hitelállományt láthattunk, a háztartások esetében pedig stagnálás volt megfigyelhető. A magánszektor hitelpályájának alakulása összességében megfelelt a májusi várakozásunknak.

A vállalati szektor output oldalon a készletek leépítésével és a beruházások elhalasztásával, input oldalon a bérezés és a foglalkoztatás visszafogásával reagált a gyorsan romló konjunktúráis helyzetre

Az év első felére rendelkezésre álló adatok szerint a gazdaság zsugorodása leg-erőteljesebben a nemzetközi konjunktúrához köthető ipari export visszaesésében volt tetten érhető, de a csökkenés a versenyszféra egészére jellemző maradt. A romló értékesítési és finanszírozási helyzetre reagálva a vállalati szektor készletleépítést hajtott végre és visszafogta beruházási kiadásait. A vállalati készletcsökkenés ütemét illetően azonban, bizonytalanságra adnak okot az energia- és autópárhuzamban megfigyelt átmeneti hatások.

A munkapiacon csökkenő ütemben folytatódott a vállalati alkalmazkodás. Bár az előző évi bérnövekedést jóval alulmúlta, a bérdinamika mérséklődése a második negyedévben lelassult. A versenyszféra foglalkoztatásának csökkenése is visszafogottabbá vált, nemzetgazdasági szinten pedig a foglalkoztatás csökkenése megállt a közmunkahelyek térnyerése miatt. A munkapiaci adatok a májusi inflációs jelentésben felrajzoltnál visszafogottabb munkapiaci létszám- és béralkalmazkodásra engednek következtetni, ezt azonban a korábbiaknál nagyobb bizonytalanság övezi. Az eltérő adatforrások közötti statisztikai, számbavételi eltérések, illetve a részmunkaidős foglalkoztatás korábbinál erőteljesebb megjelenése megnehezíti az utóbbi hónapok munkapiaci folyamatainak értékelését.

A lakosság pénzügyi pozíciója erőteljesen javult

A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása az elmúlt negyedévekben érdemben emelkedett. A szektor finanszírozási pozíciójának javulását a lakosság jelentősen mérséklődő hitelfelvételei okozzák, miközben a pénzügyeszköz-felhalmozás a korábbi negyedévekben megfigyelthez képest kismértékben csökkent. Az előbbi folyamatot keresleti oldalról a növekvő jövedelem bizonytalanság és a csökkenő foglalkoztatás miatt óvatosabb lakossági hitelfelvételi döntések okozzák, amit kínálati oldalról a bankok csökkenő kockázatvállalása miatt szigorodó hitelfeltételek hatása is kiegészít. A lassuló pénzügyeszköz-felhalmozás a háztartások részéről a csökkenő reáljövedelem és szigorodó hitelfeltételek hatását kompenzáló fogyasztást simító magatartás eredménye lehet.

A fogyasztói infláció a második negyedévtől emelkedésnek indult, a trendinfláció emelkedése azonban átmenetinek bizonyult

A második negyedévben éves alapon emelkedett a fogyasztóiár-index, ami jó-részt a szezonális élelmiszerek és a járműüzemanyag-árak várakozásunknál erőteljesebb növekedéséhez köthető. A defláció megtorpanása a maginfláció szintjén is érzékelhető volt, amit az év első negyedévéig gyorsan gyengülő forintárfolyam hatása magyarázhat. A vártnál kedvezőbben alakuló júliusi adatok azonban arra utalnak, hogy a visszaeső kereslet hatása változatlanul meghatározó, s ezzel összefüggésben a trendinflációban már lassú csökkenést láthatunk az utóbbi hónapokban.

Az európai konjunktúra lassan stabilizálódik, a hitelezés tartósan visszafogott maradhat, elhúzódó recesszióra számítunk

Prognózisunkban arra számítunk, hogy a magyar gazdaság visszaesése 2010 közepéig tarthat. Egyrészt a nemzetközi előrejelzések szerint az európai recesszió is elhúzódó lehet, 2010 második feléig a fejlett Európában sem várható számottevő gazdasági növekedés. Másrészt a bankszektor és a fiskális politika prociklikus viselkedése mélyíti és elnyújtottabbá teheti a hazai gazdaság zsugorodását. 2011-től már határozott gazdasági növekedésre számítunk. Az élenkülő nemzetközi konjunktúrára az érdemi kapacitásfelesleggel rendelkező magyar gazdaság erőteljesen reagálhat, illetve a kormányzati intézkedések versenyképességet javító hatásai is egyre erőteljesebben érezhetőek majd. A növekedés szempontjából lefelé mutató kockázatot jelent ugyanakkor, hogy 2011-re még nincs költségvetés, így szabályainknak megfelelően a már elfogadott adóintézkedések keresletbővítő hatásával számolunk, de nem tudtuk figyelembe venni az ezt ellensúlyozni hivatott, még nem nevesített intézkedések hatását.

Az alapfeltevések érvényessége mellett az infláció a monetáris politika horizontján cél alatt maradhat

Alapfeltevéseink érvényessége esetén az infláció az indirekt adók emelésének következtében év végére 6 százalék fölé emelkedhet. A jövő év elejétől fokozatos deflációs periódust, majd az év közepétől alacsony inflációs környezetet várunk. Az indirekt adók árakra gyakorolt közvetlen hatásának kifizetésével erőteljesen deflációs makrogazdasági környezetre számítunk: a negatív kibocsátási rés trendszerűen lassítani fogja az áremelési törekvéseket.

Az inflációs alappálya körül enyhén felfelé mutató kockázatokat látunk. A magasabb infláció irányába mutató kockázatot jelent az inflációs várakozások ragadósága, illetve ha 2011-re a csökkenő költségvetésihiány-pálya eléréséhez szükséges kiigazító intézkedések között a kormányzat az alappályánál erőteljesebben emeli a szabályozott árakat. Lefelé mutató kockázatot jelent ugyanakkor az alappályában feltételezettnél esetlegesen erőteljesebb vállalati alkalmazkodás.

A költségvetés helyzetét javítja a vártnál lassabb munkapiaci alkalmazkodás, 2011-re a csökkenő hiánypályához további jelentős intézkedések szükségesek

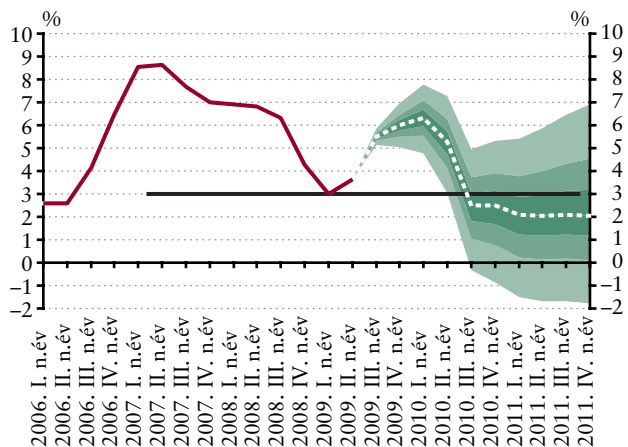
Augusztusi alappályánk szerint 2009-ben a stabilitási tartalékok egy részének zárolásával elérhető a 4 százalék alatti GDP-arányos hiánycél. 2010-re a versenyszféra bértömegére adott, májusnál magasabb prognózisunk emelkedése javítja a költségvetési pozíciót, és alappályánk szerint ekkorra is tarthatónak tűnik a nemzetközi szervezetek felé vállalt hiánypálya. 2011-re feltételes előrejelzésünk a hiánypálya jelentős megugrását valószínűsíti, ami alapvetően a már elfogadott, de egyensúlyjavító intézkedésekkel nem kompenzált adócsökkentésből adódik. A költségvetési hiány várható alakulásával kapcsolatos kockázatok rövid távon enyhén lefelé, 2010-től felfelé mutatnak. A legnagyobb kockázatot a feszített kiadáscsökkentési tervek tarthatóságával kapcsolatban látjuk.

A külső egyensúly javulása rövidtávon erőteljesebb lehet a májusban feltételezettnél

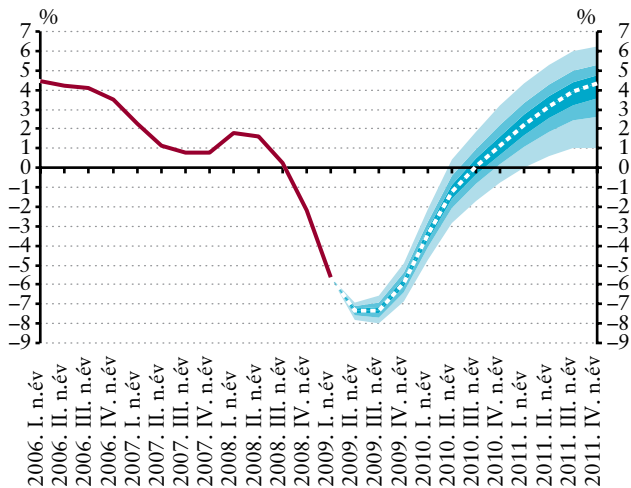
A reálgazdasági egyenleg és a kockázati felárak vártnál erőteljesebb javulása 2009-re a májusban prognosztizálnál nagyobb külsőegyensúly-javulást valószínűsít. A folyamat hátterében jórészt a vállalati szektor vártnál gyorsabb alkalmazkodása áll, ami a fokozatosan konszolidálódó értékesítési adatok mellett jelentősen csökkenő készletfelhalmozás és a vállalati beruházások elhalasztásának eredőjeként alakult ki.

2010–2011-ben a külső finanszírozási szükséglet további enyhe csökkenését vetítjük előre, ez azonban jelentős részben az EU-transzferek várható növekedéséhez köthető. A külső konjunktúra lassú felívelésével fokozatosan élénkülő exportdinamika hatását ugyanis a belső kereslet miatt növekvő importigény ellensúlyozhatja. A külső adósság enyhe csökkenése a kamatkiadások mérséklődéséhez vezethet, ugyanakkor ezt részben semlegesíti a külföldi tulajdonú vállalatok eredménynövekedésének jövedelemegyenleg-rontó hatása.

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



A GDP-előrejelzés legyezőábrája*



* Szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok.

Az alappálya összefoglaló táblázata

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

	2008	2009	2010	2011
	Tény	Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció ¹	5,2	4,3	3,6	1,5
Fogyasztóiár-index	6,1	4,5	4,1	2,1
Gazdasági növekedés				
Külső kereslet (GDP alapon)	2,0	-5,1	0,3	2,1
Háztartások fogyasztási kiadása	-0,5	-8,3	-2,7	3,4
Állóeszköz-felhalmozás	-2,6	-9,2	1,0	3,8
Belföldi felhasználás	0,4	-8,5	-1,6	2,9
Export	4,8	-14,5	2,6	8,6
Import ²	4,7	-17,0	1,8	8,4
GDP*	0,6	-6,7	-0,9	3,4
Külső egyensúly²				
Folyó fizetési mérleg hiánya	8,4	2,9	3,0	2,6
Külső finanszírozási igény	7,3	0,9	0,6	-0,3
Államháztartás²				
ESA-hiány	3,4	4,1 (3,9)	3,7	4,3
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	7,6	0,4	2,7	3,9
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁴	-1,2	-2,6	-0,9	0,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁵	8,5 (8,0)	4,2	3,9	3,9
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁴	-1,1	-3,6	-1,7	0,9
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{4,6}	6,0	7,9	-0,6	1,0
Lakossági reáljövedelem**	-2,1	-4,3	-1,3	2,3

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

² A GDP arányában, a 2009-es ESA-hiánynál zárójelben a tartalékok részleges zárolásával elérhető hiányszint szerepel.

³ Pénzforgalmi szemléletben.

⁴ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

⁵ Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonálisának hatásától tisztított adatok szerepelnek.

⁶ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

* Naptári hatással nem korrigált adatok.

** MNB-becslés.

1. A makrogazdasági adatok értékelése



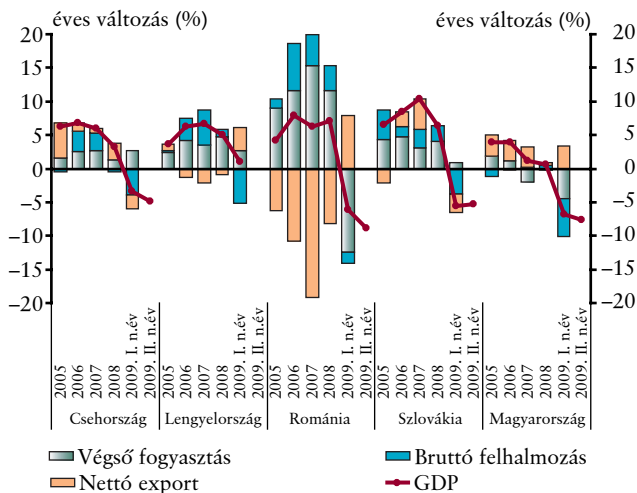


A bruttó hazai termék éves csökkenése az első negyedévben 6,7 százalékos, a második negyedévben pedig – az alacsonyabb megbízhatóságú gyorsbecslés szerint – 7,6 százalékos volt. Bár ilyen mértékű visszaesésre az elmúlt tizenöt évben nem volt példa, a gazdaság zsugorodása nagyságrendileg megfelelt a májusban felvázolt pályának.

A magyar gazdaság 2008 közepe óta egyre mélyülő recesszióba süllyedt, melynek fő okai a világgazdasági recesszió, valamint a pénzügyi rendszer és a költségvetés egyidejű prociklikus viselkedése volt. A nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság ugyanakkor a régió egészét súlyosan érintette. Lengyelország kivételével mindegyik régiós országban jelentősen visszaesett a GDP az év első negyedévében. Mindez annak ellenére történt, hogy a pénzügyi válság kezdetén a régiós országok növekedési teljesítménye és ciklikus pozíciója sokkal kedvezőbb volt a magyarnál. Ez egyrészt arra utal, hogy a visszaesést mindegyik országban a külső konjunktúra romlása befolyásolta legerőteljesebben. Másrészt Lengyelországot leszámítva a belföldi felhasználás is viszonylag gyorsan és érzékenyen reagált a nemzetközi konjunktúra megváltozására és a pénzügyi rendszer krízisére.

1-1. ábra

A gazdasági növekedés és annak összetétele a régióban*

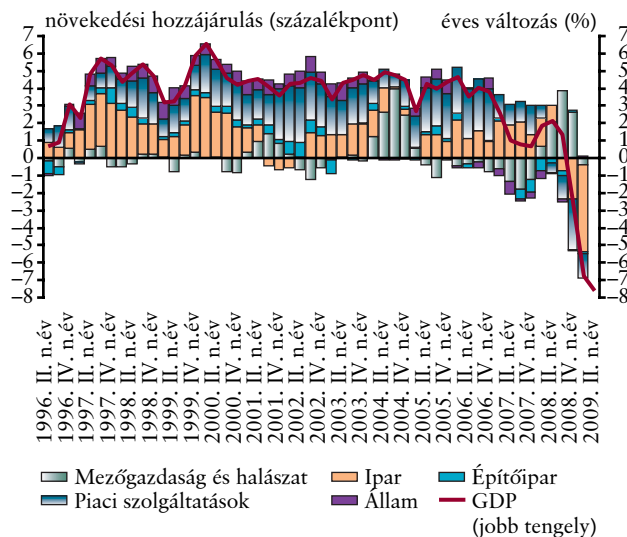


* A második negyedéves adat előzetes becslés.

Az első negyedéves visszaesés mértéke megfelelt előzetes várakozásainknak, de szerkezete kissé eltért attól. Termelési oldalon az ipar erőteljes visszaesése volt meghatározó, melyet a külső kereslet drasztikus szűkülése és az eladatlan készletek leépítése határozott meg, bár a forint leértékelődése valamelyest kompenzálhatta ennek hatását. A piaci szolgáltatásokat az első negyedévben enyhébben érintette a recesszió, az ágazatok közül különösen a pénzügyi szolgáltatás és a szállítás teljesítménye múlta felül várakozásainkat.

1-2. ábra

A főbb nemzetgazdasági szektorok hozzájárulása a teljes kibocsátáshoz*

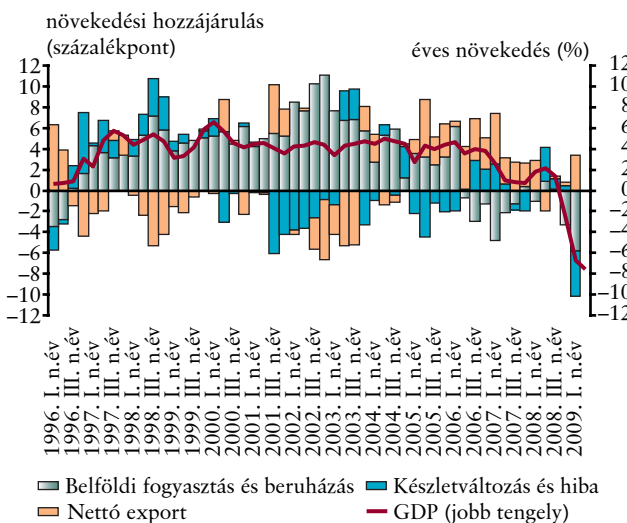


* Tekintve, hogy a láncindexált idősorok esetében az összegezhetség nem teljesül, így az aggregálásból adódó hibát az egyes tételek súlyarányának megfelelően szétosztottuk. Az így kapott korrigált idősorokból számított dinamikák számszerűen kevésbé informatívak (eltérnek az eredeti adatokban megfigyelttől), ám az ábra az érvényesülő tendenciákat így is megfelelően tükrözheti. 2009. II. negyedév előzetes adat.

Felhasználási oldalon a belföldi fogyasztási és beruházási kereslet visszaesése erőteljesen folytatódott. A nettó export jelentős mértékben javult, melyben a belső kereslet mérséklő-

1-3. ábra

A főbb felhasználási oldali tételek hozzájárulása a GDP változásához*



* Tekintve, hogy a láncindexált idősorok esetében az összegezhetség 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 megfigyelttől), ám az ábra az érvényesülő tendenciákat így is megfelelően tükrözheti.

désén túl szerepet játszhatott az exportörököt segítő árfolyamgyengülés is. A kivitel csökkenése főként az áruexporthoz köthető, míg a szolgáltatásexport értéke stagnált az előző év azonos időszakához képest. A behozatal visszaesése csak

részben magyarázható a trendjében csökkenő belföldi felhasználással, a vártnál kedvezőbb nettó exportteljesítmény egy részét az autóexporthoz és a gázimporthoz kötődő egyedi hatások¹ magyarázhatták az első negyedévben.

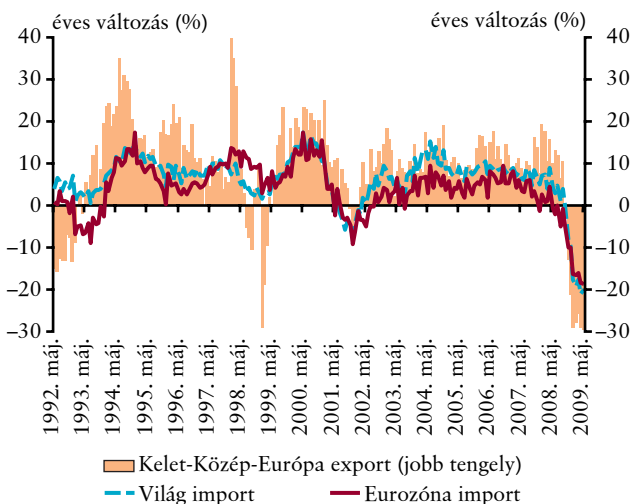
¹ A fejezet későbbi részében részletesen írunk az egyedi hatásokról.

1.1. A korábbiaknál kedvezőbb jelek ellenére csak lassú kilábalás várható Európában

A világgazdaság kibocsátásának erőteljes csökkenése 2009 első negyedében is folytatódott, amely a globális importkereslet visszaesésében is testet öltött. Ez a kis, nyitott, a nemzetközi kereskedelemben integrált kelet-közép-európai gazdaságokat – így Magyarországot – különösen kedvezőtlenül érintette. A nemzetközi intézmények (IMF, OECD) friss előrejelzései szerint azonban a következő negyedekben mérséklődik a visszaesés üteme, majd világgazdasági régiótól függően 2009 második felében, illetve 2010-ben megindulhat a növekedés. A hazai kilátásokat ronthatja, hogy az előrejelzések szerint a nagy világgazdasági centrumok közül az európai térség lábálhat ki a leglassabban a válságból. Az elmúlt hónapokban számos kedvező jel merült fel (pl. bizalmi indexek, ipari rendelési és termelési adatok), melyek a konjunktúra fordulópontjának közelségére utaltak, és hozzájárultak a befektetői hangulat javulásához. Szintén pozitív meglepetést okozott a német bruttó hazai termék második negyedéves gyorsbecslése. A képet némileg árnyalja azonban, hogy nagyobb recessziók idején jellemzően nagyobb késéssel követi a gazdasági fellendülés a bizalmi indexeket. Ez alapján a hangulati mutatók 2009 eleji fordulópontja a reálgazdaság 2010 első felében várható lassú felívelésére utalhat.

1-4. ábra

A világkereskedelem növekedése*

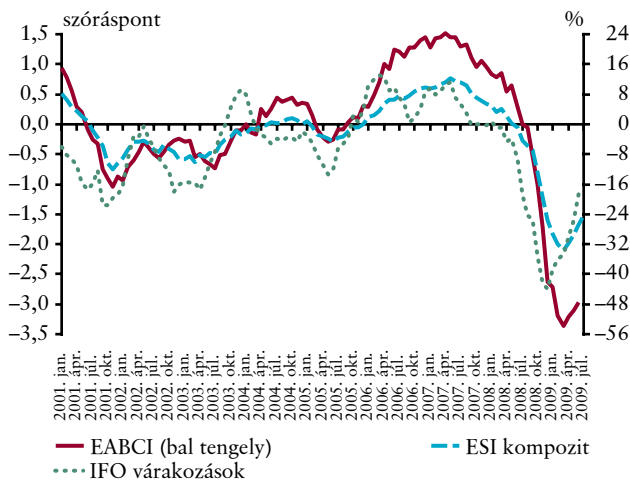


* Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: CPB Netherlands.

1-5. ábra

Az EABCI, az ESI kompozit és az IFO bizalmi indexek alakulása*



* Az EABCI az Európai Bizottság által publikált Business Climate Indicator az euroövezet országaira. Az ESI kompozit indikátor az Európai Bizottság által publikált Economic Sentiment Indicator Magyarországon kívül a 18 legnagyobb EU-tagra számított értékeinek a magyar exportszerkezetben vett arányaikkal súlyozott átlaga -100.

Forrás: Európai Bizottság, CESifo.

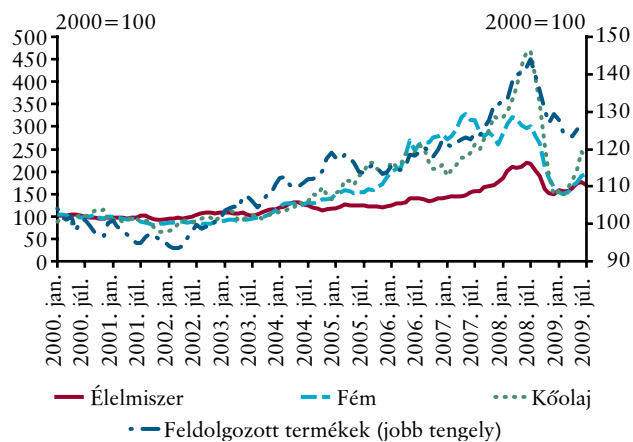
Másfelől több tényező int óvatosságra a fellendülés megalapozottságával kapcsolatban. Mivel az utóbbi hónapok pozitív fejleményeiben jelentős szerepe volt az erőteljes anticiklikus fiskális politikának, kérdés, hogy ezek kifizásával, a magán-gazdaság növekedése mennyire bizonyul tartósnak. Több elemzés szerint, hosszabb távon is kockázatot jelentenek a bankrendszer és az emelkedő munkanélküliség problémái, amelyek realizálódása esetén egy újabb erőteljes visszaesés (ún. W alakú recesszió) is elképzelhető a nemzetközi konjunktúrában.

A nyersanyagárak tavaszi emelkedése kifulladásban van, és júliusban már ismét csökkent több termék világgia ára. Ennek oka, hogy a nyersanyagok iránti kereslet a készletfeltöltés befejeztével ismét enyhülhet, míg a mezőgazdasági termékek árát a világszerte várt kiváló termés csökkenti. A feldolgozott termékek árát a nyersanyagárak mellett a visszaeső globális kereslet tartja féken, így jelenleg mérsékeltnek tekinthető a

világgazdaság felől érkező inflációs nyomás. Nagy bizonytalanság övezi ugyanakkor a fokozatos gazdasági fellendülést követő nyersanyagpiaci folyamatokat, melyek pozitív inflációs kockázatokat hordozhatnak.

1-6. ábra

A globális nyersanyag- és feldolgozotttermék-árak alakulása*



* Dollárban kifejezve. Az élelmiszer, kőolaj és fém termékcsoportok a teljes IMF-nyersanyagindex mintegy 80 százalékát teszik ki. A feldolgozott termékek árindexe a fő ipari exportőrök (USA, Japán, EU-15, újonnan iparosodott ázsiai országok) exportár-indexeinek átlaga.

Forrás: IMF (IFS-adatbázis), CPB Netherlands.

1.2. A magyar gazdaság túljuthatott a legmeredekebb visszaesésen

Az utóbbi hónapokban beérkezett adatok megerősíteni látszanak azt a képet, mely szerint a 2008–2009 fordulóján tapasztalt nagy visszaesés után a termelés alacsonyabb szinten stabilizálódott. Az eladatlan ipari készletek csökkenésére utal az ipari termelés és értékesítés dinamikája közti eltérés záródása. Az ipari rendelési adatok szintén stabilizálódtak, bár érdemi növekedésnek egyelőre nincs jele.

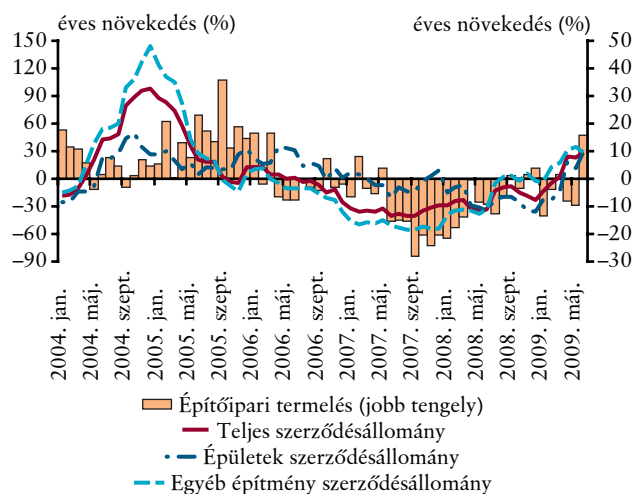
A piaci szolgáltatások második negyedéves teljesítményét illetően néhány pozitív jel mutatkozik. Egyrészt a pénzügyi szolgáltatók jövedelmezősége 2009 első felében a vártnál kedvezőbben alakult. Néhány ágazatban (szállítás, kereskedelem) a tavalyinál gyengébb forintárfolyam és olcsóbb üzemanyag fékezheti az éves szinten mért visszaesést.

A kisebb súlyú ágazatok közül a mezőgazdaságban a tavalyi rekordtermés után idén korrekció figyelhető meg, melyet az előzetes termésadatok is visszaigazolnak. Az építőipari termelés csökkenése a második negyedévben is folytatódott, ugyanakkor a rendelésállományok a vártnál jóval kedvezőbben alakultak. A kibocsátás visszaesése különösen az épületkivitelezési munkák esetében számottevő,² miközben az EU-forrásokhoz köthető infrastrukturális beruházások területén pozitív elmozdulásokat tapasztalhattunk. A rendelésállományra vonatkozó adatok az – elsősorban EU-forrásokból finanszírozott – infrastrukturális beruházások esetében a következő negyedévekben is további pozitív elmozdulásra utalnak, ám az új lakásépítésekre vonatkozó engedélyek számából a lakásépítések esetében az év második felében érdemi korrekcióra számíthatunk.

A bruttó hazai termék felhasználásában folytatódtak, illetve elmélyültek a korábbi negyedévekben megfigyelt tendenciák. A romló munkapiaci és jövedelmi helyzet, a csökkenő állami transzferek, a háztartások pénzügyi eszközein keletkezett vagyonszűkültség, a korlátozott hitelfelvételi lehetőségek, valamint a júliusi áfa- és jövedékadó-emelés egyaránt a lakossági fogyasztás erőteljes visszaesése irányába hatnak. Mivel az emelkedő munkanélküliség és a várható lassú kilábalás ér-

1-7. ábra

Építőipari termelés és rendelésállomány alakulása



demben rontja a lakosság permanens jövedelmére vonatkozó várakozásait, ezért az óvatossági megtakarítások is megjelenhetnek a fogyasztás csökkenésében. Az indirekt adók emelésétől nem várjuk a fogyasztás és a kiskereskedelem erőteljes időbeni átrendeződését a második és harmadik negyedévek között, főként a lakosság kedvezőtlen jövedelmi helyzete miatt. A kormányzati adóintézkedések, a kedvezőtlen makrogazdasági, illetve a pénzügyi környezet következtében a GDP felhasználási oldalán leginkább a lakossági fogyasztásban lehet a legelhúzódóbb a gazdasági visszaesés.

A vállalati beruházásokat továbbra is korlátozzák a kedvezőtlen termelési és jövedelmezőségi kilátások. Ezen túl a vállalatok esetleges finanszírozási problémái is inkább a likvid eszközök felhalmozása és a beruházások elhalasztása irányába hatnak. Ugyanakkor az EU-források³ segítségével megvalósuló infrastrukturális projektek enyhíthetik a beruházások visszaesését.

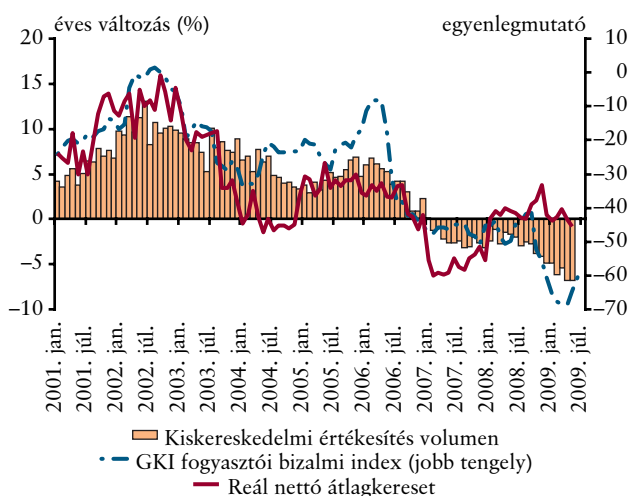
Az áruforgalmi és fizetésimérleg-adatok szerint a gazdaság külső egyenlege a második negyedévben tovább javult. Az

² A lakáspiac zsongorodásának első ránézésre ellentmondani látszik az a tény, hogy a használatba vételi engedélyek száma 2009 első felében 16 százalékkal emelkedett. Az egyéb információk azonban (ingatlanügylek ágazat készletadatai, magtakarítási, fogyasztási és jövedelmi adatok) arra utalnak, hogy az emelkedés jelentős részben olyan vállalkozói lakásépítésekhez köthető, amelyek végül nem kerültek sikeres értékesítésre. Így összességében – összhangban az építőipari adatokkal – úgy véljük, hogy a lakásberuházások már az év elején is csökkenhettek. Feltételezhető ugyanakkor, hogy a lakástámogatási rendszer szigorítása miatt a lakásberuházások egy részét időben előrehozták. Ez azonban azt is jelenti, hogy az év hátralevő részében a visszaesés üteme gyorsulhat.

³ Az uniós pályázatokkal foglalkozó Nemzeti Fejlesztési Ügynökség adatai alapján az elmúlt hónapokban dinamikus növekedett az uniós társfinanszírozású projektek szerződésállománya. Ezt támasztja alá a Pénzügyminisztérium kifizetett uniós forrásokra vonatkozó havi statisztikája. Ezt a képet azonban némileg árnyalhatja, hogy a rendelkezésre álló adatforrásokból a beruházási teljesítmény időbeli alakulására csak nagy bizonytalanság mellett vonhatunk le következtetéseket.

1-8. ábra

A kiskereskedelmi értékesítések, a nettó reálkereset és a fogyasztói bizalom alakulása*

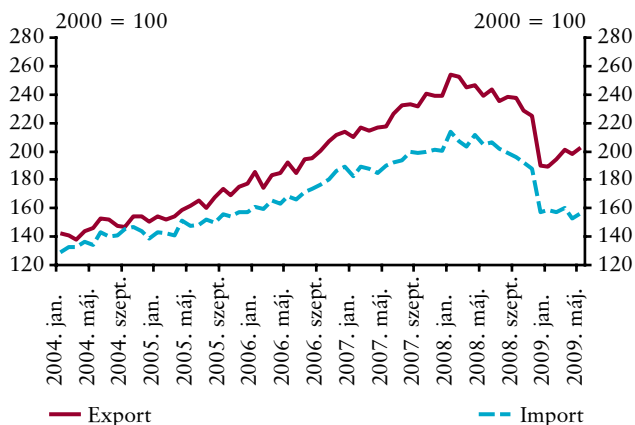


* Szézonálisan igazított adatok, a nettó átlagkereset a fogyasztói árindexszel deflált.

áruexport volumene az év eleji mélypontot követően az elmúlt hónapokban lassú élénkülést mutatott, elsősorban a mezőgazdasági kivitelnek köszönhetően. Eközben a gazdaság importigénye az év első hónapjaiban tapasztalt alacsony szinten stagnált. Az egyenlegjavulás alapvető oka a belső kereslet visszaesése, de érzékelhető hatással volt a reálárfolyam év eleji gyengülése is. Ugyanakkor számottevő egyedi hatások is felmerültek. Egyrészt a régió több országában bevezetett

1-9. ábra

A külkereskedelmi termékforgalom volumene*



* Szézonálisan igazított adatok, a külkereskedelmi adatok alapján, a nemzeti számla módszertan szerint korrigálva.

roncsprémium programok által támasztott személyautó-keresletet részben a hazai kereskedők készleteinek felvásárlásával elégítették ki, melyet támogatott a gyenge árfolyam is. Másrészt a földgáz importára a nyári hónapokra jelentősen csökkent,⁴ ezért az importőrök a tavaszi hónapokban a szokásosnál nagyobb mértékben használták fel tárolói készleteiket, illetve a tárolók újratöltésével vélhetően a harmadik negyedéig vártak.⁵ Az elhalasztott beszerzés az év egészét tekintve cserearány-nyereség formájában javíthatja az áruforgalmi egyenleget.

⁴ A gáz importára hosszú távú szerződésekben rögzített és átlag 9 havi késéssel követi a kőolaj világgpiaci árát. Így az olaj 2008. végi árcsökkenése 2009 nyarán érzékelhető a földgáz importárában.

⁵ Sajtóértesülések szerint az év második felében új tárolói kapacitások feltöltésére is sor kerül, ami az import volumenét tartósan emeli majd.

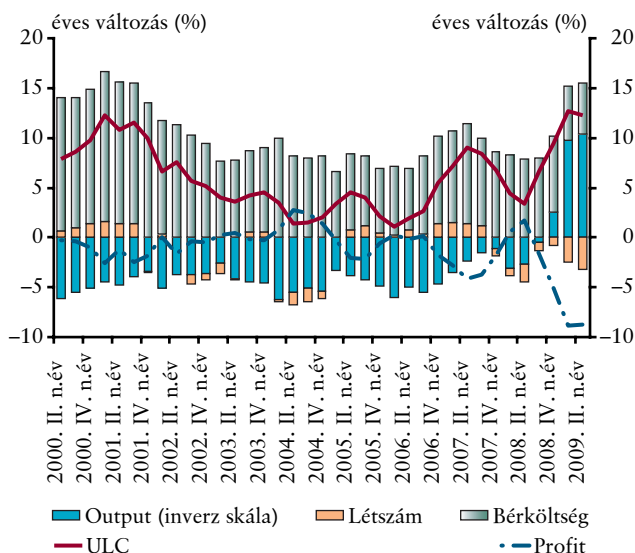
1.3. Bizonytalanságok a munkapiaci alkalmazkodás megítélésében

Bár a beérkezett munkapiaci adatok a májusi inflációs jelentésben felrajzoltnál enyhébb munkapiaci létszám- és béralkalmazkodásra engednek következtetni, ezt a korábbiaknál nagyobb bizonytalanság övezi. Az eltérő adatforrások közötti statisztikai, számbavételi eltérések, illetve a részmunkaidős foglalkoztatás korábrinál erőteljesebb megjelenése megnehezíti az utóbbi hónapok munkapiaci folyamatainak értékelését.

Egyrészt fennáll annak lehetősége, hogy a vállalati szektor profithelyzete a válság előtt a korábban feltételezettnél kedvezőbb lehetett.⁶ Emellett az árfolyam elmúlt évben bekövetkezett gyengülése is segített némileg a feldolgozóipar és a mezőgazdaság jövedelmezőségén. Mindezek enyhíthetik, de nem szüntetik meg a vállalatok munkapiaci alkalmazkodási kényszerét, így a versenyszféra létszámcsökkenésével és bérvisszafogásával kapcsolatos alapvető képünk nem változott.

1-10. ábra

A fajlagos munkaköltség alakulása a versenyszektorban*



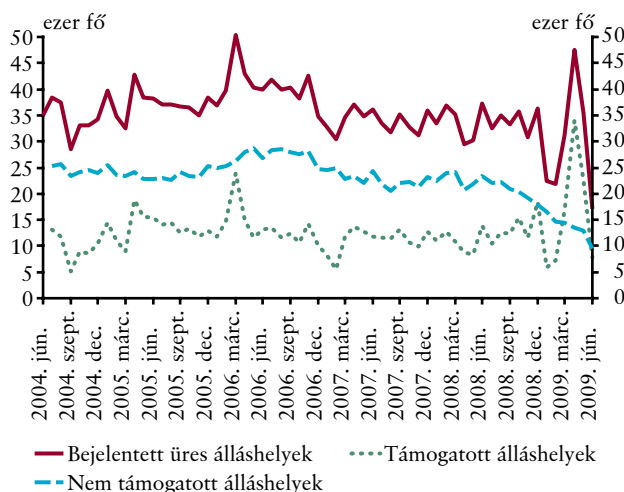
* A második negyedéves adat MNB-ténybecslés.

A foglalkoztatás terén a leépítések ütemének lassulása volt megfigyelhető az utóbbi hónapokban. A munkanélküliségi áramlási adatokat és az újonnan bejelentett álláshelyek szer-

kezetét vizsgálva ugyanakkor kitűnik a magán- és az állami szektor foglalkoztatási folyamatainak kettőssége. A bejelentett új álláshelyek jelentős részben az „Út a munkához” program keretében teremtett, támogatott önkormányzati közmunka-lehetőségeknek köszönhetőek.⁷ Júniusban azonban az újonnan bejelentett támogatott álláshelyek száma jelentősen csökkent, ami arra utal, hogy e hatás a jövőben gyengülhet. Ezzel szemben a vállalatok által bejelentett, nem támogatott új álláshelyek száma folyamatosan csökkent, ami a versenyszféra folytatódó létszámalkalmazkodására utal.

1-11. ábra

Bejelentett új álláshelyek a nemzetgazdaságban*



* Szezonálisan igazított adatok.

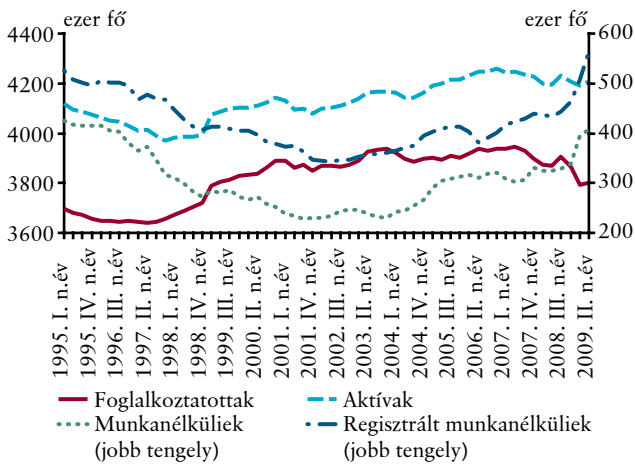
A foglalkoztatási trendek értékelését nehezíti, hogy az eltérő forrásból származó adatok közt ellentmondások is felfedezhetők. A munkaerő-felmérés adatai szerint március óta stagnál a foglalkoztatottak és az aktívák száma, miközben a munkanélküliség mérsékelten emelkedett. Ezzel szemben, a létszámcsökkenés folytatódását mutatja az intézményi adatgyűjtésből származó statisztika, illetve a munkanélküliség további jelentős emelkedését jelzi a regisztrált munkanélküliek száma. A munkaerő-felmérés viszonylag kedvező adatait több jelenségre vezethetjük vissza. Egyrészt az intézményi statisztika nem tartalmazza az 5 fő alatti foglalkoztatottak körét, továbbá a részmunkaidős foglalkoztatottság felerősödése is bizony-

⁶ Részben ezzel a kérdéssel foglalkozik a revidált potenciális GDP-becslésünk (bővebben lásd a 3-2. keretes írást).

⁷ Az „Út a munkához” programba a korábban szociális segélyben részesülő, de egyébként munkaképesnek minősített állampolgárok kerülhetnek, akik az önkormányzatoknál közfoglalkoztatásban vesznek részt. A programot a központi költségvetés jelentős részben (95%) anyagilag támogatja. A program következtében a közfoglalkoztatottak száma emelkedik, de ez a költségvetési kiadások szempontjából nem jelent komoly többletterhet, mivel a korábbi szociális segély helyett fizetik a minimálbér ¾-ét, miközben az önkormányzati feladatok ellátása is javul.

1-12. ábra

Foglalkoztatottság és munkanélküliség a nemzetgazdaságban*



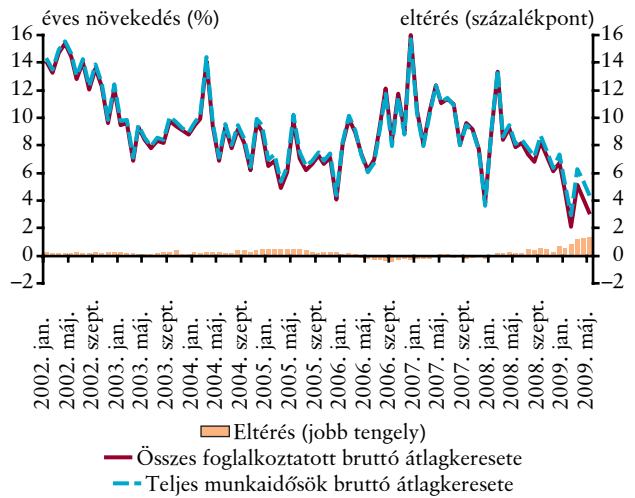
* Szezonálisan igazított adatok a munkaerő-felmérés szerint.

talanságot jelent a statisztika megítélésében. Ezenfelül pedig a szürkegazdaságban foglalkoztatottak számának emelkedése is magyarázatul szolgálhat a két adatforrás közti különbségre.

A versenyszféra teljes munkaidős foglalkoztatottjainak bér-dinamikája a jelentős első negyedévi lassulás után nem fékeződött tovább. A béralakulást azonban a korábbiaknál erőteljesebb bizonytalanság övezi, elsősorban a részmunkaidős foglalkoztatás terjedése kapcsán. A részmunkaidőbe átsoroltak bérét is figyelembe véve, a második negyedévben tovább lassult a bérnövekedés üteme, ám bizonytalan, hogy a rész-idős foglalkoztatás mennyire lesz tartós jelenség. A munkavállalók szintjén érzékelt bérnövekedés amiatt is alacsonyabb lehet a hivatalos statisztikánál, hogy a válság miatt nagyobb eséllyel veszítették el állásukat az alacsonyabb ter-

1-13. ábra

A bruttó átlagkereset alakulása a versenyszférában



melékenységű (és ezért alacsonyabb bérű) foglalkoztatottak. Végül a béralkalmazkodás folytatódására utal a prémiumok visszafogása: tavalyhoz képest mintegy 10 százalékkal mérséklődtek az első félévben kifizetett jutalmak. Mivel a bónuszok nagyobb részét a naptári év végén fizetik a vállalatok, ezért mozgástérrel rendelkeznek a további költségcsökkentésre.

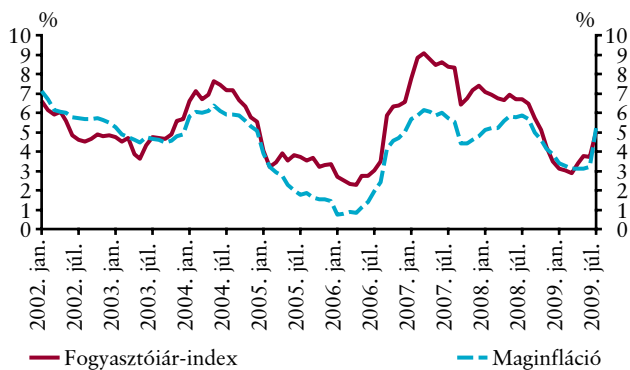
A közsférában mind létszám-, mind béroldalon további megszorításokra került sor az elmúlt hónapokban. Egyrészt jelentősen korlátozták a 13. havi juttatás helyett folyósított kompenzáció összegét, másrészt júliustól megtiltották a megüresedett álláshelyek betöltését. Ugyanakkor statisztikailag a közsféra létszámát növelik az „Út a munkához” program közfoglalkoztatottjai.

1.4. Az infláció jórészt egyedi hatások miatt emelkedett a vártnál erősebben a második negyedévben

Az elmúlt hónapok inflációs folyamatai rendkívül változóan alakultak. A makrogazdaság oldaláról két egymással ellentétes tényező befolyásolta a fogyasztói árak alakulását: a forint év eleji gyengülése emelte, a mélyen visszaeső kereslet miatt negatív kibocsátási rés pedig önmagában fékezte az ár-emelkedés ütemét. Ezen túlmenően azonban, a feldolgozatlan élelmiszerek körében jelentős, a megfigyelt termékek súlyozásának változásából is adódó egyedi hatások merültek fel, amelyek a májusi inflációt meglepően magas szintre emelték, a hatás azonban júliusra már gyakorlatilag teljesen korrigálódott. Májusi várakozásunkhoz képest emelte az inflációt az olajárak májusi feltevéseinknél erőteljesebb emelkedése is. E tényezők hatásától eltekintve, az infláció a második negyedévben várakozásainkkal összhangban alakult.

1-14. ábra

Az infláció alakulása*



* Havi adatok éves változása.

A vállalatok kedvezőtlen profithelyzete, illetve a fogyasztói kosár széles körét érintő áfaváltozások az áfaemelés közel egészének áthárítását indokolnák. Ugyanakkor a kedvezőtlen keresleti feltételek ezen áthárítási valószínűséget, illetve annak mértéket tompíthatják. A májusi inflációs jelentésben azal számoltunk, hogy a kereskedők az áfaemelést 90 százalékban áthárítják a fogyasztókra. A júliusi adatok arra utalnak, hogy a vállalatok korábbi prognózisunkhoz képest kisebb arányban (jelentős becslési bizonytalanság mellett alig 50%-ban) hárítják át az indirekt adók emelését a fogyasztókra. Ko-

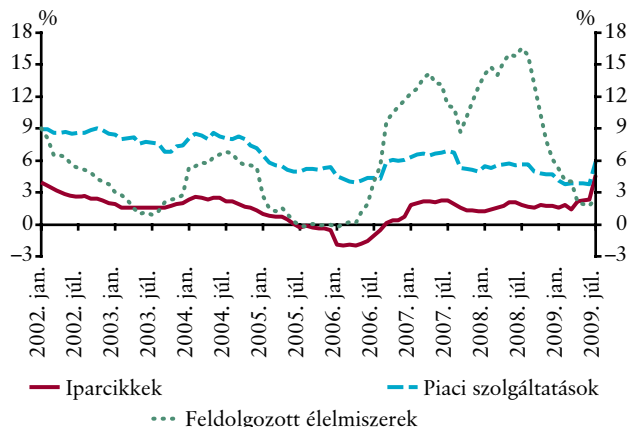
rábbi vizsgálatok szerint,⁸ a vállalatok már az első hónapban áthárították az áfaemelések döntő részét a fogyasztókra. Így valószínűsíthető, hogy az összes áfahatás kisebb lesz korábbi feltevéseinknél, ami a visszaeső belföldi kereslet egyre markánsabbá váló dezinflációs hatására utalhat.

A maginfláció tételei közt az iparcikkek második negyedéves gyorsuló inflációja az év eleji árfolyamgyengülés begyűrűzéséből fakad. Bizonytalanság övezi ugyanakkor annak megítélését, hogy a gyenge belső kereslet milyen mértékig ellensúlyozza ezt, illetve, hogy a következő hónapokban marad-e inflációs nyomás az iparcikkek áraiban az elmúlt hónapokban erősödő nominálárfolyamot is figyelembe véve.

A piaci szolgáltatások körében az év eleji lassulás után stabilizálódott az infláció mértéke a második negyedévben. Ez összefügghet azzal, hogy felmérések tapasztalatai alapján a vállalatok jellemzően évente kétszer (januárban és szeptemberben) áraznak át. Így a jövőben is inkább hullámokban várható újabb jelentős dezinfláció e termékkörben.

1-15. ábra

A maginfláció egyes résztételeinek alakulása*



* Havi adatok éves változása.

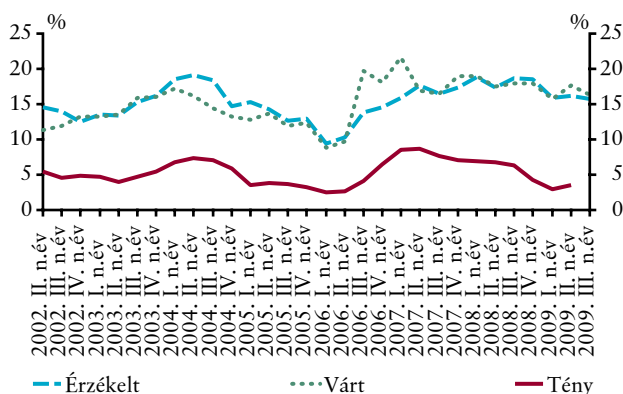
Középtávon azonban továbbra is inflációs kockázatot jelent, hogy az inflációs várakozások 2006 óta változatlan magas szinten ragadtak be. Nemzetközi tapasztalatok szerint nagy

⁸ Lásd erről Gábrriel P.–Reiff Á.: Az áfakulcsok változásának hatása a fogyasztóiár-indexre. MNB-szemle 2006/12.

gazdasági visszaesésekkel bekövetkező defláció segíthet az inflációs várakozások letörésében, ami aztán lehetővé teszi tartósan alacsony inflációs környezet kialakulását. A jelenlegi környezetben az indirekt adók emelése olyan sokkot jelent, ami megnehezíti az inflációs várakozások mérséklődését és így lassíthatja a defláció ütemét.⁹

1-16. ábra

Lakossági inflációs érzékelés és várakozás – Medián-felmérés*



* Az elmúlt és az elkövetkező 12 hónapra.

1-1. keretes írás: Az érzékelt és a várt infláció számszerűsítése¹⁰

Az infláció alakulása szempontjából kulcsfontosságúak a gazdasági szereplők inflációs várakozásai. Emiatt a monetáris politika számára minden olyan adatforrás fontos, ami a várakozásokról nyújt információt. Az alábbiakban azt mutatjuk be, hogy az Európai Bizottság által megrendelt – és Magyarországon a GKI által elvégzett – lakossági adatfelmérés eredményei mit mutatnak az inflációs érzékelésről és a várakozásokról.¹¹ A felmérés az alábbi két kérdést tartalmazza az érzékelt és a várt inflációval kapcsolatban:

„Az előző 12 hónapban hogyan változtak a fogyasztói árak? (1) Gyors ütemben emelkedtek, (2) mérsékelt ütemben emelkedtek, (3) kismértékben emelkedtek, (4) nem változtak, (5) csökkentek, (6) nincs válasz.”

„Összehasonlítva az előző 12 hónappal, hogyan fognak változni a fogyasztói árak a következő 12 hónapban? A fogyasztói árak (1) gyorsabban fognak nőni, (2) hasonló ütemben emelkednek, (3) lassabban fognak emelkedni, (4) nem változnak, (5) csökkennek, (6) nincs válasz.”

A felmérés legfontosabb jellemzője, hogy kvalitatív. A kvalitatív felmérések előnye a kvantitatív felmérésekkel szemben, hogy elvileg könnyebben tudnak válaszolni rá a megkérdezettek. Nyilvánvaló hátrá-

nya ugyanakkor, hogy a válaszokból közvetlenül nem tudhatjuk meg, hogy számszerűen mekkora inflációt érzékelnek, illetve várnak háztartások. Ennek a számszerűsítésére szolgál a Carlson–Parkin-eljárás. A módszer feltételezi, hogy mind az érzékelt, mind a várt inflációnak létezik egy folytonos eloszlása, és megadja, hogy az eloszlás paramétereit hogyan lehet meghatározni. Az eloszlásoknak a várható értéket szokás a lakosság által érzékelt és várt inflációnak tekinteni.¹²

2009 júliusában az érzékelt inflációra vonatkozó kérdés esetében a válaszadók rendre 33,1, 39,5, 22,3, 4,4, 0,2 és 0,6 százaléka választotta az 1-6 kategóriákat. A felmérésre adott válaszok önmagukban még nem adnak elegendő információt az érzékelt infláció számszerűsítéséhez. Az érzékelt infláció átlagos értékének meghatározásához még definiálni kell, hogy a háztartások mit tekintenek mérsékelt ütemű áremelkedésnek. Feltettük, hogy egy hosszabb időszakban az érzékelt és a várt infláció átlagosan megegyezik. Ekkor a mérsékelt ütemű áremelkedés 7 százaléknak adódott. A kérdőívre adott válaszok, valamint a mérsékelt inflációs ütem ismeretében már meghatározható az érzékelt infláció eloszlásának minden paramétere, így a várható értéke is. Ez 7,3 százalékos, azaz a háztartások átlaga szerint 2009 júliusában ekkora volt az infláció.

⁹ Az inflációs várakozások idősorának egy kísérleti számszerűsítéséről lásd az 1-1. keretes írást.

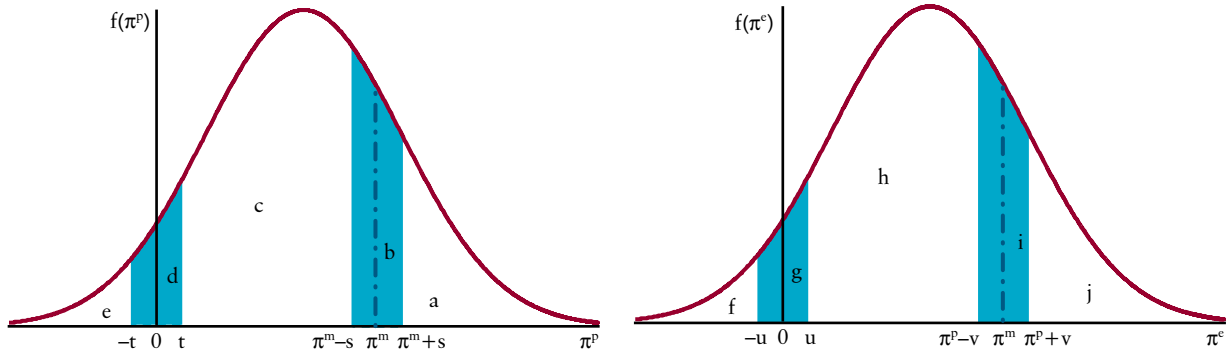
¹⁰ A keretes írás Gábor Péter: Az inflációs várakozások hatása az árakra és a bérekre című, az *MNB-füzetek* sorozatban megjelenés alatt álló tanulmánya alapján készült.

¹¹ A felmérés eredménye elérhető az Európai Bizottság honlapján.

¹² Az eredeti módszert részletesen ismerteti Carlson, John A.–Parkin, J. Michael (1975): *Inflation Expectations*, *Economica*, London School of Economics and Political Science, vol. 42, az itt használt módosított változatot pedig lásd Benkovskis, Konstantin: *The Role of Inflation Expectations in the New EU Member States: Consumer Survey Based Results*. *Czech Journal of Economics and Finance*, 2008, Vol. 58.

1-17. ábra

Az érzékelt és a várt infláció eloszlása



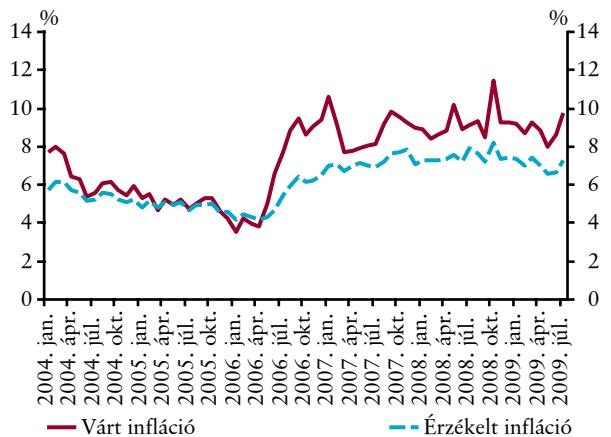
Megjegyzés: π^p az érzékelt, π^e a várt inflációs rátát jelöli, π^m pedig azt, hogy a háztartások milyen értéket tekintenek mérsékelt ütemű áremelkedésnek. Az a , b , c , d és e , valamint az f , g , h , i és j területek adják meg azon válaszadók arányát, akik által a várt, illetve az érzékelt infláció a megfelelő intervallumba esett. A $-t$ és t , valamint $-u$ és u közé eső intervallumba eső érzékelt és várt inflációs értékeket a válaszadók nullának tekintik. A π^m-s és π^m+s intervallumba eső értékeket a háztartások mérsékelt ütemű áremelkedésnek értelmezik, a π^p-v és π^p+v intervallumhoz tartozó válaszadók pedig úgy gondolják, hogy az árak a következő 12 hónapban olyan ütemben fognak nőni, mint az előző 12 hónapban.

A várt infláció kiszámításánál azzal a feltételezéssel éltünk, hogy az előbbiekben kiszámított érzékelt inflációhoz viszonyítanak a háztartások, amikor a várakozásaikra vonatkozó kérdésre válaszolnak. 2009 júliusában a várt infláció esetében a válaszadók rendre 50,4, 36,7, 9,7, 1, 0,3 és 2 százaléka választotta az 1–6 kategóriákat. Ez alapján az inflációs várakozások átlaga 9,7 százalék volt.

A felmérés eredményei alapján az érzékelt és a várt infláció minden hónapban kiszámítható. Ezeket az idősorokat mutatja be az alábbi ábra. Az eredmények értelmezésénél figyelembe kell venni, hogy a mérsékelt ütemű áremelkedés meghatározásához használt feltételezés vitatható. Emiatt az érzékelt és a várt infláció számszerűsített értéke bizonytalan, az idősorok dinamikája viszont fontos információval szolgál.

1-18. ábra

Érzékelt és várt infláció



2. Pénzügyi piacok és hitelezés





2.1. Változékony globális befektetői hangulat

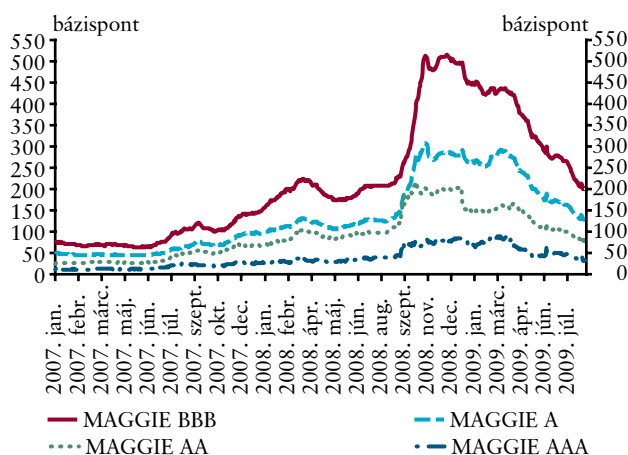
A globális befektetői hangulat a legutóbbi jelentés óta eltelt időszakban változékonyan alakult, de összességében érdemben javult. A fejlett piacokat az időszak első részében – június folyamán – még bizonytalanság, kivárás és kiegyenlített eszközár-alakulás jellemezte. A piaci szereplők körében egyre inkább általánossá vált az a vélekedés, miszerint a pénzügyi piacok megelőlegezett optimizmusa túlzó és indokolatlan, a pénzügyi piaci folyamatok előreszaladtak a reálgazdaságiakhoz képest, így számottevő korrekcióra kell számítani. Az amerikai negyedéves gyorsjelentési szezon előtt, június végén, július elején érezhetően tovább emelkedett a bizonytalanság, borúsabbá vált a piaci hangulat, a kockázatvállalási hajlandóság jelentősen csökkent, ugyanakkor az előrevetített jelentős mértékű korrekció nem következett be.

Az alapvető fordulatot az amerikai gyorsjelentési szezon eredményezte a befektetői hangulatban: a második negyedéves vállalati eredmények többsége a várakozásoknál kedvezőbben alakult, ami több pozitív makrogazdasági adattal együtt július közepétől a kockázatvállalási hajlandóság ismételt élénkülését, a tőzsdeindexek emelkedését, a kockázati felárak és az értékpapír-piaci implikált volatilitások csökkenését eredményezte. Ebben az időszakban több mutató is elérte vagy megközelítette a Lehman-csőd előtti szintjét.

A fordulatban jelentős szerepet játszott a pénzügyi szektor jó teljesítménye. A pénzügyi intézmények megítélésének javulása már az első negyedéves gyorsjelentések után megkezdődött, majd további kedvező fejleményt jelentett, hogy több

2-1. ábra

Kockázati indexek alakulása*



* Európában denominált adósság felárát tükröző mutatók, hitelminősítés szerinti bontásban.

Forrás: JPMorgan.

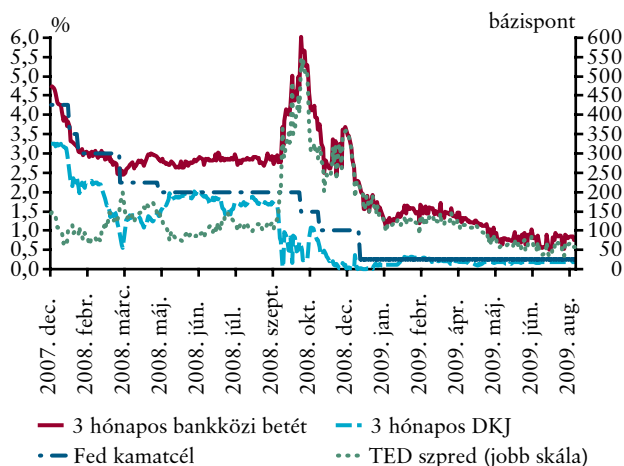
amerikai bank lehetőséget kapott a TARP-program keretében kapott állami támogatás visszafizetésére. Emellett a stresszteszt alapján tőkebevonásra kötelezett bankok forrásszerzésével kapcsolatban is pozitív hírek érkeztek. Ugyanakkor a bankrendszer konszolidációjának folytatódására utaló jelek ellenére, a reálgazdasági visszaesés elhúzódása miatt, a hitelezési veszteségek növekedése továbbra is kockázatot hordoz magában.

A fejlett bankközi piacokon tovább mérséklődtek a feszültségek, a rövid lejáratú bankközi piaci hozamok és felárak jelentős csökkenése a bankközi bizalom helyreállítását mutatja. A bankközi hozamok rövid állampapírokkal szembeni felárát mutató TED-szpredek, illetve a LIBOR–OIS-szpredek is érdemben mérséklődtek, azonban még nem érik el a válság 2007-es kirobbanása előtti szintjüket. A kedvező képet árnyalja, hogy mind az amerikai, mind az európai bankok továbbra is erőteljesen támaszkodnak a jegybankok likviditásbővítő eszközeire, különösen a hosszabb távú facilitások igénybevétele emelte meg ismét a jegybanki mérlegfőösszegeket.

A reálgazdasági folyamatok alakulása továbbra is a befektetői figyelem fókuszában maradt, elsősorban a gazdasági fellendülés várható megindulásának időpontjával kapcsolatos előrejelzések, vélemények szerepe meghatározó. A beérkezett egyes makrogazdasági adatokból nem rajzolódik ki egységes kép e tekintetben. Az előretekintő hangulatindexek, bizalmi indikátorok mellett egyes visszatekintő adatokban is látszódnak már az élénkülés első jelei, ugyanakkor főként az ingatlan- és munkaerő-piaci adatok gyakran szolgálnak negatív meglepe-

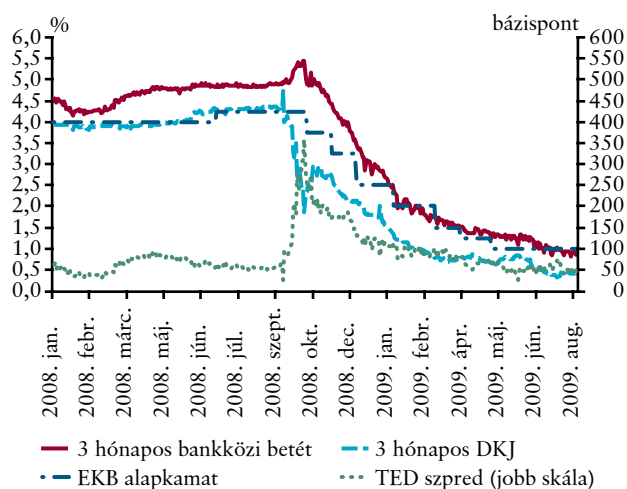
2-2. ábra

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



téssel, külön kiemelendő kockázatot jelent a számos országban rekordszintre emelkedő munkanélküliség.

A nagy jegybankok politikáját továbbra is a laza monetáris kondíciók fenntartása és a hitelezési folyamatok élénkítése érdekében tett törekvések határozzák meg. A piaci várakozásoknak megfelelően a főbb jegybankok nem változtattak az irányadó kamatok szintjén, emellett mind a Fed, mind az EKB hangsúlyozta, hogy a jelenlegi alacsony kamatszintek tartós fennmaradása várható. A jegybankok kommunikációja alapján a deflációs kockázatok mérséklődtek, ugyanakkor az infláció megugrására sem kell számítani. Mindezek eredményeképpen a Fed és az EKB is sikeresen hűtötte a kamatemelési

várakozásokat, a piac jelenleg nem számít rá, hogy jövő év tavasza előtt sor kerül monetáris szigorításra. Az EKB elindította eszközvásárlási programját, a Fed az eredetileg tervezett mennyiségekkel, kibővítés nélkül, a Bank of England érdemben kibővített kerettel folytatta azt. Emellett az EKB, az egyéves futamidejű hiteltender keretében megkezdte az irányadó kamaton történő likviditásnyújtást. Az eszköz igénybevétele meghaladta a várakozásokat és jelentős többletlikviditáshoz juttatta a bankrendszert, ami segítheti a hosszabb futamidejű bankközi hozamok mérséklődését is.

Az utóbbi hónapok során a fejlett országok esetében is egyre inkább előtérbe került a gazdaságélénkítő óriáscsomagok hatására megnövekedett államadósságok problémája. Ezt Írország leminősítése mellett az amerikai és a brit hitelminősítés veszélybe kerülésének híre is jelezte. Részben a duzzadó költségvetési hiányokra is visszavezethető volt, hogy a fejlett országok hosszú lejáratú állampapírhozamai márciusban meredek emelkedésnek indultak, s június elejére 4 százalék közelébe emelkedtek. A hozamemelkedésben a rekordmértékű állampapír-kibocsátások miatti befektetői aggodalmak mellett szerepet játszottak az emelkedő inflációs várakozások is. Ugyancsak az emelkedéshez járulhatott hozzá, hogy a kockázati éhség növekedése nyomán csökkent a kereslet a biztonságos eszközök iránt. Mindezek következtében a jegybanki kommunikációban és intézkedésekben fontos szerepet kaptak a hosszú hozamok leszorítására és az inflációs várakozások hűtésére irányuló törekvések. Bár június folyamán érdemben mérséklődtek a hosszú állampapírhozamok, július elejétől az alacsony inflációs kockázatok ellenére is ismét megindult a hozamemelkedés, ami azt mutatja, hogy az állami költségvetések finanszírozásával kapcsolatos aggodalmak továbbra sem múltak el.

2.2. Eszközár-alakulás a feltörekvő piacokon

A feltörekvő piaci eszközár-alakulásban a globális befektetői hangulat mellett régióspecifikus események is meghatározó szerepet játszottak az elmúlt hónapokban. Az időszak első felében a fejlett piaci hangulatromlás a feltörekvő piacokat is kedvezőtlenül érintette, a kockázatvállalási hajlandóság mérséklődése a kelet-közép-európai régióban tükröződött legerőteljesebben. A régió kockázati megítélését tovább rontotta Lettország súlyos fundamentális problémáinak előtérbe kerülése. A lett árfolyamrendszer fenntarthatóságára, illetve az országnak nyújtott nemzetközi segélycsomag következő részleteinek odaítélésére vonatkozó kockázatok május végén erősödtek fel, ami egy fertőzőesés válság kialakulásának veszélyén keresztül az egész régióra kedvezőtlenül hatott. A hatás az érintettségétől függően eltérő mértékben jelentkezett az egyes országokban és a különböző eszközárakban. Általános tendencia volt a CDS-felárak és a -hozamok emelkedése, a fix árfolyamrendszerekre nyomás nehezedett, miközben a lebegő devizaárfolyamok gyengülése kevésbé volt tapasztalható. A lett kormány hiánycsökkentő intézkedéseinek elfogadását, illetve az EU-val és az IMF-fel történt megállapodást követően a Lettorszagra és rajta keresztül a kelet-közép-európai régióra nehezedő nyomás enyhült, de a lett lat árfolyamának szükségszerű leértékelésére vonatkozó kockázatok továbbra sem szűntek meg.

Az időszak második felében, június végétől alapvetően a globális piaci hangulat alakulása gyakorolta a legnagyobb hatást a régiós folyamatokra. A június végén tapasztalt újabb befek-

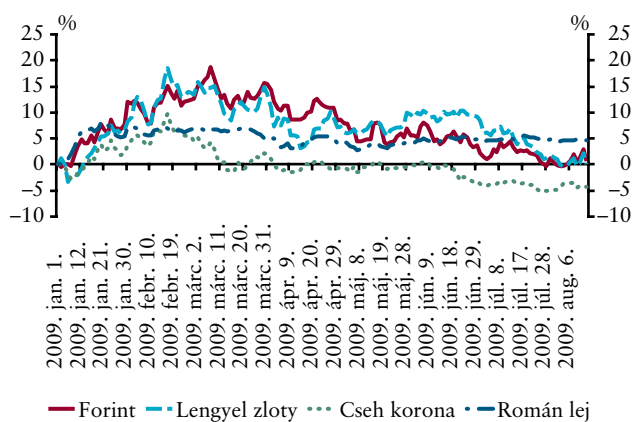
tetői hangulatromlás főként a kockázati felárak emelkedésében és a tőzsdék esésében csapódott le, ugyanakkor a devizaárfolyamokban ebben az időszakban sem volt tapasztalható érdemi gyengülés. Ebben szerepet játszhat a térség devizáira támogatón ható, a kamatkülönbséget kihasználására építő kereskedés (carry trade) élénkülése.

A fejlett piacokon július elején bekövetkezett kedvező fordulat a feltörekvő piacokon is érezte a hatását, a kockázatvállalási kedv élénkülésével párhuzamosan a régiós tőzsdék emelkedésnek indultak, a CDS-felárak több hónapos mélypontra csökkentek, a devizaárfolyamok számottevő erősödést produkáltak. A kockázati megítélés javulásához sikeres devizakötvény-kibocsátások és a régiós országok külső sérülékenységének csökkenését mutató kedvező makrogazdasági hírek is hozzájárultak. Utóbbi tényező esetében a kedvező képet árnyalja, hogy a szufficit oka többnyire a kényszerű alkalmazkodás, a válság hatására rohamosan csökkenő import és fogyasztás.

Az elmúlt hónapok során számos feltörekvő piaci ország hajtott végre sikeres szuverén kötvénykibocsátást a nemzetközi tőkepiacokon. A régióban Horvátország, Litvánia, Lengyelország, Magyarország és Románia bocsátott ki devizakötvényt a legutóbbi jelentés óta. Kedvező fejlemény, hogy a kötvényeket jellemzően megfelelően magas kereslet mellett jegyezték le a befektetők, a kibocsátó több esetben is meg tudta emelni a kibocsátott mennyiséget az eredetileg

2-4. ábra

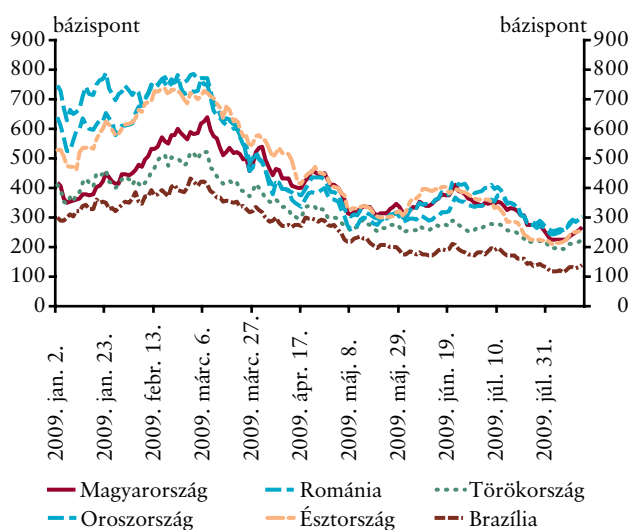
A régiós devizák árfolyamának változása*



* Változás százalékban, 2009. január 1.=0, a pozitív érték a helyi deviza leértékelődését jelenti.

2-5. ábra

A CDS-felárak alakulása egyes feltörekvő országokban



tervezetthez képest. Az aukciók sikerében a kockázatvállalási hajlandóság általános emelkedése, a kedvező piaci hangulathoz való időzítés és a viszonylag magas hozamfelárak egyaránt szerepet játszottak. A tapasztalatok alapján ugyanis, a jelenlegi piaci környezetben a nemzetközi tőkepiacokon nagy volumenben történő forrásbevonás érdekében a kibocsátónak magasabb forrásköltséget kell fizetnie a szuverén hitelkockázatot mérő CDS-felárnál és a devizakötvények másodpiaci hozamánál.

A feltörekvő piaci jegybankokra továbbra is a lazító monetáris politika folytatása volt jellemző. A tágabb régióban számos ország hajtott végre kamatcsökkentést (Lengyelország, Csehország, Románia, Törökország, Dél-Afrika, Oroszország), emellett Latin-Amerikában és Délkelet-Ázsiában is folytatódtak a kamatvágások. Ugyanakkor több ország esetében a piaci várakozások azt valószínűsítik, hogy a lazítási ciklus végéhez közeledik a jegybank, és a jövőben óvatosabb kamatpolitikára történő váltás várható.

2.3. Folytatódó konszolidáció a hazai pénzügyi piacokon

A hazai pénzügyi piacok működésének konszolidációja folytatódott a legutóbbi jelentés óta eltelt időszakban. Az MNB korábban bevezetett, bankok likviditáskezelését segítő eszközeinek hatása továbbra is érezhető mind a forint-, mind a devizalikviditás újraelosztásának normalizálódásában. A bankközi forint depopiac normális működése továbbra is biztosított, a forint likviditás-újraelosztás alapvetően a fedezetlen bankközi piacon valósul meg. A jegybanki egynapos hitel igénybevétele minimális volt, az egynapos betételhelyezés is észrevehetően csökkent az előző időszak átlagos értékéhez viszonyítva. A bankközi hozamok továbbra is jellemzően a kamatfolyosó alsó felében tartózkodtak. A rendszerszintű likviditástöbblet mellett egyedi banki szinten sem volt jellemző likviditási feszültség, új hat hónapos hitel igénybevételére nem került sor az elmúlt három hónap során, a kéthetes hitel állománya minimálisra csökkent.

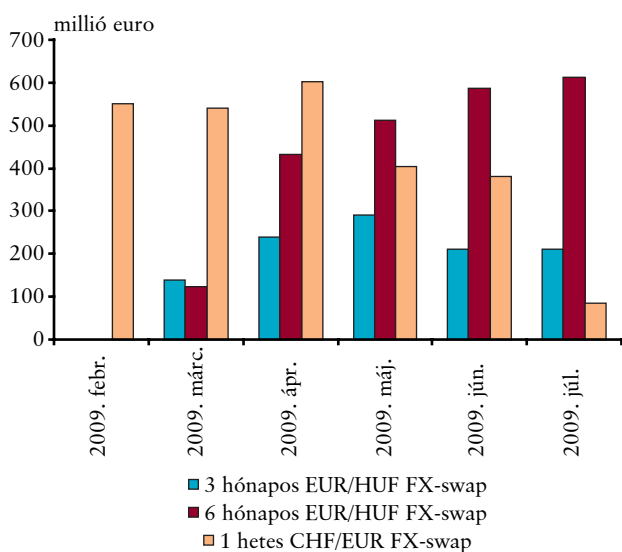
A forint FX-swap piacon az elmúlt hónapokban nem volt tapasztalható devizalikviditási feszültség. Az FX-swap ügyletkötések alapján implikált forinthatamok a rövid és hosszabb futamidőkön is egyaránt a megfelelő futamidejű forint referenciahozamok közelében alakultak. Az egynapos jegybanki eurolikviditást biztosító eszközre való rászorultság lényegében megszűnt, emellett a hosszabb futamidejű FX-swap tenderek igénybevételére is viszonylag ritkán kerül sor. Az egy-

hetes CHF/EUR és a három hónapos EUR/HUF FX-swapállomány csökkent, a hat hónapos EUR/HUF tender esetében nőtt a kintlévőség, azonban utóbbi esetben az igénybevétel továbbra is érdemben elmarad a keretből adódó lehetőségek teljes kihasználásától.

A forint árfolyama jelentős ingadozások mellett összességében jelentősen erősödött a május végi szintjéhez képest. Az árfolyamra a nemzetközi hangulat alakulása hatott a leginkább, a forint többé-kevésbé a régiós tendenciákkal összhangban mozgott, viszont a kilengések mértéke jellemzően meghaladta a többi régiós devizáét. Júniusban némileg megtört a márciusban kezdődött erősödési trend, az árfolyam széles sávban – 275 és 290 forint/euro között – ingadozott, ugyanakkor a hosszabb távú trendekbe illesztve ez megfelelt egyfajta stabilizálódásnak, amelynek az árfolyamcentruma a 282–283 forint/eurós szint környékén volt. Ez egyben azt is jelentette, hogy ebben az időszakban az árfolyam alakulása elvált más hazai eszközáraktól, és nem jelent meg benne az átmeneti kockázatfelár-emelkedés, ami többek között a CDS-szpredet vagy az euróhoz viszonyított 5 év múlva esedékes 5 éves hozamkülönbséget egyértelműen jellemezte júniusban. A széles sávban történő árfolyammozgás júliusban is fennmaradt, ugyanakkor a bejárt tartomány tekintetében szintbeli eltolódás következett be a felértékelődés irányába: az árfolyam eb-

2-6. ábra

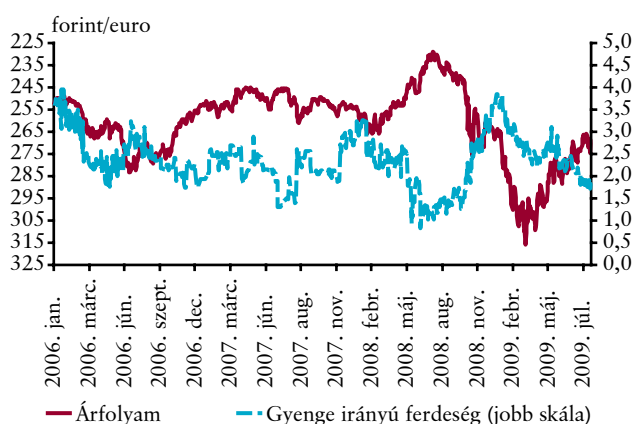
A hosszabb futamidejű jegybanki FX-swap eszközök igénybevétele*



* Hónap végén kintlévő állományok.

2-7. ábra

A forint/euro árfolyam és az árfolyam-várakozások gyenge irányú ferdeségének alakulása*



* Gyenge irányú ferdeség = $1M \text{ risk reversal} / 1M \text{ volatilitás} * 10$; a tízzel való szorzást a könnyebb ábrázolhatóság érdekében alkalmaztuk; a ferdeség mutatójának nincs mértékegysége; a mutató emelkedése az árfolyam-várakozások gyenge irányba tolódását mutatja.

ben az időszakban 265–280 forint/euro között ingadozott. A felértékelődési trend folytatódása az árfolyam-várakozások alakulására is észrevehető hatást gyakorolt: a Reuters régiós FX-felmérésében a piaci konszenzus az erősödés irányába mozdult el minden megkérdezett időtávon. Emellett a várakozások opciós árjegyzésekből számolt gyenge irányú ferdesége érdemben mérséklődött, s utoljára 2008 októberében tapasztalt szintre csökkent. Az implikált volatilitások enyhe mértékben szintén csökkentek.

Az állampapír-piaci kondíciók tekintetében fontos fejlemény, hogy határozott előrelépés történt a piaci finanszírozásra történő visszatérésben. Az elsődleges kibocsátásokat tartósan magas kereslet, gyakorta megemelt kibocsátási mennyiség és csökkenő aukciós átlaghozamok jellemezték. Mindezek hatására az ÁKK a kötvényaukciókon felajánlott mennyiséget fokozatosan az állampapír-piaci turbulenciákat megelőző időszak kibocsátásaival összevethető szintre emelte. Ezzel párhuzamosan a kötvény-visszavásárlások összegének nagysága a normális piaci működésre jellemző szintekre csökkent.

A külföldiek forint állampapírok iránti keresletében a júniusi pangást követően július folyamán jelentős fordulat következett be. Öt hónapnyi folyamatos csökkenés után júliusban a nem-rezidens szereplők állampapír-állománya mintegy 220 milliárd forinttal emelkedett. Emellett a teljes állományból való részesedésük is nőtt, és a növekvő összegű kötvénykibocsátásokra való külföldi befektetői visszatérés is egyre inkább megfigyelhető.

A megélnékült állampapír-kereslet nyomán folytatódott a másodpiaci hozamok intenzív csökkenése, ami a rövidebb lejáratokon 120–140 bázispontnyi, az éven túli futamidőknél 140–170 bázispontos hozamcsökkenést jelentett a május végi értékekhez képest. Mindezek hatására augusztus elejére a referencia állampapírok hozamai éven belüli lejáratokon 8 százalék alá, 3–10 éves lejáraton 8,5 százalék közelébe, a 15 éves papír esetében 8,2 százalékra csökkentek. Ugyanakkor, augusztusban a hosszabb lejáratokon megállt a hozamcsökkenés, a 3–10 éves szegmensben a hozamok nem tudtak 8,5 százalék alá mérséklődni.

Július közepén 5 éves futamidejű magyar eurokötvény kibocsátására került sor. Az 1 milliárd euro értékű forrásbevonás alapvetően nem finanszírozási célokat szolgált, a magyar állampapírok iránti nemzetközi kereslet felmérése volt a célja. Ennek megfelelően a sikeresen, jelentős túljegyzés mellett végrehajtott kibocsátás üzenetértéke mindenképpen pozitív az állampapírpiac normalizálódásának folyamatában. További kedvező fejleményként értékelhető, hogy a kibocsátott kötvények jelentős részét olyan intézményi befektetőknek sikerült értékesíteni, akik tartós befektetesként tekintenek a magyar állampapírokra. A kibocsátás euro swaphozam feletti

395 bázispontos hozamfelára – az elmúlt időszakban történt régiós devizakötvény-kibocsátásokat használva referenciaként – megfelelt a Magyarország CDS-felára alapján indokoltnak.

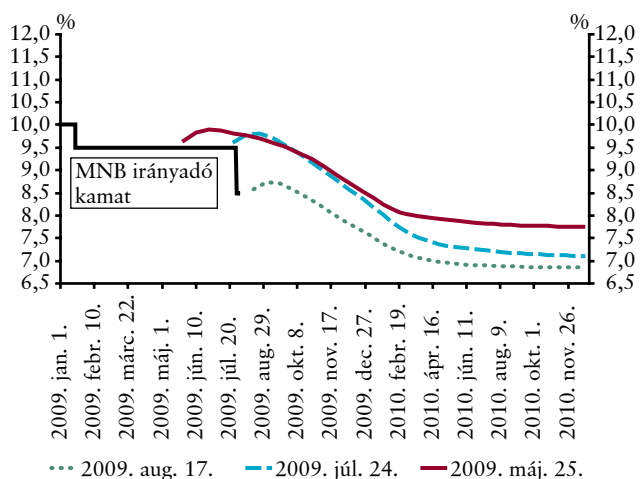
A külföldiek forint melletti pozíciója május vége óta tovább emelkedett, július végéig mintegy 365 milliárd értékű forintvásárlást hajtottak végre a nem rezidens szereplők. Ezzel párhuzamosan a külföldiek nettó FX-swap állománya 400 milliárd forinttal, MNB-kötvényállományuk 110 milliárd forinttal csökkent. Az adatok egyrészt arra engednek következtetni, hogy a külföldiek tovább folytatták forint elleni pozícióik leépítését, másrészt a forintkihelyezéseiket tekintve, az állampapírpiac irányába történő átcsoportosítás figyelhető meg.

Magyarország kockázati megítélését az időszak elején alapvetően nem országspecifikus, hanem nemzetközi tényezők befolyásolták. A magyar CDS-szpred elsősorban a lett problémák hatására átmenetileg emelkedett, ugyanakkor a későbbiekben az ország abszolút és relatív megítélése is javult. A nemzetközi piaci hangulatban bekövetkezett kedvező fordulat nyomán augusztus elejére az 5 éves magyar CDS-felár 225 bázispont-ra csökkent, amely érték már alacsonyabbnak számított az akkori román, bolgár és orosz értékeknél, és a horvát és észt felárak közelében volt található. Bár augusztusban a CDS-felárakban általános emelkedés következett be, ez nem változtatott a magyar CDS-felár relatív pozícióján.

A Monetáris Tanács júniusban változatlanul hagyta az alapkamat mértékét, ugyanakkor jelezte, hogy a kockázati megítélés javulásának fennmaradása esetén sor kerülhet a monetáris lazítás megkezdésére. Ezt követően júliusban a kedvező piaci hangulatot kihasználva, a Tanács a piaci várakozásoknál nagyobb mértékű, 100 bázispontos kamatcsökkentés mellett döntött. A mértékében meglepetést okozó csökkentés átírta a

2-8. ábra

A kéthetes irányadó kamat pénzpiaci hozamok által implikált jövőbeli pályája



piaci szereplők által korábban várt, rövid távon mérsékeltebb ütemű csökkentést mutató kamatpályát. A döntést követően a pénzpiaci hozamok alapján számított kamatpálya legrövidebb szakasza szintjében érdemben lefelé tolódott, ugyanak-

kor az egy-másfél éves időtávon várt kamat csak enyhe mértékben csökkent. Az aktuális piaci árak alapján az idei év végére 7,5 százalékra, 2010 végére 7 százalék alá csökkenhet a jegybanki alapkamat.

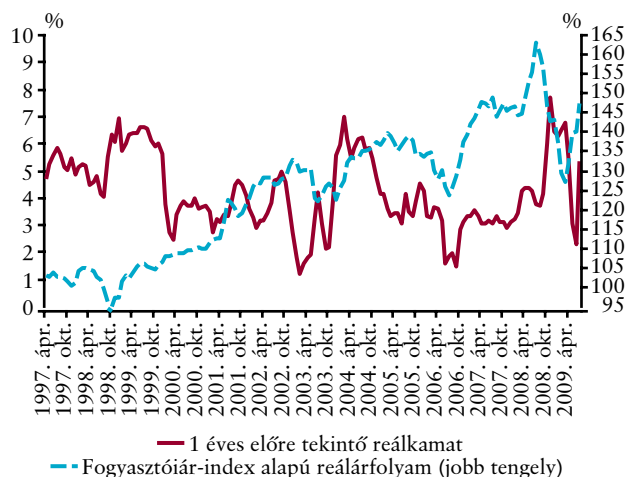
2.4. A monetáris kondíciók alakulása

A legutóbbi jelentés óta a reálárfolyam jelentős felértékelődést mutatott. A reálkamat számszerű értékében bekövetkezett változások alapvetően az áfaemelésből fakadó technikai tényezőkre vezethetők vissza, miközben a nominális hozamszint önmagában számottevően mérséklődött.¹³ Amint azt az előző jelentésekben is jeleztük, a válság eszkalálódása óta a monetáris kondíciók alakulásában a hagyományos mutatók mellett a hitelezés nem árjellegű tényezői szintén kiemelt szerepet töltenek be. Ebben a tekintetben a hitelképességi standardok alakulása mind a vállalati, mind a háztartási hitelek esetében azt jelzi, hogy a hitelezési folyamatokban a szigorú kondíciók fennmaradása várható.

Az előre tekintő reálkamat intenzív csökkenését, majd megugrását az áfaemelés hatásának az inflációs várakozásokban való megjelenése, majd – július hónapban – a fogyasztóiárindexből való kikerülése okozta. Ennélfogva a reálkamat júniusig tartó csökkenésének intenzitása annak ellenére nem volt fundamentálisan indokolt, hogy az időszakban a nominális hozamszint is jelentősen mérséklődött. Hasonlóképpen, a reálkamat ismételt megugrása júliusban elsősorban arra vezethető vissza, hogy az áfaemelés hatása ebben a hónapban már nem jelenik meg a következő évi inflációs adatban, ami egy egyszeri szintbeli csökkenést okoz az inflációs várakozások adott havi értékében, amely tényező túlkompenzálta a hozamcsökkenés reálkamatot mérséklő hatását.

2-9. ábra

A monetáris kondíciók alakulása*



* A reálárfolyammal növekvő érték reálfelértékelődést jelöl.

A legutóbbi jelentés óta a reálárfolyamban érdemi felértékelődés következett be. A mutatóra ható tényezők egyaránt az erősödés irányába mutattak: a legerősebb befolyással bíró nominális árfolyam március óta 15 százalékot meghaladó mértékben erősödött, emellett a hazai infláció mértéke az elmúlt időszakban is meghaladta az eurozónában tapasztaltat, így a pozitív inflációs különbözet szintén hozzájárult a reálfelértékelődéshez.

¹³ A reálkamat kiszámításánál az egyéves állampapír-piaci referenciahozam fixingjének adott havi átlagát és az egy évre előre tekintő inflációs várakozásoknak a Reuters havi elemzői felmérése segítségével számolt értékét használjuk fel. Ugyanakkor a várakozásokban egyéves időtávon az áfaemelés átmeneti inflációemelő hatása is megjelenik, ami torzítja a reálkamat így számolt értékét. A mutató csak az áfaemelés hatásának kiszűrésével tükröznék pontosan a fundamentális változásokat, ehhez azonban nem állnak rendelkezésünkre megfelelő adatok. Az elemzők csak a hivatalos fogyasztóiár-index adataira adnak előrejelzést, ráadásul csak az éves átlagos, illetve a naptári évek végére várt értékekre, így az időbeli lefutás szakértői becslése további szubjektív elemként jelenik meg, különösen nem egyenletesen csökkenő vagy emelkedő inflációs pálya esetében. Mindezek miatt a reálkamat számszerű alakulását jelen helyzetben megfelelő körültekintéssel lehet csak értelmezni.

2.5. A mérséklődő makrogazdasági aktivitás a hitelezésben is tükröződik

2009 második negyedévében a magánszektor hitelfelvételét elsősorban a mérséklődő makrogazdasági aktivitás és a bankok alacsony kockázatvállalási hajlandósága vezérelte. A továbbra is óvatos bankrendszeri magatartás mellett a háztartási szektor hitelkeresletének visszafogása figyelhető meg, miközben a megtakarítások emelkedtek. A lakástámogatási rendszer szigorítása miatt előrehozott lakáshitel-kereslet nem tudta ellentételezni az emelkedő munkanélküliséget, a stagnáló lakáspiac és az ezekkel összefüggésben mérséklődő fogyasztás hatásait. A vállalati szektor esetében a csökkenő reálgazdasági aktivitás és a növekvő sérülékenység (csökkenő profit, emelkedő csődráta) egymással ellentétes irányban befolyásolta a hitelkeresletet. A szektor egésze az elmúlt negyedévben szintén csökkentette hitelállományát, azonban jelentékeny betétállományt épített fel. A magánszektor hitelpályájának alakulása összhangban van a várakozásainkkal, és előrejelzésünk alapján 2009 második felében is alacsony szinten marad a hitelfelvétel.

2.5.1. VÁLLALATI HITELFOLYAMATOK

2009 második negyedévében a vállalati hitelek feltételei tovább szigorodtak, azonban kisebb mértékben, mint korábban. A szigorodás már kevésbé a bankok forrásszerzési problémáira vezethető vissza, abban elsősorban a gazdasági kilátások, iparág-specifikus problémák, valamint a bankok csökkenő kockázatvállalási hajlandósága játszottak szerepet. Az emelkedő kockázatokat jól tükrözi a minden ágazatban egyaránt növekvő csődráta, valamint ezt a banki könyvekben leképező, erőteljesen romló portfólióminőség. A hitelfeltételek közül a nem kamatjellegű feltételek szigorodtak, miközben a vállalati hitel-kamatok lényegében nem változtak, kivéve az euro-hiteleket, ahol némi csökkenés volt tapasztalható. A Hitelezési felmérésben megkérdezett nagybankok emelkedő hitelkeresletet tapasztaltak, elsősorban a forinthitelek irányában. Kivételt a nagy összegű, kereskedelmi ingatlan fejlesztésére vagy vásárlására felvett hitelek jelentenek, ahol mind a hitelkereslet, mind a hitelkínálat tovább csökkent. Bár az ingatlanfejlesztési és -vásárlási hitelek erősen koncentráltak, a hitelállomány nagy részét (körülbelül 20 százalékát) képviselik, így nagy hatással bírnak annak alakulására.

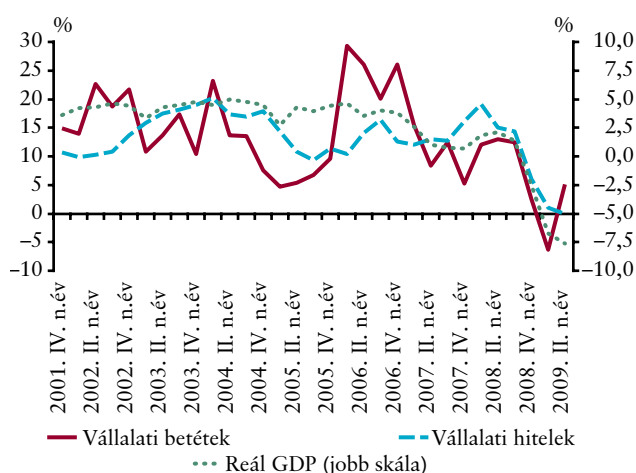
A nem pénzügyi vállalatok hazai bankrendszerből felvett hiteleinek állománya 2009 második negyedévében tovább csökkent, és lényegében megegyezik az egy évvel korábbi szinttel

(az árfolyam hatásával korrigálva). A második negyedéves csökkenés mögött nettó forinthitel-felvétel és nettó devizahitel-visszafizetés áll. A devizahitelek különösen a rövid lejáratokon csökkentek, illetve a svájci frank hitelek állománya minden lejáraton visszaesett. A hitelfolyamatok nagyrészt a kereskedelem, javítás ágazat hitelállományának csökkenésével magyarázhatóak, ahol az éven belüli devizahitelek különösen nagy mértékben kerültek leépítésre. A többi ágazatban a hitelállomány csak mérsékelten csökkent vagy emelkedett.

Eközben a vállalati betételhelyezés jelentősen emelkedett a második negyedévben: a vállalatok (árfolyamhatással korrigálva és szezonálisan igazítva) 260 milliárd forintnyi, elsősorban rövid lejáratú, lekötött devizabetétet képeztek. A vállalati betétek ilyen mértékű emelkedése szokatlan, mivel a betételhelyezésnek a konjunktúrával együtt kellene mozognia. Ezt indokolná az, hogy a rövid lejáratú betétek tartásának egyik fő motívuma a tranzakciós motívum: a vállalatok a bevétellel és kiadással járó tranzakcióik eltérő időzítése miatt kénytelenek likvid forrásokat tartani. A gazdaság lassulásával a tranzakciók száma is csökken, így kevesebb ilyen betétre van szükség. Emellett a hitelek elérhetőségének csökkenése is a betétek leépülése irányába hatna.¹⁴ Ezeket a hatásokat azonban az év második negyedévében részben ellentételezhetették a bankok által kínált akciós betéti kamatok, így a vállalatok kedve-

2-10. ábra

A nem pénzügyi vállalati szektor hitelei és betétei, valamint a GDP éves növekedési üteme*

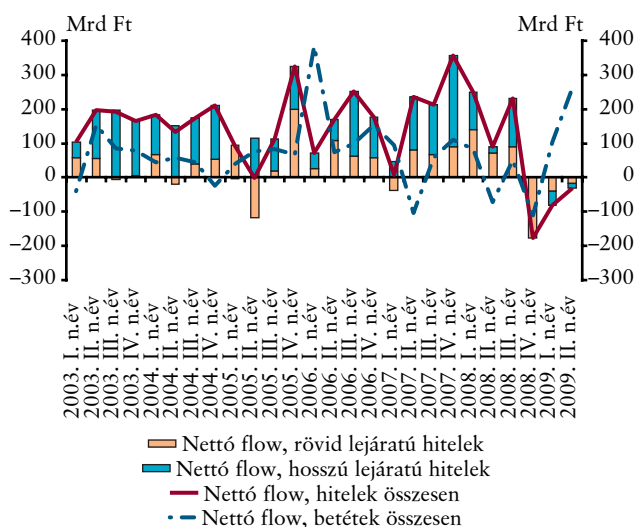


* Árfolyammal korrigálva.

¹⁴ Some considerations regarding the driving forces behind non-financial corporations' M3 deposit holdings. EKB *Havi jelentés*, 2009. július, 1. keretes írás.

2-11. ábra

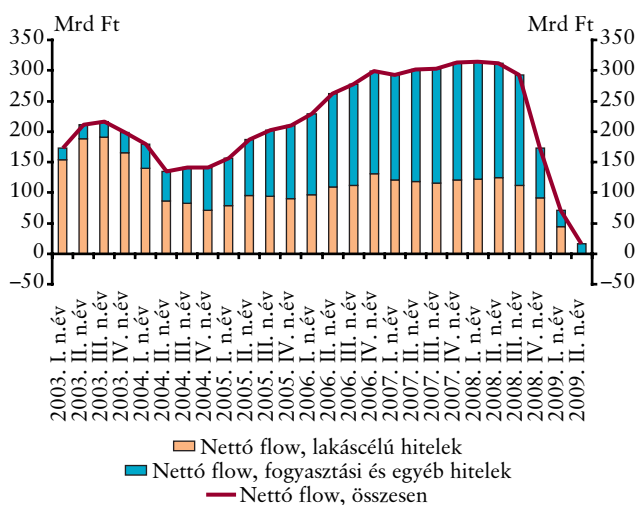
A hazai bankszektor vállalati hiteleinek és betéeteinek nettó negyedéves növekménye*



* Árfolyammal korrigálva, szezonálisan igazítva.

2-12. ábra

A hazai bankszektor háztartási hiteleinek nettó negyedéves növekménye*



* Árfolyammal korrigálva, szezonálisan igazítva.

ző kondíciók mellett megkezdhették a korábbi hónapokban leépített likviditási tartalékok pótlását. A betételhelyezés egyik forrása lehetett a szektor jelentős készletalkalmazkodása. A tartalékok felépítését emellett segíthette az is, hogy a 2008-as évre vonatkozó társaságiadó-előlegek a szokásosnál nagyobb mértékben haladták meg a szükséges adóbefizetés mértékét, és így az adóhivataltól a második negyedévben visszaigényelt összeg is igen magas volt.

2.5.2. HÁZTARTÁSI HITELFOLYAMATOK

A háztartási szektor esetében a banki hitelfeltételek szigorodása folytatódott, elsősorban a fogyasztási célú hitelekre vonatkozóan. A szigorodás ebben a szektorban is a nem kamatjellegű feltételeken keresztül valósult meg, a hitelek kamatkondíciói lényegesen nem változtak. A háztartások által érzékelt hitelkamatok azonban jelentősen emelkedtek, mivel a

legalacsonyabb kamatozású svájci frank hitelek kikerültek a bankok kínálatából. A hitelkereslet is csökkent, kivételt csak a lakáscélú forintHITELEK képeznek, a támogatási rendszer szigorítása miatt előrehozott lakásvásárlásokkal kapcsolatban. Azonban az ebből származó hitelflow is nagyon alacsony volt, így ez sem tudta megfordítani a nettó hitelfelvétel csökkenését. Az árfolyammal korrigált hitelállomány bővülés nulla közelébe süllyedt, számottevő pozitív nettó hitelflow csak a könnyen, külön igénylési folyamat nélkül lehívható forint folyószámlahiteleknél volt tapasztalható. A hitelportfólió minősége romlott, bár kisebb mértékben, mint a vállalatok esetében. Mindezek mellett a háztartások is jelentős, 170 milliárd forintot meghaladó betétállományt építettek fel 2009 második negyedévében, az első negyedéves betétállomány-csökkenés ellentételezésekképpen. A betételhelyezés elsősorban euróban történt, ami mögött a forintárfolyam alakulásával kapcsolatos bizonytalanság állhat.

3. Inflációs és reálgazdasági kilátások





A korábbi negyedévek egyre romló konjunktúrakilátásaival szemben mostani előrejelzésünk alapján elmondható, hogy május óta nem változott érdemben makrogazdasági képünk. Továbbra is úgy látjuk, hogy a magyar gazdaság az idei rendkívül mély, 6,5 százalékos visszaesést követően csak lassan élénkülhet majd, és 2010 közepétől számítunk a gazdaság bővülésére.¹⁵ Szokásos alapfeltevéseink tartós érvényessége esetén a kereslet visszaesésből fakadó deflációs trend tar-

tósan jellemezheti a magyar gazdaságot. Rövid távon azonban az adóintézkedések hatása miatt jelentősen a cél felett lesz az infláció, a II. negyedéves 3,6 százalékról 6 százalék fölé emelkedhet az árindex 2009 végére-2010 elejére, növelve a magasabb infláció irányába mutató kockázatokat. Az előrejelzés alappályája szerint az adóintézkedések jelentette sokkok kifizetésével, 2010 közepétől 2-2,5 százalék körül lehet az infláció 2011 végéig.

3-1. keretes írás: Előrejelzésünk alapfeltevései

Az inflációs jelentések gyakorlatának megfelelően aktuális előrejelzésünkben is szabályalapú, rögzített feltevésekkel élünk az alapkamat, a forint/euro árfolyam és az olajárak alakulására vonatkozóan. Korábbi gyakorlatunknak megfelelően a publikálást megelőző hónap átlagos értékeit – jelen előrejelzésünkben a júliust – használtuk.

vetően 8,5%-on áll. A forint mintegy 8 százalékkal erősebb a korábbi előrejelzésben használt árfolyamnál. A dollár/euro keresztárfolyam 6 százalékos gyengült, tompítva az olajárak dollárban mért 15 százalékos emelkedését. Az olajárpálya emelkedése közel párhuzamos volt, így nem változott számottevően annak meredeksége.

Alapfeltevéseink mindegyike érdemben változott májusi feltevéseinkhez képest. Az alapkamat a július 27-i 100 bázispontos csökkentést kö-

3-1. táblázat

Főbb alapfeltevéseink változása a májusi jelentéshez képest*

	2009. május			2009. augusztus			Változás májushoz képest (%)		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Jegybanki alapkamat (%)**	9,5	9,5	9,5	8,5	8,5	8,5	-1,0	-1,0	-1,0
Forint/euro árfolyam	294,9	295,1	295,1	281,1	272,1	272,1	-4,7	-7,8	-7,8
Dollár/euro árfolyam (cent)	131,5	131,9	131,9	137,0	140,8	140,8	4,2	6,7	6,7
Brent olajár (dollár/hordó)	52,0	62,2	67,4	59,0	71,6	75,6	13,6	15,2	12,2
Brent olajár (euro/hordó)	39,5	47,1	51,1	42,7	50,9	53,7	8,1	8,0	5,2
Brent olajár (forint/hordó)	11 662	13 904	15 077	12 011	13 841	14 619	3,0	-0,5	-3,0

* Éves átlagok, előre tekintve a 2009. júliusi átlagos árfolyama, illetve határidős olajárpálya alapján.

** Év végi értékek változatlan kamatszint feltételezése mellett, a májushoz képest vett változás százalékpontban van.

¹⁵ Előrejelzésünket az augusztus 17. nap végéig beérkezett információk alapján készítettük el.

3.1. Mély visszaesés, fokozatos kilábalás 2010-től

A magyar gazdaság konjunktúrakilátásait továbbra is a globális válsággal összefüggő három fő tényező határozza meg: a külső kereslet és a hitelezés visszaesése, illetve a költségvetési kiigazítás.

A korábbi szabadesés-közeli helyzethez képest a világgazdaságban erősödnek a konszolidációra utaló jelek. A nemzetközi környezet alakulása szempontjából jó hírnök tekinthető, hogy az utóbbi hónapokban – szemben a válság első szakaszával – már nem romlottak tovább a főbb gazdaságok növekedési kilátásai.

Mindazonáltal a világgazdaság kilábalásának jelei továbbra is halványak. Bizonytalan, hogy a fejlett gazdaságok milyen ütemben növekedhetnek majd a következő időszakban, a ciklus alsó fordulópontját követően. A pénzügyi szektor továbbra is csak részlegesen tudja ellátni feladatát: a széles körű ösztönző csomagok ellenére nincs észrevehető élénkülés a reál-gazdasági hitelezésben, a pénzügyi szektor mérlegét övező kétségek sem enyhültek eddig érdemben.

A főbb nemzetközi intézmények legfrissebb előrejelzései abból indulnak ki, hogy a jelenlegi pénzügyi válságot csak egy lassú, fokozatos kilábalás követi a világgazdaságban. A konszolidáció ütemét, időzítését tekintve legfontosabb kereskedelmi partnerünk, az euroövezet nincs kedvező helyzetben. Az USA-ban vártnál csak később indulhat meg az élénkülés

Európában, a prognózisok szerint az euroövezet idei közel 5 százalékos visszaesését jövőre stagnálás követi, és 2011-ben is csak a korábbi évek növekedésénél szerényebb bővülés várható.

Ebben a nemzetközi környezetben azzal számolunk, hogy az importalapú külső keresletünk – korábbi előrejelzésünknel is nagyobb mértékben – 16-17 százalékkal eshet vissza idén. Hosszabb távú képünk azonban nem változott jelentősebben. A jövő évre várt stagnálást 5 százalék körüli bővülés követheti 2011-ben, ekkor ugyanis arra számítunk, hogy a kereskedelmi partnereink keresletbővülésére érzékenyen fog reagálni a magyar export.

A magyar gazdaság piaci részesedését a külső konjunktúrán túl a reálárfolyam alakulása is érdemben befolyásolja. A reálárfolyam-mutatók tavaly nyár óta jelentősebben gyengültek, ezt azonban a forint tavasz óta megfigyelt erősödése tompítja. Előre tekintve, a reálleértékelődést a kisebb munkapiaci alkalmazkodás, az erősebb fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam még tovább erodálhatja. Így összességében a piaci részesedés növekedésében a korábban vártnál nagyobb súlyt kaphat a külső konjunktúra alakulása, és kisebb lesz a reálárfolyam szerepe.

A belföldi szektorok hitelezéséről alkotott képünk nem változott érdemben az előző prognózis óta. Továbbra is úgy látjuk,

3-2. táblázat

Külső keresletünk előrejelzése

(százalék)

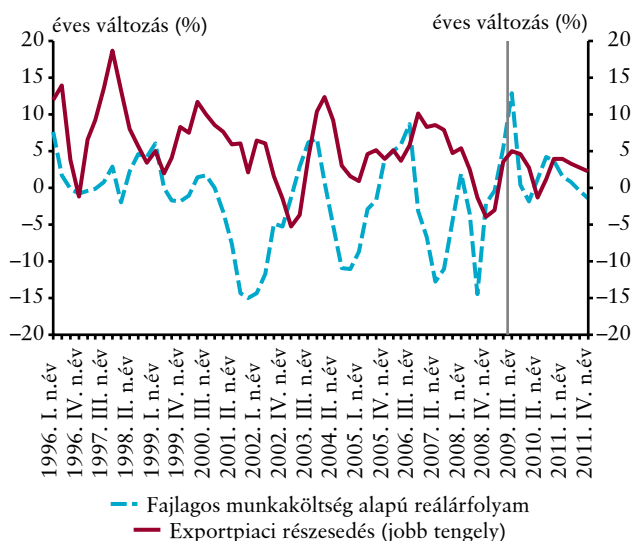
		Teljes				Euroövezet*			
		2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
MNB	2009. augusztus	2,0	-5,1	0,3	2,1	1,5	-4,6	-0,2	1,4
	2009. május	2,1	-3,2	0,1	2,0	0,7	-4,1	-0,3	1,5
IMF	2009. június	1,8	-5,1	0,0	-	0,8	-4,8	0,3	-
	2009. június direkt**	2,1	-4,9	0,3	2,3	-	-	-	-
	2009. április	2,1	-4,1	-0,2	2,2	0,9	-4,2	-0,4	-
OECD	2009. június	1,6	-4,8	0,0	-	0,5	-4,8	0,0	-
	2009. március	0,8	-4,5	0,0	-	0,7	-4,1	-0,3	-
EB	2009. május	2,1	-4,1	0,2	-	0,8	-4,0	-0,1	-
	2009. január	2,3	-1,1	1,1	-	0,9	-1,9	0,4	-
EKB	2009. június	-	-	-	-	0,6	(-5,1)-(-4,1)	(-1,0)-0,4	-
	2009. március	-	-	-	-	0,8-1,2	(-1,0)-0,0	0,5-1,5	-

* MNB esetén a rendszeresen megfigyelt eurozóna-tagokból képzett aggregátum.

** Az IMF által készített becslés (az MNB-módszertantól eltérő súlyrendszerrel és országgörrel).

3-1. ábra

Reálárfolyam és exportpiaci részesedés alakulása



hogy – a nemzetközi tapasztalatokkal összhangban – a pénzügyi válságot egy elhúzódó, csak nagyon lassú hiteldinamikával jellemezhető időszak követi majd. A hitelkínálatban meglévő feszültségek mellett a hitelkereslet markánsabb élénkülését is csak 2011-től várjuk.

Makrogazdasági előrejelzésünkben már korábban is számoltunk a júniusban elfogadott kormányzati válságkezelő csomag

legtöbb elemével.¹⁶ Így az intézkedések elfogadása önmagában nem módosította a konjunktúrakilátásokat. Új elem azonban a 2011-re meghirdetett nagyarányú szja-csökkentés, mely a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét jelentősen, mintegy 180 milliárd forinttal emeli és ezen keresztül érdemi makrogazdasági hatása lesz. Fontos ugyanakkor hozzátenni, hogy szabályaink szerint azokat a várt intézkedéseket építjük be előrejelzésünk alappályájába, amelyeket már jogszabályként is elfogadtak. Ez ebben az esetben azt jelenti, hogy a 2011-es adócsökkentést az alappályában szerepeltetjük, de – mivel az egyenlegrontó hatását egyelőre más intézkedéssel nem ellensúlyozták – a kockázati pályában hangsúlyosan szerepelnek a fiskális intézkedésekből fakadó növekedési kockázatok.

A nemzetközi környezet és a visszafogott hitelezés alapján az idei évre 6,5 százalékos körüli gazdasági visszaesést várunk, és a fokozatos élénkülés ellenére még jövőre is negatív lesz az éves átlagos növekedési ütem. 2011-ben azonban már élénk, 3 százalékos meghaladó növekedésre számítunk, ami közel lesz a válságot megelőző évek átlagához.

A hosszabb távú növekedési kilátások, illetve az inflációs folyamatok szempontjából is kulcskérdés a magyar gazdaság potenciális növekedési ütemének alakulása. Az ezzel kapcsolatos friss vizsgálataink alapján úgy látjuk, hogy 2009–2010-ben a potenciális GDP is meredeken süllyedt és középtávon sem haladja meg a 2-2,5 százalékosat. A főbb megfontolásokat foglalja össze az alábbi keretes írás.

3-2. keretes írás: Potenciális kibocsátás felülvizsgálata

A közgazdasági modellek központi eleme a – közvetlenül nem mérhető – potenciális GDP és az ebből származtatható kibocsátási rés. A modellek szintjén intuitív összefüggések mérése a gyakorlatban igen nagy nehézséget okoz. A jelenlegi, nagy GDP-visszaeséssel jellemezhető helyzetben mindazonáltal megkerülhetetlen a kibocsátási rés becslése, az ezzel kapcsolatos megfontolások folyamatos frissítése.

A potenciális GDP és a kibocsátási rés mérésével kapcsolatos bizonytalanságot jól mutatja, hogy az elmúlt években több ízben is felülvizsgáltuk az arról alkotott képünket. Múltbeli adatokon, többféle ökonometriai eljárás alapján, a 2008. májusi inflációs jelentésben közöltük részletesen a potenciális kibocsátásra vonatkozó eredményeinket.¹⁷ Mivel a múltbeli adatokból nem nyerhető ki az az információ, hogy a pénzügyi

válság mennyiben változtatja meg a magyar gazdaság felzárkózási kilátásait, a válság kitörése óta történtek kísérletek a megváltozott gazdasági környezet hatásának számszerűsítésére. A májusi inflációs jelentés óta több tényező is arra ösztönzött minket, hogy az ilyen irányú kísérleteinket explicitté tegyük. Egyrészt az a tény, hogy a vállalatok a romló jövedelmezőséghez a várakozásunknál lassabban alkalmazkodnak a munkapiacra, arra utal, hogy a kiinduló helyzetben a felesleges kapacitások aránya a termelésben kisebb lehetett, mint májusban feltételeztük. Másrészt az elmúlt hónapokban több nemzetközi tanulmány látott napvilágot a válságok, különösen a pénzügyi válságok potenciális GDP-re gyakorolt hatásáról (EB, OECD).¹⁸ Összességében azonban meg kell állapítanunk, hogy a potenciális GDP jelenlegi revíziója egy kényszerű szükségszerűség következménye, hiszen megbízható becslésekkel csak

¹⁶ Bővebben lásd a 2009. májusi jelentés A kormányzati intézkedések és azok makrogazdasági hatásai című 3-2. keretes írását.

¹⁷ Lásd a 2008. májusi jelentésben a 3-1. keretes írást.

¹⁸ OECD Economics Department: The effect of financial crises on potential output: new empirical evidence from OECD countries. *Working Papers* No. 699., 2009. European Economy, Directorate-General for Economic and Financial Affairs: Impact of the current economic and financial crisis on potential output. *Occasional Papers* No. 49., 2009.

évek múltán rendelkezhetünk arról, hogy a pénzügyi válság mennyire változtatja meg a magyar gazdaság potenciális bővülését. Az inflációs és a hosszabb távú költségvetési folyamatok elemzéséhez azonban elengedhetetlen, hogy a pénzügyi válság kapcsán felmerülő hatások számszerűsítésére kísérletet tegyünk.

Az OECD elemzése szerint a pénzügyi válságok hatására a potenciális kibocsátás szintje átlagosan tartósan 1,5–2,4%-kal csökkent, komolyabb válságok idején pedig a hatás akár a 4%-ot is elérhette. A Bizottság következtetése emellett az, hogy valószínűleg a jelenlegi pénzügyi krízis is tartósan veti vissza a potenciális kibocsátást, méghozzá a termelési függvény mindhárom – tőke, munka, hatékonyság (TFP) – tényezőjén keresztül. Továbbá ez a hatás a fejlett országokban összesen 3% körüli, míg a kis nyitott gazdaságokban erőteljesebb (akár több mint 5% is) lehet. A pénzügyi válság következtében a Bizottság termelésifüggvény-alapú becslései 2011 után folytatódó, a válság előttinél jóval alacsonyabb, 2–2,5%-os növekedést jeleznek előre a kelet-európai régióra. Fontos információ ugyanakkor az is, hogy a Bizottság számításai szerint e múltbeli pénzügyi válságoknál 6–8%-nál nem láhattunk nagyobb negatív output gapet.¹⁹

A jelenlegi pénzügyi krízis a termelési tényezőkre a következő – részben már májusban figyelembe vett – csatornákon keresztül hathatott. A vállalati beruházásokat visszaveti a megtérülési bizonytalanság és a kockázati prémium megemelkedése. Másrészt, a megszorítások következtében a kormányzat is visszafogja infrastrukturális beruházásait, ami szintén alacsonyabb tőkebővülést eredményez. Ez ellen hat ugyanakkor, hogy az államháztartás fenntarthatóságára tett kormányzati erőfeszíté-

sek következtében tartósan mérséklődhet a magyar eszköztől elvárt kockázati prémium. Ezekkel a hatásokkal már májusban is számoltunk. Új csatornaként jelenik meg ugyanakkor szimulációinkban a meglévő tőkeállomány leértékelődése. Úgy számolunk ugyanis, hogy a pénzügyi válság következtében a már meglévő kapacitások egy része tartósan feleslegessé válik (pl. autóiipari kapacitások, túlzottan energiaigényes termelési eljárások stb).

A munkapiacra ellentétes hatások hatnak – amelyekkel májusban már számoltunk. A nagymértékű leépítések és egy hosszabb recesszió hatására a tartós munkanélküliek száma megnőhet, ami – a Bizottság tanulmányában az EU-ra számszerűsített hatással összhangban 1–1,5 százalékponttal – emelheti a munkanélküliség természetes szintjét, csökkentve ezzel a potenciális kibocsátást. Ezzel szemben a jövedelem-visszaesés következtében az effektív nyugdíjkorhatár kitolódhat, ami az aktivitás növelésén keresztül emelné a potenciális kibocsátást. Ehhez járulnak hozzá a munkakínálat és -kereslet élénkítését segítő kormányzati intézkedések (tb-járlék csökkentése, nyugdíjrendszer, gyés, gyed szigorítása) is.

A TFP-növekedés az elmúlt években lassabb, míg a kapacitáskihasználtság a túlfűtöttség miatt magasabb lehetett, mint korábban gondoltuk, vagyis felzárkózásunk átmenetileg a 2006 előtti éveket jellemzőnél lassabb ütemű pályára kerülhetett. Emellett a forgóeszközhitelek 2008. év végi befagyása további, egyszeri visszaesést okozhatott a TFP szintjében. Ezeket érvényesítettük potenciális becslésünkben. További elszámolt hatások, hogy a termelékenység növekedését egyfelől segítheti a jelentősen összeszűkülő kereslet hatására kialakuló erősebb verseny,

3-3. táblázat

Revízió a potenciális GDP alakulásában, fő csatornák

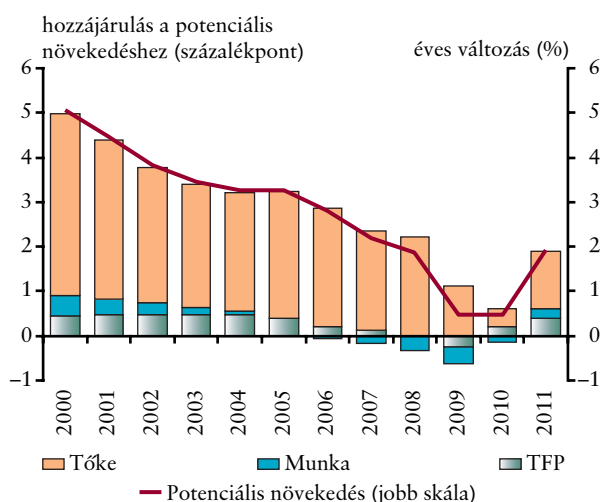
Tényező	Csatorna	A pot. GDP-re gyakorolt hatás
Tőke	Vállalati beruházások visszaesése	-
	Kormányzati beruházások visszafogása	-
	Kormányzati intézkedések kockázati prémiumot csökkentő hatása	+
	Meglévő tőkeállomány leértékelődése (új)	-
Munka	Tartós munkanélküliség növekedése emeli a NAIRU-t	-
	Effektív nyugdíjkorhatár kitolódása	+
	Munkakínálatot és -keresletet élénkítő kormányzati intézkedések	+
TFP	Múltban alacsonyabb TFP-növekedés, magasabb kapacitáskihasználtság (új)	-
	Forgóeszközök befagyása egyszeri visszaesést okoz a TFP-ben (új)	-
	K+F kiadások visszafogása	-
	Hatékonyságjavulás a növekvő verseny hatására	+

¹⁹ Ennek a megfigyelésnek azért van jelentősége, mert a kibocsátási rés számítása során az előrejelzési horizonton vizsgált rés mérete erőteljesen attól függ, hogy a válság után tartósan milyen növekedési ütemeket tételezünk fel.

másfelől kéleltetheti a beruházások visszafogása a K+F kiadások visszaesésén keresztül.

Az új információkkal kiegészítve becsléseinket, a potenciális növekedés a májusban gondoltnál lassabb lehetett az utóbbi években, és tovább lassulhat 2010 közepéig. Az előbbihez a lassabb felzárkózás, az utóbbihoz rövid távon mindhárom tényező hozzájárul, ám úgy véljük, hogy a legnagyobb mértékű alkalmazkodás a tőkeállományban mehet végbe. Ezt követően, 2010 közepétől kezdődően, újra megindul a felzárkózás

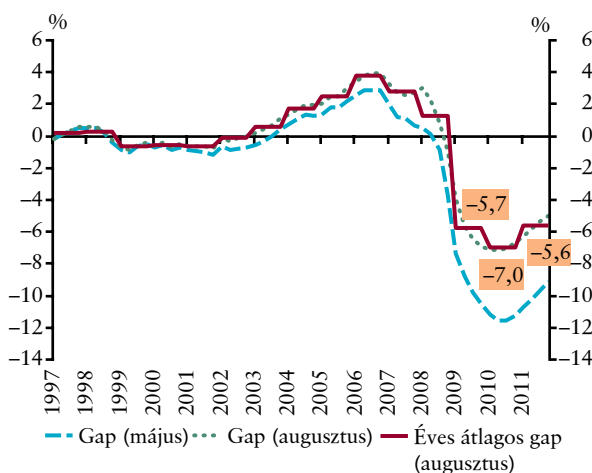
3-2. ábra
A potenciális növekedés és összetevőinek hozzájárulása



és a tőkeállomány bővülése, de már a válság előttinél alacsonyabb ütemben.

Az alacsonyabb növekedés miatt a potenciális kibocsátás szintje is alacsonyabb lehet, ami a múltira kissé pozitívabb, 2009-től pedig jóval kisebb, bár továbbra is számottevő negatív kibocsátási rést eredményez. Ezzel összhangban, a reálgazdaság felől érkező dezinflációs nyomás továbbra is jelentős, bár az eddig véltől kisebb lehet.

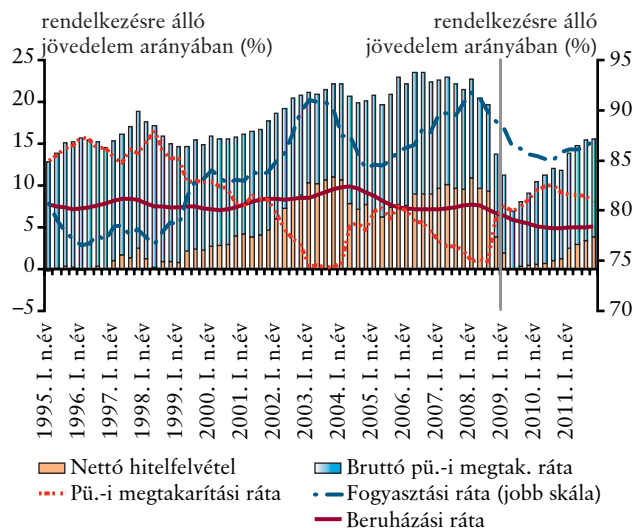
3-3. ábra
A májusi és az augusztusi kibocsátási rés



A háztartások rendelkezésre álló jövedelme idén több mint négy százalékkal csökken. Ebben szerepet játszik jövedelemoldalról a munkapiaci alkalmazkodás – a munkanélküliség növekedésén, illetve a korábbi éveknél alacsonyabb bérdinamikán keresztül –, a jóléti transzferek szigorítása és az adóemelések miatti infláció. A csökkenés ellen hat ugyanakkor némileg az szja-terhek mérséklése. A jövedelmi hatásokon túl a hitelezési lehetőségek beszűkülése is a fogyasztás, beruházás csökkenésének irányába mutat. Ezen túlmenően azzal is számolunk, hogy a gazdasági bizonytalanság, a munkanélküliségtől való félelem miatt az óvatossági megtakarítások is emelkednek majd. Mindezen hatások eredőjeként 2009-ben a fogyasztás visszaesése jelentősen meghaladhatja a rendelkezésre álló jövedelem csökkenését, és mind a jövedelem, mind a fogyasztás esetében csökkenés várható még 2010-ben is. 2011-ben azonban már alacsony inflációval és fokozatos konszolidációval jellemezhető makrogazdasági környezetben növeli tovább a reáljövedelmeket az szja csökkentése, lehetőséget teremtve a fogyasztás 3 százalékot meghaladó bővülésére. Számításaink szerint a rendelkezésre álló jövedelem arányában a fogyasztás egy meredek csökkenést, majd egy kisebb korrekciót követően – előrejelzési horizontunk végén – 86–87 szá-

zalék körül stabilizálódhat, szemben a 2007-es 90 százalékot meghaladó csúccsal.

3-4. ábra
A lakossági jövedelmek felhasználása

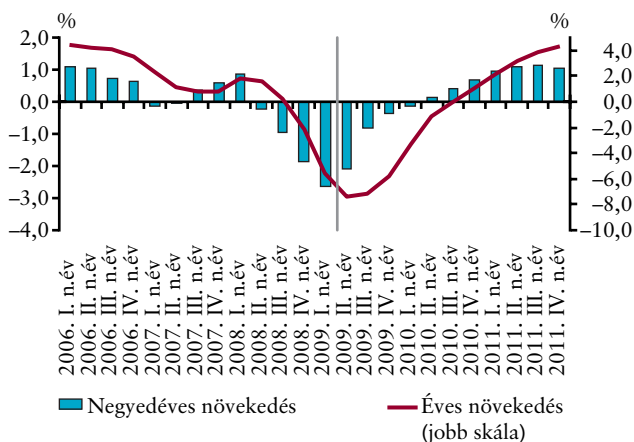


A beruházások rövid távon enyhén kedvezőbben alakulhatnak korábbi várakozásainknál: bár az általános makrogazdasági feltételek nem javultak, néhány egyedi tényező a rövidtávú kép javulásának irányába mutat. Egyrészt – bár a csökkenő trendet meg nem törhette – a háztartások lakásberuházásait átmenetileg enyhén élénkíthette az év első felében az állami támogatások szigorítása miatt előrehozott kereslet, a visszaeső trend azonban az év második felében gyorsulhat. A vállalati szektor beruházási döntéseit alapvetően negatív folyamatok dominálják: a külső kereslet visszaesése, a finanszírozási lehetőségek beszűkülése és drágulása, az általános gazdasági bizonytalanság, és ezek együttesen meredek, közel két számjegyű beruházáscsökkenést indokolnak. Némileg kedvező fejlemény azonban mind a vállalati, mind a széles értelemben vett állami beruházások esetében, az EU-források intenzívebb kihasználása, ami mind az állami, mind a vállalati beruházásban tetten érhető. Az EU-források növekvő felhasználása mögött a pályázati feltételek lazítása, illetve a megkötött szerződések számának gyors emelkedése áll.

A bruttó felhalmozásról kialakított képünkben figyelembe vettük azt is, hogy a beruházások visszaesésénél nagyobb mértékben építik le idén a készleteiket a gazdaság szereplői. A készletek csökkenését részben egyedi okok, mint pl. a gáz-tározók elnyújtott feltöltése magyarázza. Ezzel együtt úgy látjuk, hogy a jövőben a magyar gazdaság a korábban jellemzőnél alacsonyabb készletszint mellett működik majd, így a készletcsökkenés egy részét tartósnak tekintjük. Összességében a bruttó felhalmozás ideai csökkenése – döntően a készletalakulás miatt – jelentősen meghaladja még a belföldi felhasználás visszaesését is, a jövő évtől kezdődően azonban már po-

3-5. ábra

Éves és negyedéves GDP-dinamika



zitiv lesz a növekedési hozzájárulása. Mindezen megfontolások alapján úgy látjuk, hogy a magyar gazdaság idén túljut a válság mélypontján, és 2010-ben megindul a fokozatos kilábalás. Bizonytalanok azonban az alsó fordulóponthoz közelében a hosszabb távú kilátások. Legvalószínűbbnek azt tartjuk, hogy a kedvezőbbre forduló nemzetközi környezet, a korábbi éveknél gyengébb reálárfolyam, a válság során felszabadult szabad kapacitások és a 2009–2010-es fiskális megszorítást követően a 2011-re tervezett adókiengedés együttesen megalapozzák 2011-re a 3 százalékos feletti növekedési ütemet. Míg ez a dinamika historikusan nem tekinthető kiugróan magasnak, a potenciális növekedési ütemről kialakított képünk alapján már lehetővé teszi, hogy meginduljon a válság során kumulálódott nagy negatív kibocsátási rés záródása.

3-4. táblázat

GDP-előrejelzésünk főbb összetevői

(éves változás, százalékban)

	2008	2009	2010	2011
	Tény	Előrejelzés		
Háztartások fogyasztási kiadása	-0,5	-8,3	-2,7	3,4
Természetbeni társadalmi juttatás	2,3	-1,0	-1,1	1,7
Háztartások végső fogyasztása	0,1	-6,8	-2,4	3,1
Közösségi fogyasztás	-1,9	-2,2	-2,1	0,6
Végső fogyasztás összesen	-0,2	-6,2	-2,3	2,8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-2,6	-9,2	1,0	3,8
Készletváltozás és egyéb				
Bruttó felhalmozás	2,3	-16,0	0,8	3,5
BELFÖLDI FELHASZNÁLÁS	0,4	-8,6	-1,6	2,9
EXPORT	4,8	-14,5	2,6	8,6
IMPORT	4,7	-17,0	1,8	8,4
BRUTTÓ HAZAI TERMÉK	0,6	-6,7	-0,9	3,4

Májusi prognózisunkhoz képest a mostani GDP-előrejelzésünk nem tér el érdemben, annak szerkezete azonban már mutat változásokat. Májushoz képest most úgy látjuk, hogy a

belföldi felhasználás visszaesése, elsősorban az erőteljes vállalkozás-alkalmazkodás miatt a vártnál erősebb lehet, míg a nettó export javulása is markánsabban jelentkezhet.

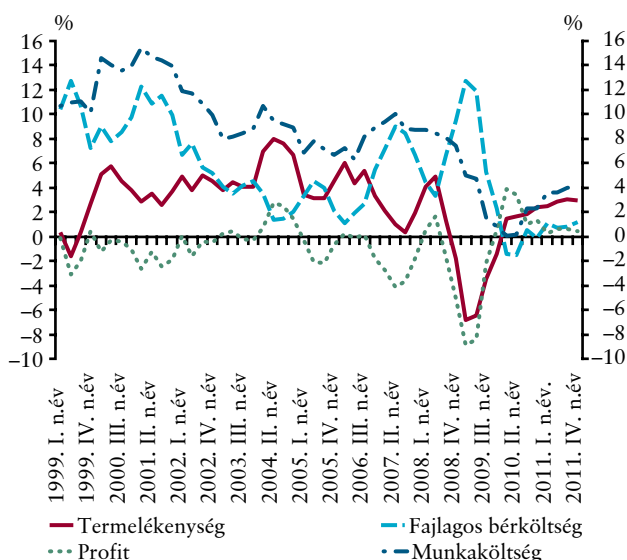
3.2. Elnyújtottabb munkapiaci alkalmazkodás

A termelés, az értékesítés meredek visszaesésére a vállalatok input oldalon leginkább a foglalkoztatás és a bérezés visszafogásával próbálnak meg reagálni. Májusi előrejelzésünk egyik legfontosabb eleme a munkapiacra várt erőteljes alkalmazkodás volt mind a bérek, mind a létszám esetében. Változatlan a képpünk abban a tekintetben, hogy továbbra is jelentős változásokat kényszerít ki a vállalatoktól a gazdasági válság, de a legfrissebb adatok alapján úgy véljük, hogy a korábban vártnál némi leg visszafogottabb lehet a munkapiacra nehezedő nyomás.

Alapvetően két tényező miatt lehet lassabb az alkalmazkodás a munkapiacra. Egyrészt reálgazdasági oldalról a korábbiaknál kisebb negatív kibocsátási réssel számolunk, ami alacsonyabb profitvesztést okoz és lehetővé tesz szerény áremelkedéseket is, a fajlagos költségek emelkedésének részleges áthárítását az árakba. Másrészt erősödtek az utolsó hónapokban az inflációs várakozások ragadóságával kapcsolatos jelek, ami beépülhet a következő években a munkapiaci alkukba. Ezzel együtt, továbbra is a korábbi évek bérdinamikájánál lényegesen alacsonyabb bérinflációval számolunk: a teljes elő-

3-6. ábra

Fajlagos bérköltségek a versenyszektorban



rejelzési horizonton 4% körüli nominális béremelkedést várunk a versenyszektorban. A munkapiaci előrejelzéseinknél a szokásos bizonytalansági tényezőkön túl egy új elemet, a rész-munkaidőben foglalkoztatottak gyorsan növekvő létszámát is figyelembe kell venni. Mint azt az 1. fejezetben tárgyaljuk, míg korábban a teljes és rész-munkaidős foglalkoztatottak aránya igen stabilan alakult, az elmúlt hónapokban ez a tendencia – vélhetően részben a kormányzati támogatások miatt – radikálisan megváltozott. Mivel a rész-munkaidősök bére jóval alacsonyabb, mint a teljes munkaidős munkavállalóké, a vállalati alkalmazkodás során ezt a tendenciát is érdemes figyelembe vennünk. Bizonytalan ugyanakkor, hogy alapesetben mennyire tartós a tendencia. Előrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy az elkövetkező időszakban már nem nő tovább a rész-munkaidősök aránya, az állományban azonban az elmúlt időszaki változás tartósan bennmarad.

Ami a létszámalakulást illeti, a versenyszektorban idén mintegy 130 ezer fős elbocsátás várható, ebből az első félévben már több mint 80 ezer megvalósult. A nemzetgazdasági foglalkoztatottság csökkenését rövid távon tompítja azonban az állami szektor létszámbővülése, mely nagyrészt az „Út a munkához” programhoz köthető. A második félévtől azonban a foglalkoztatottság ismét csökken, mivel ekkor már nem bővül tovább az állami programban részt vevők köre.

Az előző évek tendenciáitól eltérően, az utóbbi hónapokban megváltozott az elbocsátottak munkapiaci kötődése is: a korábbiaknál többen maradnak munkanélküliként a munkapiacra, és kevesebben vonulnak inaktivitásba. Előrejelzésünkben ezek alapján azzal számolunk, hogy az állásukat elvesztők a jövőben is szorosabb kapcsolatban maradnak majd a munkapiacra, így a munkanélküliségi ráta 11 százalék közelébe emelkedhet jövőre, 2011 végére pedig enyhén csökkenhet.

Előrejelzésünkben figyelembe vettük a kormányzat válságkezelő csomagjának részeként elfogadott adómódosításokat is. A munkát terhelő elvonások csökkentése segíti a munkapiaci szereplők helyzetét, de a jelentősebb pozitív hatások csak 2010-től fognak kibontakozni.

3.3. Átmeneti, meredek inflációemelkedés és fokozatosan csökkenő trendinfláció

Az inflációs kilátások szempontjából fontos megkülönböztetni az adóemelések által befolyásolt teljes árindexet, a gazdaság alapfolyamatait tükröző trendmutatóktól. Míg a teljes árindex meredeken emelkedik majd az év második felében az áfa és a jövedéki adók emelése, illetve 2010 elején a jövedéki adók ismételt emelése miatt, az adóhatást kiszűrő mutatókban a III. negyedévtől csökkenő trendet várunk. Hosszabb távon – az átmeneti adóhatások kifizetését követően – korábbi előrejelzésünkkel összhangban, cél alatti inflációt prognosztizálunk 2010 második felétől.

Az alábbiakban először a makrogazdasági folyamatokból fakadó inflációs hatásokat mutatjuk be, ezt követően térünk ki az adóemelésre, illetve a szabályozott árak hatásaira.

Előrejelzésünkhöz használt alapfeltevések közül a forintárfolyam és az olajárak változása ellenkező előjelű inflációs hatást okoz. A forint árfolyamának közel 8%-os erősödését 2010-ig részben ellensúlyozza az olajárak euróban számított 5-8%-os emelkedése. A begyűrűzési pályák lefutása alapján a 2011-es inflációt már csak az erősebb árfolyam befolyásolja, a 2010-es hatásnál kisebb mértékben.

Ami a reálgazdasági folyamatokból fakadó inflációs impulzust illeti, prognózisunkban továbbra is igen alacsony inflációs nyomással számolunk a teljes horizonton. Hosszabb ideje foglalkozunk a kibocsátási rés, a kereslet visszaesésének dezinflációs hatásával: a mély gazdasági visszaesés következtében kitáguló negatív kibocsátási rés alapján korábban nem látott nagyságrendű inflációmérséklődést várunk. Hozzá kell azonban tenni, hogy a májusi előrejelzésünkben feltételezethez képest kisebb lehet a kibocsátási rés, és így annak inflációt fékítő hatása is mérséklődött modellünkben (bővebben lásd az ebben fejezetben bemutatott korábbi keretes írást). Hasonlóan változott a képünk a munkapiacról érkező inflációs nyomás kapcsán is. Mint azt a munkapiaci részben már említettük, a korábban vártnál – részben a kibocsátási rés, részben a beragadt inflációs várakozások miatt – magasabb nominális bérek magasabb fajlagos bérköltséget okoznak, ami ceteris paribus némileg emelte előrejelzésünket.

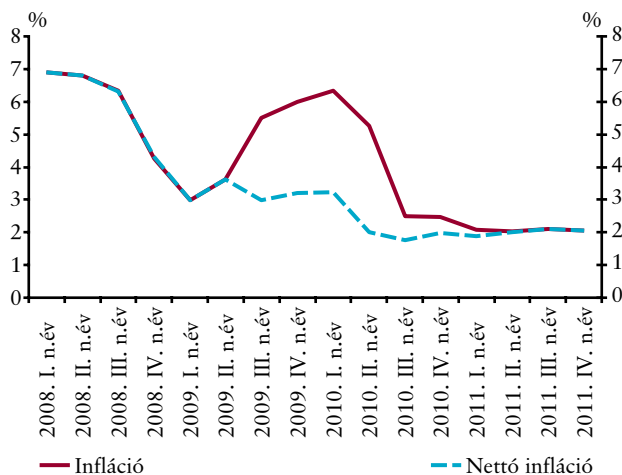
A fenti hatások kapcsán fontos ugyanakkor megjegyezni, hogy a makrogazdasági előrejelzések készítése során a legnehezebben megragadható tényezők közé tartozik a kereslet-visszaesés dezinflációs hatása, illetve az inflációs várakozások

kezelése. Jelenleg úgy látjuk, hogy mindkét tényező fontos szerepet fog játszani előrejelzési horizontunkon az infláció alakításában, a hatások konkrét mértékét övező bizonytalanság azonban a következő negyedévekben csak lassan mérséklődhet. E bizonytalanságot az előrejelzések értékelésekor érdemes fokozottan figyelembe venni.

Robusztus ugyanakkor a rövid távú képünk abban a tekintetben, hogy az elmúlt negyedévekben az inflációs folyamatokat meghatározó két fő tényező – az árfolyam gyengülése, illetve a kereslet visszaesése – közül a kereslet visszaesése fog dominálni, az árfolyamgyengülés nagyobb része már megjelent az árakban. Így az adóemelések hatásától megtisztított, rövid bázisú trendmutatóinkban a III. negyedévtől már egyértelmű csökkenést várunk. A csökkenés a maginfláció fő komponensei közül a III. negyedévben az iparcikkek körében lehet a leg-erősebb, a piaci szolgáltatásoknál – a szektor szezonális átárazási gyakorlatát is figyelembe véve – jövő év elején számítunk érdemi mérséklődésre. Ezt követően az adóintézkedésektől szűrt trendmutató 1-2% között alakulhat 2011-ig.

3-7. ábra

Fogyasztóiár-index és nettó infláció*



* A nettó infláció az általunk becsült tényleges indirektadó-hatástól szűrt infláció.

Ami az adóintézkedések árindexre gyakorolt hatását illeti, eddig csak a korábbi évek tapasztalatai alapján tudtunk becsléseket adni arra, hogy az áfa és a jövedéki adók emelésének (a technikai hatásnak) mekkora része jelenik meg ténylegesen a

fogyasztói árakban. A júliusi adatok alapján azonban úgy látjuk, hogy a korábbi 90%-kal szemben az áfaemelés teljes hatásának 75-80%-a jelenhet meg az árakban.²⁰

Összességében, változatlanul cél alatti – 2%-hoz közeli – inflációt prognosztizálunk a monetáris politika számára releváns

horizonton, az adóemelések hatásának kifutását követően. A teljes árindex dinamikája döntően a szabályozott árak miatt lesz magasabb a maginflációnál. Rövid távon a már említett kedvező trendfolyamatok ellenére az adóemelések, illetve az árstabilitást meghaladó kiinduló helyzet miatt 5-6 százalékos körüli árindexek várhatóak 2010 közepéig.

3-5. táblázat

Inflációs előrejelzésünk részletei

(százalék)

	Súly	2009				2010				2011			
		I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év
Feldolgozatlan élelmiszer	5,9	3,1	11,1	9,6	12,3	6,9	0,8	3,5	2,4	2,4	3,3	3,8	4,1
Járműüzemanyag és piaci energia	7,0	-11,5	-9,9	-4,9	4,6	14,9	10,0	4,1	5,2	2,2	1,8	1,5	1,3
Szabályozott árak	15,9	8,1	8,0	9,0	6,6	6,4	6,0	3,1	4,9	4,3	4,6	4,4	3,3
Maginfláció	71,1	3,3	3,2	5,4	5,5	5,4	5,0	2,1	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7
Fogyasztóiár-index	100,0	3,0	3,6	5,5	6,0	6,3	5,3	2,5	2,5	2,1	2,0	2,1	2,1
Éves átlag													
Maginfláció					4,3				3,6				1,5
Fogyasztóiár-index					4,5				4,1				2,1

²⁰ Egy havi adat alapján azonban még nehéz megbecsülni, hogy a begyűrűzés mennyire lehet elnyújtott. Azt látjuk tehát, hogy az első hónapban igen alacsony átárzás történt, de nem lehetünk biztosak abban, hogy a következő hónapokban sor kerül-e még az adóemelések miatti átárzásokra. Érdemes megjegyezni, hogy a jelenleginél szűkebb termékkört érintő – korábbi áfaemelések idején az átárzások döntő többsége egy hónap alatt lezajlott.

3.4. Inflációs és növekedési kockázatok

Előrejelzésünk alappályáját övező főbb bizonytalanságokat az inflációs várakozásokkal, a vállalati alkalmazkodás sebességével, illetve a költségvetés intézkedéseivel kapcsolatban látjuk.

Visszatérő kockázati eleme előrejelzéseinknek az inflációs várakozásokból fakadó bizonytalanság. A jelenlegi helyzetben a gazdaságot érő, korábban nem látott mértékű adósságon túl, az inflációs várakozásokat tükröző felmérések friss adatai is növelik e kockázatokat. Ha a reálgazdaság mély visszaesése ellenére magas maradnak a gazdasági szereplők inflációs várakozásai, akkor a nominális alkalmazkodás is mérsékeltebb lehet az alappályában vázoltnál.

A költségvetési intézkedések kapcsán már említettük, hogy az előrejelzési szabályaink szerint elszámolt – a GDP közel 0,6%-át kitevő – 2011-es adócsökkentésnek egyelőre nem látni az ellentételezését. Így, reálgazdasági oldalról a kockázatok között tüntetjük fel azt a kimenetet, hogy a kormányzat a

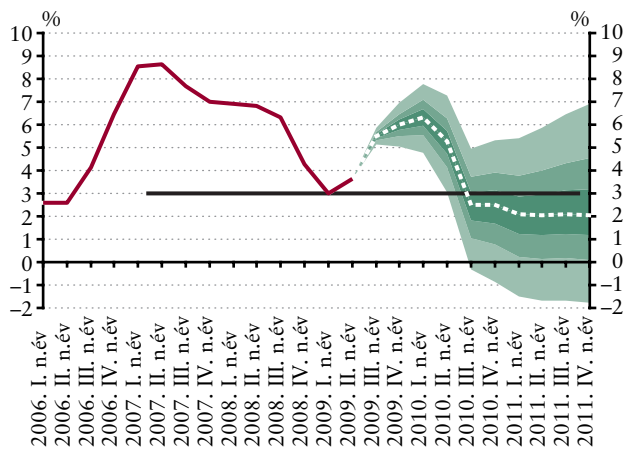
deficitcélok elérése érdekében, részben a kiadások csökkentésével, részben a szabályozott árak emelésével semlegesíti az adócsökkentést.

Míg az előbb elmondottak az infláció alakulása szempontjából felfelé mutató kockázatot jelentettek, lefelé mutató kockázatot jelenthet, ha a vállalati alkalmazkodás az alappályában feltételezettnél erősebb. Egy ilyen scenárió kialakulhat, ha az év második felében további áfaáthárítás nem történik, és így az infláció a vártnál kedvezőbben alakul. Ez visszahathat a 2010-es bérezésre is, ami összességében tartósan az alappályánál kedvezőbb inflációs folyamatok kialakulását is lehetővé teszi.

Összességében, a fenti kockázati tényezők alapján az inflációt hosszabb távon enyhén felfelé mutató, a gazdasági növekedést pedig – főleg 2011-ben – lefelé mutató kockázatok övezik.

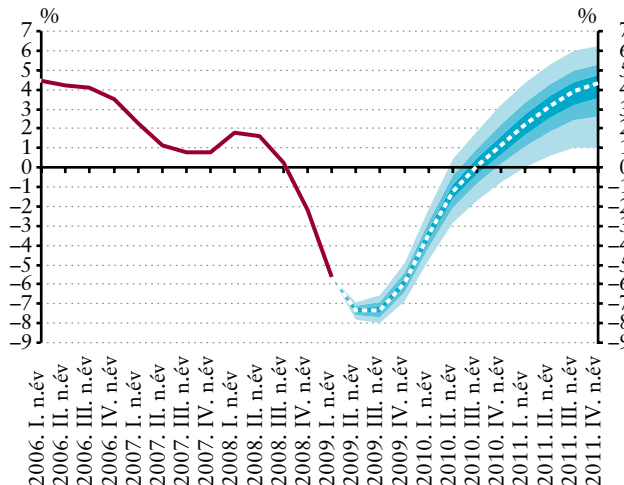
3-8. ábra

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



3-9. ábra

A GDP-előrejelzés legyezőábrája*



* Szezonálisan igazított, kiegyensúlyozott adatok.

3-6. táblázat**Előrejelzésünk változása 2009. májushoz képest**

(százalék)

	2008	2009		2010		2011	
	Tény	Előrejelzés					
		Május	Aktuális	Május	Aktuális	Május	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ¹	5,2	4,4	4,3	3,5	3,6	1,3	1,5
Fogyasztóiár-index	6,1	4,5	4,5	4,3	4,1	1,9	2,1
Gazdasági növekedés							
Külső kereslet (GDP alapon)	2,0	-3,2	-5,1	0,1	0,3	2,0	2,1
Háztartások fogyasztási kiadása	-0,5	-8,0	-8,3	-2,9	-2,7	2,9	3,4
Állóeszköz-felhalmozás	-2,6	-10,3	-9,2	0,8	1,0	4,2	3,8
Belföldi felhasználás	0,4	-7,9	-8,5	-1,7	-1,6	2,9	2,9
Export	4,8	-15,1	-14,5	3,0	2,6	8,7	8,6
Import	4,7	-16,7	-17,0	2,1	1,8	8,3	8,4
GDP*	0,6	-6,7	-6,7	-0,9	-0,9	3,4	3,4
Külső egyensúly²							
Folyó fizetési mérleg hiánya	8,4	4,1	2,9	4,0	3,0	3,3	2,6
Külső finanszírozási igény	7,3	2,0	0,9	1,4	0,6	0,2	-0,3
Államháztartás²							
ESA-deficit	3,4	3,9	4,1 (3,9)	4,5	3,7	4,3	4,3
Munkapiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	7,6	-0,3	0,4	2,1	2,7	4,5	3,9
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁴	-1,2	-3,2	-2,6	-1,7	-0,9	0,7	0,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁵	8,5 (8,0)	3,0	4,2	3,0	3,9	4,5	3,9
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁴	-1,1	-4,0	-3,6	-2,1	-1,7	0,9	0,9
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{4,6}	6,0	5,7	7,9	-2,0	-0,6	1,6	1,0
Lakossági reáljövedelem**	-2,1	-4,3	-4,3	-1,6	-1,3	1,8	2,3

¹ 2009 májusától a KSH és az MNB közös módszertan alapján számolt maginflációját jelezzük előre.² A GDP arányában, a 2009-es ESA-hiánynál zárójelben a tartalékok részleges zárolásával elérhető hiányszint szerepel.³ Pénzforgalmi szemléletben.⁴ A KSH munkaerő-felmérése szerint.⁵ Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH-adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonális hatásának tisztított adatok szerepelnek.⁶ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott.

* Naptári hatással nem korrigált adatok.

** MNB-beclés.

3-7. táblázat

Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózissal

	2008	2009	2010	2011
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)				
MNB (2009. augusztus)	6,1	4,5	4,1	2,1
Consensus Economics (2009. július) ¹	–	4,3 – 5,0 – 5,5	2,8 – 4,5 – 6,1	–
OECD (2009. június)	6,0	4,5	4,1	–
Európai Bizottság (2009. május)	6,0	4,4	4,1	–
IMF (2009. április)	6,1	3,8	2,8	–
Reuters-felmérés (2009. augusztus) ¹	–	4,2 – 4,7 – 5,2	2,7 – 4,4 – 6,1	2,0 – 2,8 – 3,3
GDP (éves növekedés, %)				
MNB (2009. augusztus) ⁴	0,6	–6,7	–0,9	3,4
Consensus Economics (2009. július) ¹	–	(–7,5) – (–6,4) – (–6,0)	(–2,5) – (–0,7) – 0,5	–
OECD (2009. június)	0,4	–6,1	–2,2	–
Európai Bizottság (2009. május)	0,5	–6,3	–0,3	–
IMF (2009. április)	0,6	–3,3	–0,4	2,5
Reuters-felmérés (2009. augusztus) ¹	–	(–7,8) – (–6,7) – (–5,9)	(–2,5) – (–0,2) – 1,0	–
Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)				
MNB (2009. augusztus)	8,4	2,9	3,0	2,6
OECD (2009. június)	8,2	4,0	3,2	–
Európai Bizottság (2009. május)	8,4	5,0	4,8	–
IMF (2009. április)	7,8	3,9	3,4	–
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)				
MNB (2009. augusztus)	3,4	4,1	3,7	4,3
Consensus Economics (2009. július) ¹	–	2,9 – 3,8 – 4,1	2,8 – 3,7 – 4,3	–
OECD (2009. június)	3,4	4,2	4,2	–
Európai Bizottság (2009. május)	3,4	3,4	3,9	–
IMF (2008. november)*	3,4	2,5	2,0	–
Reuters-felmérés (2009. augusztus) ¹	–	3,8 – 3,9 – 4,1	3,5 – 3,9 – 4,5	–
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)				
MNB (2009. augusztus)	4,1	–16,5	0,9	5,4
OECD (2009. június) ^{2,3}	1,0	–13,5	0,5	–
Európai Bizottság (2009. május) ²	3,4	–11,1	–0,8	–
IMF (2009. július) ²	3,5	–13,7	–1,0	4,0
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)				
MNB (2009. augusztus)	2,0	–5,1	0,3	2,1
OECD (2009. június) ^{2,3}	0,8	–4,8	0,0	–
Európai Bizottság (2009. május) ²	2,1	–4,1	0,2	–
IMF (2009. július) ²	2,1	–4,9	0,3	2,3
Euroövezet GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)				
MNB (2009. augusztus)	0,7	–4,6	–0,2	1,4
OECD (2009. június)	0,5	–4,8	0,0	–
Európai Bizottság (2009. május)	0,9	–4,0	–0,1	–
IMF (2009. július)	0,8	–4,8	–0,3	–

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

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

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

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

⁴ Naptári hatással nem korrigált adatok.

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

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2009. január); European Commission Economic Forecasts, 2009. május; IMF World Economic Outlook (2009. április); IMF World Economic Outlook Update (2009. július); Reuters-felmérés (2009. január); OECD Economic Outlook (2009. március).

4. Egyensúly





4.1. Az államháztartási egyenleg alakulása

2008 ősze óta a várható költségvetési pálya alakulását a romló makrogazdasági kilátások és az ezekre adott kormányzati reakciók határozzák meg. Magyarországon – szemben a legtöbb régiós és fejlett országgal – nemcsak arra nincs lehetőség, hogy költségvetési eszközökkel történő gazdaságélénkítésre kerüljön sor, hanem a kieső adóbevételek pótlására, prociklikus gazdaságpolitikát folytatva kiadáscsökkentő lépések váltak szükségessé. A 2009. májusi inflációs jelentés megjelenése óta a makrogazdasági kilátások a kissé enyhébb munkapiaci alkalmazkodás mellett érdemben nem változtak. Emellett a személyi jövedelemadó rendszerének 2011-ben történő lazításától eltekintve, nem került sor újabb jelentős intézkedések elfogadására sem.

Legfrissebb előrejelzésünkben 2009-re csökkentettük a gazdálkodó szervezetek befizetéseiire vonatkozó prognózisunkat és emeltük az egészségügyi kiadások előrejelzését, amit nem tudtak ellensúlyozni az alacsonyabb kamatkidadások és a kismértékben magasabb bérhez kötődő bevételek. Ezen tényezők következtében hiányprognózisunkat összességében némileg felfelé módosítottuk. Jelenlegi, 4,1 százalékos ESA-módszertan szerinti hiányvárakozásunk 0,2 százalékponttal magasabb a hivatalos hiánycélnál, így az csak a stabilitási tartalék egy részének zárolásával érhető el. 2010-ben a 2009-esnél alacsonyabb hiányt várunk, tekintettel arra, hogy a GDP-arányos kiadások csökkenése a kiigazító intézkedések eredményeképp meghaladja a bevételek visszaesését. 2011-ben várakozásaink szerint nem folytatódik a hiánycsökkenés, és részben az egyéb intézkedésekkel egyelőre nem fedezett adókiegészítés, részben a 2010-es MNB-veszteség utólagos megtérítése miatt, jelentősen nőhet az eredményzsemlétes hiány.

2009-ben a gazdasági ciklus – az automatikus stabilizátorokon keresztül – önmagában mintegy 2 százalékponttal növelné az ESA-hiányt, azonban az államháztartás ezt a hatást diszkrecionális lépésekkel nagyrészt ellensúlyozza. 2010-ben pedig a prociklikus gazdaságpolitika következtében annak ellenére

mérséklődhet a hiány, hogy a ciklikus komponens önmagában még növelné is azt. Ennek megfelelően, a ciklikusan igazított ESA-hiány 2009-ben és 2010-ben is csökken. 2011-ben viszont további intézkedések nélkül, az ESA-hiány növekedésével párhuzamosan a ciklikusan igazított hiány is emelkedhet.

Miközben az ESA-egyenleg 2009-ben mindössze 0,7 százalékkal romlik, addig a szélesebb értelemben vett államháztartás pozícióját jobban mutató SNA-egyenleg a GDP 1,6 százalékaival lesz kedvezőtlenebb. Ez alapvetően a PPP-konstrukciókban zajló beruházásoknak tudható be. 2010-ben és 2011-ben az ESA- és az SNA-hiány eltérő dinamikájában szerepet játszik az is, hogy az MNB veszteségét az SNA-egyenlegben a keletkezés évében, míg az ESA-egyenlegben a megtérítés évében kell elszámolni.

4.1.1. NOMINÁLISAN IS CSÖKKENŐ ADÓBEVÉTELEK 2009 ELSŐ HÉT HÓNAPJÁBAN

A 2006-ban megkezdődött költségvetési kiigazítás eredményeképp 2008-ban 3,4 százalékra csökkent az államháztartás ESA-módszertan szerinti hiánya, így a magánnyugdíj-pénztári korrekció hatását figyelembe véve, Magyarország teljesítette a költségvetési deficitre vonatkozó maastrichti kritériumot. A romló gazdasági környezet következtében azonban 2009 első hét hónapjában nem folytatódott tovább a hiánycsökkenés. Míg a bevételek jelentősen elmaradtak az egy évvel korábbi szintjüktől, a kiadások nem változtak számottevően, így az időarányos pénzforgalmi szemléletes hiány magasabb volt a tavalyinál.

A gazdasági recesszió következtében folyamatosan mérséklődött az adóalapok növekedési üteme és ezzel párhuzamosan folytatódott az adóbevételek dinamikájának lassulása. 2009 első negyedévével mindegyik főbb adóbevétel már nomináli-

4-1. táblázat

Az államháztartás egyenlegmutatóinak alakulása

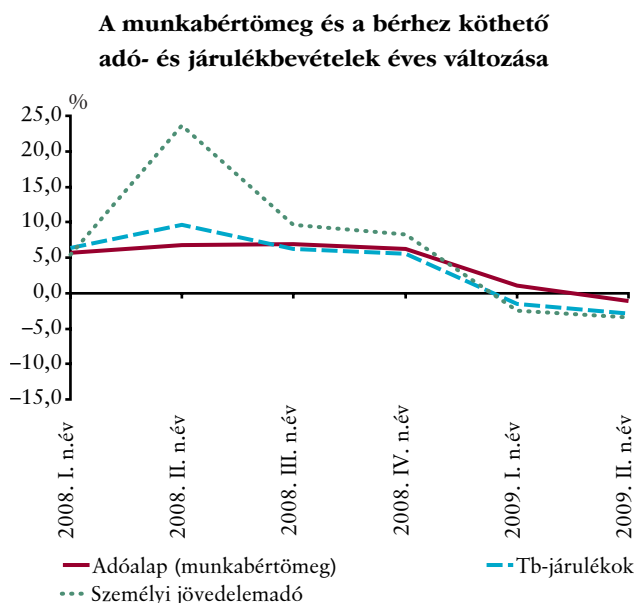
(Az államháztartási egyenlegmutatói és az államadósság a GDP százalékában)

	2008	2009	2010	2011
Pénzforgalmi (GFS) egyenleg	-3,5	-4,4	-4,1	-4,3
Eredményzsemlétes (ESA-) egyenleg	-3,4	-4,1 (-3,9)*	-3,7	-4,3
Ciklikus komponens	1,1	-0,8	-1,6	-1,5
Ciklikusan igazított (ESA-) egyenleg	-4,5	-3,3	-2,1	-2,8
Kibővített (SNA-) egyenleg	-3,7	-5,3	-5,3	-4,6
Államadósság	72,6	79,6	79,8	79,1

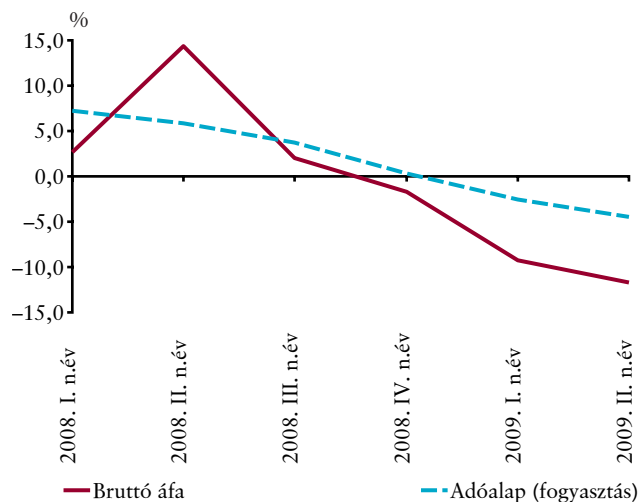
* A stabilitási tartalék egy részének zárolása esetén a táblázatban szereplő többi hiánymutató is alacsonyabb.

4-1. ábra

A főbb adóbevételek és adóalapjaik éves változása



A fogyasztás és a bruttó áfa éves változása



san is elmaradt az egy évvel korábbi szintjétől. A főbb adóbevételek csökkenése meghaladta az adóalapok visszaesésének mértékét is, ami arra utalhat, hogy a recessziós környezetben csökkenhet az effektív adókulcsok mértéke. A kiadások szintje nem változott számottevően, tekintettel arra, hogy az elfogadott kiadáscsökkentő intézkedések jelentős része csak 2009 második felében vagy 2010-ben kerül bevezetésre. A költségvetési szervek nettó kiadásai annak ellenére sem csökkentek érdemben, hogy a 13. havi bér elvonása következtében a bérjellegű kiadások mérséklődtek.²¹ A társadalombiztosítási alapok kiadásai részben az automatizmusok (pl. nyugdíjak indexálása), részben az egészségügyi kiadások emelkedése, az elkülönített alapok kiadásai pedig az új munkanélküliek számának megugrása miatt növekedtek. Az egy évvel korábbinál magasabb hozamok és gyengébb árfolyam a kamatkidások növekedésének irányába hatott, amit jelentős részben semlegesített a finanszírozási szerkezet – IMF-hitel-lehívással összefüggő – változása, így a kamatkidások összességében keveset változtak az előző év azonos időszakához képest.

4.1.2. HIÁNYPROGNÓZISUNK VÁLTOZÁSÁNAK MOZGATÓRUGÓI AZ ELŐZŐ JELENTÉS ÓTA ELTELT IDŐSZAKBAN

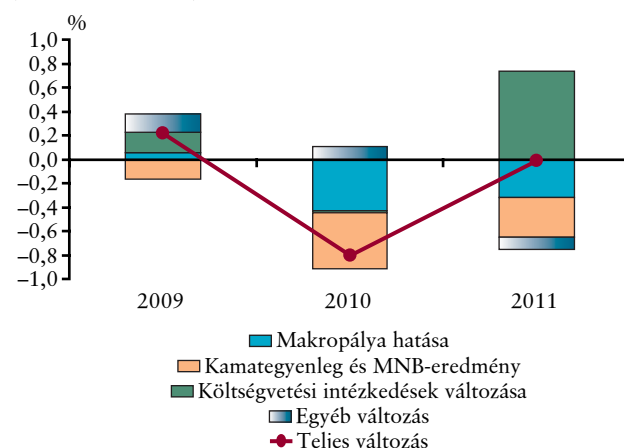
Prognózisunkat mindhárom évben elsősorban a bevételi oldali folyamatokról alkotott képünk változása, kisebb részben pedig a finanszírozási folyamatokkal kapcsolatos új információk alakították. Az elsődleges kiadási pályáról alkotott képünk nem változott érdemben. A makrogazdasági folyamatok

előrejelzésének változása 2009-ben közel semleges, azonban 2010-ben és 2011-ben a korábban vártnál mérsékeltebb munkaerő-piaci alkalmazkodás következtében, az alacsonyabb hiány irányába mutat. A májusi inflációs jelentés óta elfogadott új intézkedések hatása 2009-re és 2010-re nem jelentős, azonban a személyi jövedelemadó alsó sávhatárának 2011-es emelése a kieső bevételeken keresztül jelentősen, a GDP

4-2. ábra

Előrejelzésünk változásának összetevői*

(a GDP százalékában)



* A makropályahatáson a makrogazdasági előrejelzések változásának főbb adó- és járulékbévételekre, valamint a nyugdíjkiadásra gyakorolt hatását értjük. A költségvetési intézkedések között szerepelnek elsősorban az új költségvetési intézkedések (pl. 2010-es adótörvények és magánnyugdíjpénztári szabályozás változása), kisebb részben pedig az előrejelzésünk szempontjából exogén tények változásai. Az egyéb tételek között szerepelnek például a bázishatás miatti és a szakértői korrekciók.

²¹ 2009-ben a 13. havi bér helyett alacsonyabb összegű kompenzáció kerül kifizetésre.

mintegy 0,6 százalékkal emelheti a 2011-es hiányt. Kamat-egyenleg-várakozásunk elsősorban az árfolyamerősödés és hozamsökkenés eredményeképp, a teljes előrejelzési horizonton csökkent, ugyanakkor az MNB kamatvesztésének növekedése 2011-ben részben semlegesíti a kamatvárakozásunk mérséklődésének hiánycsökkentő hatását.

2009-ben a várakozásunk alakulását befolyásoló főbb tényezők ellentétes irányúak, melyek eredőjeképp hiányvárakozásunk mérsékelten emelkedett. Prognózisunk ugyan magasabb a kormányzati hiánycélnál, ugyanakkor a stabilitási tartalék részleges zárolásával elérhetőnek tartjuk azt. 2010-ben mind egyik főbb tényező a korábban előre jelzettnél alacsonyabb hiány kialakulásának irányába mutat. 2011-ben a személyi jövedelemadó kiengedése teljes mértékben semlegesíti a makrogazdasági paraméterek és kamatpálya változásának hatását.

4.1.3. A TELJES ELŐREJELZÉSI HORIZONTON CSÖKKENŐ GDP-ARÁNYOS BEVÉTELEK

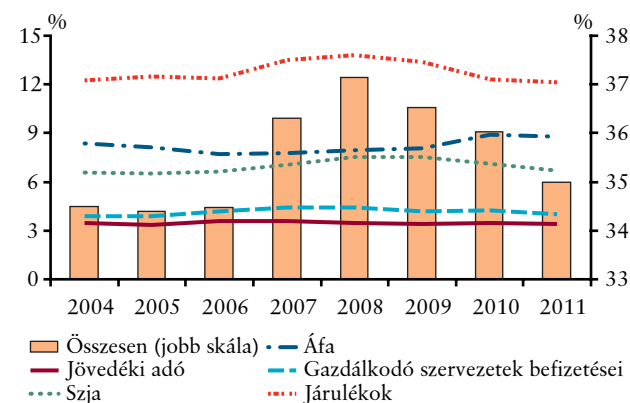
2009-ben a recessziós környezetben a főbb adóalapok nominális és GDP-arányos csökkenésére számítottunk, ezt a várakozásunkat az első hét hónap adatai is megerősítik. A nominális csökkenés háttérében a főbb adóalapok visszaesése áll. A GDP-arányos bevételek mérséklődését az adóbevételek hatékonyságának csökkenése, azaz a gazdaság feltételezett szűkülése magyarázhatja. A május óta megjelent információk alapján csökkentettük a gazdálkodó szervezetek befizetéseire vonatkozó prognózisunkat, amit csak részben ellensúlyoz a bérhez köthető adó- és járulékbételek májusban előrejelzettnél kisebb mérséklődése. Részben tompítja a hiánynövelő hatásokat a magánpénztárak szabályozásának változása, melynek értelmében azok a magánpénztár-tagok, akik 2008 végéig betöltötték az 52. évüket, 2009 végéig visszaléphetnek a felosztó/kiróvíz pillérbe. A magánpénztárakból a társadalombiztosítási pillérbe visszalépők portfóliója átutalásra kerül az államháztartásba, ami egyszeri bevételként az átutalás időpontjában – azaz részben 2009-ben, részben 2010-ben²² – csökkenti az ESA-módszer szerinti hiányt, a következő években pedig a társadalombiztosítási járulékok kismértékű emelkedéséhez vezet. A hiánycsökkentő hatás azonban átmeneti, mert az intézkedés már középtávon a társadalombiztosítási nyugdíjkifizetések emelkedését vonja maga után.

Várakozásaink szerint 2010-ben és 2011-ben is folytatódik a GDP-arányos adóbevételek csökkenése. Ezekben az években a GDP-arányos adóbevételek csökkenése elsősorban szerkezeti okokkal magyarázható, mivel a meghatározó adóalapok (kere-

settőmeg és vásárolt fogyasztás) nominális bővülése mindkét évben elmarad a nominális GDP növekedési ütemétől. Új makrogazdasági prognózisunk szerint ugyanakkor, a korábban vártnál kisebb lehet a munkapiaci alkalmazkodás, így a bértömeg növekedése közelebb lehet a nominális GDP bővüléséhez, ami önmagában jelentősen növeli bevételi prognózisunkat. Árnnyalják azonban a képet az adócsomag májusi inflációs jelentés óta történt változásai és a magánnnyugdíj-pénztári szabályozás 2009 kapcsán már említett változása. Ezen intézkedések hatása 2010-ben még nem jelentős, 2011-ben viszont meghatározó szerepük van a bevételek visszaesésében. A 2010-et és 2011-et egyaránt érintő új intézkedések közül hiánynövelő hatású egyes szolgáltatások alacsonyabb áfakulcsba sorolása, míg az alacsonyabb hiány irányába mutat a vagyondóalap kiszélesítése. 2011-től a személyi jövedelemadó alsó sávjának határa 15 millió forintra emelkedik, ami önmagában a GDP több mint 0,6 százalékkal mérsékli a bevételeket, így 2011-re a korábban prognosztizálnál kedvezőbb szerkezetű makropálya ellenére csökkentettük bevételi prognózisunkat.

4-3. ábra

Az állami költségvetés adó- és járulékbételeinek alakulása*



* A GDP százalékában.

4.1.4. MÉRSÉKLŐDŐ ELSŐDLEGES KIADÁSOK

Az elsődleges kiadások alakulásáról alkotott képünk 2009 kivételével nem változott, tekintettel arra, hogy a kiadáscsökkentő csomag tartalma nem módosult érdemben és a 2010-es költségvetés még nem ismert. Az éven belüli folyamatok alapján némileg emelkedett az egészségügyi kiadásokra vonatkozó 2009-es előrejelzésünk.

Továbbra is arra számítottunk, hogy a lakossági transferek, valamint a kormányzati fogyasztás és beruházás visszafogása ré-

²² Egyelőre bizonytalan, hogy a jogosultak mekkora része lép vissza a felosztó/kiróvíz rendszerbe, és szintén bizonytalan, hogy melyik évben kerül sor a pénzügyi tranzakcióra. Technikai feltevéssünk szerint a jogosultak fele lép vissza a társadalombiztosítási rendszerbe, és az átutalások értékének csaknem fele 2009-ben, a maradék pedig 2010-ben kerül elkönyvelésre bevételként az államháztartásba.

vén ezen kiadások az előrejelzési horizonton folyamatosan csökkennek. A költségvetési szervek nettó kiadásaira vonatkozó előrejelzésünk a kormány előrejelzésének figyelembevételével készült. Ez alapján 2009-ben mintegy 1 százalékponttal mérséklődhetnek a költségvetési szervek GDP-arányos nettó kiadásai, és a csökkenés lassabb ütemben 2010-ben és 2011-ben is folytatódhat. A csökkenésben 2009-ben és 2010-ben szerepe van a közszféra nominális bércsökkenésének, illetve bérfelfagyasztásának, ugyanakkor a 2009-es bércsökkentés és 2010-es bérfelfagyasztás az önkormányzatok kiadásait is visszafogja. A magánnyugdíjpénztárakból a tb-pillérbe visszalépők az előrejelzési horizonton túl emelhetik a nyugdíjkiadásokat. 2010-ben és 2011-ben több jelentős kiadási tételnél látunk a nagyobb hiány irányába mutató kockázatot, amit a kockázaterőzéstől szóló részben mutatunk be.

4.1.5. JAVULÓ FINANSZÍROZÁSI FOLYAMATOK ÉS CSÖKKENŐ ÁLLAMADÓSSÁG-PÁLYA

A javuló nemzetközi befektetői hangulat és az elfogadott hiánycsökkentő intézkedések hatására az elmúlt hónapokban jelentősen csökkent a magyar befektetésekkel szemben elvárt kockázati prémium, ami egyaránt tükröződött a forintárfolyam erősödésében és az állampapírhozamok csökkenésében. Ennek következtében az előrejelzési horizont teljes hosszában mérsékeljük kamatkiadási prognózisunkat. Míg az árfolyam-erősödés mindhárom évben hasonló mértékben járulhat hozzá a kamatkiadások mérséklődéséhez, addig a hozamcsökkenés a folyamatos átárazódás következtében az előrejelzési horizont második felében lehet nagyobb hatású. A nemzetközi hiteleknel magasabb hozamú piaci finanszírozás felé történő elmozdulás ugyanakkor a fentiekkel ellentétes hatású, így némileg mérsékli a hozamcsökkenés és árfolyam-erősödés hatását. A kamategyenleg javulásának hatását 2011-ben jelentősen mérsékli az MNB kamateredményének romlása.²³ Az MNB-kamateredmény romlásában több tényező is szerepet játszik. Veszteségnövelő hatású az árfolyam erősödése és a várt devizatartalék magasabb szintje.

Az államadósság-pályára vonatkozó előrejelzésünk két fő ok miatt alacsonyabb, mint a májusi jelentésben volt. Egyrészt, az erősebb árfolyam mérsékli a devizaadósság forintértékét, másrészt, várhatóan kevesebb devizahitelt hív le Magyarországra a nemzetközi intézményektől, mint az a korábbi tervekben szerepelt. 2009-ben az összes hitellehívás és egyéb kibocsátás várhatóan nem haladja meg a finanszírozási igényt, így év végére a finanszírozási célra felhasználható (nem a bankrendszer számára elkülönített) devizabetét várhatóan nulla

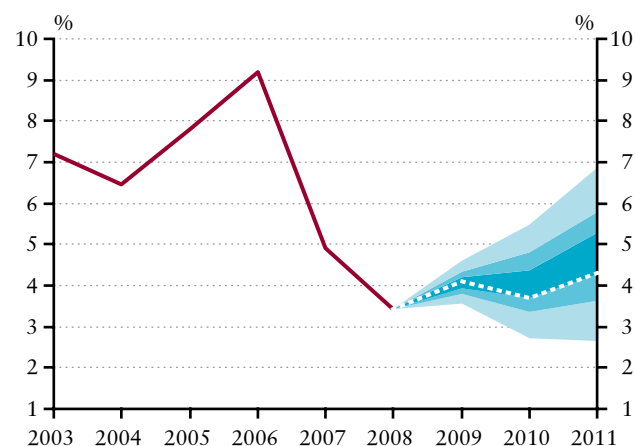
közébe süllyed. Az adósságráta 2009 végén érheti el a csúcspontját a GDP 79,5 százaléka körül, majd lassú csökkenéssel 2011-ben a GDP 79 százaléka közelébe süllyedhet. Előrejelzésünk 272,1 forint/euro technikai árfolyam feltételezéssel készült. Az árfolyam egyszázalékos változása a GDP közel 0,4 százalékaival változtatja meg az adósságrátát.

4.1.6. 2009-BEN ENYHÉN LEFELÉ MUTATÓ, 2010-TŐL FELFELÉ MUTATÓ KÖLTSÉGVETÉSI KOCKÁZATOK

A korábbi inflációs jelentésekhez hasonlóan, ezúttal is elkészítettük a kockázatok bemutatató legyezőábrát is. A legyezőábra a makrogazdasági pályában rejlő és a szakértők által ezen felül érzékelt, de nem politikai kockázatokat tartalmazza. A legyezőábra szerint, az alap-előrejelzésünk körüli kockázatok 2009-ben az alacsonyabb hiány irányába, 2010-ben és 2011-ben a nagyobb hiány irányába aszimmetrikusak. A hiány bizonytalansági eloszlását meghatározó két tényező közül a makrogazdasági pálya hatása a teljes előrejelzési horizonton az alappályánál kisebb hiány irányába aszimmetrikus. Ezen belül ugyan a GDP lefelé mutató aszimmetriája önmagában a magasabb hiány irányába mutató kockázatot rejtene, de ennél erősebb a felfelé mutató inflációs kockázatok bevételi oldalra gyakorolt hatása. 2009-ben a lefelé mutató aszimmetria a stabilitási tartalék hiánycél eléréséhez szükséges zárolásához köthető. 2010-től a szakértői kockázaterőzések nagyobb hiány irányába mutató aszimmetriáját elsősorban négy nagyobb kiadási tétel alakulásával kapcsolatos bizonytalanság magyarázza.

4-4. ábra

A költségvetési hiányra vonatkozó előrejelzés bizonytalanságát mutató legyezőábra



* A GDP százalékában.

²³ Az MNB tárgyévi veszteségét a költségvetés a következő évben számolja el, ezért a prognózisunk szerint jelentősen emelkedő 2011-es veszteségszámolás a 2010-es év kamateredmény-romlásának következménye.

Alap-előrejelzésünk szerint a költségvetési szervek GDP-arányos kiadásai mintegy egy százalékpontos mértékben csökkennek 2009-ben. Az év eddig eltelt időszakában ugyanakkor nominálisan még nem mérséklődött érdemben a kiadási szint, így a kiadásvisszafogás az év utolsó hónapjaira koncentrálódik. A kiadáscsökkentés részben az intézkedéseken, részben a tavalyinál kisebb EU-társfinanszírozáson keresztül valósul meg. Emellett azonban sor kerül az előirányzatok egy részének zárolására is, ami a korábbi évek tapasztalatai alapján a pénzmaradványok szintjének jelentős emelkedéséhez vezethet. Tekintettel arra, hogy a pénzmaradványok egy része mögött szerződésekkkel alátámasztott, de az adott évben nem teljesített kifizetési kötelezettség áll, a pénzmaradvány-állomány emelkedése növeli annak a kockázatát, hogy a következő évek kiadási előirányzatai túllépésre kerülnek.

A GDP-arányos gyógyító-megelőző ellátások jelentősen mérséklődtek az elmúlt években, és a kormányzati tervek szerint a csökkenés az előrejelzési horizonton is folytatódik. A kiadások mérséklődéséhez 2009–2010-ben jelentősen hozzájárul a munkát terhelő járulékok csökkentése és a közszféra bérfelgyasztása, míg a kormányzati szándékok szerint 2011-ben eddig nem ismert intézkedések nélkül is tovább mérséklődnének

a GDP-arányos kiadások. Alap-előrejelzésünkben elfogadjuk a kormányzat kiadás-előrejelzését, azonban jelentős, a magasabb kiadás irányába mutató kockázatokat látunk. Az erősödő finanszírozási feszültségek a kórházak adósságállományának növekedéséhez vezethetnek, ami növeli a költségvetési beavatkozás esélyét.

Az állami közlekedési vállalatok (MÁV, BKV) az elmúlt években folyamatosan jelentős hiányt termeltek, és gazdálkodásuk átalakítására eddig nem került sor. A múltbeli tapasztalatok alapján az adósságállomány felduzzadása – valódi strukturális megtakarítási intézkedések hiányában – egy idő után kormányzati beavatkozást tehet szükségessé. Az előrejelzési horizonton esetlegesen sor kerülő adósságkonszolidáció ugyan csak kockázatérzékelésünkben jelenik meg.

Az önkormányzatok gazdálkodását érintő kormányzati intézkedések önmagában a kiadások csökkenéséhez vezethetnének. Az önkormányzatok egy része számára azonban a korábbi években felvett, de még fel nem használt hitelek (kötvénykibocsátások) lehetőséget biztosítanak arra, hogy kiadásaikat ne igazítsák a kormányzati tervekhez. Az ebből fakadó kockázatokat is legyezőábránk tartalmazza.

4.2. Külső egyensúly alakulása

Az elmúlt időszakban a korábbi éveket jellemző, tartósan magas külső egyensúlyhiányban rendkívül gyors, korábban nem tapasztalt mértékű korrekciót figyelhetünk meg. 2009 első negyedében a külső egyensúlytalanság jelentős mértékben csökkent. A folyó fizetési- és tőkeáramok összegeként adódó külső finanszírozási igény a GDP 4,2 százalékára mérséklődött, amely közel 3 százalékpontos csökkenést jelent 2008 IV. negyedéhez képest. A külső egyensúlyi pozíció javulásában meghatározó szerepet játszottak a reálgazdasági folyamatok, de érdemi hatása volt annak is, hogy a megelőző negyedév alacsony EU-forrás beáramlása után jelentős mértékű, nettó értelemben 1,1 milliárd eurónyi EU-transzfer érkezett hazánkba.

A külső egyensúlyi folyamatokban hangsúlyosan visszatükröződtek a reálgazdasági alkalmazkodás jelei. A belföldi kereslet gyors csökkenése az import visszaeséséhez vezetett, ami bőven ellensúlyozta a már hosszabb ideje zsuporodó kivitel hatását. Így az áru- és szolgáltatás-egyenleg többlete lendületes növekedésnek indult. A visszaesés hatása a jövedelemáramlásokban is érzékelhető volt: a vállalati nyereségek csökkenése a közvetlen tőkéhez kapcsolódó jövedelemkiadások erőteljes mérséklődéséhez vezetett.²⁴ A jövedelem-egyenleg nominális hiányának mérséklődésében emellett a nettó kamatkidások csökkenése is fontos szerepet játszott. Ebbe az irányba hatott a külföldi kézben lévő állampapír-állomány apadása, a hazai befektetők devizakötvény-árfolyamnyeresége, valamint a bankok csökkenő kamatkidása.²⁵

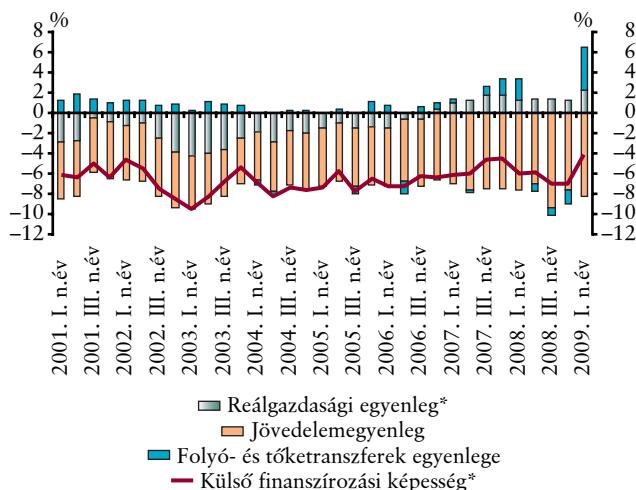
Az erősen ingadozó EU-transzfer-beáramlás hatásától szűrt adatokat vizsgálva elmondhatjuk, hogy az I. negyedéves külső egyensúlyjavulás mértéke meghaladta várakozásainkat. A külkereskedelmi egyenlegben a korábban feltételezettnél gyorsabb alkalmazkodás játszódott le az első negyedévben, ennek egy része ugyanakkor – a korábban már említett – egyedi hatásokkal magyarázható. Másrészt, a jövedelem-egyenleg hiánya is elmaradt a várttól, ami megítélésünk szerint részben ugyancsak átmeneti hatásokkal áll összefüggésben. Az euro- és dollárhozomok esetében ugyanis már nem várható további csökkenés, így nem számítunk arra, hogy a hazai befektetők külföldi kötvényeiken az első negyedévben tapasztaltnál hasonló nyereséget könyvelhetnek el.

A megtakarítási folyamatok oldaláról az ország külföldi finanszírozási szükségletének jelentős csökkenése a magánszek-

4-5. ábra

A külső finanszírozási igény komponensei

(szезonálisan igazított adatok, a GDP arányában)



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

Megjegyzés: a jövedelemegyenleg kiugróan magas 2008 III. negyedéves hiányát az magyarázza, hogy egy nagyvállalat esetében a szokásostól eltérően nem a II. negyedévben, hanem júliusban került sor jelentős mennyiségű osztalék megszavazására. Ennek hatására megtört az idősor korábban stabil szezonálisítása.

Az idősorok szezonális igazítása direkt igazítással készült, ezért a külső finanszírozási igény komponenseinek összege nem feltétlenül egyezik meg a külső finanszírozási igény igazított értékeivel.

tor nettó megtakarításának ugrásszerű emelkedésével párhuzamosan következett be. A lakossági megtakarítások emelkedése teljes mértékben a nettó hitelfelvétel már 2008 végén érzékelhető, drasztikus visszaeséséhez köthető. A hitelfelvétel megtorpanásában a devizahitel-kamatok emelkedése és a romló jövedelemvárakozások miatt csökkenő kereslet mellett kínálati tényezők is szerepet játszhattak. A vállalatok esetében mind a belföldi, mind a külföldi forrásbevonás megtorpan, miközben az előző negyedévvel ellentétben felerősödött a banki betételhelyezés is.

2009 első negyedévét a nemzetközi pénzügyi környezet megváltozása és a külső kereslet csökkenése által kiváltott sokk-szerű alkalmazkodás jellemezte. Az év hátralévő időszakában már a külső finanszírozási igény lassuló mérséklődését vetít-

²⁴ A külföldi közvetlen tőkéhez kapcsolódó jövedelemáramlások adatai az előzetes Fizetésimérleg-statisztikában becsléseken alapulnak. A becslést 2010 szeptemberében váltják fel a vállalati jelentéseken alapuló adatok.

²⁵ A jövedelemegyenleg nominális hiányának erőteljes csökkenése ellenére a GDP-arányos mutató emelkedett. A GDP visszaesése, a forintárfolyam gyengülése egyaránt a mutató emelkedésének irányába mutattak és dominálták is annak alakulását.

4-2. táblázat

A GDP-arányos folyó fizetési mérleg szerkezete

(A GDP arányában, százalék, ha másképpen nem jelezzük)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	Tény/Előzetes tény						Előrejelzés		
1. Áru- és szolgáltatásegyenleg	-3,8	-2,9	-1,2	-0,9	1,4	0,9	4,6	4,7	4,8
2. Jövedelemegyenleg	-4,9	-5,2	-5,7	-6,2	-7,4	-8,1	-7,1	-7,1	-7,1
3. Vizszontatlan folyó átutalások egyenlege	0,8	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-1,2	-0,5	-0,6	-0,3
I. Folyó fizetési mérleg egyenlege (1+2+3)	-8,0	-8,6	-7,5	-7,6	-6,5	-8,4	-2,9	-3,0	-2,6
Folyó fizetési mérleg egyenlege milliárd euróban	-5,9	-7,1	-6,7	-6,8	-6,6	-8,9	-2,7	-2,9	-2,7
II. Tőkemérleg egyenlege	0,0	0,3	0,8	0,6	1,1	1,1	2,0	2,4	2,9
Külső finanszírozási képesség (I+II)	-8,0	-8,3	-6,7	-6,9	-5,4	-7,3	-0,9	-0,6	0,3

jük előre. A lakosság és a vállalatok esetében már nem számítunk a nettó megtakarítás jelentős emelkedésére. A külső egyensúly javulásában már hangsúlyosabb szerepe lehet a kormányzati intézkedések hatására csökkenő költségvetési hiánynak.

A folyó fizetési mérleg szerkezetét tekintve, a külső egyensúlyjavulás az év hátralévő részében várakozásaink szerint részben az importkereslet csökkenésével enyhén növekvő reálgazdasági többleten keresztül valósulhat meg. A jövedelemegyenleg hiánya esetében ugyancsak enyhe javulásra számítunk, amit a közvetlen tőkéhez kapcsolódó kiadások csökkenése mellett a finanszírozási költségek mérséklődése is indokolhat. A banki források árazása szempontjából meghatározó CDS-felárak mérséklődése ugyanis a kamatkiaadá-

sok csökkenéséhez vezethet. A 2009-es EU-transzfer-beáramlás korábbi várakozásainknak megfelelően alakulhat, az EU-források jelentős része ugyanakkor az év első felében már átutalásra került.

2010–2011-ben a külső finanszírozási szükséglet további enyhe csökkenését vetítjük előre, ez azonban jelentős részben az EU-transzferek várható növekedéséhez köthető. A külső konjunktúra lassú felívelésével fokozatosan élénkülő exportdinamika hatását ugyanis a belső kereslet miatt növekvő importigény ellensúlyozhatja. A külső adósság enyhe csökkenése a kamatkiaadások mérséklődéséhez vezethet, ugyanakkor ezt részben semlegesíti a külföldi tulajdonú vállalatok eredménynövekedésének jövedelemegyenleg rontó hatása.

4-3. táblázat

Az egyes szektorok GDP-arányos nettó finanszírozási képessége

(százalék)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	Becslés						Előrejelzés		
I. Kibővített államháztartás*	-8,3	-8,4	-9,4	-9,6	-5,9	-3,7	-5,3	-5,3	-4,6
II. Háztartások	0,2	2,5	4,4	3,4	1,6	1,3	4,3	5,4	4,7
Vállalatok és „hiba” (= A-I.-II.)	0,1	-2,4	-1,7	-0,7	-1,1	-4,9	0,0	-0,8	0,1
A) Külső finanszírozási képesség, „felülről” (=B+C)	-8,0	-8,3	-6,7	-6,9	-5,4	-7,3	-0,9	-0,6	0,3
B) Folyó fizetési mérleg egyenlege	-8,0	-8,6	-7,5	-7,6	-6,5	-8,4	-2,9	-3,0	-2,6
– milliárd euróban	-5,9	-7,1	-6,7	-6,8	-6,6	-8,9	-2,7	-2,9	-2,7
C) Tőkemérleg egyenlege	0,0	0,3	0,8	0,6	1,1	1,1	2,0	2,4	2,9
D) Tévedések és hiba (NEO)**	0,3	-1,4	-1,8	-2,3	-1,6	-1,8	-0,8	-0,8	-0,8
Külső finanszírozási képesség „alulról” (=A+D)	-7,7	-9,7	-8,6	-9,3	-7,0	-9,1	-1,7	-1,4	-0,5

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

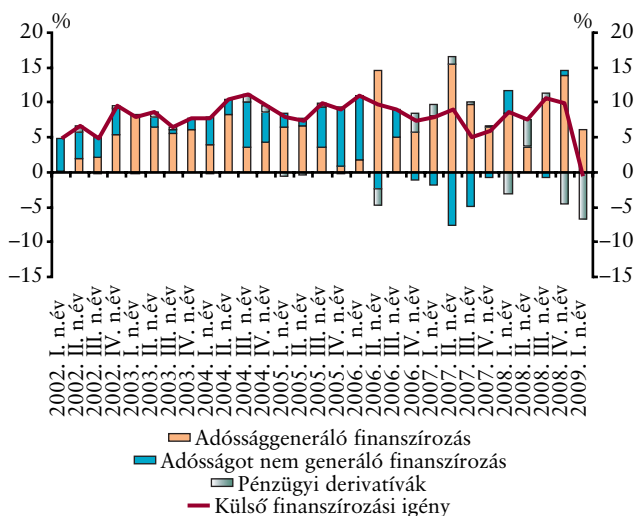
**A fizetési mérleg „tévedések és hiba” sorának előrejelzésénél az elmúlt négy negyedév kumulált értékének szinten maradását feltételeztük.

4.2.1. A FOLYÓ FIZETÉSÍMÉRLEG HIÁNYÁNAK FINANSZÍROZÁSA

2009 I. negyedévében a magyar gazdaság nettó megtakarítói pozícióba került, vagyis nettó értelemben nem volt ráutalva a külső forrásokra – erre az elmúlt 10 évben nem volt példa. Az „alulról számított” külső finanszírozási képesség 100 millió eurót tett ki,²⁶ ennek ellenére az ország külső adóssága az I. negyedévben tovább emelkedett. A nettó nem adósságeneráló forrásbeáramlás (közvetlen tőke és portfólió részvény) ugyanis gyakorlatilag nulla körül alakult, miközben a jelentős árfolyamgyengülés következtében a bankok a derivatív pozícióikon – 2008 végéhez hasonlóan – jelentős veszteségeket szenvedtek el, illetve betételhelyezésre kényszerültek. Ezzel összefüggésben, a hazai szereplők adósságtípusú forrásokat vontak be külföldről.²⁷ Az 1 milliárd eurót meghaladó adósságjellegű forrásbevonás, az árfolyam leértékelődése és a GDP visszaesése ahhoz vezetett, hogy az ország nettó külső adóssága a GDP 60 százaléka fölé emelkedett.

4-6. ábra

Az egyes finanszírozási formák alakulása a GDP arányában

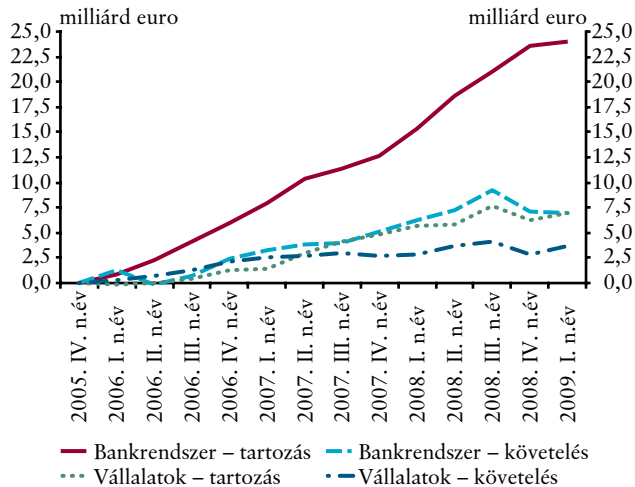


2009 I. negyedévében – a válság elmélyülése miatt romló hitelfelvételi lehetőségek ellenére – mind a bankoknak, mind a vállalatoknak sikerült megújítaniuk lejáró külső forrásait, illetve kismértékben még növelni is tudták külföldi hiteleiket.²⁸ A külső források növekedése mellett nem folytatódott tovább a magánszektor külföldi eszközeinek tavaly év végén tapasztalt – vélhetően a külső források beszűkülés miatti forráshiány enyhítéséhez köthető – leépítése.

A banki mérlegek alapján a II. negyedévre rendelkezésünkre álló legfrissebb adatok a külső finanszírozási folyamatok jelentős változására utalnak. A banki hitelfortfóliók csökkenésével párhuzamosan a szektor külső adóssága érdemi csökkenésnek indult. A külső finanszírozásban ugyanakkor fokozatosan növekedhetett a külföldiek értékpapír vásárlásának szerepe: április–májusban a külföldiek jelentős mértékben növelték részvényportfóliójukat, és júniusban hosszú idő után élénkült az állampapír-keresletük is.

4-7. ábra

A magánszektor külföldi adósságjellegű tartozásainak és követeléseinek alakulása*



* Kumulált flow adatok.

²⁶ A külső finanszírozási igény és fizetésimérleg-statisztika „tévedések és kihagyások” sorának összege.

²⁷ A derivatív ügyletek jelentős részét forint/deviza swapok teszik ki. A forintárfolyam jelentős kilengései idején általában együttmozgást tapasztalhatunk a nettó derivatív finanszírozás és az árfolyamváltozás között. 2008 IV. és 2009 I. negyedévében a forint számottevően gyengült a fontosabb devizákkal szemben, ami a lezárt ügyleteken és a bekért fedezeteken (margin call) keresztül jelentősen csökkentette a pénzügyi mérleg egyenlegét.

²⁸ Érdemes megjegyezni, hogy az elmúlt évek tendenciájához képest mérsékeltbb banki külső forrásbeáramlás a szektor egy domináns szereplőjének jelentős kötvénylejáratára mellett következett be, amelynek piaci forrásokból történő megújítására nem került sor.

A jelentés keretes írásai és mellékletei 1998–2009

1998. november

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

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

2000. szeptember

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

2000. december

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

2001. március

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

2001. augusztus

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

2004. augusztus*

Változás a jelentés szerkezetében	53
Tartós lesz-e a feldolgozóipari termelékenység gyors növekedése?	70
Naptári hatások a reálgazdasági idősorokban	71
Hogyan hat a gazdasági ciklus az államháztartás egyenlegére?	75
Az olaj világgpiaciár-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
Érdekeségek 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
Érdekeségek 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	
<i>Keretes írások:</i>	
Bizonytalanság a GDP alakulásában	23
Feltevésünk és az alappálya törekenysége	34
Egyes, nemrég bejelentett jövőbeli kormányzati intézkedések hatása előrejelzésünkre	37
A GDP-adatrevíziók hatása	44
A Gripen-vadászgépek beszerzésének hatása előrejelzésünkre	45
A költségvetési szervek és fejezetek kiadási prognózisának kockázata	53
Kérdőjelek az import és a külső egyensúly alakulásában	58
<i>Aktuális kérdések:</i>	
A 2006-os áfacsökkentés makrogazdasági hatásai	60
Hogyan becsülhető a tervezett minimálbéremelés hatása?	64
2005. november	
A német konjunktúra kérdőjelei	16
FISIM-revízió: új módszertan – érdemben revideálódó GDP-adatok	21
Feltevésünk	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
Feltevésünk	39
Az árfolyamváltozás inflációs hatásait övező bizonytalanságok	39
A nyugdíjreform költségeinek költségvetési számbavétele	53
2006. augusztus <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Augusztus havi előrejelzésünk feltevései	15
A háztartások 2007–2008. évi lehetséges fogyasztási viselkedéséről	18
Fiskális intézkedések elsődleges inflációs hatása	23
2006. november	
Mely tényezők nehezítették az inflációs alapfolyamat mérését az elmúlt negyedévben?	32
November havi előrejelzésünk feltevései	41
A kockázatkezelés eszköze: egyensúlyi tartalék képzése	56
A fizetésimérleg-statisztikában végrehajtott revíziók	58
2007. február <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
A nemzeti számlákban végrehajtott módszertani és adatrevíziók hatásai	7
A januári inflációs adat értékelése	12
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 munkaerő-piaci kapacitások az elmúlt időszakban?	19
Alapfeltevéseink változása	27
Miként reagál a magyar gazdaság a nominális árfolyam erősödésére? Szimulációk a NEM-moddellel	28
Miért nem láttuk az infláció erőteljes mérséklődését 2007 eleje óta, azaz hat-e a gazdaság lassulása az inflációs folyamatokra?	31
2008. november	
Alapfeltevéseink	32
2009. február <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Előrejelzésünk alapfeltevései	33
A kormányzati intézkedések makrogazdasági hatása	34
2009. május <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Előrejelzésünk alapfeltevései	37
A kormányzati intézkedések és azok makrogazdasági hatásai	39
Fenntartható-e a magyar államadósságpálya?	57
2009. augusztus <i>(csak elektronikus formában jelent meg)</i>	
Az érzékelt és a várt infláció számszerűsítése	24
Előrejelzésünk alapfeltevései	41
Potenciális kibocsátás felülvizsgálata	43

Függelék

MNB-TANULMÁNYOK SOROZAT 2007–2009 (MAGYAR NYELVEN)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MNB OCCASIONAL PAPERS 2007–2009 (ANGOL NYELVEN)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MNB WORKING PAPERS SOROZAT 2007–2009 (CSAK ANGOL NYELVEN)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Jelentés az infláció alakulásáról

2009. augusztus

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

